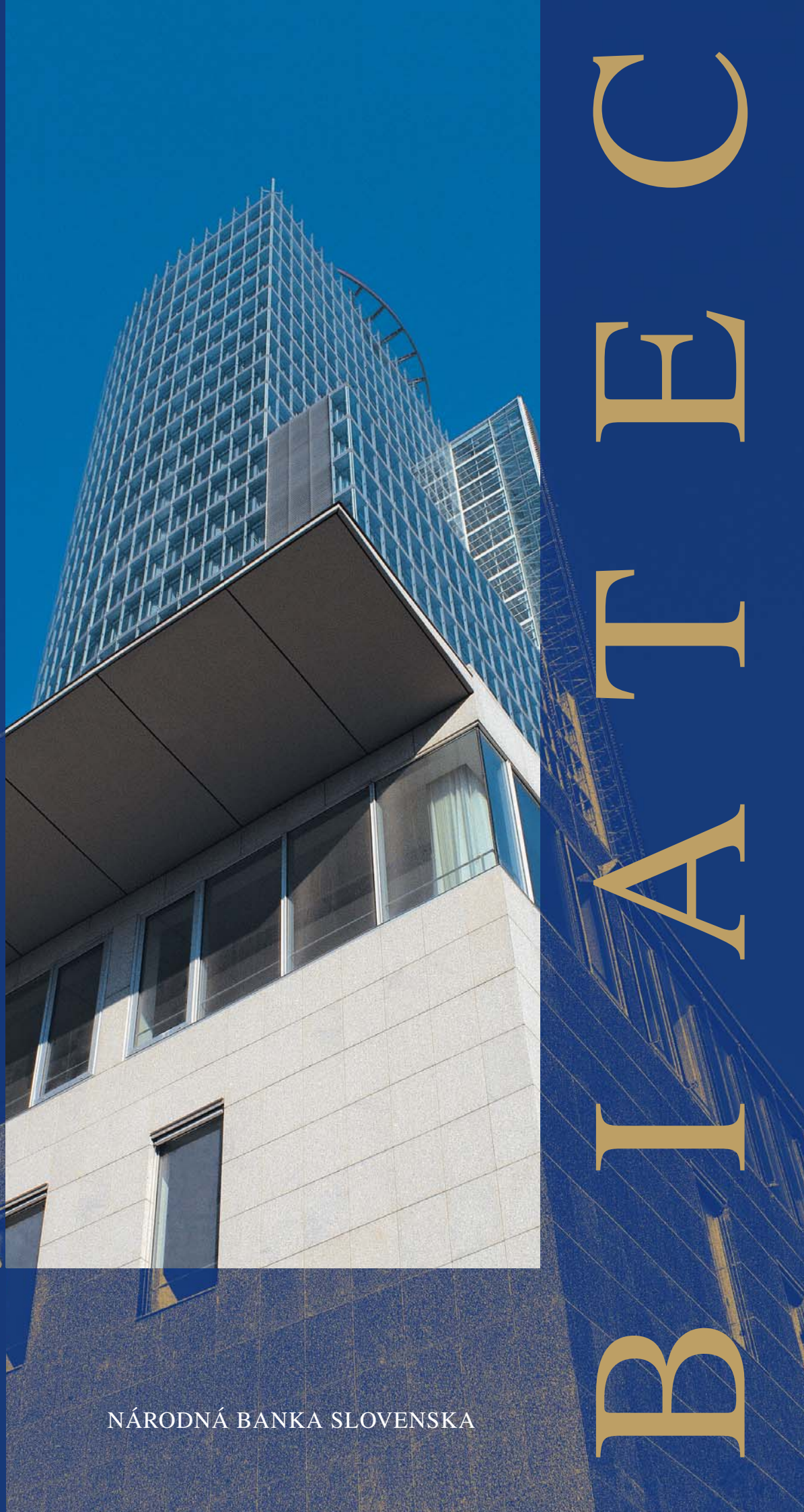


5

Máj 2010  
Ročník 18

ODBORNÝ  
BANKOVÝ  
ČASOPIS



C  
E  
A  
T  
I  
B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



# Insita z Kovačice po druhý raz v priestoroch NBS

*Olejomalby insitných maliarov zo srbskej Kovačice sú známe po celom svete a tvoria kultúrne dedičstvo Európy. Insitné umenie zaujme predovšetkým svojou osobitosťou, poňatím, svojším a nezameniteľným pôvabom, citlivosťou, silou ilúzie a samozrejme aj určitou naivitou.*



Foto: Pavel Kochan

*Výstavu otvoril guvernér NBS Jozef Makúch (na fotografii prvý sprava). Na vernisáži sa prítomným hosťom prihovorili aj podpredseda vlády SR Dušan Čaplovič (v strede) a veľvyslanec Srbskej republiky v SR Danko Prokič (prvý zľava).*

Insitné umenie Slovákov žijúcich v okrese Banát, a najmä v obciach Kovačica a Padina, sa dedí z pokolenia na pokolenie. Mladí insitní umelci pokračujú v tradíciách svojich rodičov a naďalej píšú štetcom kroniku svojich obcí.

Predajná výstava obrazov z Kovačice sa v priestoroch NBS koná po druhý raz. V júni 2008 mali návštevníci možnosť nielen pozrieť si výstavu a za-

kúpiť si obrazy a ďalšie artefakty z kovačickej galérie *Galéria Babka*. Tak ako v minulých rokoch, tak aj dnes je zámerom centrálnej banky pomôcť zviditeľniť a podporiť propagáciu tohto svetoznámeho výtvarného umenia zahraničných Slovákov.

Výstava Insita z Kovačice je prístupná v priestoroch ústredia NBS (ul. Imricha Karvaša 1 v Bratislave) do 28. mája 2010. Vstup na výstavu je voľný.



Detail z obrazu Pavla Lavroša.



Insitné obrazy návštevníkov zaujali.

**BIATEC**  
Odborný bankový časopis  
Máj 2010

**Vydavateľ:**  
Národná banka Slovenska

**Redakčná rada:**  
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD. (predseda)  
Ing. Viliam Ostrožlík, MBA (podpredseda)  
Mgr. Júlia Čillíková  
RNDr. Pavel Ferienc  
Ing. Juraj Jánošík  
Ing. Renáta Konečná  
PhDr. Jana Kováčová  
Mgr. Martin Šuster, PhD.

**Redakcia:**  
Ing. Alica Polonyiová  
tel.: 02/5787 2153  
alica.polonyiova@nbs.sk  
PhDr. Dagmar Krištofičová  
tel.: 02/5787 2150  
dagmar.kristoficova@nbs.sk

**Adresa redakcie:**  
NBS, redakcia BIATEC  
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava  
fax: 02/5787 1128  
Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:  
tel.: 02/5787 2150, e-mail: biatec@nbs.sk

**Počet vydaní:** 10-krát do roka  
**Cena výtlačku pre predplatiteľov:** 2 €  
**Ročné predplatné:** 20 €  
Poštovné hradí predplatiteľ.

**Objednávky na predplatné v SR  
a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:**  
VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,  
Pribinova 21, 819 46 Bratislava  
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148  
e-mail: expedicia@versusprint.sk  
**Termín odovzdania rukopisov:** 12. 5. 2010  
**Dátum vydania:** 24. 5. 2010  
**Evidenčné číslo:** EV 2817/08  
ISSN 1335 – 0900

**Grafický návrh:** Bedrich Schreiber  
**Typo & lito:** AEPRESS, s.r.o.  
**Tlač:** DOLIS, s.r.o.

Anglická verzia časopisu je dostupná  
v elektronickej forme na internetovej  
stránke Národnej banky Slovenska:  
<http://www.nbs.sk>

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek  
reprodukcie tohto časopisu alebo jeho časti  
a iné publikovanie vrátane jeho elektronickej  
formy nie sú povolené bez predchádzajúceho  
písomného súhlasu vydavateľa.



## REGULÁCIA FINANČNÉHO TRHU

Aktuálny vývoj v oblasti európskej regulácie finančného trhu. .... 2  
(Tomáš Ambra, Andrea Málišová, Štefan Nebeský, Peter Paluš,  
Peter Pénzeš a Ľuboš Šesták)

## FOND OCHRANY VKLADOV

Činnosť Fondu ochrany vkladov a aktuálne legislatívne zmeny ..... 8  
(Ing. Rudolf Šujan)

## KAPITÁLOVÝ TRH

Investovanie na kapitálovom trhu prostredníctvom dohliadaných  
subjektov v zákonoch regulujúcich kapitálový trh ..... 10  
(Ľubomír Čunderlík, Martin Šimkovič)  
IPO ako príležitosť pre slovenské firmy ..... 15  
(Mag. Jana Chrenková, PhD.)

## KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE

Kolektívne investovanie de lege lata v Slovenskej republike ..... 18  
(Ľubomír Čunderlík)

## FINANČNÉ TRHY

Finančné deriváty ako investičné nástroje finančného trhu  
(vybrané ekonomicko-právne charakteristiky) ..... 20  
(JUDr. Ing. Ján Maruchnič)

## ŠTATISTIKA PLATOBNEJ BILANCIE

Medzinárodná investičná pozícia ..... 25  
(Ing. Peter Jánošík)

## SVETOVÁ EKONOMIKA

Noví lídri svetovej ekonomiky ..... 29  
(doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.)



# Aktuálny vývoj v oblasti európskej regulácie finančného trhu

Tomáš Ambra, Andrea Málišová, Štefan Nebeský,  
Peter Paluš, Peter Pénzeš a Ľuboš Šesták  
Národná banka Slovenska

V súvislosti s finančnou krízou došlo v období od septembra 2008 k značnému zvýšeniu aktivity inštitúcií EÚ v oblasti prispôbenia existujúcej regulácie finančného trhu výzvam, ktoré priniesol negatívny vývoj na finančnom trhu. Cieľom tohto článku je poskytnúť čitateľovi základnú orientáciu v tejto oblasti. Jednotlivé európske iniciatívy sú kvôli prehľadnosti rozdelené podľa štádia, v ktorom sa nachádzajú, na dokumenty, ku ktorým prebieha diskusia na európskej úrovni, dokumenty v legislatívnom procese EÚ a schválené dokumenty, určené na implementáciu členskými štátmi.

## REGULATÓRNE INICIATÍVY VO FÁZE DISKUSIE

V súvislosti s finančnou krízou začala Európska komisia (ďalej len „Komisia“) pracovať na dvoch skupinách zmien v legislatíve, ktoré by mali upraviť prístup k dohľadu nad finančnými inštitúciami. Ide konkrétne o tzv. novú architektúru dohľadu a krízový manažment bankových skupín. Kým prvá iniciatíva je aktuálne (máj 2010) už vo fáze návrhov právnych predpisov prerokovaných Európskym parlamentom, **problematika krízového manažmentu** je zatiaľ predmetom diskusie na rôznych fórach (najmä v pracovných skupinách Komisie, Rady EÚ, CEBS-u<sup>1</sup>) a konkrétne legislatívne návrhy sa očakávajú až v druhej tretine roku 2010.<sup>2</sup>

Komisia navrhuje v tejto oblasti opatrenia, ktoré majú potenciálne veľký dopad na existujúcu reguláciu, osobitne na kompetencie orgánov v tzv. hostiteľských štátoch<sup>3</sup> pri výkone dohľadu nad dcérskymi spoločnosťami európskych bankových skupín. Cieľom iniciatívy je navrhnúť úpravu existujúcich nástrojov, resp. vytvoriť nové nástroje pre orgány dohľadu a iné štátne orgány (napríklad konkurzné súdy) použiteľné na účely krízového manažmentu bankových skupín. Tieto nástroje sú rozdelené do troch okruhov, podľa štádia krízy, v ktorom by sa mali použiť:

- Preventívne nástroje (*early intervention*) by sa mali používať vo fáze, keď banka ešte splňa regulatorné požiadavky. Na úrovni EÚ sa diskutuje najmä o týchto nástrojoch: úprava preventívnych kompetencií orgánu dohľadu v smernici o úverových inštitúciách (ďalej len „CRD“)<sup>4, 5</sup>, zavedenie povinnosti pre banky vypracovať tzv. závetý (*living wills*), v ktorých si banka preventívne upraví postup riešenia krízovej situácie, liberalizácia vnútrogrupinovej prevoditeľnosti aktív (*asset transfers*) a posilnenie kompetencií orgánov dohľadu v hostiteľských krajinách vo vzťahu k pobočkám zahraničných bánk.
- Nástroje na riešenie krízy banky (*resolution*) – táto fáza by mala nasledovať, keď banka prestane

spĺňať podmienky, za ktorých jej bola udelená licencia. Predbežne sa počíta s vytvorením, resp. úpravou harmonizovaného právneho rámca pre predaj podniku tzv. *bridge bank* vo vlastníctve štátu, presun „toxických“ aktív a prevod vlastníctva banky na inú spoločnosť v rámci súkromného sektora. Vo vzťahu k bankovým skupinám by jednotlivé národné orgány mali používať uvedené nástroje buď na princípe integrovaného postupu (vytvorenie jedného európskeho krízového orgánu), alebo koordinovaného postupu (prostredníctvom tzv. *cross-border stability groups*, pozostávajúcich z príslušných orgánov všetkých dotknutých členských štátov).

- Úprava konkurzu bankových skupín (*insolvency*) – táto fáza nasleduje v prípade úpadku banky. Uvažuje sa o dvoch možnostiach, ako uľahčiť konkurz bankových skupín: koordinácia konkurzných súdov a ďalších orgánov zapojených do tejto fázy, alebo vytvorenie úplne novej právnej úpravy na úrovni EÚ, ktorá by sa vzťahovala len na konkurz bankových skupín.

Väčšina spomenutých nástrojov nie je podľa nášho názoru kontroverzná, viaceré členské štáty EÚ však vyslovili vážne výhrady k liberalizácii súčasného režimu vnútrogrupinovej prevoditeľnosti aktív, pretože tento mechanizmus môže mať veľmi negatívny vplyv na dcérske spoločnosti bankových skupín v hostiteľských štátoch. V tomto zmysle má iniciatíva významný dopad aj na právomoci Národnej banky Slovenska ako orgánu dohľadu nad finančným trhom v SR.

Problematika krízového manažmentu bankových skupín je prepojená s **revíziou právneho rámca bankových garančných schém** (v SR ide o Fond ochrany vkladov). V lete roku 2009 sa uskutočnila verejná konzultácia k návrhom Komisie na revíziu smernice o systémoch ochrany vkladov.<sup>6</sup> V súčasnosti sa Komisia k tejto problematike vracia a garančné schémy navrhuje použiť nielen na vyplácanie náhrad za nedostupné vklady, ale i na financovanie záchrany bánk. Uvažuje sa i o vytvo-

1 Committee of European Banking Supervisors – Výbor európskeho bankového dohľadu, [www.c-eps.org/](http://www.c-eps.org/).  
2 Viac informácií o aktuálnom vývoji tejto iniciatívy na [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/crisis\\_management/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm).  
3 Na účely tohto článku sa hostiteľským štátom rozumie štát sídla dcérskej spoločnosti alebo pobočky finančnej inštitúcie.  
4 Smernica 2006/48/ES zo 14. júna 2006 o začatí a vykonávaní činností úverových inštitúcií (Ú. v. EÚ L 177, 30.6.2006) – konsolidované znenie.  
5 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2006/48/ES zo 14. júna 2006 o začatí a vykonávaní činností úverových inštitúcií (Ú. v. EÚ L 177, 30.6.2006) – prepracované znenie.  
6 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 94/19/ES z 30. mája 1994 o systémoch ochrany vkladov (Ú. v. ES L 135, 31.5.1994).



rení celoeurópskeho fondu (tzv. paneurópska garančná schéma), do ktorého by sa zhromažďovali príspevky bánk.

Kým krízový manažment bankových skupín a revízia bankových garančných schém smerujú k riadeniu a financovaniu krízy prostriedkami trhu, objavujú sa i snahy o vytvorenie právneho rámca na **financovanie záchrany finančných inštitúcií verejnými prostriedkami**. Ich použitie by však prichádzalo do úvahy, len pokiaľ nebudú na záchrana postačovať súkromné zdroje. Cieľom tejto iniciatívy je v konečnom dôsledku vytvorenie ex ante rámca na zdieľanie fiškálnych nákladov na poskytnutie pomoci významným finančným skupinám v čase krízy. Bremeno, ktoré v súčasnosti znášali členské štáty EÚ, v ktorých sídlila materská spoločnosť<sup>7</sup>, má byť rozložené aj na členské štáty, v ktorých sídlia dcérske spoločnosti. Uvažuje sa o zriadení fondu, tzv. *Pan-European Resolution Fund*, do ktorého by sa zhromažďovali príspevky od finančných inštitúcií určené na poskytnutie kapitálovej injekcie v čase krízy. Pokiaľ by získané prostriedky nepostačovali, zdroje majú poskytnúť členské štáty EÚ. Táto problematika je mimoriadne politicky citlivá a veľmi pozorne ju sledujú najmä hostiteľské členské štáty EÚ.

Vývoj návrhov, ktoré vznikajú na európskej pôde významne ovplyvňuje aj dianie vo svete, najmä v USA. Osobitná pozornosť sa venuje **novým regulátorným iniciatívam, ktoré v januári 2010 ohlásil prezident Obama** a v súčasnosti sa v USA pracuje na ich legislatívnej podobe. Cieľom je zabrániť vzniku subjektov, ktorých kolaps by mal vážne následky na verejný rozpočet (tzv. *too big to rescue*). Prostriedkom na dosiahnutie tohto cieľa má byť obmedzenie veľkosti trhového podielu finančných inštitúcií a sprísnenie možností investovania do hedžových fondov a súkromných kapitálových spoločností (*private equity firms*), tzv. *Volcker rule*. Ďalším cieľom je získať zdroje na pokrytie nákladov programu TARP<sup>8</sup>, prostredníctvom ktorého americká vláda zachraňovala banky z verejných zdrojov. Najvýznamnejšie finančné skupiny majú byť zaťažené daňou (tzv. *financial crisis responsibility fee*) vypočítavanou z veľkosti ich záväzkov na konsolidovanej báze. EÚ tieto iniciatívy vyhodnocuje a konzultuje s členskými štátmi.

Popri spomenutých iniciatívach v oblasti krízového manažmentu a financovania záchrany bankových skupín Komisia veľmi aktívne pracuje i na úprave právneho rámca bankového sektora. Koncom februára 2010 bol na stránke Komisie zverejnený dokument na verejnú konzultáciu,<sup>9</sup> v ktorom sa predstavujú názory a kladú sa otázky týkajúce sa úpravy rôznych oblastí bankovej regulácie obsiahnutej v CRD. Ide teda o prvý krok k vydaniu ďalšej novely tejto smernice, tzv. **CRD IV**. V rámci verejnej konzultácie mohli do 16. apríla 2010 vyjadriť svoj postoj členské štáty, orgány verejnej moci aj účastníci trhu.

Komisia plánuje aj na podklade výsledkov verejnej konzultácie predstaviť v druhej polovici roka 2010 rozsiahlu novelu CRD, ktorá sa dotkne najmä:

- štandardov likvidity,
- definície kapitálu,
- ukazovateľa krytia rizika (*leverage ratio*), ktorý v závislosti od predložených návrhov môže zásadne zmeniť filozofiu primeranosti vlastných zdrojov,
- kreditného rizika zmluvnej strany,
- proticyklických opatrení,
- systémovej významnosti finančných inštitúcií,
- snahy o zavedenie čo najvyššej miery harmonizácie pravidiel v bankovom sektore (*single European rulebook*).

Z postojov Komisie vyjadrených v dokumente na verejnú konzultáciu je zrejmé, že realizácia návrhov vo vymedzených oblastiach bude z pohľadu orgánov dohľadu predstavovať významnú zmenu fungovania úverových inštitúcií, ako aj možnosti národných regulátorov aplikovať vlastný súbor nástrojov regulácie prispôbený konkrétnym podmienkam dohliadaných úverových inštitúcií.

Ak Komisia zverejní v druhej polovici roka 2010 legislatívny návrh, ktorým sa navrhne novelizácia CRD, možno predpokladať jeho prijatie v polovici roka 2011. Nakoľko v prípade CRD ide o právny akt vo forme smernice, členské štáty budú povinné implementovať novelu CRD do národného právneho poriadku v lehote, ktorú v dôsledku rozsahu navrhovaných zmien odhadujeme na 18 až 24 kalendárnych mesiacov. Súčasne predpokladáme, že smernica bude obsahovať prechodné ustanovenia, ktoré umožnia subjektom, ktorých práva a povinnosti budú zmenené, prispôbiť svoju činnosť novej právnej úprave.

V sektore poisťovníctva sa pripravuje diskusia v oblasti **poistných garančných schém**. Komisia má zámer vydať Bielu knihu o poistných garančných schémach s cieľom harmonizovať túto oblasť ochrany spotrebiteľov, ktorá nie je v súčasnosti pokrytá európskou legislatívou.

V SR nie sú zavedené poistné garančné schémy a situácia v iných členských štátoch EÚ je veľmi rôznorodá (z 27 členských štátov má 12 jednu alebo viac poistných garančných schém, ktoré pokrývajú životné poistenie alebo neživotné poistenie, alebo oba poistné druhy). Možno očakávať, že predmetná európska iniciatíva bude mať významný dopad na poistný sektor v SR.

Komisia zaslala CEIOPS-u<sup>10</sup> výzvu (*Call for advice*<sup>11</sup>) vo veci revízie **smernice o sprostredkovaní v poisťovníctve** (IMD). Zatiaľ nie je určené, či sa bude novelizovať súčasná IMD, alebo sa pristúpi k vypracovaniu úplne novej smernice. Hlavným zámerom revízie IMD je odstrániť identifikované nedostatky, ktoré spôsobujú v praxi aplikačné problémy, a zvýšiť ochranu spotrebiteľa. Predmetom revízie IMD budú najmä nasledujúce oblasti:

- systém notifikácií v rámci EÚ,
- všeobecné blaho (*general good*) – neexistuje harmonizácia,
- snaha o zabezpečenie rovnakej ochrany spotrebiteľa pri distribúcii poistných produktov poisťovníou alebo sprostredkovateľom,
- informačné povinnosti,

- 7 Napríklad v prípade skupín ING, Dexia, KBC, RBS.
- 8 Troubled Asset Relief Program.
- 9 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/crd4/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/crd4/consultation_paper_en.pdf).
- 10 Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – Výbor európskych orgánov dohľadu nad poisťovníctvom a zamestnaneckými penzijnými fondmi, [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu).
- 11 <http://www.ceiops.eu/media/files/requestsforadvice/EC-Jan-10-IMD/20100127-Commission-Call-for-advice-IMD-revision.pdf>.



- 12 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (Ú. v. EÚ L 302, 17. 11. 2009).
- 13 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES z 21. apríla 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi (Ú. v. ES L 145, 30. 4. 2004).
- 14 Committee of European Securities Regulators – Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).
- 15 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2002/87/ES Ú. v. EÚ L 302, 17. 11. 2009 o doplnkovom dohľade nad úverovými inštitúciami, poisťovňami a investičnými spoločnosťami vo finančnom konglomeráte (Ú. v. EÚ L 312, 22. 11. 2008).
- 16 Útvár dohľadu nad finančným trhom: Nový systém výkonu dohľadu a regulácie nad finančným trhom podľa správy de Larosière Group, BIATEC, ročník 2009, vydanie 9, str. 16 – 23.
- 17 Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o makroprudenciálnom dohľade nad finančným systémom na úrovni Spoločenstva a o zriadení Európskeho výboru pre systémové riziká, COM(2009) 0499, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0499:FIN:EN:PDF>.
- 18 Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre bankovníctvo, COM(2009) 0501, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0501:FIN:EN:PDF>.
- 19 Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov, COM(2009) 0502, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0502:FIN:EN:PDF>.
- 20 Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, COM(2009) 0503, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0503:FIN:EN:PDF>.
- 21 Návrh smernice Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 1998/26/ES, 2002/87/ES, 2003/6/ES, 2003/41/ES, 2003/71/ES, 2004/39/ES, 2004/109/ES, 2005/60/ES, 2006/48/ES, 2006/49/ES, a 2009/65/ES v súvislosti s právomocami Európskeho orgánu pre bankovníctvo, Európskeho orgánu pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov a Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy, COM(2009) 0576, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0576:FIN:EN:PDF>.

- konflikt záujmov,
- zverejňovanie odmeňovania sprostredkovateľov,
- vzájomné uznávanie kvalifikácií,
- zverenie výkonu činností.

Ďalšou iniciatívou v oblasti posilnenia ochrany finančného spotrebiteľa je **vytvorenie medzisektorovej právnej úpravy predaja retailových investičných produktov (Packaged Retail Investment Products – PRIPIs)**. Jej cieľom je zvýšenie informovanosti a ochrany klientov finančných inštitúcií pri predaji investičných produktov. Prostriedkom na dosiahnutie tohto cieľa má byť rozvinutie niektorých princípov ochrany finančného spotrebiteľa zo sektora kapitálového trhu na ostatné sektory finančného trhu (bankovníctvo, poisťovníctvo). Konkrétne by malo dôjsť k vypracovaniu pomerne rozsiahlej regulácie o zverejňovaní informácií o investičných finančných produktoch (inšpirované podobnou úpravou v smernici UCITS<sup>12</sup>), ako aj o pravidlách rokovania predajcov/sprostredkovateľov finančných produktov s potenciálnymi klientmi (inšpirované podobnou úpravou v smernici MiFID<sup>13</sup>). Pôvodne sa uvažovalo, že nová regulácia sa bude vzťahovať i na sektor dôchodkov. Komisia sa však vyjadrila, že vzhľadom na komplikovanosť tejto celej problematiky dôchodkové produkty zatiaľ zostanú mimo rámca PRIPIs, avšak regulácia postavená na rovnakých princípoch sa bude pre ne vytvárať súběžne s iniciatívou PRIPIs. Táto iniciatíva bude mať významný dopad na národnú právnu úpravu v bankovom i poisťovníctve.

Komisia pripravuje aj **revíziu smernice MiFID**. V súčasnosti je táto iniciatíva zatiaľ len v úvodnej fáze, v rámci ktorej Komisia spolupracuje okrem iného aj s CESR-om<sup>14</sup>, ktorý s cieľom vypracovať pre Komisiu správu s odporúčaniami v jednotlivých oblastiach zverejnil viacero konzultačných dokumentov, v ktorých predstavuje jednotlivé návrhy možných úprav a zároveň kladie otázky s cieľom získať názory všetkých zainteresovaných strán. Koncom roka 2010 plánuje zverejniť konzultačný dokument aj samotná Komisia, po ktorom by malo nasledovať zverejnenie konkrétneho návrhu novely smernice MiFID.

**V oblasti zamestnaneckého dôchodkového sporenia (u nás doplnkové dôchodkové sporenie)** sa pripravuje **Zelená kniha o dôchodkoch**, ktorá by mala byť zverejnená v polovici roku 2010. Pôjde o dokument, v ktorom sa identifikujú problémy, ktoré sa Komisia v blízkej budúcnosti bude snažiť riešiť. Predbežne sa dá očakávať, že predmetom dokumentu budú nasledujúce okruhy: rozšírenie pôsobnosti existujúcej dôchodkovej smernice aj na 2. dôchodkový pilier, vypracovanie pravidiel solventnosti pre dôchodkové inštitúcie, odstránenie bariér prenositeľnosti dôchodkových práv, nastolenie otázok udržateľnosti a primeranosti súčasných dôchodkových systémov v EÚ.

V tejto oblasti sa má zvoliť tzv. holistický prístup (*holistic approach*), čo znamená, že Komisia sa bude snažiť aspoň nepriamo zasahovať i do oblastí, v ktorých doteraz uznávala výlučnú právomoc členských štátov (napr. 2. dôchodkový pilier).

Napokon, vo fáze diskusie je momentálne i **revízia smernice o konglomerátoch**.<sup>15</sup> Dňa 6. novembra 2009 Komisia zverejnila konzultačný dokument s cieľom zistiť názory dotknutých orgánov na niektoré oblasti v právnej úprave finančných konglomerátov. Na základe tohto dokumentu sa pripraví návrh novely príslušnej smernice.

## REGULÁTORNE INICIATÍVY V LEGISLATÍVOM PROCESSE NA ÚROVNI EÚ

Dňa 23. septembra 2009 publikovala Komisia návrhy nariadení, ktorými sa mení štruktúra dohľadu a regulácie v EÚ. Tieto zmeny sú známe ako **nová architektúra dohľadu a regulácie v EÚ**. O diskusii, ktorá predchádzala publikácii návrhov legislatívnych textov sme písali už v 9. čísle časopisu BIATEC z roku 2009<sup>16</sup>, preto sa v tomto článku budeme zaoberať iba aktuálnym vývojom.

Návrh novej architektúry pozostáva z troch oblastí:

- zriadenie Európskeho výboru pre systémové riziká (European Systemic Risk Board, ESRB),<sup>17</sup>
- zriadenie európskych orgánov pre dohľad (spoločne nazývané European Supervisory Authorities – ESA):
  - Európsky orgán pre bankovníctvo (European Banking Authority, EBA),<sup>18</sup>
  - Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (European Insurance and Occupational Pension Authority, EIOPA),<sup>19</sup>
  - Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (European Securities and Markets Authority, ESMA).<sup>20</sup>
- tzv. OMNIBUS smernica<sup>21</sup>, ktorou sa do jednotlivých smerníc finančného trhu vkladajú splnomocňovacie ustanovenia pre európske orgány dohľadu na výkon ich právomocí.

Mottom novej regulácie je vytvorenie čo najviac homogénnej regulácie, jednotnej pre všetky členské štáty (*single European rulebook*), jej jednotnej aplikácie v celej EÚ a porovnateľný prístup orgánov dohľadu pri výkone dohľadu. Tento model má zabezpečiť rovnaké príležitosti na jednotnom trhu pre finančné inštitúcie v EÚ bez ohľadu na to, v ktorom členskom štáte sídli.

Nové orgány by mali nahradiť doterajšie poradné výbory Komisie – CEBS, CESR a CEIOPS. Zatiaľ čo činnosti nových orgánov je plánovaný na 1. januára 2011, čo je podľa nášho názoru veľmi ambicióznym termín vzhľadom na stav legislatívneho procesu.

ESRB bude zodpovedný za makroprudenciálny dohľad v EÚ. Má monitorovať systémové riziká a vydávať varovania a odporúčania. ESRB by mal prispievať k finančnej stabilite EÚ ako celku. Definícia finančnej stability na úrovni EÚ však zostáva nevyjasnená. Podľa nášho názoru je nevyhnutným predpokladom pre celkovú finančnú stabilitu EÚ finančná stabilita jednotlivých členských krajín. Takisto bude potrebné vytvoriť postup, ako bude ESRB fungovať, a spôsob zapojenia národných expertov do tvorby analýz ESRB.



ESA majú byť zodpovedné za mikroprudenciálny dohľad v EÚ. Majú navrhovať technické štandardy<sup>22</sup>, presadzovať konvergenciu vo výkone dohľadu, jednotnú aplikáciu práva EÚ, riešiť spory medzi orgánmi dohľadu a dohliadať nad činnosťou kolégií. Dôležitou otázkou v tejto súvislosti je rozdelenie kompetencií pri dohľade nad cezhraničnými finančnými skupinami medzi ESA, domácim orgánom dohľadu a hostiteľským orgánom dohľadu. Vzhľadom na potrebu zachovať finančnú stabilitu na národnej úrovni považujeme za dôležité, aby hostovský orgán dohľadu mal primerané právomoci voči subjektom podnikajúcim na danom území. Z tohto pohľadu podporujeme zachovanie „status quo“, pokiaľ ide o rozdelenie právomocí pri výkone dohľadu medzi domovskými a hostiteľskými orgánmi dohľadu. Presun kompetencií z národných orgánov dohľadu na ESA je prípustný iba v tom prípade, ak bude zároveň presunutá aj zodpovednosť za finančnú stabilitu na európsku úroveň a vyriešené znášanie nákladov pri krízových situáciách. Táto problematika však podľa nášho názoru v súčasnosti nie je uspokojivo riešená.

Návrhy nariadení schválila v decembri 2009 Rada EÚ a boli predložené na rokovanie Európskeho parlamentu, ktorý k nim vzniesol veľké množstvo pripomienok. V prípade ESRB sa navrhuje väčší vplyv Európskeho parlamentu, voľnejší prístup ESRB k individuálnym údajom za finančné inštitúcie a zmeny v zložení riadiacich a poradných orgánov ESRB, kde by mali mať väčšie zastúpenie nezávislí externí experti.

V prípade ESA je návrh Európskeho parlamentu výrazne odlišný v porovnaní s pôvodným návrhom Komisie a kompromisným návrhom Rady EÚ. Zahŕňa priamy výkon dohľadu nad inštitúciami s pôsobnosťou v rámci EÚ, pričom Národná banka Slovenska by sa stala len „pobočkou“ ESA vykonávajúcou ich rozhodnutia. Právomoc vydávať technické štandardy a riešiť spory medzi orgánmi dohľadu má byť neobmedzená, t. j. nevyžadovali by sa splnomocňovacie ustanovenia v príslušných smerniciach v oblasti finančného trhu. Nedostatočne sa však rieši problematika presunu fiškálnej zodpovednosti za zlyhanie takejto finančnej inštitúcie a návrhy nie sú konzistentné pre jednotlivé ESA.

Nová architektúra dohľadu prinesie pre Národnú banku Slovenska a najmä pre útvary dohľadu nad finančným trhom NBS enormné zväčšenie množstva regulácie vytváratej na úrovni EÚ a potrebu zvýšeného zapojenia do činnosti pracovných skupín, či už v rámci ESRB, alebo ESA. Nová architektúra dohľadu môže mať významný dopad na právomoci Národnej banky Slovenska v oblasti dohľadu nad finančným trhom.

Dňa 17. decembra 2009 bola v Úradnom vestníku EÚ publikovaná **smernica o solventnosti II**<sup>23</sup>. Hlavným zámerom tejto novej regulácie v poisťovníctve je zvýšiť ochranu poistených a príjemcov poisťovníčného plnenia a podporiť finančnú stabilitu poisťovníčného trhu. Cieľom tejto európskej iniciatívy bolo dosiahnuť tzv. maximálnej harmonizácie v rámci EÚ. Niektoré oblasti regulácie

obozretného podnikania v poisťovníctve ostávajú však aj po transponovaní smernice o solventnosti II neharmonizované a bude právomocou členského štátu upraviť si ich. Ako príklad možno uviesť inštitút zodpovedného aktára a reguláciu „malých“ poisťovní, t. j. poisťovní, ktorých činnosť nebude spadať pod úpravu smernice o solventnosti II. Smernica by mala byť transponovaná do vnútroštátnych legislatív členských štátov do 31. októbra 2012.

Z dôvodu zavádzania novej architektúry dohľadu a regulácie v EÚ by sa v priebehu roka 2010 mala smernica o solventnosti II novelizovať. Cieľom tejto iniciatívy by malo byť najmä zavedenie záväznej mediácie medzi orgánmi dohľadu členských štátov a zavedenie záväzných technických štandardov. Novela by sa mala realizovať prostredníctvom tzv. smernice OMNIBUS II, pričom táto smernica by sa mohla využiť aj na novelizáciu niektorých v súčasnosti platných článkov smernice o solventnosti II.

V rámci projektu Solventnosť II v súčasnosti prebieha diskusia k pracovným dokumentom Komisie, ktoré budú predstavovať podklad pre návrhy vykonávacích predpisov na druhej úrovni v rámci Lamfalussyho procesu. Diskusia prebieha v pracovnej skupine zriadenej Komisiou. Na úrovni CEIOPS-u sa pracuje na návrhoch usmernení na tretej úrovni v rámci Lamfalussyho procesu (*Level 3 Guidance*) a pripravila sa technická špecifikácia k piatej kvantitatívnej dopadovej štúdii, ktorá by mala otestovať navrhované regulačné kvantitatívne požiadavky pre poisťovne a zaisťovne. Piata kvantitatívna dopadová štúdia by sa mala uskutočniť v treťom štvrťroku 2010.

Ako bude uvedené v ďalšom texte, v sektore kolektívneho investovania momentálne prebieha v SR implementácia smernice UCITS IV.<sup>24</sup> Zvýšenie úrovne harmonizácie regulácie sektora kolektívneho investovania prinášajú najmä **vykonávacie predpisy k smernici UCITS IV** (na druhej úrovni Lamfalussyho procesu), ktoré sa aktuálne pripravujú na európskej úrovni.

Národné predpisy na transponovanie novej právnej úpravy (smernica a vykonávacie predpisy) bude potrebné vytvoriť najneskôr do 30. júna 2011.

V júli 2009 publikovala Komisia návrh novely smernice CRD<sup>25</sup>, známy pod pracovným názvom **novela CRD III**.

Uvedeným návrhom Komisia plánuje upraviť otázky týkajúce sa:

- kapitálových požiadaviek na krytie rizík vyplývajúcich z resekuritizačných obchodov,
- rozsahu informačných povinností vo vzťahu k angažovanosti úverových inštitúcií v obchodoch s komplexnými produktmi,
- riadenia rizík vo vzťahu k správe portfólií,
- mzdovej politiky, ktorou sa má predchádzať neprimeranému podstupovaniu rizík riadiacimi i ostatnými zamestnancami úverových inštitúcií,
- technických zmien výpočtu rizík (v obchodnej knihe), aby lepšie zohľadňovali riziko straty spojené s trhovým rizikom,

- 22 *Technické štandardy majú podľa návrhov nariadení o zriadení ESA tvoriť súčasť európskej legislatívy, pričom ich predmetom má byť riešenie technických otázok výkonu činnosti tak regulovaných subjektov, ako aj národných orgánov regulácie. Návrhy technických štandardov majú vypracovať ESA. Po prípadných úpravách majú byť vydané Komisiou v podobe nariadení, a to buď ako delegované akty, alebo implementačné akty (teda nelegislatívne akty) v zmysle čl. 290 a čl. 291 Zmluvy o fungovaní Európskej únie. Technické štandardy nemajú obsahovať podstatné prvky, ktoré sú vyhradené legislatívnym aktom, teda nemajú sa v nich odzrkadľovať politicky motivované rozhodnutia.*
- 23 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES z 25. novembra 2009 o začatí a vykonávaní poisťovníctva a zaistenia (Solventnosť II) (Ú. v. EÚ L 335, 17. 12. 2009).*
- 24 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (Ú. v. EÚ L 302, 17. 11. 2009).*
- 25 *Návrh smernice Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokiaľ ide o kapitálové požiadavky na obchodnú knihu a na resekuritizácie a preverovanie politik odmeňovania orgánmi dohľadu, dokument KOM (2009) 362 v konečnom znení, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0362:FIN:SK:PDF>.*



- 26 Rada EÚ: 2 972. zasadnutie Rady – Hospodárske a finančné záležitosti, tlačová správa 14637/09 (Presse 297), [online], Brusel, 10. 11. 2009, [cit. 2010-03-28], dostupné na internete: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st14/st14637.en09.pdf>.
- 27 ECB: CON/2009/94, Frankfurt nad Mohanom, 12.11.2009, In Úradný vestník EÚ 2009/C 291 str. 1, [online], [cit. 2010-03-28], dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:291:0001:0006:SK:PDF>.
- 28 European Banking Committee – Európsky výbor pre bankovníctvo.
- 29 European Financial Committee – Európsky finančný výbor.
- 30 CEBS: High-level principles for Remuneration Policies, Londýn, 20.04.2009, [online], [cit. 2010-03-28], dostupné na internete: <http://www.c-ebc.org/getdoc/34be2e0-bdff-4b8e-979a-5115a482a7ba/High-level-principles-for-remuneration-policies.aspx>.
- 31 Návrh smernice Európskeho Parlamentu a Rady, ktorou sa menia a dopĺňajú smernicu 2003/71/ES o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie, a smernicu 2004/109/ES o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, KOM(2009) 491, dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0491:FIN:EN:PDF>.
- 32 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2003/71/ES zo 4. novembra 2003 o prospekte, ktorý sa zverejňuje pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie a o zmene a doplnení smernice 2001/34/ES (Ú. v. EÚ L 345, 31. 12. 2003).
- 33 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/109/ES z 15. decembra 2004 o harmonizácii požiadaviek na transparentnosť v súvislosti s informáciami o emitentoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, a ktorou sa mení a dopĺňa smernica 2001/34/ES (Ú. v. EÚ L 390, 31. 12. 2004).
- 34 KOM(2009) 114 v konečnom znení, 4. 3. 2009.
- 35 European Securities Markets Expert Group – Expertná skupina pre európske trhy s cennými papiermi.
- 36 Centre for Strategy and Evaluation Services – Centrum pre služby v oblasti stratégie a hodnotenia.
- 37 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/110/ES zo 16. septembra 2009 o začatí a vykonávaní činnosti a dohľade nad obozretým podnikaním inštitúcií elektronického peňažníctva (Ú. v. EÚ L 267, 10. 10. 2009).
- 38 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2000/46/ES z 18. septembra 2000 o začatí a vykonávaní činnosti a dohľade nad obozretým podnikaním inštitúcií elektronického peňažníctva (Ú. v. ES L 275, 27. 10. 2000).

• prechodných ustanovení uplatňovania Bazileja II.

Na úrovni Rady EÚ bola v novembri 2009 dosiahnutá všeobecná zhoda na kompromisnom znení návrhu novely smernice CRD II<sup>26</sup> a v súčasnosti prebiehajú rokovania na úrovni Európskeho parlamentu. V decembri 2009 bolo v Úradnom vestníku EÚ publikované stanovisko Európskej centrálnej banky k návrhu Komisie.<sup>27</sup>

Otázka úpravy v oblasti mzdovej politiky v úverových inštitúciách bola predmetom rokovaní na úrovni CEBS, EBC<sup>28</sup> a EFC<sup>29</sup>. V apríli 2009 zverejnil CEBS dokument týkajúci sa princípov odmeňovania.<sup>30</sup> V súlade s týmto dokumentom bolo vypracované Metodické usmernenie útvaru dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska z 3. mája 2010 č. 3/2010.

Nakoľko rokovania v súvislosti s CRD III neboli doposiaľ ukončené v Európskom parlamente a po nich budú nasledovať rokovania medzi Európskym parlamentom, Komisiou a Radou EÚ, možno len predpokladať termín prijatia návrhu tejto smernice v druhej polovici roka 2010. Z dôvodu rozsahu ustanovení, ktoré má smernica CRD III novelizovať sa predvída, že transpozičná lehota, v rámci ktorej budú musieť členské štáty realizovať implementáciu prijatých ustanovení smernice CRD III do národných právnych poriadkov, uplynie koncom druhej polovice roka 2011.

Dňa 30. apríla 2009 Komisia zverejnila **návrh smernice o správcach alternatívnych investičných fondov**, ktorej cieľom je vytvorenie európskeho právneho rámca obozretného podnikania v tomto segmente (nejde o produktovú reguláciu). Ide o iniciatívy priamo súvisiace s finančnou krízou, za ktorej pôvodcov boli označené i hedžové fondy. Na základe tejto smernice majú byť regulované všetky fondy, ktoré nepatria do pôsobnosti smernice UCITS IV, vrátane hedžových fondov a sukromných kapitálových fondov „private equity funds“, ale aj komoditných a realitných fondov. Ochrana investorov sa má dosiahnuť uložením požiadaviek na výkon činnosti správcov alternatívnych investičných fondov, ktoré okrem iného zahŕňajú štandardné pravidlá obozretného podnikania, pravidlá pre transparentnosť a informačné povinnosti voči orgánom dohľadu, prostredníctvom ktorých sa má monitorovať potenciálne systémové riziko. Smernica poskytne správcovi alternatívnych investičných fondov výhody jednotného európskeho povolenia na ponuku nimi spravovaných fondov profesionálnym investorom na území iných členských štátov EÚ.

Na pôde Európskeho parlamentu je návrh smernice ostro diskutovanou témou. Napriek tomu je zámerom, aby bola smernica prijatá v priebehu roka 2010 a lehota jej transpozície sa predpokladá medzi rokmi 2012 a 2013.

V závislosti od konečnej podoby schváleného znenia môže mať smernica o správcach alternatívnych investičných fondov negatívny vplyv na sektor kolektívneho investovania v SR. Po prijatí smernice UCITS IV sa očakáva, že práve segment neharmonizovaných fondov môže byť zdrojom

konkurenčnej výhody pre slovenských správcov. Avšak dodatočné povolenie a právna úprava, ktorá by nebola konzistentná so zaužívanými štandardmi smernice UCITS a prinášala by dodatočné náklady, by mohla znamenať zastavenie správy takýchto fondov na našom území.

Komisia predložila 24. septembra 2009 **návrh revízie<sup>31</sup> smernice o prospekte<sup>32</sup>** a čiastočne aj smernice o transparentnosti<sup>33</sup>. Po piatich rokoch od prijatia smernice o prospekte, napriek jej pozitívnemu celkovému vplyvu a všeobecnej úspešnosti, bola táto smernica označená ako jedna z oblastí, ktorá obsahuje viacero právnych neistôt a neopodstatnených zatažujúcich požiadaviek. Cieľom zverejneného návrhu bolo zjednodušiť a zlepšiť uplatňovanie smernice o prospekte, zvýšiť efektívnosť a zlepšiť medzinárodnú konkurencieschopnosť EÚ so zreteľom na dôležitosť zvýšenia úrovne ochrany investorov. Táto úloha je spojená aj s Plánom hospodárskej obnovy Európy a s reformou finančných služieb avizovanou v oznámení Stimuly na oživenie hospodárstva v Európe zo 4. marca 2009<sup>34</sup> určenom na jarné zasadnutie Rady EÚ, ako aj s akčným programom na znižovanie administratívnej záťaže.

Hlavné oblasti upravené v návrhu smernice:

- zosúladienie definície kvalifikovaných investorov v smernici o prospekte a definície profesionálnych klientov v smernici MiFID,
- presnejšie vymedzenie niektorých požiadaviek a výnimiek (retailové kaskády, režim systému zamestnaneckých akcií, menej zložitá požiadavka týkajúca sa určitých druhov emisií, resp. emitentov, ako aj režimu poskytovania údajov pre vládne záručné schémy atď.),
- spresnenie formy a obsahu súhrnu, ako aj zodpovednosti v súvislosti so súhrnom,
- zrušenie duplicitných požiadaviek transparentnosti,
- možnosť voľby domovského členského štátu aj pre emitentov nekapitálových cenných papierov,
- určenie spôsobu výpočtu limitov maximálnej sumy ponuky,
- dĺžka platnosti prospektu, základného prospektu a registračného dokumentu,
- spresnenie požiadavky aktualizácie prospektu a dĺžky obdobia s právom na odstúpenie od ponuky.

Návrh bol výsledkom dialógu a konzultácií so zainteresovanými stranami vrátane regulátorov, účastníkov trhu a spotrebiteľov. Vychádzal z prípiemienok a analýz obsiahnutých v správach, ktoré uverejnili CESR, ESME<sup>35</sup> a CSES<sup>36</sup>. V súčasnosti sa k návrhu vyjadruje Európsky parlament a schválenie sa očakáva do konca júna 2010.

## REGULÁTORNE INICIATÍVY VO FÁZE IMPLEMENTÁCIE NA NÁRODNEJ ÚROVNI

V septembri 2009 bola prijatá **smernica o začatí a vykonávaní činnosti a dohľade nad obozretým podnikaním inštitúcií elektronického peňažníctva** (ďalej len „EMD“)<sup>37</sup>, ktorou sa nahrádza je predchádzajúca smernica<sup>38</sup>.





V porovnaní s predchádzajúcou smernicou rozširuje EMD okruh právnických osôb, ktoré budú môcť vydávať elektronické peniaze. Podľa Komisie možno očakávať rast trhu elektronického peňažníctva z hľadiska elektronických peňazí v obehú (možný nárast až do výšky 10 miliárd EUR) a počtu inštitúcií (až na 120 inštitúcií elektronického peňažníctva).<sup>39</sup>

V súvislosti s rozšírením okruhu subjektov, ktoré budú môcť vydávať elektronické peniaze, upozornila Európska centrálna banka na možné negatívne dôsledky úpravy EMD v oblasti menovej politiky či riadenia likvidity.<sup>40</sup>

Slovenská republika je povinná transponovať EMD do národného právneho poriadku do 30. apríla 2011, pričom na smernicu EMD sa uplatňuje princíp úplnej harmonizácie.

S účinnosťou novej EMD možno očakávať nárast subjektov, ktoré budú chcieť poskytovať služby spojené s vydávaním elektronických peňazí, a s tým spojený nárast činnosti Národnej banky Slovenska v oblasti metodiky, licencovania a vykonávania dohľadu nad inštitúciami elektronických peňazí.

V novembri 2009 bola v Úradnom vestníku EÚ publikovaná smernica známa pod označením **CRD II**, ktorou sa novelizujú viaceré smernice vrátane smernice CRD.<sup>41</sup>

Najzásadnejšie zmeny sa týkajú:

- zásad a pravidiel, ktoré neboli formálne upravené na úrovni EÚ, ako je zaobchádzanie s hybridnými kapitálovými nástrojmi v rámci pôvodných vlastných zdrojov,
- objasnenia rámca dohľadu pre krízový manažment,
- formalizovania zriaďovania kolégií na účely zvýšenia efektívnosti výkonu dohľadu,
- limitácie angažovanosti najmä vo vzťahu k veľkej majetkovej angažovanosti a úpravy odchýlok od požiadaviek na obozretné podnikanie.

Slovenská republika je povinná transponovať CRD II do národného právneho poriadku do 31. októbra 2010, a to tak, aby nové ustanovenia nadobudli účinnosť k 31. decembru 2010.

V oblasti kolektívneho investovania bola dňa 17. novembra 2009 v Úradnom vestníku EÚ zverejnená **nová smernica UCITS**, tzv. UCITS IV.<sup>42</sup> Ide o prepracované znenie (*recast*) doterajšej smernice<sup>43</sup>, ktorú zároveň s účinnosťou od 30. júna 2011 zrušuje. Zachováva všetky oblasti doteraz veľmi úspešnej regulácie otvorených fondov kolektívneho investovania, ktorá sa v EÚ zrodila pred viac

ako 20 rokmi. Cieľom novej právnej úpravy je aj odstránenie zostávajúcich bariér jednotného trhu EÚ v sektore kolektívneho investovania a podpora efektívnejšej a flexibilnejšej správy aktív v EÚ.

Smernica UCITS IV bude znamenať pre slovenský sektor kolektívneho investovania značné zvýšenie cezhraničnej konkurencie a s tým spojený tlak na efektívnosť nákladov. Vyššia harmonizácia prinesie zmeny vo vnútorných procesoch správocských spoločností. Pre Národnú banku Slovenska budú nové cezhraničné regulačné mechanizmy, ako napríklad cezhraničné zlúčenia alebo cezhraničná správa fondov predstavovať výzvu v oblasti spolupráce pri výkone dohľadu s inými orgánmi dohľadu členských štátov EÚ.

V strednodobom horizonte je možné očakávať široký rozsah technických štandardov k smernici UCITS IV. Predpisy na transponovanie novej právnej úpravy bude potrebné vytvoriť najneskôr do 30. júna 2011.

V novembri 2009 bolo publikované **nariadenie o ratingových agentúrach** (ďalej „nariadenie o CRA“).<sup>44</sup> Opatrenia, ktoré mala SR podľa nariadenia o CRA prijať, boli implementované v podobe noviel viacerých zákonov.<sup>45</sup>

V SR je orgánom registrácie a dohľadu nad činnosťou ratingových agentúr Národná banka Slovenska, ktorá sa bude prostredníctvom kolégia orgánov dohľadu zúčastňovať na procese registrácie ratingových agentúr Moody's Investors Service Ltd, UK, Fitch Ratings, UK, McGraw-Hill International (U.K.) Limited – Standard&Poor's Ratings Services.

V rozmedzí od 7. júna 2010 do 7. septembra 2010 majú existujúce ratingové agentúry, ktorých činnosť spadá pod nariadenie o CRA, povinnosť podať žiadosť o registráciu (licenciu).

V súčasnosti CESR dokončuje návrh právne nezáväzných usmernení, ktoré je povinný podľa nariadenia o CRA vydať a ktoré majú pomôcť zjednotiť postup registrácie ratingových agentúr.

V zmysle návrhu nariadenia, ktorým sa má zriadiť ESMA a ktorým sa má nahradiť CESR, majú ratingové agentúry od 1. januára 2011 spadať do pôsobnosti ESMA, ktorá má nad nimi vykonávať dohľad.

V blízkej budúcnosti má Komisia predstaviť návrh novely nariadenia o CRA, ktorým sa upraví pôsobnosť ESMA, ako aj práva a povinnosti národných regulátorov, ktoré budú musieť realizovať proces registrácie na základe v súčasnosti platného nariadenia o CRA.

39 Komisia EÚ: 2008/0190 (KOM) v konečnom znení, 9. 10. 2008, str. 5, Brusel, [online], [cit. 2010-03-28], dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0627:FIN:SK:PDF>.

40 ECB: CON/2008/84, Frankfurt nad Mohanom, 5. 12. 2008, [online], [cit. 2010-03-28], dostupné na internete: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c\\_03020090206sk00010009.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_03020090206sk00010009.pdf).

41 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/111/ES zo 16. septembra 2009, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2007/64/ES, pokiaľ ide o banky pridružené k ústredným inštitúciám, niektoré položky vlastných zdrojov, veľkú majetkovú angažovanosť, mechanizmy dohľadu a krízové riadenie (Ú. v. EÚ L 302, 17. 11. 2009).

42 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIIPC) – tzv. Smernica UCITS IV (Ú. v. EÚ L 302, 17. 11. 2009).

43 Smernica Rady 85/611/EHS z 20. decembra 1985 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIIPC) (Ú. v. EÚ L 375, 31. 12. 1985).

44 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009 zo 16. septembra 2009 o ratingových agentúrach (Ú. v. EÚ L 302, 17. 11. 2009).

45 Novela zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom, zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a zákona č. 455/1991 Zb. o živnostenskom podnikaní (prostredníctvom zákona o spotrebiteľských a o iných úveroch a pôžičkách pre spotrebiteľov z 9. marca 2010).





# Činnosť Fondu ochrany vkladov a aktuálne legislatívne zmeny

Ing. Rudolf Šujan, predseda prezídia  
Fond ochrany vkladov

*Fond ochrany vkladov<sup>1</sup> (FOV) zabezpečuje ochranu vkladov fyzických osôb a zákonom vymedzených právnických osôb uložených v bankách a pobočkách zahraničných bánk, ktoré sú účastníkmi systému ochrany vkladov na Slovensku.*

1 Fond ochrany vkladov (FOV) bol zriadený zákonom NR SR č. 118/1996 Z. z. o ochrane vkladov a o zmene a doplnení niektorých zákonov z 20. marca 1996, ktorý nadobudol účinnosť dňa 1. júla 1996.

2 Zákon č. 421/2008 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon Národnej rady Slovenskej republiky č. 118/1996 Z. z. o ochrane vkladov a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a o zmene zákona č. 659/2007 Z. z. o zavedení meny euro v Slovenskej republike a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

3 Zákon č. 552/2008 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

Účasť v slovenskom systéme ochrany vkladov je pre banky zo zákona o ochrane vkladov povinná odo dňa prijatia prvého vkladu. Pobočky zahraničných bánk, ktoré vykonávajú činnosť na základe jedného povolenia podľa práva Európskej únie, sa za podmienok vymedzených zákonom o ochrane vkladov môžu dobrovoľne zapojiť do systému ochrany vkladov v Slovenskej republike.

FOV je v súčasnosti naďalej účastníkom ešte troch konkurzných konaní z titulu vyplácania náhrad v rokoch 2000 až 2004, a to na majetok AG Banky, Slovenskej kreditnej banky a Devín banky.

V konkurzných konaniach, ktoré sa začali ešte v rokoch 2000 a 2001 a ktoré boli v prvých troch rokoch blokové námietkami zaujatosti, došlo najmä v posledných rokoch k procedurálnym posunom, z pohľadu veriteľov sú však naďalej zdĺhavé.

V roku 2008 bol ukončený prvý konkurz na majetok niektorej banky, a to Dopravnej banky, z ktorého FOV získal prvé plnenie v sume 26,2 mil. € (789,4 mil. Sk). Majetok v zostávajúcich konkurzoch je v podstate speňažený, v súčasnosti je v nich potrebné ukončiť niekoľko súdnych sporov, potom sa jednotlivé konkurzy môžu dostať do záverečnej fázy, ktorou bude schvaľovanie konečnej správy a rozvrhové uznesenie.

Príjmy FOV z konkurzu na majetok Dopravnej banky a z príspevkov bánk do FOV znamenali, že FOV v apríli 2009 splatil zostatok úveru, ktorý si v rokoch 2000 až 2001 zobrať vo výške 16,9 mld. Sk (561,67 mil. €). Jeho dlhová pozícia sa tak v roku 2009 stala minulosťou a fond opäť akumuluje vlastné zdroje.

Aktíva FOV k 31. 12. 2009 dosiahli výšku 75 764 008 €, z toho pohľadávky za vyplatené náhrady predstavujú sumu 50 917 459 € a strata predstavuje sumu 442 661 €. Zároveň sa od 1. 1. 2009 zmenil spôsob účtovania príspevkov bánk, ktoré do 31. 12. 2008 boli účtované a vykazované ako výnosy, pričom od 1. 1. 2009 už neovplyvňujú výsledok hospodárenia FOV, ale sú zúčtované priamo do fondu príspevkov ako zdroja na prípadné vyplácanie náhrad.

Banky na Slovensku spravovali k ultimu roka 2009 vklady v celkovom objeme 43,06 mld. €, z čoho chránené vklady predstavovali 23,01 mld. €,

t. j. 53,4 %. V porovnaní s rokom 2008 bol zaznamenaný mierny pokles chránených vkladov, a to o 549,7 mil. € (2,3 %). V roku 2009 uhradili do FOV podľa zákona o ochrane vkladov celkovo príspevky vo výške 45,86 mil. € (37,24 mil. € v roku 2008).

FOV v roku 2009 pokračoval vo vyplácaní náhrad za vklady v Devín banke, a to tým vkladateľom, ktorí o výplatu požiadali v zákonnej lehote do 5. novembra 2004. Doteraz si náhradu neprevzalo ešte 204 vkladateľov tejto skrachovanej banky.

Rok 2009 bol pre FOV a systém ochrany vkladov na Slovensku významný aj v legislatívnej oblasti. V jeho činnosti sa v roku 2009 prejavili aj legislatívne opatrenia a zmeny zamerané na zmiernenie vplyvov turbulencií na finančných trhoch, prijaté ešte v závere roka 2008.

Osobitne významnou zmenou bola novela zákona o ochrane vkladov vykonaná zákonom č. 421/2008 Z. z.<sup>2</sup> s účinnosťou od 1. 11. 2008, po ktorej Slovenská republika pristúpila k úplnej, čiže neobmedzenej ochrane tých vkladov, ktoré bankám zverili vkladatelia – fyzické a právnické osoby, ktorých vklady sú chránené v zmysle zákona o ochrane vkladov. Novela zrušila hornú hranicu plnenia z FOV v prípade krachu niektorej z bánk a tiež spoluúčasť vkladateľa na ochrane vkladov, ktorá dovtedy predstavovala 10 % z prípadnej náhrady za nedostupný vklad.

Ďalšou úpravou zákona o ochrane vkladov, ktorá bola vykonaná zákonom č. 552/2008 Z. z.<sup>3</sup> s účinnosťou od 13. decembra 2008, boli vytvorené podmienky na dobrovoľné doplnkové zapojenie pobočiek zahraničných bánk z krajín Európskej únie do systému ochrany bankových vkladov na Slovensku. V tomto zmysle sa môže pobočka zahraničnej banky, ktorá požíva výhody jednej licencie, dobrovoľne zapojiť do systému ochrany vkladov v SR s cieľom zabezpečenia zvýšenej (doplnkovej) ochrany vkladov v rozsahu, v ktorom ochrana vkladov podľa pravidiel systému ochrany vkladov v SR presahuje ochranu vkladov podľa pravidiel systému ochrany vkladov v členskom štáte, na území ktorého má príslušná zahraničná banka sídlo. Na účely tohto zapojenia sa vyžaduje písomná zmluva medzi FOV, inštitúciou domovského systému ochrany bankových vkladov a zahraničnou bankou, ktorej pobočka vykonáva činnosť na území Slovenskej republiky.



Na pobočku zahraničnej banky, ktorá sa dobrovoľne zapojila do systému ochrany vkladov v SR, sa vzťahujú príslušné ustanovenia zákona o ochrane vkladov. Takáto pobočka je napríklad povinná zaplatiť vstupný príspevok do FOV, ďalej je povinná zverejniť vo svojich prevádzkových priestoroch v slovenskom jazyku informáciu o ochrane vkladov podľa domovského systému ochrany vkladov vrátane pravidiel domovského systému ochrany vkladov a informácie o poskytovaní náhrad za nedostupné vklady. V prípade vzniku nedostupnosti vkladov v pobočkách zahraničných bánk s doplnkovou ochranou v systéme ochrany vkladov v SR vkladatelia musia mať možnosť uplatniť si nárok na náhradu a vyplatenie náhrady na území SR.

Na začiatku roka 2009 bolo v systéme ochrany vkladov na Slovensku 15 bánk a 2 pobočky zahraničných bánk, pričom v priebehu roka 2009 došlo k začleneniu Istrobanky do ČSOB.

V súčasnosti sú účastníkmi systému ochrany vkladov na Slovensku, sú tieto banky:

- Československá obchodná banka, a. s.
- ČSOB stavebná sporiteľňa, a. s.
- Dexia banka Slovensko a. s.
- Komerční banka Bratislava, a. s.
- OTP Banka Slovensko, a. s.
- Poštová banka, a. s.
- Privatbanka, a. s.
- Prvá stavebná sporiteľňa, a. s.
- Slovenská sporiteľňa, a. s.
- Tatra banka, a. s.
- UniCredit Bank Slovakia, a. s.
- VOLKSBANK Slovensko, a. s.
- Všeobecná úverová banka, a. s.
- Wüstenrot stavebná sporiteľňa, a. s.
- Slovenská záručná a rozvojová banka, a. s.

Z 11 pobočiek zahraničných bánk, ktoré v súčasnosti vykonávajú bankové činnosti na základe jednej licencie na Slovensku, sú účastníkmi systému ochrany vkladov na Slovensku dve, a to pobočka zahraničnej banky Citibank Europe plc a pobočka zahraničnej banky J & T BANKA, a. s.

V praxi to znamená, že vklady v týchto pobočkách sú chránené do výšky 100 000 € systémom ochrany vkladov v Írsku (v prípade pobočky Citibank) a do výšky 50 000 € systémom ochrany vkladov v Českej republike (v prípade pobočky J&T Banky), a súčasne vklady v oboch týchto pobočkách nad limit domovského štátu sú chránené systémom ochrany vkladov na Slovensku.

O dobrovoľnú účasť formou doplnkovej ochrany vkladov v Slovenskej republike požiadala takisto mBank, pobočka zahraničnej banky BRE Bank SA so sídlom v Poľsku. Už od roku 2008 sa uskutočňujú rokovania medzi FOV a poľským Bankovým garančným fondom o zmluve, ktorá je zákonnou podmienkou na vstup do systému ochrany vkladov na Slovensku v rámci doplnkovej ochrany vkladov. Uzatvoreniu zmluvy, a tým vstupu mBank, pobočky zahraničnej banky, do systému ochrany vkladov na Slovensku bránia zatiaľ rozdiely v legislatívnej úprave na poľskej strane, a to hlavne v súvislosti s postavením garančných schém v prípadnom konkurznom konaní.

V zásade to znamená, že vklady v tejto pobočke sú chránené systémom ochrany vkladov v Poľskej republike, t. j. do výšky 50 000 €.

Podmienkami legislatívy krajín, v ktorých majú sídlo zahraničné banky, ktorých pobočky vykonávajú činnosť na Slovensku, sa riadia aj ďalšie oblasti ochrany vkladov (prispievanie do garančných schém, rozsah ochrany vkladov, informovanie vkladateľov, uplatňovanie nárokov klientov pri vyplácaní náhrad v prípade krachu banky atď.). Zároveň platí, že podrobné informácie o ochrane vkladov musí poskytovať svojim klientom každá banka, resp. pobočka zahraničnej banky, či už v prevádzkových priestoroch bánk, na svojich webových stránkach, alebo je informácia o ochrane vkladov súčasťou zmluvnej dokumentácie, prípadne obchodných podmienok medzi bankou, resp. pobočkou a klientom.

V roku 2009 bola novelizovaná smernica EÚ č. 19/1994 o systémoch ochrany vkladov. S účinnosťou od 11. 3. 2009 bola odstránená možnosť predĺžovať dobu vyplácania náhrad (tri mesiace). Zároveň by mal byť limit ochrany vkladov v štátoch EÚ – v záujme harmonizácie podmienok ochrany vkladov – ku koncu roka 2010 zjednotený na 100 000 €. V súčasnosti prebieha vyhodnocovanie dopadu zmien tejto smernice, na základe ktorého Európska komisia v priebehu tohto roka predloží Európskemu parlamentu a Rade návrh na zmenu alebo doplnenie smernice.

Na tieto zmeny reagoval v priebehu roka 2009 zákon č. 276/2009 Z. z.<sup>4</sup>, na základe ktorého sa od 10. júla 2009 vypustila možnosť FOV predĺžiť lehotu tri mesiace na vyplatenie náhrad za nedostupné vklady. V záujme vkladateľov sa však naďalej ponecháva fondu možnosť vyplatiť náhrady na základe písomnej žiadosti vkladateľa doručenej do troch rokov od vzniku neschopnosti banky vyplácať vklady.

Posledná zmena zákona o ochrane vkladov bola vykonaná zákonom č. 70/2010 Z. z. z 11. februára 2010<sup>5</sup>. Zmena spočíva okrem iného v tom, že majiteľom účtu bytového domu (či už účtu zriadeného správcom bytového domu alebo spoločenstvom vlastníkov bytov a nebytových priestorov) sú vlastníci bytov a nebytových priestorov v príslušnom bytovom dome, pričom zriaďovateľ účtu (správca alebo spoločenstvo) je príslušný disponovať s finančnými prostriedkami na účte bytového domu a tiež vykonávať k účtu bytového domu práva a povinnosti vkladateľa podľa zákona o ochrane vkladov. Zároveň bol novelizovaný zákon o ochrane vkladov v tom zmysle, že výslovne chráni aj bankové vklady na účtoch bytových domov zriadených správcami bytových domov.

Táto novela zákona o ochrane vkladov taktiež zrovnoprávnila akciové spoločnosti s inými obchodnými spoločnosťami pri zákonnej ochrane bankových vkladov, a to vzhľadom na zrovnoprávenie akciových spoločností s inými obchodnými spoločnosťami pri povinnom auditovaní ich účtovných závierok podľa novelizovaného zákona o účtovníctve a novelizovaného Obchodného zákonníka.

<sup>4</sup> Zákon č. 276/2009 Z. z. o opatreniach na zmiernenie vplyvov globálnej finančnej krízy na bankový sektor a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

<sup>5</sup> Zákon č. 70/2010 Z. z. z 11. februára 2010, ktorým sa s účinnosťou od 1. apríla 2010 mení a dopĺňa zákon NR SR č. 182/1993 Z. z. o vlastníctve bytov a nebytových priestorov v znení neskorších predpisov a ktorým sa dopĺňa zákon NR SR č. 118/1996 Z. z. o ochrane vkladov a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.



# Investovanie na kapitálovom trhu prostredníctvom dohliadaných subjektov v zákonoch regulujúcich kapitálový trh

Lubomír Čunderlík, Martin Šimkovič  
Národná banka Slovenska

*Efektívny súbor legislatívnych nástrojov na ochranu kapitálového trhu je nevyhnutný, vzhľadom na veľký pohyb finančných prostriedkov v ňom. Preto ekonomicky vyspelé krajiny zriaďujú regulačné orgány, ktoré disponujú mechanizmami regulácie kapitálového trhu, a ovplyvňujú dianie na trhu tak, aby bola náležitým spôsobom zabezpečená stabilita, efektívnosť, bezpečnosť a dôveryhodnosť celého kapitálového trhu. Pritom každá krajina pod vplyvom svojich historických, politických, kultúrnych a ekonomických skúseností pristupuje k zabezpečeniu ochrany svojho trhu rôznym spôsobom. Preto môže byť kapitálový trh regulovaný rozličnými regulačnými orgánmi, a teda aj rôznymi legislatívnymi normami.*

1 Viac o regulácii a dohľade nad finančným trhom pozri: Jílek, J.: *Finanční trhy a investování*. Praha: GRADA Publishing 2009, s. 137 – 177.

2 Napr. zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov; zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.

3 NBS v rámci dohľadu nad finančným trhom vykonáva dohľad aj nad subjektmi kapitálového trhu poskytujúcimi zhodnotenie peňažných aktív alebo subjektmi s osobitnými úlohami zverenými zákonmi regulujúcimi kapitálový trh (burza cenných papierov, centrálny depozitár cenných papierov, vyhlasovateľ verejnej ponuky cenných papierov a majetkových hodnôt, emitent cenných papierov, Garančný fond investícií, finančný sprostredkovateľ v sektore kapitálového trhu, finančný poradca v sektore kapitálového trhu, subjekty kolektívneho investovania, resp. jeho vykonávatelia).

Regulácia predstavuje obmedzenie aktivít subjektov prostredníctvom právnych noriem, pričom jej účelom je aj ochrana týchto subjektov. Dohľad bezprostredne súvisí s reguláciou, keďže právne obmedzenie aktivít regulovaných subjektov je vynucované štátnymi orgánmi dohľadu.<sup>1</sup>

Platná legislatíva v Slovenskej republike nepozná právny predpis, ktorý upravuje iba reguláciu kapitálového trhu, resp. reguláciu jeho subjektov. Regulácia je v podmienkach legislatívneho prostredia Slovenskej republiky chápaná ako právne obmedzenie aktivít regulovaných subjektov, pričom účelom je ochrana a zachovanie stability regulovaného subjektu. Toto obmedzenie je vynucované štátnymi orgánmi prostredníctvom dohľadu, ktorý upravuje predovšetkým zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (zákon o dohľade) a ďalšie právne predpisy upravujúce dohľad subjektov kapitálového trhu.<sup>2</sup>

V Slovenskej republike je regulačná právomoc dohľadu nad kapitálovým trhom zverená Národnej banke Slovenska (NBS). NBS je podľa čl. 56 Ústavy Slovenskej republiky nezávislou centrálnou bankou, ktorá v rámci svojej pôsobnosti môže vydávať všeobecné záväzné právne predpisy, ak je na to splnomocnená zákonom. Spomínaný článok ustanovuje, že ďalšie podrobnosti ustanovuje zákon, ktorým je zákon č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov (zákon o NBS). Tento zákon pritom v ustanovení § 2 ods. 3 ako jeden zo svojich

cieľov definuje, že v oblasti finančného trhu NBS prispieva k stabilite finančného systému ako celku, ako aj k bezpečnému a zdravému fungovaniu finančného trhu, a to v záujme udržiavania dôveryhodnosti finančného trhu, ochrany klientov a rešpektovania pravidiel hospodárskej súťaže. Pritom NBS vykonáva dohľad nad finančným trhom, vrátane trhu kapitálového, podľa zákona o NBS a podľa osobitných predpisov, medzi ktoré patrí predovšetkým zákon o dohľade, zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (zákon o bankách), zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (zákon o kolektívnom investovaní) atď. a vykonáva ďalšie činnosti v oblasti finančného trhu podľa tohto zákona a osobitných predpisov.<sup>3</sup> Na kapitálovom trhu možno investovať práve prostredníctvom právnych inštitútov upravených uvedenými osobitnými zákonmi. Predmetom nášho výkladu pritom nie sú možnosti investovania na kapitálovom trhu prostredníctvom „klasických subjektov“ finančného trhu: banky vykonávajúce investičné činnosti a poskytujúce investičné služby (investičné bankovníctvo), banky s oprávnením vykonávať hypotekárne obchody (hypotekárne bankovníctvo) a poisťovne poskytujúce investičné životné poistenie (investičné poisťovníctvo), ani investovanie ich technických rezerv do zákonom povolených nástrojov finančného trhu, dokonca ani investovanie majetku dôchodkových a doplnkových dôchodkových fondov.



## REGULOVANÉ SUBJEKTY KAPITÁLOVÉHO TRHU

### Burza cenných papierov

Medzi regulované subjekty kapitálového trhu v Slovenskej republike patrí **burza cenných papierov**, ktorá je podľa zákona č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov (zákon o burze cenných papierov) akciovou spoločnosťou so sídlom na území Slovenskej republiky a ktorá organizuje regulovaný trh a zabezpečuje s tým súvisiace činnosti. V súčasnosti je v pôsobnosti regulácie NBS len jedna burza, a to Burza cenných papierov v Bratislave, a. s.

Činnosť burzy je založená na členskom princípe, pričom stať sa členom burzy a uzatvárať obchody môže iba subjekt, ktorý je obchodníkom s cennými papiermi, správcovskou spoločnosťou alebo zahraničným obchodníkom s cennými papiermi, prípadne zahraničnou správcovskou spoločnosťou.

Člen burzy pri uzatváraní burzových obchodov koná vždy vo svojom mene na svoj účet alebo na účet svojho klienta a je povinný pri uzatváraní burzových obchodov postupovať v súlade s burzovými pravidlami a príslušnými všeobecne záväznými právnymi predpismi.

Reguláciu burzy cenných papierov podľa ustanovenia § 58 zákona o burze cenných papierov a dohľad nad samotnou burzou cenných papierov, členmi burzy cenných papierov, nad emitentmi cenných papierov, ktoré boli prijaté na trh burzy a nad osobami, ktoré vydali iné finančné nástroje prijaté na obchodovanie na burze cenných papierov vykonáva NBS podľa spomínaného zákona o dohlade a zákona o burze cenných papierov.<sup>4</sup>

### Centrálny depozitár cenných papierov

Ďalším subjektom kapitálového trhu, ktorý podlieha regulácii a dohľadu NBS je **Centrálny depozitár cenných papierov SR, a. s.**, ktorý je podľa zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov (zákon o cenných papieroch) akciovou spoločnosťou so sídlom na území Slovenskej republiky. Postavenie a činnosť Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s. upravuje ustanovenie § 99 až § 111 zákona o cenných papieroch.

Hlavnou náplňou činnosti centrálného depozitára je evidencia zaknihovaných cenných papierov a poskytovanie služieb spojených s touto evidenciou. Samotná evidencia spočíva najmä v evidencii zaknihovaných cenných papierov v registroch emitentov a následne na príslušných účtoch cenných papierov. Centrálny depozitár taktiež zabezpečuje zúčtovanie a vyrovnanie obchodov s finančnými nástrojmi a vedenie registra záložných práv.

### Obchodník s cennými papiermi

Zákon o cenných papieroch vo svojej štvrtjej časti upravuje činnosť **obchodníkov s cennými pa-**

**piermi** (ustanovenia § 54 až § 79a). Ide o subjekt kapitálového trhu, ktorého činnosť reguluje NBS, tak ako jej to ukladá zákon o dohlade a zákon o cenných papieroch.

Obchodník s cennými papiermi je podľa zákona o cenných papieroch akciovou spoločnosťou, ktorý má sídlo na území Slovenskej republiky a ktorého predmetom činnosti je poskytovanie investičných služieb klientom alebo vykonávanie investičných činností na základe povolenia na poskytovanie investičných služieb, ktoré udeľuje Národná banka Slovenska. V rámci regulácie kapitálového trhu NBS udeľuje osobitne povolenia na výkon činnosti a na poskytovanie investičných služieb obchodníkmi s cennými papiermi na území Slovenskej republiky a na zriadenie a výkon činnosti pobočky zahraničného obchodníka s cennými papiermi na území Slovenskej republiky.

Na rozdiel od iných inštitucionalizovaných finančných intermediárov je základné imanie obchodníka s cennými papiermi diferencované v závislosti od rozsahu oprávnenia na vykonávanie investičných činností a poskytovanie investičných služieb. Preto stojí za zmienku uviesť, v akej výške sa vyžaduje základné imanie pre konkrétny rozsah povolených činností a služieb.

Základné imanie obchodníka s cennými papiermi je najmenej 730 000 eur, pokiaľ zákon o cenných papieroch neustanovuje inak. Základné imanie obchodníka s cennými papiermi, ktorý poskytuje investičné služby ako je prijatie a postúpenie pokynu klienta týkajúceho sa jedného alebo viacerých finančných nástrojov, vykonávanie pokynu klienta na jeho účet alebo riadenie portfólia a pritom nie je oprávnený poskytovať investičnú službu obchodovanie na vlastný účet ani upisovať finančné nástroje na základe pevného záväzku, je najmenej 125 000 eur. Základné imanie tohto obchodníka s cennými papiermi za predpokladu, že nie je pri poskytovaní investičných služieb oprávnený držať peňažné prostriedky alebo finančné nástroje svojho klienta, je najmenej 50 000 eur. Pokiaľ obchodník s cennými papiermi poskytuje len investičné služby – ako je prijatie a postúpenie pokynu klienta týkajúce sa jedného alebo viacerých finančných nástrojov alebo investičné poradenstvo – a nie je zároveň pri poskytovaní oprávnený držať peňažné prostriedky alebo finančné nástroje svojho klienta, je jeho základné imanie minimálne 50 000 eur. Takúto požiadavku na základné imanie možno nahradiť poistením pre prípad zodpovednosti za škodu spôsobenú pri vykonávaní činnosti alebo kombináciou počiatočného kapitálu a poistenia v pomere schválenom NBS na žiadosť obchodníka s cennými papiermi. Osobitne potom zákon rieši prípad, ak obchodník s cennými papiermi vykonáva aj sprostredkovanie v poisťovníctve.

Veľmi podrobne zákon o cenných papieroch upravil aj organizačné podmienky výkonu činnosti obchodníka s cennými papiermi.<sup>5</sup> Obchodník s cennými papiermi je povinný primerane k povahe, rozsahu a zložitosti svojho predmetu činnosti

<sup>4</sup> V oblasti regulácie má samotná burza cenných papierov vytvorené oddelenie inšpekcie burzových obchodov, ktoré vykonáva dohľad a monitoring nad uzatvorenými obchodmi. Viac informácií pozri <http://www.bsse.sk/>.  
<sup>5</sup> NBS ich osobitne skúma aj v rámci svojho povolovacieho procesu, a to na základe ustanovenia § 55 ods. 7 zákona o cenných papieroch.



6 Ide o obdobnú právnickú osobu ako je Fond ochrany vkladov v sektore bankovníctva. Obidva fondy si pritom môžu na požiadanie vzájomne poskytnúť úvery ako svoje doplnkové zdroje.

a poskytovaných investičných služieb, vedľajších služieb a výkonu investičných činností zaviesť, uplatňovať a dodržiavať postupy rozhodovania a organizačnú štruktúru, v ktorej sú jednoznačne a preukázateľne špecifikované vzťahy podriadenosti, rozdelené úlohy a zodpovednosť. Okrem toho je obchodník s cennými papiermi povinný zabezpečiť, aby jeho príslušné osoby boli oboznámené s postupmi, ktoré musia byť dodržané na riadne plnenie ich povinností. Súčasne musí zaviesť, uplatňovať a udržiavať primeraný mechanizmus vnútornej kontroly na zabezpečenie súladu s rozhodnutiami a postupmi na všetkých jeho organizačných úrovniach. Medzi jeho povinnosti pri organizácii a riadení patrí aj zamestnávať zamestnancov so skúsenosťami, znalosťami a odbornou spôsobilosťou potrebnou na dodržiavanie pridelených povinností. Okrem toho musí zaviesť, uplatňovať a udržiavať účinný systém vnútorného podávania správ a oznamovania informácií na všetkých svojich organizačných úrovniach, viesť riadne záznamy o svojej činnosti a vnútornej organizácii a nakoniec zabezpečiť, aby výkon viacerých úloh jeho príslušnými osobami ani potenciálne nebránil pri plnení ktorejkoľvek konkrétnej úlohy v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, odbornou starostlivosťou v záujme svojich klientov. Okrem zmienovaných všeobecných povinností uložených obchodníkovi s cennými papiermi zákon o cenných papieroch reguluje ešte celú plejádu rozmanitých povinností, ktoré musí plniť (informačné povinnosti voči NBS, povinnosti pri kontakte s klientom, majetková angažovanosť atď.).

Zákon o cenných papieroch v rámci organizácie a riadenia obchodníka s cennými papiermi zaviedol tzv. „outsourcing“, resp. delegovanie (zverenie) výkonu činností obchodníkov s cennými papiermi iným osobám, ktoré prichádza do úvahy pri troch činnostiach: pri funkcii dodržiavania (tzv. compliance) podľa ustanovenia § 71a, pri riadení rizík (tzv. riskmanagement) podľa ustanovenia § 71b a nakoniec pri vnútornom audite, ktorý upravuje ustanovenie § 71c.

Obchodníci s cennými papiermi a zahraniční obchodníci s cennými papiermi (prostredníctvom svojich pobočiek) sa podľa ustanovenia § 80 zákona o cenných papieroch zúčastňujú ochrany investícií poskytovanej osobitnou garančnou schémou v oblasti kapitálového trhu – Garančným fondom investícií.<sup>6</sup>

## FINANČNÉ SPROSTREDKOVANIE A PORADENSTVO

Regulovaným a dohliadaným inštitútom kapitálového trhu v Slovenskej republike je aj **finančné sprostredkovanie a finančné poradenstvo**, ktoré upravuje zákon č. 186/2009 Z. z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o finančnom sprostredkovaní). Spomínaný zákon upravuje finančné sprostredkovanie, finančné poradenstvo, register finančných agentov, finančných poradcov, finančných sprostredkovateľov

z iného členského štátu v sektore poistenia alebo zaistenia a viazaných investičných agentov a aj samotný dohľad nad finančným sprostredkovaním a finančným poradenstvom.

**Finančným agentom** je podľa ustanovenia § 6 zákona o finančnom sprostredkovaní osoba so sídlom alebo miestom podnikania na území Slovenskej republiky, ktorá vykonáva finančné sprostredkovanie na základe písomnej zmluvy s finančnou inštitúciou alebo na základe písomnej zmluvy so samostatným finančným agentom. Spomínaný zákon zároveň ustanovuje, že finančný agent nemôže vykonávať finančné poradenstvo. V Slovenskej republike môže finančné sprostredkovanie vykonávať len finančný agent, ktorým je samostatný finančný agent, viazaný finančný agent alebo podriadený finančný agent.

**Samostatný finančný agent** podľa ustanovenia § 7 zákona o finančnom sprostredkovaní vykonáva finančné sprostredkovanie na základe písomnej zmluvy s finančnou inštitúciou, pričom v tom istom čase môže mať uzavreté písomné zmluvy s viacerými finančnými inštitúciami.

**Viazaný finančný agent** podľa ustanovenia § 8 zákona o finančnom sprostredkovaní vykonáva finančné sprostredkovanie na základe písomnej zmluvy s finančnou inštitúciou, pričom v tom istom čase môže mať viazaný finančný agent uzavretú písomnú zmluvu v jednom sektore najviac s jednou finančnou inštitúciou. To ale neplatí pre sektor poistenia alebo zaistenia, v ktorom môže mať viazaný finančný agent uzavretú písomnú zmluvu najviac s jednou poisťovňou vykonávajúcou životné poistenie a zároveň najviac s jednou poisťovňou vykonávajúcou neživotné poistenie.

Nakoniec podľa ustanovenia § 9 zákona o finančnom sprostredkovaní, aj **podriadený finančný agent** vykonáva finančné sprostredkovanie na základe písomnej zmluvy so samostatným finančným agentom alebo finančným sprostredkovateľom z iného členského štátu v sektore poistenia alebo zaistenia. V tom istom čase môže mať podriadený finančný agent uzavretú písomnú zmluvu najviac s jedným samostatným finančným agentom alebo finančným sprostredkovateľom z iného členského štátu v sektore poistenia alebo zaistenia.

Tento zákon taktiež ustanovuje, že okrem spomínanej osoby je podriadeným finančným agentom aj osoba, ktorá vykonáva finančné sprostredkovanie na základe písomnej zmluvy s finančnou inštitúciou, ktorá má povolenie na vykonávanie činnosti samostatného finančného agenta; to neplatí, ak táto osoba vykonáva finančné sprostredkovanie na základe písomnej zmluvy s takouto finančnou inštitúciou, výlučne vo vzťahu k finančným službám, ktoré takáto finančná inštitúcia poskytuje v rámci povolenia podľa osobitného predpisu.

Nepochybne zaujímavosťou je aj skutočnosť, že zákon o finančnom sprostredkovaní ustanovuje v § 10 aj **osobu finančného poradcu**, ktorým je osoba so sídlom alebo miestom podnikania na území Slovenskej republiky, ktorá vykonáva fi-



nančné poradenstvo na základe písomnej zmluvy o poskytnutí finančného poradenstva uzavretej s klientom. Zákon pritom striktné ustanovuje, že finančný poradca nemôže vykonávať finančné sprostredkovanie.

Pre úplnosť je potrebné poznamenať, že zákon o finančnom sprostredkovaní zaviedol aj inštitút **viazaného investičného agenta**, ktorým podľa ustanovenia § 12 je osoba, ktorá na plnú a bezpodmienečnú zodpovednosť obchodníka s cennými papiermi, zahraničného obchodníka s cennými papiermi so sídlom na území iného členského štátu Európskeho hospodárskeho priestoru (EEA – European Economic Area), banky alebo zahraničnej banky so sídlom v inom členskom štáte EHP s oprávnením na poskytovanie investičných služieb, investičných činností a vedľajších služieb vykonáva na základe písomnej zmluvy pre túto osobu finančné sprostredkovanie v sektore kapitálového trhu a ďalšie činnosti podľa osobitného predpisu. Zároveň je potrebné poznamenať, že viazaný investičný agent môže finančné sprostredkovanie vykonávať len pre jednu z uvedených osôb.

Finančné sprostredkovanie podľa ustanovenia § 2 zákona o finančnom sprostredkovaní predstavuje vykonávanie najmenej jednej z činností, ktoré majú charakter obchodovania a ktorými sú: predkladanie ponúk na uzavretie zmluvy o poskytnutí finančnej služby, uzavieranie zmluvy o poskytnutí finančnej služby a vykonávanie ďalších činností smerujúcich k uzavretiu alebo k zmene zmluvy o poskytnutí finančnej služby, poskytovanie odbornej pomoci, informácií a odporúčaní klientovi na účely uzavretia, zmeny alebo ukončenia zmluvy o poskytnutí finančnej služby, spolupráca pri správe zmluvy o poskytnutí finančnej služby, ak charakter finančnej služby takú spoluprácu umožňuje či spolupráca pri vybavovaní nárokov a plnení plynúcich klientovi zo zmluvy o poskytnutí finančnej služby, najmä v súvislosti s udalosťami rozhodujúcimi pre vznik takýchto nárokov, ak charakter finančnej služby takúto spoluprácu umožňuje. Okrem spomínaných činností, finančným sprostredkovaním v sektore kapitálového trhu je aj poskytovanie investičnej služby, prijímanie a postupovanie pokynov klienta týkajúcich sa prevoditeľných cenných papierov a podielových listov podielových fondov a cenných papierov zahraničných subjektov kolektívneho investovania a ich propagácia, taktiež poskytovanie investičnej služby investičného poradenstva vo vzťahu k prevoditeľným cenným papierom a podielovým listom podielových fondov a k cenným papierom vydaným zahraničnými subjektmi kolektívneho investovania.

Finančné poradenstvo upravuje ustanovenie § 3 zákona o finančnom sprostredkovaní, pričom ho definuje ako poskytovanie odbornej pomoci, informácií, stanovísk, odporúčaní a osobných finančných plánov klientovi v súvislosti s jednou finančnou službou alebo viacerými finančnými službami vychádzajúce z nestrannej analýzy dostatočného počtu dostupných finančných služieb

vrátane následného uzavierania alebo zmeny zmluvy o poskytnutí finančnej služby na žiadosť klienta, v jeho mene a na jeho účet. Okrem uvedených činností finančným poradenstvom v sektore kapitálového trhu je aj poskytovanie investičnej služby investičného poradenstva vo vzťahu k prevoditeľným cenným papierom a podielovým listom podielových fondov a k cenným papierom vydaným zahraničnými subjektmi kolektívneho investovania. Podobne ako finančné sprostredkovanie, aj finančné poradenstvo vykonávané podľa zákona o finančnom sprostredkovaní je podnikaním.

## EMITENTI CENNÝCH PAPIEROV

Na kapitálovom trhu v Slovenskej republike vystupujú aj **emitenti cenných papierov**, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom kapitálovom trhu. Dôležitou časťou ich činnosti sú informačné povinnosti, ktoré sú ustanovené v ustanoveniach § 34 až 37d zákona o burze cenných papierov. Z pohľadu regulácie kapitálového trhu sú významné aj tie ustanovenia zákona o cenných papieroch, ktoré emitentom cenných papierov ukladajú informačné povinnosti ako pre vyhlasovateľov verejných ponúk cenných papierov.

Reguláciu činnosti emitentov (s výnimkou emitenta štátnych dlhopisov), resp. ich dohľad upravuje zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov v ustanovení § 21a. Dohľad sa okrem emitentov dlhopisov ustanovuje aj nad činnosťou hypotekárneho správcu a osôb, ktoré majú oprávnenie na vydávanie alebo vyplácanie dlhopisov. Predmetom tohto dohľadu, ktorý vykonáva NBS, je dodržiavanie podmienok vydávania dlhopisov ustanovených týmto zákonom a osobitných zákonov v rozsahu z nich vyplývajúcich a taktiež dodržiavanie všeobecne záväzných právnych predpisov, ktoré sú vydané na ich vykonávanie.

## VEREJNÁ PONUKA

V rámci regulácie kapitálového trhu v Slovenskej republike sa osobitná pozornosť **venuje verejnej ponuke cenných papierov**, ktorá bezprostredne súvisí s činnosťou emitentov cenných papierov. Zákon o cenných papieroch v ustanovení § 120 ods. 2 definuje verejnú ponuku cenných papierov ako akékoľvek oznámenie širšiemu okruhu osôb v akejkoľvek forme a akýmkoľvek prostriedkami, ktoré obsahuje dostatok informácií o podmienkach ponuky cenných papierov a o ponúkaných cenných papieroch, ktoré umožňujú investorovi rozhodnúť kúpiť alebo upísať tieto cenné papiere. Verejnou ponukou cenných papierov sa rozumie aj umiestňovanie cenných papierov prostredníctvom obchodníkov s cennými papiermi alebo zahraničných obchodníkov s cennými papiermi. Využitím verejnej ponuky cenných papierov tak investor zhodnocuje svoje finančné prostriedky na základe nákupu ponúkaných cenných papierov a následného vyplácania ich výnosov (pravidelných alebo jednorazových). Verejná ponuka

7 Môže ísť napríklad o vyplácanie výnosu z podnikateľskej alebo inej zárobkovej činnosti vyhlasovateľa, ktorý zodpovedá výške investovaných peňažných prostriedkov.



cenných papierov sa môže realizovať len na základe prospektu cenného papiera, ktorý bol pred jej realizáciou schválený NBS a následne zverejnený.

V ustanovení § 126 a nasl. zákona o cenných papieroch je upravený ďalší spôsob investovania na kapitálovom trhu – **verejná ponuka majetkových hodnôt**. Verejná ponuka majetkových hodnôt umožňuje získavať peňažné prostriedky od verejnosti za účelom podnikania alebo inej zárobkovej činnosti fyzickej alebo právnickej osoby, ktorá ju s týmto cieľom vykonáva. Nejde pritom o účasť na podnikaní tohto subjektu ako pri obchodných spoločnostiach. Medzi investorom a vyhlasovateľom verejnej ponuky majetkových hodnôt vzniká obligačný vzťah, v ktorom sa vyhlasovateľ zaväzuje poskytnúť majetkové práva a majetkové hodnoty iné ako cenné papiere a investor na tieto účely uhradiť peňažné prostriedky.<sup>7</sup> Z takto zhromaždených peňažných prostriedkov od verejnosti pritom nemožno poskytovať úvery a pôžičky. Majetkové hodnoty sa môžu verejne ponúkať, len ak NBS zverejnila schválený prospekt investície, obsahujúci základné informácie o ponúkaných majetkových hodnotách, o vyhlasovateľovi verejnej ponuky majetkových hodnôt, jeho

finančnej kondícii, o predmete jeho podnikania a pod. Propagácia verejnej ponuky majetkových hodnôt musí obsahovať upozornenie, že s touto investíciou je spojené riziko a doterajší alebo propagovaný výnos nie je zárukou výnosov budúcich. Súčasne nesmie zamlčovať skutočnosti dôležité na rozhodovanie verejnosti, a to uvádzať najmä informácie o budúcom zhodnotení peňažných prostriedkov, ktorého dosiahnutie nemožno rozumne predpokladať.

Osobitnou skupinou investujúcou na kapitálovom trhu cudzí majetok, ktorý je zverený do správy v podobe osobitného majetkového spoločenstva (zväčša podielové fondy), sú **subjekty kolektívneho investovania**. Zákon o kolektívnom investovaní rozlišuje viacero druhov subjektov kolektívneho investovania a od toho sa potom odvíja aj rôzny právny režim ich pôsobenia na našom území. Súhrnne možno uviesť, že ide o správcovské spoločnosti, nimi spravované podielové fondy (bez právnej subjektivity), zahraničné subjekty kolektívneho investovania (zahraničné podielové fondy, zahraničné investičné spoločnosti, európske fondy) a zahraničné správcovské spoločnosti.





# IPO ako príležitosť pre slovenské firmy

Mag. Jana Chrenková, PhD.  
Ekonomická univerzita v Bratislave

*IPO (Initial Public Offering), alebo prvotná verejná ponuka akcií, je jedným z nástrojov na získanie kapitálu pre ďalší rozvoj firmy a zároveň aj príležitosť na realizáciu ambiciózných plánov a vízií spoločnosti. Spočíva v kótovaní akcií danej firmy na burze cenných papierov a následne v upísaní vopred stanoveného podielu akcií jednotlivým inštitucionálnym a retailovým investorom. Obchodovanie na burze cenných papierov s akciami kótovanej spoločnosti sa začína takzvaným slávnostným „debutom“. IPO je považované za jednu z najvyšších mét v histórii firmy ako takej a je spájané s potvrdením vysokej kvality a veľkého strategického významu danej spoločnosti, keďže proces kótovania preverí jej vyspelosť a spôsob fungovania.*

Avšak predtým ako sa s akciami začne obchodovať na burze cenných papierov, spoločnosť musí podstúpiť náročný proces prípravy na IPO.

## KÓTOVANIE SPOLOČNOSTI NA BURZE CENNÝCH PAPIEROV

Proces prípravy IPO trvá od toho momentu, ako sa akcionári rozhodnú kótovať akcie, až po samotný debut, ide o obdobie asi päť až šesť mesiacov (táto lehota prípravy sa môže predĺžiť v závislosti od stupňa vyspelosti spoločnosti alebo posunu rozhodnutia o kótovaní).

Konanie začína valným zhromaždením, na ktorom akcionári spoločnosti odsúhlasia rozhodnutie o kótovaní akcií na burze, pričom si stanovujú počet akcií, ktoré budú investorom ponúknuté na upísanie a konkrétnu burzu cenných papierov, na ktorej budú akcie kótované. Jednou z možností je napr. aj duálne kótovanie (tzv. dual listing), kedy sa simultánne kótujú akcie na dvoch, zriedkavo dokonca aj na troch burzách. Od tohto momentu je manažment spoločnosti podrobený dodatočnej záťaži nad rámec svojej doterajšej bežnej operatívnej činnosti. S touto záťažou manažmentu do veľkej miery vypomáhajú poradcovia pre IPO: právni poradcovia, účtovní a daňoví poradcovia, audítori, ekonomickí poradcovia, poradcovia investičnej banky, ktorá vykonáva upísanie akcií a ku sklonku procesu aj poradcovia pre public relations a investor relations.

## DUE DILLIGENCE

Prvým dôležitým krokom je vykonanie dôkladnej previerky, tzv. due dilligence, ktorá preverí stav spoločnosti po všetkých stránkach: právnej, ekonomickej, personálnej či procesnej. Na základe takto získaných údajov sa začne s prípravou tzv. Prospektu emitenta, ktorý je najdôležitejším dokumentom pre potenciálnych investorov, keďže detailne popisuje stav spoločnosti ako aj riziká spojené s investovaním do akcií danej spoločnos-

ti. V tejto fáze sa vykonáva aj predbežné ocenenie spoločnosti, ako aj návrh štruktúry ponuky akcií.

## FORMULOVANIE EQUITY STORY

Ďalšou fázou prípravy IPO je vzdelávanie analytikov a formulovanie tzv. equity story, ktorá zachytáva strategické zámery spoločnosti s použitím finančných prostriedkov, ktoré získa upísaním akcií na burze cenných papierov. Po schválení Prospektu emitenta orgánom dohľadu nad finančným trhom (v SR plní túto funkciu Národná banka Slovenska) a jeho zverejnení nasleduje vzdelávanie investorov a tzv. pre-marketing. Krátko pred konečnou fázou – upísaním akcií – vrcholový manažment absolvuje road show, na ktorej sa osobne stretne s predstaviteľmi investorov a prostredníctvom prezentácie a rozhovorov im poskytne celkový obraz o spoločnosti ako o potenciálnom investičnom titule do ich portfólia.

Finálnou fázou kótovania je otvorenie knihy pre upísanie akcií a finálny výber investorov (inštitucionálnych a retailových zvlášť) zo žiadostí o upísanie, ktoré do momentu uzatvorenia knihy boli predložené upisovateľovi. Emitent t. j. kótovaná spoločnosť má teda možnosť voľby, ktorému investorovi dá aký priestor pre upísanie jej akcií – obavy z ovládnutia spoločnosti konkurenčnými spoločnosťami či špekulatívnymi investormi sú preto z tohto pohľadu neopodstatnené.

Samotným upísaním akcií investormi sa však tento proces zďaleka nekončí. Po debute akcií, t. j. po začatí obchodovania s akciami podlieha kótovaná spoločnosť pravidlám burzy, ktoré zahŕňajú povinný reporting a informovanie investorov: pravidelné publikovanie štvrťročných finančných výsledkov či iných skutočností a ad hoc publikovanie presne definovaných záležitostí.

K novým aktivitám spoločností po IPO patrí aj vybudovanie nových vnútorných procesov, ktoré vedú k zabezpečeniu plnenia reportovacích povinností ako aj realizácia riadenia vzťahov s investormi.



## Prínosy IPO

Pre kótovanú spoločnosť prináša IPO najmä finančné prostriedky na realizáciu jej strategických zámerov, pričom na rozdiel od bankového úveru nie je potrebné tieto prostriedky splácať späť veriteľovi. Kapitál získaný od investorov zostáva v spoločnosti, s tým, že investori sa od momentu nadobudnutia akcií podieľajú na zisku vo forme dividend a na hlasovacích právach, prislúchajúcim výške ich podielov. Navyše, verejne obchodovateľná spoločnosť má relatívne ľahký prístup k dodatočnému kapitálu od investorov prostredníctvom opätovného upísania novoemitovaných akcií, tzv. SPO (Secondary Public Offering).

Pre spoločnosť má IPO aj ďalší sprievodný efekt: medializáciu a prestíž. Imidž kótovanej spoločnosti je totiž často asociovaný s pojmami ako stabilita, úspech či transparentnosť. Okrem toho sa verejne obchodovateľná spoločnosť teší medializácii, najmä pri príležitosti tlačových konferencií pri začatí obchodovania s akciami či zverejňovaní kvartálnych a ročných finančných výsledkov.

Z pohľadu akcionára má IPO tieto prínosy:

- IPO je jedinečnou príležitosťou pre akcionárov realizovať ambiciózne plány pre rast spoločnosti, či už formou akvizícií, investícií do technológií či iných strategických zámerov. V mnohých prípadoch by tieto vizionárske plány nenašli pozitívnu odozvu v bankách, resp. by išlo o objemy kapitálu, ktoré môžu byť vzhľadom na veľkosť strategických zámerov z hľadiska bánk príliš riskanté.
- Ďalšou výhodou kótovania spoločnosti pre jej majiteľov je likvidita akcií kótovaných na burze cenných papierov. Táto výhoda je zrejmä najmä v porovnaní s verejne neobchodovateľnými spoločnosťami: ak sa majiteľ rozhodne svoj podiel na verejne neobchodovateľnej spoločnosti predať, môžu rokovania s kupujúcim trvať niekoľko mesiacov, kým dosiahnu dohodu o trhovej cene predávaných akcií. Čo sa však týka kúpnej ceny kótovaných akcií, táto vzniká pôsobením trhu, t.j. ponuky a dopytu a je verejne známa.
- S tým súvisí aj ďalší prínos IPO pre akcionára, tzv. „valuation gap“, ktorý spočíva vo vyššom ocenení kótovaných spoločností analytikmi a investormi na burze v porovnaní s ocenením hodnoty akcií spoločnosti, ktorá na burze kótovaná nie je. Tento argument platí najmä v časoch pozitívnych rastových trendov indexu cien akcií na burzách cenných papierov.
- Ďalšou nespornou výhodou kótovania spoločnosti pre akcionára je nepochybne oveľa vyššia miera transparentnosti manažmentu spoločnosti, ku ktorej kótovanú spoločnosť viažu pravidlá burzy cenných papierov. V súčasnosti sa mnoho českých a slovenských akcionárov, ktorí si založili spoločnosti v období po roku 1989, blíži k dôchodkovému veku a zvažuje ako zabezpečiť ďalšie fungovanie spoločnosti po odchode do dôchodku. Jednou z možností ako zabezpečiť kontrolu a disciplínu manažmentu bez prítomnosti majiteľov je kótovanie spoločnosti na burze cenných papierov, avšak táto

alternatíva je podmienená dostatočnou veľkosťou a vyspelosťou firmy pre realizáciu IPO.

- IPO prináša výhody aj pre samotný manažment spoločnosti, najmä možnosťou podieľať sa majetkovo na spoločnosti, či už nadobudnutím manažerských akcií, resp. opcií alebo zakúpením akcií na burze cenných papierov. Riadenie verejne obchodovateľnej spoločnosti je pre manažérov nepochybne prestížou a veľkou príležitosťou pre zviditeľnenie sa.

## ZÁŤAŽ PRE SPOLOČNOSŤ A RIZIKÁ SPOJENÉ S IPO

Na druhej strane je však IPO spojené so záťažou, ktorej odolajú iba vyspelé spoločnosti, pripravené na tak dôležitý a strategický mílnik, akým je kótovanie akcií spoločnosti na burze cenných papierov.

- V prvom rade je už samotný proces prípravy na IPO nesmierne náročný, vyžadujúci si množstvo času a energie od zamestnancov spoločnosti nad rámec ich bežnej operatívnej činnosti. Aby sa prípravy na kótovanie neodrazili negatívne na bežnej obchodnej činnosti spoločnosti, je nutná čo najvyššia miera koordinácie s niekoľkými tretími stranami (poradcami, orgánmi kapitálového trhu či investičnou bankou). Túto funkciu je vhodné zabezpečiť prostredníctvom tzv. IPO manažéra, internej pracovnej sily, ktorej hlavnou agendou bude príprava spoločnosti na vstup na burzu cenných papierov.
- Skutočnosť, že finančné výsledky publikované v prospekte emitenta je nutné transformovať podľa medzinárodných účtovných štandardov (IFRS), býva často považovaná za dodatočnú záťaž pre účtovné oddelenie, ktoré dovtedy účtovalo podľa slovenských účtovných štandardov. Na druhej strane umožňuje prechod na účtovanie podľa IFRS istý benchmarking, a to aj v medzinárodnom meradle a zároveň je príležitosťou pre firmu prispôbiť sa trendu prechodu na IFRS.
- Po začatí obchodovania s akciami sa pre spoločnosť črtá nové obdobie jej existencie, ktoré je do veľkej miery ovplyvňované pravidlami burzy cenných papierov. Ide najmä o pravidlá zverejňovania informácií (tzv. disclosure requirements), ktorých plnenie vyžaduje nastavenie interných procesov v spoločnosti a vznik oddelenia venujúceho sa vzťahom s investormi (investor relations). Tieto povinnosti, vyplývajúce z IPO, sú však na druhej strane príležitosťou pre zlepšenie a zefektívnenie interných procesov. Navyše môže byť zverejňovanie povinných údajov zo strany spoločnosti využité na riadenú publicitu a medializáciu.
- IPO je spojené aj tým s rizikom, že sa pri ňom nepodarí upísať všetky akcie ponúkané na upísovanie investorom. Toto riziko však môže riešiť tzv. Underwriting Agreement, zmluva s upisovateľom, ktorý sa v prípade neupísania všetkých akcií zaviazuje tieto akcie upísať za vopred stanovenú cenu. Na druhej strane je však neupísanie všetkých akcií dôležitým signálom pre kótovanú spoločnosť, že ich zamýšľaná stra-



tégia nie je z pohľadu nezávislých osôb (analytikov a investorov) dôveryhodná a reálna. IPO tak nastavuje spoločnosti zrkadlo, v ktorom sa odzrkadľuje miera vyspelosti a kredibility firemnej stratégie v očiach verejnosti.

- Napokon je tu riziko neželaného vývoja ceny akcií na burze cenných papierov, spojené napr. s poklesom indexov na kapitálových trhoch. Okrem skutočnosti, že hodnota spoločnosti klesá s trhovou kapitalizáciou, by sa však nepriaznivá situácia na kapitálových trhoch nemala odraziť na bežnej obchodnej činnosti spoločnosti.

### SITUÁCIA NA BCPB A OKOLITÝCH BURZÁCH

Povedomie o IPO ako o jednej z možností na získanie kapitálu pre rozvoj firmy je na Slovensku relatívne nízke. Je to následok nízkeho počtu IPO realizovaných na Burze cenných papierov v Bratislave (BCPB) a nízkej aktivity na slovenskom kapitálovom trhu. Túto skutočnosť odráža medzinárodné porovnanie výkonnosti na okolitých burzách (tab. 1).

BCPB výrazne zaostáva za burzami v susedných štátoch vo všetkých porovnávaných kategóriách: vo výške trhovej kapitalizácie, objeme obchodov zrealizovaných v priebehu roka 2009 ako aj v počte realizovaných transakcií.

Cesta ako oživiť spiaci slovenský kapitálový trh však nie je jednoduchá, problém tohto trhu je na strane dopytu ako aj na strane ponuky. Dopyt investorov po akciách kótovaných na BCPB je nízky z dôvodu malého počtu atraktívnych titulov na domácej burze. Potenciálni emitenti sa však zdráhajú realizovať IPO na BCPB, pretože v slovenských podmienkach necítia dostatočný záujem a dopyt analytikov a investorov (či už inštitucionálnych alebo retailových). Črtá sa tu začarovaný kruh, ktorý môže prelomiť iba zásadná zmena, buď na strane dopytu alebo na strane ponuky (v ideálnom prípade na oboch stranách).

Na strane ponuky by do značnej miery dopomohla prvotná verejná ponuka akcií niekoľkých veľkých štátom kontrolovaných spoločností na BCPB. Podobne sa rozbehlo obchodovanie, napr. na pražskej burze cenných papierov. Avšak aj súkromné stredne veľké spoločnosti by sa mohli nechať inšpirovať úspešným príbehom spoločnosti Asseco Slovakia, a. s., na Varšavskej burze, ktorá vďaka prostriedkom získaným z IPO a SPO (spolu približne 60 mil. eur) bola schopná posilniť svoju pozíciu na Slovensku a zároveň expandovať do susedných krajín (Česká republika, Rakúsko a Maďarsko) prostredníctvom akvizícií. Realizácia takto ambiciózneho stratégie z vlastných zdrojov, resp. prostredníctvom bankových úverov by nebola možná.

Keďže má domáce prostredie kapitálového trhu pre kótované spoločnosti nepochybne pozitívny vplyv na informovanosť o investičných tituloch a môže sa prejaviť aj na väčšom záujme a dopyte po týchto akciách, potenciálni emitenti by mohli profitovať z tzv. duálnych kotácií – realizáciou IPO na BCPB a zároveň na jednej z výkonnejších za-

Tab. 1 Výkonnosť búrz cenných papierov v strednej Európe

	Trhová kapitalizácia v mld. eur	Objem obchodov v mld. eur v roku 2009	Počet transakcií
Varšava	174,2	41,4	13 278 395
Viedeň	98,6	36,4	5 067 313
Praha	49,0	17,6	1 571 767
Budapešť	21,1	18,7	3 350 274
Bratislava	3,6	0,1	2 012

Zdroj: FESE.

hraničných búrz cenných papierov. Okrem toho nedávno (marec 2010) na Konferencii o oživení kapitálového trhu na Slovensku odzneli plány viacerých spoločností uskutočniť IPO na BCPB v najbližších troch rokoch. Nasledovať tak budú dve spoločnosti, Tatry Mountain Resorts, a.s. (TMR) a Best Hotel Properties, a.s. (BHP), ktoré boli kótované na BCPB minulý rok a uchádzajú sa o priazeň slovenských investorov. Ak bude záujem o tieto tituly dostatočne veľký, môže to pre BCPB ako aj pre slovenský kapitálový trh znamenať začiatok lepších čias.

Na strane dopytu je však veľký priestor pre zlepšovanie informovanosti o možnostiach investovania retailových investorov do akcií kótovaných na BCPB. K zmene správania drobných investorov by dopomohlo aj zníženie poplatkov za zriadenie účtu majiteľa cenných papierov a správa tohto účtu u obchodníkov s cennými papiermi.

Najväčšou výzvou však zostáva zmena investičného správania a prístupu slovenských občanov k investovaniu na burze cenných papierov. Tak ako všetky západoeurópske ako aj okolité národy, aj Slováci by mali začať k investovaniu do akcií kótovaných na burze pristupovať ako k prirodzenej forme investovania.

Oživenie slovenského kapitálového trhu môže viesť k zlepšeniu súčasnej situácie ekonomických subjektov, ako aj verejnosti. Slovenské spoločnosti s dostatočnou mierou vyspelosti majú príležitosť prostredníctvom kapitálu, získaného z IPO na burze cenných papierov, zrealizovať ambiciózne plány a zabezpečiť tak svoj ďalší rozvoj. Pre mnohé slovenské firmy to môže byť jediná možnosť, ako obstáť v tvrdej konkurencii nadnárodných podnikov a nestať sa ich akvizíčným cieľom, ktorý pohltia do svojej nadnárodnej štruktúry. Hoci je príprava IPO netriviálnou záležitosťou, je to vhodná príležitosť pre firmy zlepšiť vnútorné procesy a zefektívňovať svoju obchodnú činnosť.

Pre akcionárov je IPO príležitosťou zhodnotiť svoj majetok, získať likvidnejšiu formu akcií a zabezpečiť korektné fungovanie spoločnosti aj po odchode akcionárov z operatívnej činnosti firmy.

Napokon je aj pre verejnosť efektívne fungujúci kapitálový trh s dostatočným počtom zaujímavých akciových titulov na burze cenných papierov výhodou, nakoľko im ponúka a poskytuje ďalšiu formu investovania a zhodnocovania ich majetku.



# Kolektívne investovanie de lege lata v Slovenskej republike

Ľubomír Čunderlík  
Národná banka Slovenska

*Subjekty, ktoré vykonávajú kolektívne investovanie, reprezentujú nebankových finančných sprostredkovateľov, v teórii sa tiež uvádzajú ako tzv. inštitucionálni, resp. portfólioví investori.<sup>1</sup> Základný rozdiel medzi individuálnym a kolektívnym (inštitucionalizovaným) investovaním spočíva v tom, že pokiaľ individuálny investor formuluje ciele svojho investovania aj svoje preferencie sám, pri kolektívnom investovaní „kolektívny investor“ formuluje preferencie podľa cieľov, na ktorých sa dohodnú daní účastníci kolektívneho investovania.<sup>2</sup>*

1 Napr. Veselá, J.: Investování na kapitálových trzích. Praha: ASPI, a.s., 2007, s. 632 a Pavlát, V. a kol.: Kapitálové trhy. Professional Publishing, 2005, s. 182.

2 Pavlát, V. a kol.: citované dielo. Tamtiež.

3 Tzv. podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP).

4 Česká odborná literatúra spomína, že ide o obchodovanie s využitím majetkových vkladov zhromaždených od verejnosti. Pozri Subjekty kolektívneho investování. In: Eliáš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol.: Kurs obchodního práva. Právnícké osoby jako podnikatelé. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2005, s. 557.

5 Vymedzenie verejnej ponuky na účely zákona o kolektívnom investovaní predstavuje osobitnú právnu úpravu ponuky investovania do cenných papierov, ktorými sú podielové listy, a nemožno ju zamieňať s verejnou ponukou cenných papierov podľa ustanovenia § 120 a nasl. zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.

6 Česká odborná literatúra uvádza aj iné druhy nákladov kolektívneho investovania: finančné, časové a osobné (náklady na profesionálne znalosti finančných trhov). Pozri Subjekty kolektívneho investování. In: Eliáš, K., Bartošíková, M., Pokorná, J. a kol.: citované dielo. Tamtiež.

7 Uvedené označenie je v súlade s ustanovením § 3 ods. 9 zákona o kolektívnom investovaní povinnou súčasťou obchodného mena, pričom sa v praxi v obchodnom mene vyskytuje aj anglický ekvivalent kolektívneho investovania „Asset Management“. V zahraničí sa možno stretnúť s viacerými označeniami, ktoré zodpovedajú právnomu postaveniu subjektu vykonávajúcemu kolektívne investovanie v konkrétnom štáte, ktoré však nemusia zodpovedať právnomu postaveniu slovenskej správcovskej spoločnosti, napr. Management Company, Investment

Vo svete sa ustálili rôzne všeobecné označenia ako napríklad Collective Investment Vehicles, Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS), ktoré však nenapovedajú o ich konkrétnej národnej právnej úprave. Práve európske právo začalo používať generálny termín UCITS, ktorý sa v tejto oblasti zaviedol.<sup>3</sup>

V členských štátoch Európskej únie má kolektívne investovanie veľa právnych podôb. Túto skutočnosť musí zohľadňovať aj náš právny poriadok, a to pri právnej úprave umožňujúcej pôsobiť v tejto oblasti zahraničným subjektom. Subjekty kolektívneho investovania emitujú majetkové cenné papiere, a preto vo všeobecnosti považujeme kolektívne investovanie za investovanie v rámci priamej účasti na podnikaní subjektov kolektívneho investovania, alebo za investovanie bez tejto účasti, s ktorým sú spojené majetkové práva.

Kolektívne investovanie na území Slovenskej republiky je právne upravené v zákone č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o kolektívnom investovaní“). Tento právny predpis v ustanovení § 2 ods. 1 vymedzuje kolektívne investovanie ako zhromažďovanie peňažných prostriedkov od verejnosti na základe verejnej ponuky s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky do likvidných finančných aktív a do majetku ustanoveného týmto zákonom na princípe obmedzenia a rozloženia rizika (tzv. diverzifikácia rizika). Ide pritom o odplatnú správu cudzích aktív za účelom ich zhodnotenia.<sup>4</sup> Zákon o kolektívnom investovaní v ustanovení § 5 písm. a) vymedzuje verejnú ponuku ako akékoľvek oznámenie, ponuku alebo odporúčanie na zhromažďovanie peňažných prostriedkov uskutočnené právnickou osobou alebo fyzickou osobou vo svoj prospech alebo v prospech tretej osoby akýmkoľvek prostriedkami zverejnenia voči okruhu fyzických osôb, ktorých počet presahuje 50.<sup>5</sup> Takáto činnosť je náročná na náklady súvisiace s oslovením investor-

skej verejnosti, na informačné náklady spojené so získaním optimálnych investičných možností a napokon na náklady vynaložené so samotnou realizáciou investovania peňažných prostriedkov.<sup>6</sup> Preto zákon o kolektívnom investovaní presne vymedzil, ktoré subjekty môžu vykonávať kolektívne investovanie. Zjednodušene možno povedať, že ide o dva spôsoby realizácie kolektívneho investovania na území Slovenskej republiky v závislosti od skutočnosti, či túto činnosť vykonáva domáci alebo zahraničný subjekt.

## DOMÁCI SUBJEKT

Domáci subjekt môže kolektívne investovanie realizovať iba vytváraním a spravovaním podielových fondov. Takýto subjekt označujeme ako **správcovská spoločnosť**<sup>7</sup> a jej prikázanou právnou formou obchodnej spoločnosti je akciová spoločnosť. Svoju činnosť môže vykonávať na základe povolenia na vznik a činnosť správcovskej spoločnosti, ktorú udeľuje Národná banka Slovenska. Počiatočný kapitál správcovskej spoločnosti musí byť aspoň 1 000 000 eur. Správcovská spoločnosť môže okrem vytvárania a spravovania podielových fondov na základe osobitného povolenia na vytvorenie podielového fondu vykonávať aj ďalšie činnosti, ak ich má uvedené v povolení na svoj vznik a činnosť a ak spravuje najmenej jeden otvorený podielový fond. Ide o **investičné služby podľa zákona o kolektívnom investovaní**.<sup>8</sup>

**Podielový fond** predstavuje súbor majetku podielnikov (investorov v kolektívnom investovaní) konkrétneho podielového fondu zhromaždený správcovskou spoločnosťou vydávaním podielových listov<sup>9</sup> a jeho investovaním. Prostriedky, ktoré tvoria podielový fond sú spoločným majetkom všetkých vlastníkov (podielnikov) podielových listov konkrétneho podielového fondu, avšak predstavujúce také osobitné spoločenstvo osôb a majetku, na ktoré sa neuplatňuje občianskoprávna úprava spoluvlastníctva.<sup>10</sup> Minimálna čistá hodnota majetku (Netto Asset Value) v po-



dielovom fonde musí vydávaním podielových listov dosiahnuť aspoň 1 500 000 eur. Majetok sústredený v podielovom fonde nie je majetkom spravujúcej správcovskej spoločnosti. Podielový fond síce je subjektom kolektívneho investovania a zároveň dohliadateľným subjektom, ale nie je právnickou osobou, t. j. je bez právnej subjektivity.<sup>11</sup> Preto vo všetkých úkonoch týkajúcich sa jeho činnosti koná správcovská spoločnosť. Povinnou súčasťou jeho názvu je obchodné meno správcovskej spoločnosti, ktorá ho spravuje. Naša právna úprava rozlišuje tri druhy podielových fondov: *otvorený*<sup>12</sup>, *uzavretý*<sup>13</sup>, *špeciálny*<sup>14</sup>. Špeciálny podielový fond môže byť vytvorený ako *rizikový špeciálny podielový fond*, *diverzifikovaný špeciálny podielový fond* alebo ako *špeciálny podielový fond nehnuteľností*.<sup>15</sup>

### ZAHRANIČNÝ SUBJEKT

Zahraničný subjekt môže kolektívne investovanie realizovať v právnom postavení **zahraničného subjektu kolektívneho investovania** alebo **zahraničnej správcovskej spoločnosti**.

**Zahraničná správcovská spoločnosť** je právnická osoba so sídlom mimo Slovenskej republiky, ktorá vytvára a spravuje zahraničný subjekt kolektívneho investovania a má na túto činnosť oprávnenie v štáte, v ktorom má sídlo. Zahraničná správcovská spoločnosť môže mať sídlo v niektorom zo štátov Európskeho hospodárskeho priestoru. V takom prípade pôsobí na území Slovenskej republiky na základe európskej licencie prostredníctvom pobočky alebo podľa práva slobodného poskytovania služieb. Môže však ísť aj o spoločnosť so sídlom v niektorom zo štátov iných ako štáty Európskeho hospodárskeho priestoru, pričom nepožíva výhody jednotnej európskej licencie.

**Zahraničný subjekt kolektívneho investovania** má podobu *zahraničného podielového fondu* alebo *zahraničnej investičnej spoločnosti*.

**Zahraničný podielový fond** môže byť podielovým fondom vytvoreným a spravovaným mimo územia Slovenskej republiky zahraničnou správcovskou spoločnosťou, alebo môže byť iným subjektom kolektívneho investovania bez právnej subjektivity vytvoreným alebo spravovaným zahraničnou správcovskou spoločnosťou.

**Zahraničná investičná spoločnosť** je zahraničnou právnickou osobou, ktorá je subjektom kolektívneho investovania podľa práva štátu, v ktorom má sídlo.<sup>16</sup>

Ak zahraničné subjekty kolektívneho investovania spĺňajú podmienky právneho predpisu Európskej únie upravujúceho kolektívne investovanie, ide o **európsky fond**.

Cenné papiere kolektívneho investovania môže zahraničná správcovská spoločnosť alebo zahraničná investičná spoločnosť verejne ponúkať na území Slovenskej republiky len na základe povolenia Národnej banky Slovenska, ak nejde o cenné papiere európskeho fondu, na ktoré sa takéto osobitné povolenie nevyžaduje.

Správcovské spoločnosti a zahraničné správcovské spoločnosti (prostredníctvom svojich pobočiek) sa podľa ustanovenia § 80 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov zúčastňujú na ochrane investícií poskytovanej Garančným fondom investícií. Ich účasť je podmienená vykonávaním zmienovaných investičných služieb podľa zákona o kolektívnom investovaní a ochrana sa vzťahuje len na klientsky majetok tých investorov, ktorým také investičné služby poskytujú.

*Company, Kapitalanlagegesellschaft, Investmentgesellschaft, société d'investissement atd.*

- 8 Právne vymedzenie investičných služieb podľa ustanovenia § 3 ods. 3 písm. a), b) a c) zákona o kolektívnom investovaní predstavuje osobitnú právnu úpravu investičných služieb a činností podľa ustanovenia § 6 zákona o cenných papieroch.
- 9 Podielové listy ako cenné papiere kolektívneho investovania možno aj u nás považovať za majetkové (podielnicke) cenné papiere, pretože sú nositeľom podielu svojho majiteľa na majetku príslušného podielového fondu. Napriek tomu slovenská právna úprava kolektívneho investovania nespája podielové listy s právom na účasť na podnikaní správcovskej spoločnosti, tak ako je to u akcií. Súvisí to so striktným oddelením majetku obhospodarovateľa od majetku podielového fondu, ktoré zákon o kolektívnom investovaní prikazuje.
- 10 Obdobne Kotásek, J., Pihera, V., Pokorná, J., Raban, P., Vítek, J.: *Kurs obchodného práva. Právo cenných papírů. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009, s. 333.*
- 11 Vzhľadom na definíciu právnickej osoby podľa ustanovenia § 18 ods. 2 písm. a) a b) Občianskeho zákonníka, ktorá ju vymedzuje aj ako združenia fyzických alebo právnických osôb alebo ako účelové združenia majetku, ustanovenie § 4 ods. 2 zákona o kolektívnom investovaní vylučuje právnu subjektivitu podielového fondu *ex lege* ustanovením, že podielový fond nie je právnickou osobou.
- 12 Ustanovenie § 35 a nasl. zákona o kolektívnom investovaní.
- 13 Ustanovenie § 62 a nasl. zákona o kolektívnom investovaní.
- 14 Ustanovenie § 69 a nasl. zákona o kolektívnom investovaní.
- 15 Zákon o kolektívnom investovaní týmto výpočtom vytvára numerus clausus pre právne formy tvorby osobitného majetkového spoločenstva v právnom rámci kolektívneho investovania. Neumožňuje realizáciu investícií na kapitálovom trhu v právnom rámci kolektívneho investovania prostredníctvom alternatívnych investičných fondov (AIF).
- 16 Na rozdiel od ustanovení o zahraničnej správcovskej spoločnosti predpokladajú ustanovenia o zahraničnej investičnej spoločnosti existenciu takých subjektov kolektívneho investovania v zahraničí, ktoré umožňujú priamu majetkovú účasť na podnikaní tohto subjektu, a to prostredníctvom vlastníctva ňou emitovaných cenných papierov. Zahraničná správcovská spoločnosť môže verejne ponúkať cenné papiere ňou spravovaných zahraničných subjektov kolektívneho investovania, pričom sa vyžaduje povolenie podľa ustanovenia § 75 ods. 1 zákona o kolektívnom investovaní na verejnú ponuku cenných papierov každého zahraničného subjektu kolektívneho investovania ňou spravovaného.



# Finančné deriváty ako investičné nástroje finančného trhu

(vybrané ekonomicko-právne charakteristiky)

JUDr. Ing. Ján Maruchnič  
Univerzita Komenského v Bratislave

*Motívom investovať disponibilné finančné zdroje je snaha o maximalizáciu výnosov pri minimalizácii rizík<sup>1</sup> plynúcich z danej investičnej príležitosti.*

*Historickým dôvodom vzniku finančných derivátov, ako kontraktov na finančnom trhu, bolo na jednej strane práve úsilie opatrných investorov o dodatočnú minimalizáciu rizika pri realizácii zvolenej investičnej príležitosti na trhu, no na strane druhej aj špekulatívna snaha o rýchle znásobenie ziskov prostredníctvom odhadu budúceho cenového vývoja rôznych komodít. Práve kvôli tejto charakteristickej črte derivátov umožňujúcej „ekonomické hazardné hry“ sa v poslednom čase čoraz častejšie poukazuje na deriváty a ich masívny rozvoj ako na jeden zo spúšťačov vzniku finančnej krízy v súčasnosti.<sup>2</sup>*

<sup>1</sup> Riziko môžeme definovať ako pravdepodobnosť vzniku straty, resp. negatívnej odchýlky od očakávanej miery výnosu v danej realizovanej investícii.

<sup>2</sup> Derivátové operácie stoja taktiež za pádom Barings Bank, Long Term Capital Management (partnéri tejto firmy boli aj dvaja nositelia Nobelovej ceny Myron Scholes a Robert C. Merton), Enron atď.

Aj keď sofistikovaný trh s finančnými derivátmi sa začal masívne rozvíjať len v nedávnej minulosti, ich princíp bol ľuďom blízky už stáročia pred naším letopočtom. Podľa záznamov Aristotela prvé derivátové obchody uskutočňoval sám Táles z Miléty, ktorý mal podľa už spomínaného Aristotela schopnosť správne odhadnúť kvalitu budúcej úrody olív. Táles presvedčený o svojich očakávaniach tak rád vstúpil do zmluvného vzťahu s producentmi olivového oleja ešte pred samotnou sezónou a zabezpečil si tak exkluzívne právo kúpy produkcie za vopred dohodnutú cenu, ktorá bola relatívne nižšia, odrážajúc riziko zlej úrody a časovej hodnoty peňazí, no stále výhodná aj pre samotných olivových producentov, ktorí si tak mohli zabezpečiť bezpečný odbyt úrody za vopred dohodnuté ceny.

Takto sa realizovali prvé opčné a forwardové obchody aj keď ešte v tej najjednoduchšej podobe.

Rôzne, už pokročilejšie, varianty finančných derivátov sa začali používať pred približne storočím, keď napr. koncom 19. storočia londýnsky bankári, ktorí spolupracovali pri získavaní investičných prostriedkov, získavali pôžičky, ktorých kupón sa nezávisle odvíjal od budúcej ceny bavlny.

Súčasný finančný derivát, ktoré sú komplexnejšie, náročnejšie a presnejšie, vznikli hlavne z dôvodov inflačných tlakov a zmien tempa inflácie pri zvýšenej nestabilite devízových kurzov a úrokových sadzieb. Ich nástup sa datuje prirodzene až do obdobia existencie rozvinutých moderných finančných trhov. Ako míľniky ich modernej histórie môžeme spomenúť napr. začiatok obchodovania s derivátmi na Chicago Board of Trade (CBOT) v roku 1975 alebo založenie LIFFE v Londýne ako prvej burzy na obchodovanie s futurami.

V súčasnosti je vo svete okolo 100 derivátových búrz. Medzi najvýznamnejšie z nich patria: CME Group, ICE Futures Europe, NYSE Euronext,

South African Futures Exchange, Sydney Futures Exchange, Tokyo Stock Exchange, Tokyo Commodity Exchange, Tokyo Financial Exchange, Osaka Securities Exchange, London Metal Exchange, ICE Futures U.S., New York Mercantile Exchange, Dubai Mercantile Exchange, Korea Exchange, Singapore Exchange.

Koncom 70-tych a začiatkom 80-tych rokov sa teda výrazne meniace podmienky na svetových finančných trhoch podpísali pod vznik nových transakcií a nástrojov finančného trhu, ktoré sa dnes označujú jednoducho a výstižne ako finančné deriváty. Ako vyplýva zo samotného názvu, ich hodnota je odvodená, derivovaná, od hodnoty podkladových aktív predstavujúcich predmet derivátového záväzkového vzťahu, napríklad štátne pokladničné poukážky, vládne obligácie a zmenky, kmeňové akcie, korporátne obligácie, komunálne obligácie, zahraničné meny, povolenky EUA, CER, komodity ako ropa, uhlie, elektrina a pod.

Trhová cena akéhokoľvek derivovaného kontraktu je preto odvodená práve od trhovej ceny jeho bázičného, t. j. podkladového aktíva. Finančný derivát je tak komplexným pomenovaním finančného produktu alebo operácie, ktorá umožňuje v danom okamihu zafixovať, resp. dohodnúť cenu, za ktorú sa môže aktívum, ktoré sa k tomuto kontraktu vzťahuje, kúpiť alebo predať k určitému budúcemu dátumu.

V závislosti od skutočnosti, či je kontrakt obchodovaný *on exchanges* (na verejnom trhu) alebo *off exchanges* (medzi súkromnými subjektmi), sa naň vzťahuje iná miera právnej regulácie, ktorá v prípade *on exchanges* kontraktov je rozšírená hlavne o interné pravidlá každého verejne obchodovateľného trhu zvlášť.

Derivát je finančný nástroj, ktorý možno v kontexte platnej legislatívnej úpravy definovať nasledujúcimi charakteristikami:



- a) jeho hodnota sa mení v závislosti na zmene podkladového aktíva,
- b) nevyžaduje žiadnu alebo len nízku začiatočnú investíciu vzhľadom k iným kontraktom investičnej povahy,
- c) sa vysporiada k určitému dátumu v budúcnosti.

Z uvedeného vymedzenia pojmu derivát vyplýva, že spoločným znakom pre všetky typy derivátov je existencia záväzkového vzťahu, do ktorého vstupujú finanční investori<sup>3</sup>. Jeho obsahom je plnenie v budúcnosti, ale za podmienok dohodnutých už v čase vzniku zmluvného vzťahu. Tento zmluvný vzťah, t. j. derivát, má vlastnú hodnotu<sup>4</sup>, ktorá ho predurčuje sa stať aj samotným predmetom ponuky a dopytu na finančnom trhu rovnako ako ich predmetné podkladové aktíva.

Okrem klasifikácie derivátov podľa typu podkladového aktíva (úrokové, úverové, akciové, menové, poveternostné deriváty, atď.), je možno deriváty členíť aj podľa charakteru zmluvného vzťahu, ktorým sa derivát vytvára, a to do dvoch základných skupín:

1. nepodmienené – pevné termínované operácie,
2. podmienené – opčné termínované operácie.

## 1. NEPODMIENENÉ DERIVÁTY

### Forward

Vo finančnej teórii sa za forward často považujú dve syntetické opcie, pričom ten, kto forward kupuje, získava právo kupovať alebo predávať za stanovenú cenu v budúcnosti, pričom pre predávajúceho vzniká inverzný vzťah. Právnicki však vnímajú povinnosti strán v súvislosti s opciou a forwardom veľmi odlišne. Forward predstavuje na jednej strane záväzok prvej zmluvnej strany dodať určitú komoditu, cenný papier alebo iné aktívum za stanovenú cenu v stanovený dátum (často aj na stanovenom mieste), na strane druhej záväzok druhej zmluvnej strany zaplatiť kúpnu cenu za príslušné aktívum bez ohľadu na to, či zmluva je alebo nie je „v peniazoch“<sup>5</sup>, na rozdiel od opcie, pri ktorej takáto povinnosť vykonať platbu nie je stanovená. Na komoditných trhoch sa napríklad za stanovenú cenu, v stanovenom množstve a vo vopred určený čas dodania na konkrétne miesto kupuje pšenica. Kým nastane čas vykonania zmluvy (pričom dovedy je napríklad potrebné, aby pšenica vyrástla, aby sa zožala a zrealizovalo sa jej dodanie), cena pšenice môže veľmi výrazne kolísať. Zmluvu s predmetom dodania pšenice za stanovenú cenu, v stanovený čas a na určenom mieste, možno predat iným stranám za vyššiu alebo nižšiu cenu v porovnaní s tou, ktorá bola zaplatená pôvodne<sup>6</sup>. To isté viac-menej platí aj v prípade, ak takúto termínovú zmluvu uzatvoria súkromné strany.

Forward teda predstavuje zmluvný vzťah, v ktorom sa zmluvné strany zaväzujú kúpiť, predat určité podkladové aktívum k dohodnutému dátumu v budúcnosti a zaplatiť vopred stanovenú cenu.

V závislosti od typu podkladového aktíva sa v praxi vyskytujú forwardy:

- *menový* – forward na výmenu pevnej čiastky hotovosti stanovenej v jednej mene za pevnú čiastku hotovosti stanovenej v inej mene k určitému dátumu v budúcnosti; kurz medzi oboma menami sa nazýva forwardový menový kurz,
- *úrokový* – patrí sem asi najznámejší kontrakt – dohoda o forwardovej úrokovej miere (forward rate agreement, FRA); kupujúci FRA si zaistuje pred rastom úrokových sadzieb svoje premenlivo úročené záväzky a predávajúci FRA si zase proti poklesu úrokových sadzieb zaistuje svoje premenlivo úročené pohľadávky; priebeh v praxi je taký, že sa stanoví fixná úroková miera a budúca spotová úroková miera na začiatku úrokového obdobia, ako aj informácia, na základe čoho sa táto budúca úroková miera určí, a doba, kedy a na ako dlho začne bežať úrokové obdobie,
- *akciový* – forward na výmenu pevnej čiastky hotovosti za stanovené akcie k určitému dátumu v budúcnosti,
- *komoditný* – forward na výmenu pevnej čiastky hotovosti za určenú komoditu k stanovenému dátumu v budúcnosti.

Ide o dohodu medzi kupujúcim a predávajúcim o podmienkach obchodu, ktorý sa realizuje k uvedenému budúceму dátumu. Pri forwarde majú obidve zmluvné strany povinnosť splniť podmienky kontraktu, t. j. predávajúci dodať predmetné podkladové aktívum v stanovenom čase, množstve, kvalite a cene a kupujúci ich prevziať a zaplatiť dohodnutú kúpnu cenu.

Výhodou forwardov je, že sú „šité na mieru“ len medzi dvoma zmluvnými stranami, teda dokonale zodpovedajú požiadavkám obidvoch strán. Ide teda o priamy zmluvný vzťah uzatvorený mimo verejne organizovaného trhu a niekedy aj bez sprostredkovateľa (banky alebo inej finančnej inštitúcie).

Nevýhodou však na strane druhej je skutočnosť, že forwardy sú veľmi ťažko obchodovateľné, čo spôsobuje ich nelikviditu. Táto ich vlastnosť vyplýva z toho, že obidve strany majú špecifické povinnosti a práva, a tým záväzky zo zmluvy je ťažko previesť ďalej na iný subjekt, ktorý by mal identické potreby. Ďalšia jeho nevýhoda súvisí s garanciami plnenia zmluvných povinností. Keďže ide len o dohodu medzi dvoma partnermi, neexistuje ani záruka tretej strany, že si jedna zo strán svoje záväzky splní. Čím väčšie totiž sú cenové rozdiely na promptnom trhu v porovnaní s termínovanými kontraktmi, tým väčšia je aj pravdepodobnosť, že jeden z partnerov plnenie dohodnutých podmienok poruší. Ak totiž cena na promptnom trhu je v čase realizácie kontraktu vyššia, ako je dohodnutá realizačná cena forwardového kontraktu, je logické, že na jednej strane sa kupujúci dostáva do veľkej výhody a na druhej strane predávajúci dosiahne vysokú stratu. Práve zrkadlová investorská pozícia môže viesť stratovú stranu k neplneniu zmluvných povinností, napr. aj z dôvodov objektívnej nesolventnosti spôsobenej extrémnym a neočakávaným cenovým protipohybom na trhu relevantného podkladového aktíva.

3 Vstupovaním do derivátových zmluvných vzťahov zúčastnené subjekty obvykle sledujú realizáciu nasledujúcich cieľov i) trading, t.j. dosiahnutie špekulatívneho zisku, zväčša bez fyzického vysporiadania, ii) hedging, t.j. elimináciu rizika zabezpečením sa proti stratám v dôsledku nečakaných zmien na trhoch podkladových aktív. Tento prístup teda súvisí so strategickým manažmentom rizika a nie so špekuláciou investora a väčšinou končí fyzickým vysporiadaním.

4 Hodnota forwardu je ovplyvnená očakávaním vývoja ponuky a dopytu po podkladovom aktíve, bezrizikovou mierou výnosu a prípadne aj nákladmi na skladovanie podkladového aktíva v čase od uzavretia do realizácie kontraktu (náklady skladovania podkladového aktíva ako zložka ceny forwardu sú významnými predovšetkým pri komoditných derivátoch).

5 Z anglického „contract in the money“ je vyjadrením pozitívnej finančnej pozície investora, ktorý v deň maturity svojho záväzku sa jeho plnením dostáva do zisku z derivátovej transakcie.

6 Ide v princípe o odplatné postúpenie práv a povinností z uzavretej zmluvy ďalšiemu subjektu (zmena v osobe pôvodného veriteľa, cesia, resp. zmena v osobe pôvodného dlžníka, privatívna intercesia).

A

H

B



7 V súčasnosti majú menové swapy využitie predovšetkým z dôvodu optimalizácie nákladov na cudzie zdroje využívajúc skutočnosť, že domáci subjekt si vždy vie požičať výhodnejšie v domácej krajine ako v zahraničí.

Subjekty, ktoré zamýšľajú podkladové aktívum kupovať, vstúpením do forwardového záväzkového vzťahu zaujímajú tzv. *dlhú pozíciu*, ktorá ich kryje pred prípadným zvýšením ceny podkladového aktíva v časovom okamihu plnenia vyplývajúceho z uzatvoreného forwardového kontraktu. Subjekty, ktoré zamýšľajú podkladové aktívum predávať, vstúpením do forwardového záväzkového vzťahu zaujímajú tzv. *krátku pozíciu*, ktorá ich kryje pred znížením ceny základného aktíva v časovom okamihu vyplývajúceho z uzatvoreného forwardového kontraktu.

### Futures

Tento kontrakt predstavuje typický on exchange derivát. Ide o štandardizovanú formu forwardu, s ktorou sa obchoduje na špecializovaných opčných a termínových burzách. Regulácia obchodovania s nimi je ovplyvnená aj konkrétnymi pravidlami burzy. Štandardizácia sa dotýka hlavne typu podkladového nástroja, termínov dodania a spôsobu kolateralizácie (zabezpečenia) obchodu. Vysoká miera štandardizácie síce uberá na slobode vstupovať do zmluvných vzťahov šitých na mieru, no je zdrojom samotnej likvidity futures práve cez možnosť ich obchodovania na verejných regulovaných finančných trhoch. Vstupom burzy do pôvodne dvojstranného forwardového finančného vzťahu, dochádza všeobecne k modifikácii podmienok obchodovania futures oproti podmienkam OTC obchodov. Tieto zmeny súvisia najmä so:

- začlenením klíringového centra, t. j. zúčtovacieho strediska burzy, ktoré preberá funkciu sprostredkovateľa a finančného garanta plnenia z uzavretých zmlúv. Prostredníctvom klíringového centra je burza pri obchodovaní s futurom už zmluvnou stranou každej transakcie (oproti priamemu forwardovému vzťahu medzi kupujúcim a predávajúcim).
- uplatňovaním systému pravidelného prepočítavania finančnej pozície strán vo futúrnom vzťahu (tzv. mark to market settlement). Na rozdiel od forwardov, pri ktorých sa zisky alebo straty realizujú jednorazovo v lehote splatnosti kontraktov, pri futures sa zisky alebo straty zúčtovávajú zo zmeny ceny kontraktu na dennej báze. Súčet denných ziskov alebo strát z futurít sa rovná celkovému zisku, príp. strate kontraktu.
- zavedením povinných zálohových vkladov, t. j. depozitov (a z toho plynúcich prípadných výziev na dopĺňanie kolaterálu, tzv. margin calls, v prípade prekročenia definovanej hranice, tzv. thresholdu, pri negatívnej finančnej expozícii jednej zo strán). Režim ich uplatňovania určuje verejný organizátor obchodovania s finančnými derivátmi a plnia funkciu likvidného zabezpečenia krytia strát, ktoré prirodzene vznikajú v dôsledku zmien cien na spotovom trhu podkladového aktíva pri pravidelnom prepočítavaní finančnej pozície zúčastnených strán. Tieto depozity sa musia zložiť hneď na začiatku pri uzatvorení každého kontraktu. V prípade, že je

situácia cenového vývoja podkladového aktíva na spotovom trhu pre jednu zo strán dlhodo- bo negatívna, dochádza zväčša k vyčerpaniu prvotného depozitu. Takáto situácia sa rieši pomocou nasledujúcich výziev na dopĺňanie depozitu na základe výzvy, tzv. margin calls, aby nedochádzalo k rastu kreditného rizika strany v nevýhodnej pozícii voči burze.

- prijatím burzových pravidiel systému cenových limitov, ktoré regulujú pohyby v rámci určeného cenového pásma, ktoré nie je možno prekročiť počas obchodovacieho dňa.

### Swap

Vo svojom základe predstavuje dohodu o výmene peňažných tokov, cash flows, do ktorej vstupuje strana so záväzkom, o ktorý nestojí, a preto dohodou o swapovom obchode ho nahrádza záväzkom inej strany, plnenie ktorého je pre ňu z rôznych ekonomických dôvodov výhodnejšie. Vo swapovom zmluvnom vzťahu teda ide o výmenu plnenia peňažných záväzkov forwardového charakteru v čase dvoma stranami s preferenciou plnenia záväzku zmluvného partnera pred plnením vlastného záväzku.

Historicky ako prvé sa vyvinuli peňažné swapy (tzv. currency swap), ktoré slúžili ako efektívny spôsob zákonného prekonávania prísnych devízových úprav jednotlivých štátov. Investori snažiaci sa o cezhraničné podnikanie boli limitovaní na strane devízových obmedzení krajiny, v mene ktorej si chceli požičať. Riešením boli práve swapové štruktúry, v ktorých subjekt z krajiny A so záujmom investovať do podnikania v krajine B si požičal na základe úverového vzťahu od domácej banky v domácej mene a cez finančného sprostredkovateľa (investičná banka) oslovil subjekt v krajine B s rovnakou potrebou, ale vo vzťahu k investovaniu v krajine A. Následne výmennou svojich práv a záväzkov z uzatvorených úverových zmlúv si zabezpečili oba subjekty financovanie svojich investičných projektov, a to práve v mene krajiny svojich investičných zámerov bez toho, aby došlo k cezhraničnému toku devíz. Takýto typ swapovej dohody bol vôbec ako prvý uzavretý medzi spoločnosťou IBM a Svetovou bankou v auguste 1981.<sup>7</sup>

Okrem menových swapov sa v praxi využívajú najmä swapy úrokové (tzv. interest rate swaps). Ich princíp spočíva v uzavretí zmluvy medzi stranami, predmetom ktorej je výplata pravidelného čistého peňažného toku v určitej mene jednej zo strán kontraktu v závislosti od reálneho stavu vývoja predmetného parametra ovplyvňujúceho finálny náklad cudzích zdrojov v definovanom budúcom okamihu. Motívom uzatvorenia takejto zmluvy je získať financovanie za podmienok výhodných pre obe zmluvné strany, pričom aj tu (tak ako pri všetkých derivátových vzťahoch vôbec) platí princíp identických motívov dvoch zmluvných strán, no pri reverzných subjektívnych očakávaniach vývoja daného parametra.

Ďalšími špecifickými druhmi swapových derivátov sú predovšetkým credit default swap (swap





kreditného zlyhania) a total return swap (swap všetkých výnosov).

*Credit default swap* (swap kreditného zlyhania) predstavuje derivátové nástroje na presun úverového rizika. Tento derivát je osobitným druhom swap kontraktu s podkladovým aktívom vo forme dlhového nástroja (napr. dlhopis), v ktorom kupujúci kontraktu sa zaväzuje k pravidelným peňažným splátkam v prospech predávajúceho počas životnosti kontraktu, resp. do kreditnej udalosti<sup>8</sup> emitenta dlhového inštrumentu (tzv. reference entity) a predávajúci sa zaväzuje k peňažnému plneniu<sup>9</sup> iba v prípade, ak nastane počas platnosti kontraktu platobná neschopnosť emitenta dlhopisu, tzv. default, resp. oslabenie jeho platobnej schopnosti vyjadrenej v znížení jeho kreditného ratingu.<sup>10</sup> Kritika tohto typu derivátov smeruje najmä k možnému obchádzaniu poisťných vzťahov, ktoré podliehajú všade vo svete prísnej regulácii, aj keď s rozdielom, že kupujúci CDS derivátu zväčša nebýva majiteľom podkladového nástroja, dlhového inštrumentu, na platobné zlyhanie emitenta ktorého je viazaná asekuračná peňažná platba. Preto je rovnako bežné, že predávajúci CDS kontraktov nie sú subjekty podliehajúce typickej prísnej regulácii poskytovateľov poisťných služieb (absentujú tu teda klasické poisťné ochranné mechanizmy ako tvorba technických rezerv, ktoré sú nahrádzané hedgingom na protipozície u predávajúcich CDS derivátových zmlúv)<sup>11</sup>. Cena, ktorú platí kupujúci CDS kontraktu za ochranu pred negatívnou kreditnou udalosťou na strane referenčného subjektu, emitenta dlhového nástroja, sa stanovuje prostredníctvom percentuálnej sadzby (tzv. CDS spread rate) z nominálnej hodnoty predmetného dlhového nástroja v CDS derivátovej zmluve. V súčasnosti sú CDS spready považované za výborný indikátor potenciálneho zlyhania, defaultu, subjektov na finančnom trhu vo svete (čím je CDS spread rate vyšší, tým je aj pravdepodobnosť ultimátneho kreditného zlyhania daného subjektu, emitenta dlhového nástroja, vyššia).

Na rozdiel od CDS kontraktov, *total return swap* derivát dáva možnosť pre kupujúci subjekt transferovať riziko vyplývajúce nielen z kreditného zlyhania referenčného subjektu ale aj trhové riziko znehodnotenia podkladového aktíva v dôsledku trhovej volatility. Na jednej strane sa kupujúci v Total Return Swape zaväzuje k pravidelným platbám odvíjajúcim sa od ekonomického potenciálu podkladového aktíva (ide najmä o dlhové finančné nástroje, napr. dlhopisy), t. j. najmä úrokové výnosy a pozitívne zmeny trhovej hodnoty podkladového aktíva a na strane druhej sa predávajúci takéhoto derivátového kontraktu zaväzuje k presne definovanému peňažnému toku smerom ku kupujúcemu, odvíjajúcemu sa od výšky medzibankovej úrokovej sadzby (napr. EURIBOR, LIBOR) a k prípadnej úhrade akýchkoľvek strát zo zníženia trhovej ceny podkladového aktíva referenčného subjektu.

## 2. PODMIENENÉ DERIVÁTY

### Opcia

Opcia je označenie pre derivátový kontrakt s jednostranným právom (nie povinnosťou) na nákup alebo predaj určitého podkladového aktíva za vopred dohodnutú cenu k stanovenému dátumu v budúcnosti. Za toto právo zaplatí kupujúci opcie predávajúcemu opčnú prémii, ktorá tak predstavuje náklad vstupu investora do opčného zmluvného vzťahu s vypisovateľom opcie. Rozlišujeme predovšetkým medzi kúpnu opciou, ktorá v sebe zahŕňa právo na kúpu podkladového aktíva za vopred dohodnutú realizačnú cenu (tzv. strike price) a predajnou opciou, ktorá naopak pre jej držiteľa predstavuje právo predaja podkladového aktíva. Opčná prémia je tak vyjadrením maximálnej straty pre držiteľa opcie (tzv. long pozícia) v prípade, že ten sa rozhodne svoje právo nerealizovať z dôvodu výhodnejšej spotovej ceny podkladového aktíva v čase jej (resp. do jej) expirácie.

### ZÁKLADNÝ PRÁVNÝ RÁMEC REGULÁCIE DERIVÁTOV AKO FINANČNÝCH NÁSTROJOV

#### Verejnoprávny rozmer právnej regulácie

Finančné deriváty z pohľadu ich národnej právnej úpravy sú definované predovšetkým v zákone č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov<sup>12</sup>. Pod pojmom derivát tento zákon rozumie peniazmi oceniteľné právo alebo záväzok vzťahujúci sa na cenné papiere alebo odvodený od cenných papierov, komodít, úrokových mier, kurzových indexov peňažných prostriedkov v slovenskej mene alebo v cudzej mene alebo iných majetkových hodnôt využívaných na tento účel v obchodnom styku. Derivátom je aj peniazmi oceniteľné právo alebo záväzok vzťahujúci sa na zmluvy o cenných papieroch alebo je od takých zmlúv odvodený, derivátmi sú najmä finančné nástroje uvedené v § 5 ods. 1 písm. d) až j) tohto zákona. Takto definované deriváty ako finančné nástroje sú predmetom vykonávaných investičných služieb (hlavných a vedľajších), ktoré sú poskytované za podmienok ustanovených zmieneným zákonom.

Okrem uvedeného základného normatívneho právneho aktu používanie finančných derivátov ako finančných nástrojov jednotlivými subjektmi finančného trhu upravuje celý rad príslušných právnych predpisov, najmä zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov, zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov, zákon č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov. Zdrojom právnej úpravy (podzákonného charakteru) finančných derivátov z pohľadu ich verejnoprávnej regulácie sú najmä rôzne vykonávacie predpisy ako napr. opatrenia NBS,

- 8 International Swaps and Derivatives Association (ISDA) formalizovala definície kreditných udalostí pre kreditné deriváty. Kreditnou udalosťou sa podľa týchto definícií rozumie bankrot, zlyhanie pri záväzku, zlyhanie pri platbe, odmietnutie a reštrukturalizácia.
- 9 Hovoríme buď o tzv. physical settlement alebo cash settlement.
- 10 Kupujúci CDS kontraktu síce svoju expozíciu voči kreditnému zlyhaniu referenčného subjektu – emitenta dlhového nástroja „poisťuje“ u predávajúceho CDS kontraktu, no zároveň v konečnom dôsledku prenáša na predávajúceho CDS kontraktu, preto je dôležité, aby korelácia medzi pravdepodobnosťami finálneho zlyhania oboch subjektov, bola čo najnižšia.
- 11 Hedging však celkové kreditné riziko zlyhania pri výplate peňažného plnenia z CDS kontraktu iba posúva ďalej na rovnako „slabý článok“ v reťazci uzavretých derivátových vzťahov na trhu.
- 12 Ustanovenie § 8 písmeno d) zákona č. 566/2001 Z. z. v platnom znení.



13 ISDA, táto medzinárodná asociácia reprezentujúca účastníkov mimoburzového derivátového trhu, patrí medzi najväčšie finančné združenie podľa počtu svojich členov. ISDA bola založená v roku 1985 a dnes združuje viac než 830 členov z viac ako 58 krajín. Títo členovia sú predovšetkým finančné inštitúcie a vládne organizácie zúčastnené na tzv. OTC derivátových transakciách, teda súkromne negociovaných finančných derivátových vzťahoch (jej prvými členmi boli: Bankers Trust, Citicorp, First Boston, Goldman Sachs, Kleinwort Benson, Merrill Lynch, Morgan Guaranty Trust, Morgan Stanley, Salomon Brothers, Shearson Lehman Brothers). Od svojho vzniku sa táto asociácia zameriava na unifikovanie súkromnoprávnej úpravy rôznych druhov transakcií s cieľom minimalizácie právnych a trhových rizík z derivátových operácií svojich členov. Medzi najvýraznejšie počiny v tomto smere patrí bezpochyby prijatie ISDA rámcovej zmluvy pre základnú úpravu zmluvných vzťahov v derivátových operáciách zúčastnených súkromných subjektov.

14 Podobná právna úprava stávk a hier platí aj v Slovenskej republike – zákon č. 40/1964 Zb. Občiansky zákonník v znení neskorších predpisov, ustanovenie § 845 ods. 1: „Výhry zo stávk a hier nemožno vymáhať, vymáhať nemožno ani pohľadávky z pôžičiek poskytnutých vedome do stávky alebo hry. Také výhry a pohľadávky nemožno ani platne zabezpečiť.“

vyhlášky Ministerstva financií SR k postupom účtovania pre podnikateľov a pod.

### Súkromnoprávny rozmer právnej regulácie

Zmluvná dokumentácia k finančným derivátom bola a do istej miery aj stále je špecifická v závislosti od charakteru jurisdikcie na derivátovom obchode zúčastnených zmluvných strán. Keďže rôznorodosť zmluvnej dokumentácie, spôsobená rôznou povahou právnej regulácie derivátov ako finančných nástrojov, bola neustále vážnou prekážkou intenzívneho rozvoja derivátových operácií vo svete, International Swaps and Derivatives Association (ISDA)<sup>13</sup>, pristúpila k návrhom výraznej právnej štandardizácie zmluvnej dokumentácie k uzatváraným finančným derivátovým vzťahom. Výsledkom postupného unifikovania zmluvnej dokumentácie bola tzv. ISDA Master Agreement (v prvej verzii z roku 1992) postavená na pilieroch anglického systému práva a systému práva štátu New York.

Práve takáto jednostranná (avšak z praktického pohľadu prirodzená) orientácia na tieto právne systémy prináša pre subjekty podriadené iným právnym systémom nemalé problémy pri potrebnej adaptácii podmienok ISDA na právne prostredie domácej jurisdikcie tak, aby derivátové vzťahy uzatvorené s medzinárodným prvkom vo svojej podstate neboli v rozpore s relevantnou kogentnou právnou úpravou regulujúcou činnosť jednej zo zmluvných strán. Rámcová zmluva ISDA ako zmluva pre derivátové operácie v sebe inkorporuje štyri neoddeliteľné súčasti:

- a) konfirmáciu (confirmation), teda vzor pre vzájomnú identifikáciu a potvrdenie podmienok každého derivátového obchodu uskutočneného na platforme ISDA rámcovej zmluvy,
- b) samotnú rámcovú zmluvu (tzv. master agreement),
- c) dodatok o zmenách k ustanoveniam rámcovej zmluvy (tzv. schedule),
- d) kreditnú podpornú dokumentáciu, najmä vo vzťahu ku kolaterálu a garanciam, teda dokumentáciu zameranú na riešenie zabezpečenia plnenia záväzkov plynúcich pre zúčastnené

subjekty z uzavretého derivátového vzťahu (tzv. credit support documentation).

### Právne riziká OTC derivátových operácií

Základným právnym rizikom z uzavretého derivátového kontraktu je jeho nevykonateľnosť spôsobená či už chybami v právnej dokumentácii, verejnoprávnou reštrikciou vstupu jednej zo strán do derivátového kontraktu alebo zámerným neplnením, resp. obštrukciou plnenia jednou zo strán s pozíciou vysokej straty. Hlavnými vecnými faktormi, umocňujúcimi riziko finálneho zlyhania pri plnení z uzavretého derivátového zmluvného vzťahu, sú predovšetkým:

- permanentný dynamický stav obojstrannej finančnej expozície pre zúčastnené strany,
- všeobecne absencia limitu potenciálnej straty pre v kontrakte „neúspešnú“ stranu,
- signifikantne prítomný medzinárodný prvok v zmluvnom vzťahu komplikujúci stav právnej istoty, napr. z pohľadu priznanej právnej spôsobilosti pre strany v derivátovom zmluvnom vzťahu, resp. následnej právnej ochrany pri uplatňovaní si nárokov vyplývajúcich zo splatných pohľadávok úspešnej strany voči strane druhej s domicilom v zahraničnej krajine,
- nedostatočná a nejasná daňová legislatíva pre zdaňovanie ekonomických benefitov z takto komplikovaných finančných operácií,
- odborná nekompetentnosť súdov pre rozhodovanie vzniknutých sporov,
- inovatívny a dynamický rozvoj derivátového trhu vo svete na jednej strane a nedostatočný rozvoj právnej regulácie týchto transakcií na strane druhej.

Okrem už uvedených dôvodov, komplikujúcich právny režim derivátových obchodov, vo viacerých krajinách navyše existuje právny názor, podľa ktorého práva zo zmluvných vzťahov zakladajúcich derivátové finančné operácie nepoživajú právnu ochranu kvôli ich právnej kategorizácii, ako stávky a hry<sup>14</sup>, keďže vo svojej podstate účastníci finančných derivátových vzťahov stavia na cenovú úroveň podkladových aktív a následne z výsledkov stávk odvodzujú ďalej práva a povinnosti pre všetky zúčastnené subjekty.



# Medzinárodná investičná pozícia

Ing. Peter Jánošík  
Národná banka Slovenska

*Medzinárodná investičná pozícia predstavuje súvahu (súhrn) zahraničných finančných aktív a pasív. Slúži ako ukazovateľ stupňa finančnej otvorenosti krajiny a udržateľnosti zahraničného dlhu a ako pomocný nástroj na sledovanie finančnej stability.*

Medzinárodná investičná pozícia (ďalej MIP) predstavuje relatívne nový indikátor, keďže do vydania piateho vydania Manuálu platobnej bilancie Medzinárodného menového fondu v roku 1993 neexistovala ucelená medzinárodná metodika na jej zostavenie. Aj v súčasnosti len málo krajín je schopných predkladať medzinárodným inštitúciám MIP na štvrtročnej báze. Relatívne pomalý vývoj štatistiky MIP súvisí z množstvom metodických problémov pri jej zostavovaní, vzhľadom na problematiku otázky týkajúcej sa spôsobu ocenenia finančných stavov a ich zosúladenia s finančnými tokmi.

Rozsiahly nárast medzinárodných finančných súkromných transakcií v súvislosti so všeobecným trendom liberalizácie kapitálových tokov v posledných tridsiatich rokoch ukazuje na nevyhnutnú potrebu zostavovania podrobnej štatistiky MIP ako ukazovateľa stavu finančného vývoja tak vo funkčnom členení (priame investície, portfóliové investície, úvery, vklady a pod.), ako aj v sektorovom členení (vláda, centrálna banka, komerčné banky, podniky a pod.). Napriek tomu MIP ako významný finančný indikátor nenachádza veľké uplatnenie v ekonomických analýzach a často je aj relatívne málo známym ekonomickým pojmom. I keď potreba a užitočnosť údajov MIP je nespochybniteľná, uvedená situácia je spôsobená v podstate objektívnymi príčinami:

- údaje MIP predstavujú v podstate krátky časový rad (absencia historických údajov),
- obmedzené možnosti vyššej periodicity vykazovania MIP (ročne, resp. štvrtročne),
- komplikovaný postup zostavenia MIP a z toho vyplývajúci značný posun zverejnenia údajov,
- výrazné rozdiely v metodike vykazovania značne komplikujú možnosti interpretácie údajov a ich medzinárodného porovnania.

## ŠTRUKTÚRA MIP A JEJ ŠTANDARDNÉ KOMPONENTY

Základným metodickým predpisom pre zostavenie MIP je piate vydanie Manuálu platobnej bilancie vydané MMF v roku 1993. Klasifikácia údajov MIP a jej zmien má dva rozmery. V riadkoch je primárne rozdelenie na aktíva a pasíva a ich rozdiel predstavuje čistú pozíciu. V stĺpcoch sa uvádzajú faktory vplyvajúce na zmenu pozície. MIP predstavuje doplnkovú štatistiku platobnej bilancie, a preto štruktúra štandardných komponentov MIP je zhodná so štruktúrou finančného účtu platobnej bilancie, t. j. zahŕňa priame investície,

portfóliové investície, finančné deriváty, ostatné investície v členení na aktíva a pasíva a rezervné aktíva.

Priame investície sa klasifikujú prvotne na báze nasmerovania investícií, t. j. priame investície do zahraničia pod aktíva a priame investície zo zahraničia pod pasíva. Portfóliové a ostatné investície sa ďalej sektorovo členia na: centrálnu banku, vládu, komerčné banky a ostatné sektory.

Stĺpcová štruktúra zahŕňa položky vplyvajúce na zmenu pozície:

- transakcie – predstavujú v podstate transakcie zaznamenané na finančnom účte platobnej bilancie,
- kurzové rozdiely – predstavujú vplyv zmien kurzu na stav aktív a pasív v porovnaní s predchádzajúcim obdobím,
- cenové rozdiely – predstavujú rozdiely v cenách obchodovateľných cenných papierov. Výrazná zmena pozície v jednotlivých položkách MIP môže nastať bez uskutočnenia finančných transakcií vplyvom výrazných zmien cien na trhu,
- ostatné rozdiely – predstavujú zaznamenanie reklasifikácie finančných aktív a pasív, alokáciu SDR alebo prípadné zrušenie dlhu bez kompenzácie.

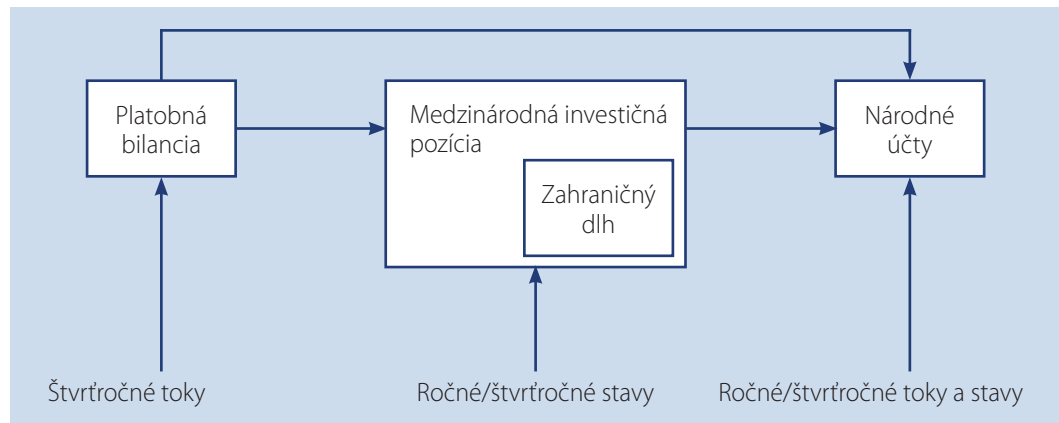
Všetky zahraničné finančné aktíva a pasíva by sa v zásade mali oceňovať trhovou cenou, t. j. na základe aktuálnej trhovej ceny platnej v príslušný deň zostavenia MIP. V praxi však často dochádza k odkloneniu od tohto princípu a pre ocenenie aktív a pasív je potrebné trhovú cenu odhadnúť, prípadne nahradiť ju účtovnou hodnotou. Problém určenia trhovej ceny sa týka predovšetkým ocenenia neobchodovateľných cenných papierov a finančných derivátov. Nejednotnosť ocenenia a zložité určenie trhovej ceny pre majetkovú časť priamych investícií vedie v praxi k používaniu účtovnej hodnoty na ocenenie priamych investícií, keď odhad trhovej ceny sa používa ako doplnujúca informácia.

Zostavenie MIP zahŕňa použitie údajov z mnohých rôznorodých zdrojov, vrátane centrálnej banky, vlády, komerčných bánk, obchodníkov s cennými papiermi, správcovsých spoločností, nefinančného sektora atď. a prináša so sebou obdobné problémy ako zostavenie platobnej bilancie, ale v oveľa širšom rozsahu.

Hlavným problémom pri zostavovaní MIP z hľadiska zdrojov údajov predstavuje presnosť, dostupnosť a časnosť údajov za nefinančné sektory.



## Vzťah medzi platobnou bilanciou, MIP a národnými účtami

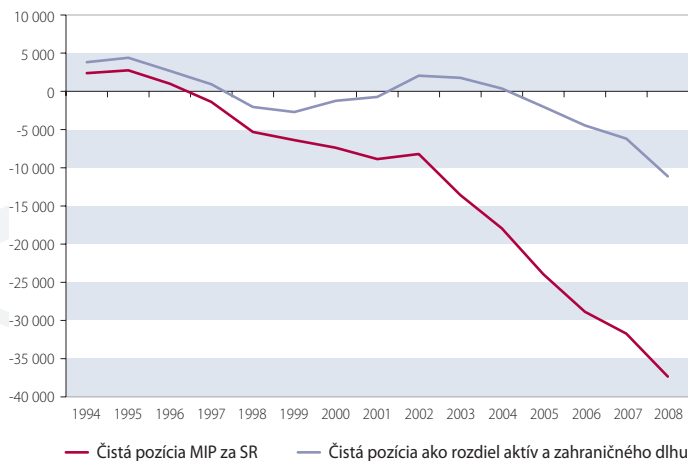


MIP má okrem platobnej bilancie blízke prepojenie aj s inými hlavnými štatistickými agregátmi. Zahraničný dlh v podstate predstavuje podmnožinu údajov MIP a zahŕňa všetky pasíva MIP s výnimkou majetkovej účasti v priamych portfóli-

ových investíciách, reinvestovaného zisku a pasív vo finančných derivátoch. Vzhľadom na potrebu väčšej transparentnosti a čitateľnosti štruktúry zahraničného dlhu aj z pohľadu splatnosti medzinárodné inštitúcie vyžadujú vykazovať zahraničný dlh aj ako samostatnú kategóriu.

Údaje MIP sú tiež integrované do systému národných účtov pre zostavenie finančného účtu „zvyšok sveta“, i keď inštitucionálne sektorové členenie je v národných účtoch detailnejšie a nie v úplnom súlade s údajmi platobnej bilancie a MIP.

Graf 1 Čistá pozícia SR (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 2 Vývoj stavu zahraničných finančných aktív a pasív SR (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

## MIP SLOVENSKEJ REPUBLIKY

NBS zostavuje MIP za Slovenskú republiku od roku 1994 na ročnej báze. Údaje sa zostavujú v súlade s metodikou piateho vydania Manuálu platobnej bilancie MMF. V roku 2001 splnila Slovenská republika kritériá týkajúce sa štruktúry, rozsahu, periodicity a termínov zverejňovania štatistických ukazovateľov v rámci projektu SDDS MMF. MIP patrí medzi 17 základných štatistických agregátov zahrnutých do toho projektu. SDDS predstavuje špeciálny formát zverejňovania štatistických údajov, v ktorom sa krajiny zaväzujú dodržiavať požadovanú štruktúru, periodicitu a včasnosť daných údajov a tiež zverejnenie metaúdajov k daným kategóriám.

Od roku 2001 NBS zostavuje aj zverejňuje MIP v súlade s požiadavkami SDDS na štvrťročnej báze 6 mesiacov po skončení vykazovaného obdobia. Súčasťou zverejnených údajov je aj stránka metaúdajov, v ktorej je opísaná základná charakteristika údajov, použitá metodika, základne zdroje údajov, periodicita a termíny zverejnenia.

V súvislosti so vstupom SR do eurozóny vznikla nutnosť plniť požiadavky ECB aj v oblasti štatistiky MIP, čo prináša zvýšenie nárokov na rozsah i kvalitu predkladaných štatistík.

Základnú zmenu predstavuje požiadavka skrátenia termínu zostavenia a zverejnenia na tri mesiace po skončení vykazovaného obdobia a zostavenia MIP v geografickom členení. Štvrťročná MIP sa zostavuje okrem celkovej pozície voči zahraničiu separátne za krajiny mimo eurozóny, čo je nevyhnutnou podmienkou zostavenia euroagregátov



ECB voči zvyšku sveta. Ročná MIP pre potreby ECB sa navyše zostavuje samostatne za vybrané krajiny mimo eurozóny, ktoré predstavujú najvýznamnejších ekonomických partnerov eurozóny, resp. rizikové oblasti (USA, Rusko, Kanada, Čína, Japonsko, Švajčiarsko, Nórsko, Brazília, Hongkong, India, offshore centrá, Veľká Británia, Švédsko, Dánsko a ostatné krajiny EÚ mimo eurozóny). Splnenie uvedených požiadaviek si vyžadovalo výrazné zmeny do systému zostavovania MIP, predstavovalo výrazný nárast činností spojených so zberom a spracovaním údajov a najmä samotným zostavením a kontrolou požadovaných štatistik.

Nevyhnutnou podmienkou boli výrazné zmeny v štatistických výkazoch pre respondentov z oblasti komerčných bánk, obchodníkov s cennými papiermi, správcovsých spoločností, ale aj pre nefinančný sektor, ktoré značne zvýšili ich zaťaženie v oblasti štatistiky. NBS splňa v plnom rozsahu všetky požiadavky ECB týkajúce sa rozsahu, štruktúry, periodicity i včasnosti údajov v oblasti štatistiky MIP.

### ZÁKLADNÉ ANALYTICKÉ POHLADY NA MIP

Údaje MIP umožňujú analýzu tak z pohľadu hrubej pozície, ako aj analýzu čistých položiek. Rozdiel medzi zahraničnými finančnými aktívami a pasívami v MIP predstavuje čistú pozíciu ekonomiky, ktorá v podstate ukazuje, čo daná ekonomika vlastní vo vzťahu k tomu, čo dlhuje. Na opis čistej pozície sa často používa označenie čistý dlžník, resp. čistý veriteľ vo vzťahu k nerezidentom. Hoci uvedené označenie môže byť v niektorých prípadoch užitočné, na analytické účely je pre výpočet čistej pozície vhodnejšie chápať ako dlh len nemajetkové položky pozície, teda čistú pozíciu určiť ako rozdiel finančných aktív a zahraničného dlhu. V prípade SR predstavuje rozdiel medzi čistou pozíciou MIP a čistou pozíciou počítanou k zahraničnému dlhu v roku 2008 hodnotu 26 mld. EUR.

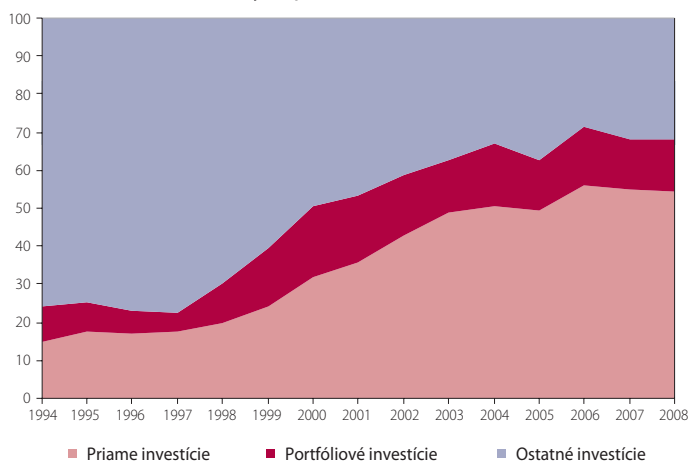
Za posledných 15 rokov narástli zahraničné finančné aktíva SR trojnásobne a pasíva takmer desaťnásobne. Najvýraznejší podiel na raste pasív mal nárast stavu zahraničných priamych investícií, ktorých stav vzrástol až 35-násobne a v štruktúre pasív predstavuje 55% (15% v roku 1994). V súčasnosti priame zahraničné investície, ako je zrejme z grafu 3, predstavujú hlavný zahraničný zdroj financovania ekonomiky – na rozdiel od roku 1994, keď až 76% z pasív predstavovali zahraničné úvery. Z pohľadu financovania ekonomiky sa tak výrazne zlepšila štruktúra zdrojov, keďže priame zahraničné investície nevytvárajú tlak na zvyšovanie zahraničnej zadlženosti.

Na strane aktív bol zaznamenaný najvýraznejší nárast v rezervných aktívach, ktorý súvisel so sterilizáciou devízových príjmov z privatizácie a intervenčnou politikou NBS na devízovom trhu.

### MIP AKO UKAZOVATEĽ FINANČNEJ OTVORENOSTI EKONOMIKY

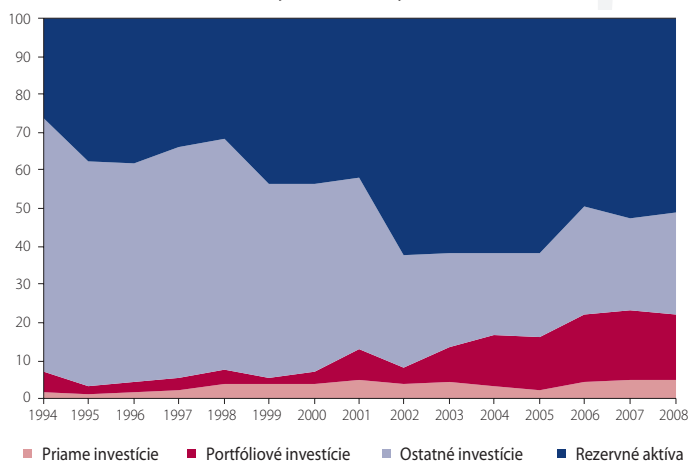
Údaje MIP predstavujú jeden z najvýznamnejších ukazovateľov stupňa finančnej otvorenosti ekonomiky. Vzhľadom na výrazný nárast medzi-

Graf 3 Štruktúra finančných pasív SR (v %)



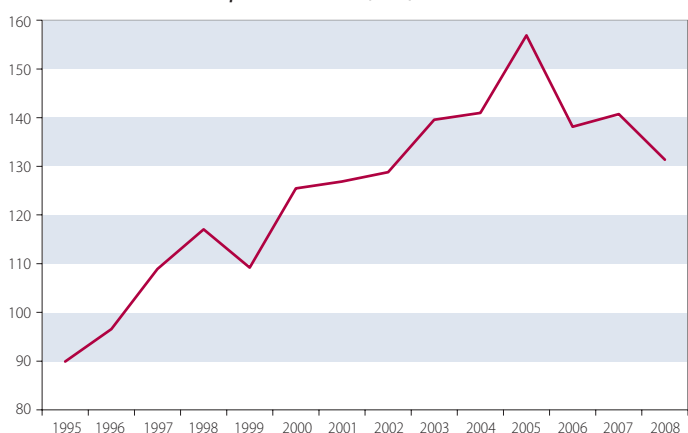
Zdroj: NBS.

Graf 4 Štruktúra zahraničných finančných aktív SR (v %)



Zdroj: NBS.

Graf 5 Hrubé aktíva a pasíva / HDP (v %)



Zdroj: NBS.

národných finančných transakcií súkromného sektora za posledných tridsať rokov pomer hrubých zahraničných finančných aktív a pasív k HDP v ekonomicky najrozvinutejších krajinách prudko stúpala (v krajinách HMÚ niekoľkonásobne).



Podobný vývoj bol zaznamenaný aj v prípade SR, kde aj napriek krátkemu časovému radu je zrejmy trend rastu finančnej otvorenosti ekonomiky, keď pomer hrubých zahraničných aktív a pasív k HDP vzrástol z 89% v roku 1995 na 135% v roku 2008.

### ZÁVER

MIP poskytuje komplexnú údajovú základňu o medzinárodných finančných vzťahoch v podrobnej štruktúre. Praktické problémy jej zostavenia a chýbajúca podrobná geografická a najmä menová štruktúra však sťažujú jej použitie na analytické účely v oblasti menovej politiky.

Analýza MIP umožňuje lepšie identifikovať ex post vznik a vývoj finančných kríz spôsobených nedostatočným monitorovaním finančnej otvorenosti alebo neudržateľnou úrovňou zahraničného dlhu. Otázkou zostáva, či tento agregát možno použiť ex ante ako indikátor na implementáciu korekčných opatrení.

Praktické skúsenosti ukazujú, že MIP je užitočnejšia pre spätné analýzy a na vysvetlenie minulých udalostí ako na prognózovanie budúceho ekonomického vývoja alebo implementáciu ekonomických a menových rozhodnutí, čo je v značnej miere ovplyvnené nízkou periodicitou zostavovania a značným časovým posunom zverejňovania definitívnych údajov.

Je zrejme, že očakávané alebo skutočné kroky monetárnych inštitúcií ovplyvňujú investičné správanie jednotlivých subjektov a ich pozíciu čistých zahraničných aktív. Výšku tohto vplyvu je pomerne ťažké odhadnúť vzhľadom na nutnosť zohľadniť viacero parametrov. Dopady menovej politiky sa oveľa závažnejšie dotýkajú hrubých finančných aktív a pasív ako čistej pozície. Navyše dopady je potrebné diferencovať podľa dĺžky a likvidity daných investícií a tiež typu ekonomického subjektu.

Z hľadiska použitia MIP v oblasti menovej politiky je podstatnejšia analýza hrubých aktív a pasív (najmä ich jednotlivých podpoložiek) ako hodnota čistej pozície MIP, aj vzhľadom na to, že jej hodnotu a trend je ťažké predikovať.

Výraznejšie zaradenie MIP medzi operačné indikátory podmieňuje okrem už splnenej podmienky včasnosti údajov v rámci krajín HMÚ (3 mesiace po skončení štvrtroka) najmä zvýšenie porovnateľnosti medzi agregátmi jednotlivých krajín, týkajúce sa najmä zosúladenia spôsobu ocenenia investícií, a vyššiu kvalitu a presnosť údajov.

ECB preto kladie veľký dôraz na zvýšenie kvality údajov členských krajín eurozóny, zosúladenie metodiky zostavovania a oceňovania jednotlivých položiek MIP, najmä v oblasti priamych a portfóliových investícií a zavedenie detailnejšej geografickej štruktúry údajov, ako aj členenie údajov podľa meny aspoň pre hlavné protistrany, čo umožňuje väčšie možnosti analytického využitia MIP.



# Noví lídri svetovej ekonomiky

doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií  
Ekonomická univerzita v Bratislave

*Meniaca sa globálna finančná architektúra prináša aj prevrpenia v rozložení ekonomickej sily medzi jednotlivými krajinami sveta. Globálna kríza ešte viac prehľbuje rozdiely medzi jednotlivými ekonomikami. Kríza je vyústením globálnej nerovnováhy, ktorú možno pozorovať tak vo vývoji úspor a investícií, bežného účtu platobnej bilancie, ako aj vo vývoji výmenných relácií a z toho vyplývajúcich devízových rezerv. Medzinárodný menový fond pravidelne klasifikuje krajiny do skupín (vyspelé, rozvíjajúce sa a rozvojové ekonomiky). Táto klasifikácia<sup>1</sup> nám umožňuje lepšie pochopiť vzťahy, ktoré vznikajú medzi jednotlivými ekonomikami a odhaliť potenciálne riziká budúceho vývoja.*

Z hodnotenia vývoja globálnej ekonomiky<sup>2</sup> možno konštatovať, že od roku 2000 vyspelé ekonomiky vykazujú schodok bežného účtu platobnej bilancie a rozvíjajúce sa a rozvojové ekonomiky naopak prebytok bežného účtu platobnej bilancie. Výmenné relácie vo vyspelých ekonomikách sa vyvíjajú stabilnejšie v porovnaní s rozvíjajúcimi sa ekonomikami (nakolko zahraničný obchod rozvíjajúcich sa ekonomik výrazne ovplyvňujú ceny komodít s nižšou pridanou hodnotou na svetovom trhu, ktoré prevládajú v štruktúre ich zahraničného obchodu), pričom úspory v rozvíjajúcich sa ekonomikách sú výrazne vyššie a v porovnaní s vyspelými ekonomikami sa plne nevyužívajú na investície.

Rozvíjajúce sa ekonomiky vytvárajú vďaka nižšej úrovni vyspelosti základňu na prísun nových investícií. Vytvárajú vyššie úspory, než dokážu spotrebovať alebo investovať, lacná pracovná sila v týchto ekonomikách dáva predpoklady na nižšie výrobné náklady, čo využívajú aj zahraničné firmy, rastie ich zahraničný obchod, ekonomiky sa otvárajú, vznikajú nové a nové devízové rezervy, ktoré je treba racionálne investovať. Ťahúňmi súčasnej globálnej ekonomiky sa stávajú preto tieto rozvíjajúce sa ekonomiky.

Ak hovoríme o nových lídroch svetovej ekonomiky, mohli by sme za krajiny, ktoré potenciálne v budúcnosti zohrajú významnú úlohu na poli medzinárodných finančných vzťahov zadeliť ekonomiky, ktoré sa označujú názvom BRIC, Next 11, MENA a VISTA.

## SKUPINA NEXT 11

Hlavný ekonóm investičnej banky Goldman Sachs Jim O'Neil v roku 2001 prvýkrát použil vo svojej štúdii označenie BRIC, o štyri roky neskôr (12. decembra 2005) myšlienku rozvinul a prišiel s ďalšou skratkou, tentokrát N-11. Krajínám BRIC sa v rámci tohto časopisu už v tomto roku venoval priestor, preto sa sústredíme na priblíženie ostatných lídrov.

Medzi krajiny Next Eleven (N-11) alebo Next 11 patrí Bangladéš, Egypt, Indonézia, Irán, Mexiko, Nigéria, Pakistan, Filipíny, Južná Kórea, Turecko a Viet-

nam. Podľa analýz, ktoré vypracoval O'Neil, poradie krajín v rebríčku ekonomicky najsilnejších ekonomík sa v roku 2050 výrazne zmení. Čína preskočí zo štvrtého miesta na prvé, India z 11. miesta na druhé a podobné „skoky“ realizuje Brazília a Rusko.

Pri výbere krajín do tejto skupiny rozhodovali kritériá podľa tzv. *Growth Environment Score* (GES) ako miera inflácie, schodok štátneho rozpočtu, verejný dlh, objem investícií, otvorenosť ekonomiky, úroveň a kvalita vzdelávania, politická stabilita, miera korupcie, sila legislatívy, využívanie moderných technológií (internet, mobilná komunikácia, práca s počítačmi) a pod.

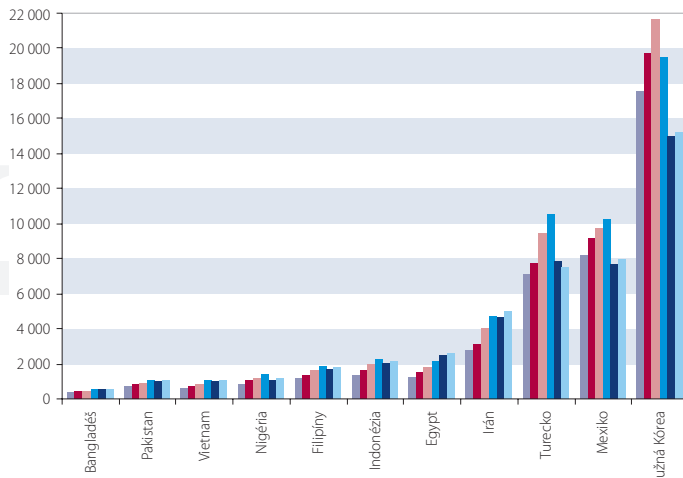
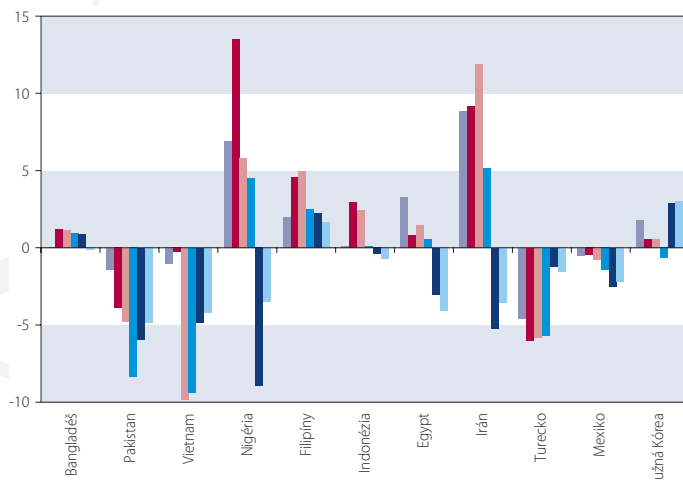
Aj keď skupina N-11 ako celok nezíska v budúcnosti globálny ekonomický vplyv, pre konzervatívnych investorov predstavuje zaujímavú destináciu na umiestnenie ich investícií.

Už na prvý pohľad je zrejmé, že do tejto skupiny sa dostali naozaj rôznorodé ekonomiky. Rozdiely medzi krajinami N-11 by sme mohli zhrnúť nasledovne:

- a) zastúpené sú rôzne geografické oblasti;
- b) ide o krajiny s rôznou úrovňou ekonomickej výkonnosti. Z celej skupiny majú potenciál stať sa konkurentmi vyspelých ekonomík Mexiko, Južná Kórea a v menšom rozsahu Turecko a Vietnam. Ostatné ekonomiky môžu zohrať tiež významnú úlohu, musia však udržať ekonomický rast aj v budúcnosti. Možno nebudú konkurovať krajinám BRIC, ale určite krajinám G7. Bangladéš je napríklad jedna z najchudobnejších krajín sveta, ale na druhej strane 4 z 11 krajín majú väčší obrat zahraničného obchodu než Čína – najotvorenejšia ekonomika BRIC-u;
- c) počet obyvateľov v krajinách N-11 sa značne líši. Napríklad Južná Kórea má približne 50 miliónov obyvateľov, Indonézia 200 miliónov;
- d) sú tu zastúpené ekonomiky s rôznou úrovňou vyspelosti finančných trhov.

Ako vyplýva z grafu 1, najvyššiu životnú úroveň poskytuje svojim obyvateľom Južná Kórea, naopak najchudobnejšou ekonomikou je Bangladéš, ktorého HDP na obyvateľa sa pohybuje približne okolo 500 USD. Zároveň možno sledovať

<sup>1</sup> World Economic Outlook October 2009 – Sustaining the Recovery. Washington, D. C.: IMF 2009, 208 p. [cit. 2010.01.04] Dostupné na internete: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf>.  
<sup>2</sup> Kotlebová, J. – Chovancová, B.: Medzinárodné finančné centrá – zmeny v globálnej finančnej architektúre. 1. vydanie. Bratislava: Iura Edition 2010, 484 s.

**Graf 1 HDP na 1 obyvateľa v krajinách N-11 v USD v rokoch 2005 – 2010 (v USD)**Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z [www.imf.org](http://www.imf.org).**Graf 2 Bežný účet platobnej bilancie krajín N-11 v rokoch 2005 – 2010 (v % HDP)**Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z [www.imf.org](http://www.imf.org).

3 MEDIA EGHBAI.2008. The Next 11 emerging economies. [cit. 2010.01.04] Dostupné na: [http://www.euromonitor.com/Articles.aspx?folder=The\\_Next\\_11\\_emerging\\_economies&-print=true](http://www.euromonitor.com/Articles.aspx?folder=The_Next_11_emerging_economies&-print=true).

postupné zvyšovanie výkonnosti týchto ekonomík od roku 2005. Tento fakt je o to významnejší, že všetky krajiny tejto skupiny patria k štátom s vysokým počtom obyvateľstva, ktorý neustále rastie. V rokoch 1980 až 2008 bol zaznamenaný najvyšší rast v Pakistane (110,8%) a najnižší v Južnej Kórei (28,4%). Najväčší počet obyvateľov mala v roku 2008 Indonézia (228,9 mil. obyvateľov), najmenší Južná Kórea (47,6 mil. obyvateľov).<sup>3</sup> Rast populácie je predpokladom rastu trhu spotreby, rastu dopytu po tovaroch a službách a tým aj mobilizujúcim faktorom ekonomického rastu.

Všetky krajiny N-11 patria medzi ekonomiky rozvíjajúcich sa trhov (*emerging markets*). Môžeme ich členiť na rozvojové, rozvíjajúce sa a novoindustrializované. Novoindustrializované ekonomiky MMF zaraďuje už medzi vyspelé ekonomiky. Zo skupiny N-11 sa za novoindustrializovanú ekonomiku považuje Južná Kórea. Bangladéš, Irán, Nigéria, Pakistan a Vietnam sa radia medzi rozvojové ekonomi-

ky, zatiaľ čo ostatné (okrem Južnej Kórey) sa radia medzi rozvíjajúce sa ekonomiky. Južná Kórea patrí s vysokou mierou industrializácie a relatívne stabilným makroekonomickým prostredím k špičke N-11. Charakterizujú ju hlavne moderné technológie, pričom jej export sa práve orientuje na vysokokvalitné produkty a s nimi spojené sofistikované služby. Na druhej strane možno spomenúť Bangladéš, ktorý sa orientuje v zahraničnom obchode na export primárnych produktov a Nigéria je zase dôležitým vývozcom ropy a polovýrobov. Dobrú perspektívu má zo skupiny Turecko, ktoré je asociovanou krajinou EÚ.

Podľa MMF kladný bežný účet platobnej bilancie dosiahne v rokoch 2009 a 2010 iba Južná Kórea a Filipíny. V minulosti to boli vďaka silnému exportu hlavne Nigéria a Irán.

Určitou prekážkou ďalšieho rýchleho napredovania ekonomík krajín N-11 môžu byť politické problémy napríklad v Pakistane, Bangladéši, teroristické aktivity vo Filipínach, ale aj nestabilita v Nigérii a Turecku. Politicky je dnes najmenej stabilná Nigéria, ak sa však podarí naplniť zámery vlády, vzhľadom na svoju veľkosť by jej vývoj mohol byť ukážkovým aj pre ostatné krajiny Afriky.

## SKUPINA VISTA

Medzi krajiny označované pomenovaním VISTA sa radí Vietnam, Indonézia, Juhoafrická republika, Turecko a Argentína. Označenie vzniklo spojením prvých písmen anglických názvov členských krajín. Vietnam, Indonéziu a Turecko sme už spomínali v súvislosti so skupinou Next-11.

Krajiny VISTA predstavujú blok, v ktorom sa ekonomiky medzi sebou líšia nielen geografickým pôvodom, ale aj ekonomickou vyspelosťou. Najsilnejšou ekonomikou zoskupenia je Turecko, nasleduje Argentína a Juhoafrická republika. Podľa HDP na obyvateľa je najslabším článkom zoskupenia Vietnam. Výkonnosť týchto ekonomík je v posledných piatich rokoch stabilná a aj napriek prebiehajúcej finančnej kríze si toto zoskupenie udržiava svoje tempo ekonomického rastu. Celkovo sa HDP na obyvateľa pohybuje v krajinách tohto bloku od 636 USD (Vietnam) po niečo vyššie 10 000 USD (Turecko).

Prebytkový bežný účet platobnej bilancie z krajín VISTA si udržiava jedine Argentína, ostatné krajiny vykazujú viac-menej schodok platobnej bilancie, najprudší nárast schodku zaznamenáva v poslednom období Vietnam, v prípade Turecka a Juhoafrickej republiky môžeme hovoriť o dlhodobejšom probléme.

Najväčší potenciál krajín VISTA z pohľadu globálnej ekonomiky je silný a vyrovnaný ekonomický rast, bohaté prírodné zdroje, mladá pracovná sila, atraktívne investičné možnosti, politická stabilita a rastúca domáca spotreba. Na druhej strane problémy môžu vzniknúť v dôsledku vysokej inflácie a nedostatočného rozvoja infraštruktúry. Potenciálne vysoké výnosy z investovania oproti trhom v USA však môžu byť sprevádzané aj vyššou mierou rizika vyplývajúcou z nižšej rozvinutosti finančných nástrojov. Na porovnanie





s krajinami BRIC je to destinácia pre investície zaujímavá, ale nie až natoľko atraktívna. Násť spoločné črty medzi krajinami VISTA je veľmi obtiažne, určitým posilňujúcim faktorom pre tento blok by bol nárast bilaterálnej spolupráce. Je to trh schopný prijať rozsiahle investície, musí však posilniť aj svoje nezávislé finančné poradenstvo a informovanosť potenciálnych investorov o možnostiach investovania v týchto krajinách.

### SKUPINA MENA

Medzi krajiny označované pomenovaním MENA, ktoré vzniklo z anglického pomenovania geografickej oblasti (Middle East and North Africa), sa radí Alžírsko, Bahrajn, Džibuti, Egypt, Irán, Irak, Izrael, Jordánsko, Kuvajt, Libanon, Líbya, Maroko, Omán, Palestínske územia (West Bank a Gaza Strip), Katar, Saudská Arábia, Sýria, Tunisko, Spojené arabské emiráty, Jemen.

Obyvateľstvo regiónu MENA tvorí 6 % svetovej populácie, čo je asi tretina obyvateľstva Čínskej ľudovej republiky. Najbližšie sa rovná počtu obyvateľov Európskej únie a je 1,25-krát vyšší než v USA. Hlavné zdroje regiónu pochádzajú z ropy a plynu. Podľa Oil and Gas Journal z 1. januára 2007 je tu koncentrovaných 70 % svetových rezerv ropy (797,04 mld. barelov) a 46 % rezerv svetového plynu. Osem z 12 členov OPEC-u je súčasťou regiónu MENA.

Z pohľadu HDP na obyvateľa suverénne najbohatšou ekonomikou tohto bloku je Katar, nasledujú Spojené arabské emiráty, Kuvajt a Izrael.

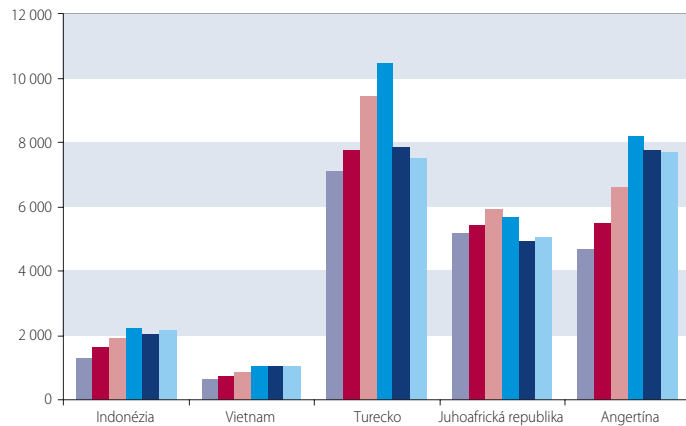
Krajiny MENA sa vzhľadom na ich zdroje, integráciu do svetovej ekonomiky a makroekonomické podmienky členia do štyroch skupín<sup>4</sup>:

1. členské krajiny Rady pre spoluprácu arabských štátov Perzského zálivu (GCC) – sú charakteristické vysokými „uhľovodíkovými“ príjmami na obyvateľa, dostatočnými verejnými zdrojmi a silnou inštitucionálnou kapacitou na implementovanie makroekonomických a štrukturálnych politík,
2. ďalší exportéri ropy s relatívne menšími „uhľovodíkovými“ príjmami na obyvateľa, rozsiahlou populáciou, obmedzenými verejnými zdrojmi a obmedzenou inštitucionálnou kapacitou na implementovanie makroekonomických a štrukturálnych politík,
3. neropní exportéri s podstatnými finančnými tokmi s krajinami GCC alebo závislí od zahraničnej rozvojovej pomoci,
4. neropní exportéri s diverzifikovaným hospodárstvom a silným obchodom s EÚ. Aj keď ich verejné zdroje sú obmedzené, majú dobrú inštitucionálnu kapacitu na implementovanie makroekonomických a štrukturálnych politík.

Známa je aj ich klasifikácia na tri skupiny podľa surovinovej základne a pracovnej sily<sup>5</sup>:

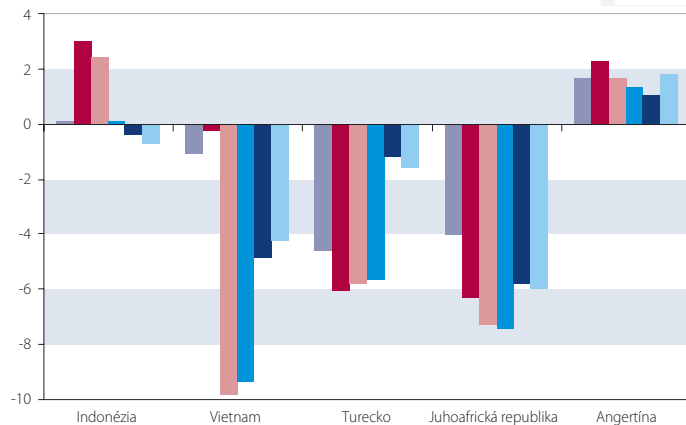
- RPLA – (resource poor, labor abundant) zdroje slabé, nadbytočná pracovná sila – Džibuti, Egypt, Jordánsko, Libanon, Maroko, Tunisko, Palestína,
- RRLA – (resource rich, labor abundant) zdroje silné, nadbytočná pracovná sila – Alžírsko, Irán,

Graf 3 HDP na 1 obyvateľa v krajinách VISTA v USD v rokoch 2005 – 2010 (v USD)



Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z [www.imf.org](http://www.imf.org).

Graf 4 Bežný účet platobnej bilancie krajín VISTA v rokoch 2005 – 2010 (v % HDP)



Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z [www.imf.org](http://www.imf.org).

Irak, Sýria, Jemen

- RRLI – (resource rich, labor importing) zdroje silné, pracovná sila importovaná – Bahrajn, Kuvajt, Líbya, Oman, Katar, Saudská Arábia, Spojené arabské emiráty.

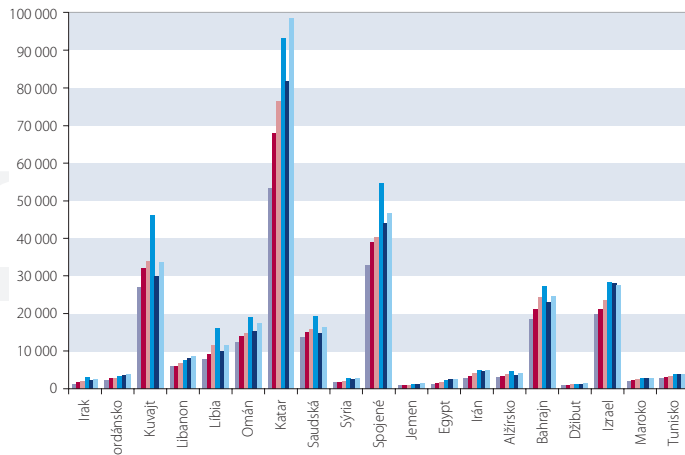
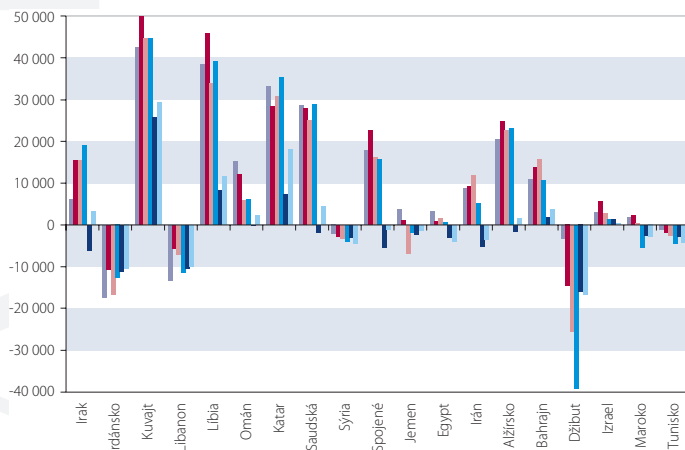
Globálna finančná kríza nemá až taký výrazný vplyv na makroekonomický vývoj tohto regiónu. Je to spôsobené viacerými faktormi, z nich najdôležitejším sú vysoké ceny ropy (ich vývozný artikel), ktoré môžu vyrovnávať potenciálne straty v ekonomickom raste. Finančné trhy krajín MENA nie sú tesne integrované s americkým alebo európskymi trhmi; lepšie makroekonomické výsledky tohto regiónu v porovnaní s ostatnými krajinami v minulosti vytvorili silný základ.

Priemerné tempo rastu HDP v týchto krajinách od r. 2005 je okolo 5 % (okrem Kataru s 15 %).

Najvyššie prebytky bežného účtu platobnej bilancie má Kuvajt, Líbya, Katar, Spojené arabské emiráty, Alžírsko, na druhej strane najvyššie schodky má Džibuti, Jordánsko a Libanon.

V rámci tohto bloku je zaujímavé sledovať ekonomickú integráciu členských krajín Rady pre spoluprácu v Perzskom zálive (GCC), do ktorej

<sup>4</sup> [http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/5MENA/Economic Developments and Prospects: Regional Integration for Global Competitions. 2008.](http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/MENAEXT/5MENA/Economic%20Developments%20and%20Prospects%20Regional%20Integration%20for%20Global%20Competitions.2008)  
[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

**Graf 5 HDP na 1 obyvateľa v krajinách MENA v USD v rokoch 2005 – 2010 (v USD)**Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z [www.imf.org](http://www.imf.org).**Graf 6 Bežný účet platobnej bilancie krajín MENA v rokoch 2005 – 2010 (v % HDP)**Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z [www.imf.org](http://www.imf.org).

6 Belkacem Laabas – Imed Limam: Are GCC Countries Ready for Currency Union? Economists at the Arab Planning Institute. Kuwait April 2002, dostupné na <http://www.arab-api.org>.

7 Sturm, M. – Siegfried, N.: Regional Monetary Integration in the Member States of the Gulf Cooperation Council. ECB Occasional Paper Series No. 31. Frankfurt am Main. June 2005.

patrí Bahrajn, Kuvajt, Katar, Omán, Saudská Arábia a Spojené arabské emiráty. V roku 1983 bolo v rámci členskej základne vyhlásené pásmo voľného obchodu, v roku 1999 prijali predstavitelia členských krajín plán vytvoriť do roku 2005 colnú úniu. Už v roku 2000 súhlasili signatári členských krajín so zavesením rozdielných mien členských štátov na americký dolár (*peg*) ako prvý krok smerujúci k vytvoreniu menovej únie a prijatiu jednotnej meny v roku 2010. Colná únia bola vytvorená už v roku 2003 a v roku 2007 bol dokončený spoločný trh.

Podľa neoficiálnych informácií by spoločná centrálna banka tejto únie mala mať sídlo v Spojených arabských emirátoch, ale ešte nie je definitívne rozhodnuté. Čo sa týka mien týchto krajín, tie (okrem Kuvajtu, ktorý využíva kôš mien s dominantným dolárom) boli viazané na americký dolár. Z projektu menovej únie sa stiahol Omán a Spojené arabské emiráty. Na margo úspešnosti tejto menovej únie boli spracované viaceré štúdie. Napríklad Laabas, B. a Limam, I.<sup>6</sup> tvrdia, že vzájomný

obchod medzi členskými krajinami GCC je veľmi obmedzený, čo spomaľuje proces integrácie. Na druhej strane by krajiny mali zvýšiť svoju špecializáciu a technickú sofistikovanosť priemyselných sektorov aj mimo priemyslu ropných derivátov, čo by potom mohlo podporiť ich vzájomný obchod. Tiež sa tu využíva vysoký stupeň kontroly prichádzajúcich priamych investícií, ktorá má rôznu podobu (napr. limitované vlastníctvo kapitálu, obmedzenie určitých aktivít). Podľa spomínaných autorov obchodné cykly v krajinách GCC nie sú príliš synchronizované, dochádza k asymetrickým reakciám na rovnaké ropné šoky v rôznych krajinách GCC. Čo sa týka konvergenčných kritérií, mali by vychádzať z kritérií platných pre hospodársku a menovú úniu v Európe. Sturm, M. a Siegfried, N.<sup>7</sup> však tvrdia, že v prípade krajín GCC to nebudú kritériá na vstup do menovej únie, lebo v menových otázkach vzhľadom na devízový režim sú si krajiny blízke, ale budú to kritériá pre vyššiu konvergenciu vo verejných financiách.

Vzhľadom na skutočnosť, že ide o krajiny s bohatými zásobami ropy a ropa je v súčasnosti tak v podobe fyzickej komodity, ako aj papierového investičného aktíva veľmi zaujímavým artiklom, pohyb jej ceny priamo ovplyvňuje cenovú hladinu v globálnom rozsahu (a to nielen v automobilovom priemysle, ale aj v ďalších oblastiach hospodárskeho života). Bude veľmi zaujímavé sledovať politiku tejto menovej únie, vývoj kurzu jej novej meny (zvažuje sa kôš mien) a hlavne jeho vplyv na vývoj trhu s ropou a medzinárodných menových vzťahov. V súčasnej situácii sa krajiny GCC snažia v prvom rade eliminovať vplyv volatility devízového kurzu amerického dolára na cenu ropy.

## ZHRNUTIE

Vzhľadom na obmedzený rozsah príspevku nebolo možné venovať sa hlbším analýzám týchto ekonomík. Už teraz však možno zachytiť určité trendy, ktoré v budúcnosti budú výrazne ovplyvňovať dianie vo svetovej ekonomike. Globálna kríza sa pohráva aj s rozsahom a intenzitou globálnej nerovnováhy. Rozvíjajúce sa ekonomiky dosahujú v súčasnosti v priemere vyššiu mieru inflácie oproti vyspelým ekonomikám. Vyššie úrokové sadzby vplyvajú na rast investícií, na druhej strane znehodnotenie peňazí v dôsledku vyššej inflácie tlačí na pokles v tvorbe úspor v prospech rastu spotreby. Vo vyspelých ekonomikách sa deficit bežného účtu platobnej bilancie často pre-pája s deficitom verejných financií (*twin deficits*), pričom viaceré z týchto ekonomík prechádzajú procesom dezinflácie až deflácie. Úrokové sadzby sú vplyvom uvoľnenej menovej politiky na nízkej úrovni, stále však nie sú dostatočným stimulom pre rast investícií. Vplyvom krátkodobých očakávaní poklesu cien sa odkladá aj spotreba. Na druhej strane prehľbujúce sa deficity verejných financií do budúcnosti spôsobia nárast inflácie. Je paradoxom, že po úmernom boji s infláciou v minulých rokoch je práve inflácia očakávanou udalosťou, ktorá by mohla naštartovať ekonomické oživenie.



# Strieborná zberateľská minca Martin Kukučín – 150. výročie narodenia

Ing. Dagmar Flaché  
Národná banka Slovenska

*Pri príležitosti 150. výročia narodenia významného predstaviteľa slovenskej literatúry, prozaika, dramatika a publicistu Martina Kukučina, vydala Národná banka Slovenska v máji tohto roku striebornú zberateľskú mincu.*

Martin Kukučín (17. 5. 1860 – 21. 5. 1928) patrí k najvýznamnejším a zároveň najobľúbenejším slovenským spisovateľom. Jeho prozaické dielo dokáže aj súčasného čitateľa osloviť živým, prirodzeným jazykom i nadčasovými témami. Do slovenskej literatúry priniesol postavy obyčajných dedinských ľudí s ich každodenným životom a ľudovým jazykom, čo bol prelomový jav, ktorý zásadne ovplyvnil ďalší vývin slovenskej prózy i literárneho jazyka. Medzi Kukučínove najznámejšie diela patria krátke humoristické prózy z dedinského (*Rysavá jalovica*) alebo študentského (*Mladé letá*) prostredia. Významné sú i jeho ďalšie diela – psychologicky prenikavá novela *Neprebudený*, novela *Dve cesty* s témou smrti a hľadania zmyslu pozemskej existencie, či novela *Dies irae*, v ktorej nastoľuje problém viny v medziľudských vzťahoch. Počas dlhoročného lekárskeho pôsobenia v Selciach na ostrove Brač vznikol jeho najznámejší román *Dom v stráni*. Po štrnástich rokoch pobytu na Brači sa rozhodol pracovať ako lekár v kolónii chorvátskych vysťahovalcov v Punta Arenas v Chile, kde okrem cestopisných črt napísal aj svoj najrozsiahlejší román *Mať volá*.

Národná banka Slovenska vyhlásila na výtvarný návrh mince verejnú anonymnú súťaž. Pri jej príprave spolupracovala s Ústavom slovenskej literatúry SAV, ktorého pracovníčka PhDr. Marcela Mikulová, CSc., bola aj odbornou poradkyňou pri hodnotení súťaže. Mnoho cenných informácií a fotografickej dokumentácie vzťahujúcej sa k životu a dielu Martina Kukučina tiež poskytol Archív literatúry a umenia v Martine.

Súťaže sa zúčastnilo jedenásť autorov a predložili do nej dvanásť súťažných prác. Komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských eurových mincí dospela k názoru, že na realizáciu mince je najvhodnejšia kombinácia návrhov od dvoch autorov, averzu od Miroslava Rónaia a reverzu od Mgr. art. Petra Valacha. Oba návrhy boli ocenené druhou cenou. Na vybranom averze komisia pozitívne hodnotila veľmi dobré vyjadrenie zadanej témy a vyváženú kompozíciu so zobrazením typického prostredia ostrova Brač,



*Minca realizovaná podľa návrhu averzu Miroslava Rónaia a reverzu Mgr. art. Petra Valacha*

na ktorom Kukučín strávil značnú časť života, ako aj autentického „domu v stráni“ z jeho najznámejšieho rovnomenného románu. Portréty na alternatívne predloženom reverze podľa názoru komisie neboli úplne presvedčivé a nevystihli plne osobnosť Martina Kukučina. Na vybranom reverze komisia ocenila sochársku kvalitu portrétu, ktorý zhodnotila ako výstižný a charakteristický. Za zaujímavé považovala aj stvárnenie kukučky, ktorá je odkazom na prijatý spisovateľov pseudonym. Kompozíciu vhodne dopĺňa faximile podpisu občianskym menom Dr. Matej Bencúr. Vybrané motívy zvierat na averze podľa komisie neprezentujú v plnej miere Kukučínovo rozsiahle dielo a sú jednostranne zamerané len na jeho časť. Autor reverzu na základe odporúčania komisie prispôbil písmo na svojom návrhu písmu na víťaznom averze a nápis MARTIN KUKUČÍN umiestnil do kruhopisu.

Tretiu cenu v súťaži získala Mária Poldaufová. Jej návrh zaujal najmä realistickým portrétom na reverze. Na averz si autorka vybrala motív rodného domu spisovateľa.

Strieborná zberateľská minca v nominálnej hodnote 10 eur s priemerom 34 mm a hmotnosťou 18 g bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Mincovní Kremnica. Na hrane je razbou do hĺbky umiestnený nápis „PROZAİK – DRAMATİK – PUBLICISTA“. Zo schváleného limitovaného počtu 30 000 kusov mincí bolo vyrazených 7 500 kusov v bežnom a 9 300 kusov v proof vyhotovení.

Foto: Ing. Štefan Fröhlich



*2. cena  
reverz Miroslav Rónai*



*2. cena  
averz Mgr. art. Peter Valach*



*3. cena  
Mária Poldaufová*

