

# Ochrana investora v kolektívnom investovaní

©OLEXOVA VASILISIN s.r.o., 2012

# Obsah

Úvod.....	3
1. Základné východiská.....	5
1.1 Vývoj kolektívneho investovania a ochrany investora.....	6
2. Predpoklady ochrany kolektívneho investora .....	9
2.1 Ekonomicko-politické súvislosti v kontexte právnych aktov EÚ .....	14
2.2 Osobitné inštitucionálne predpoklady .....	16
2.3 Prostriedky správy investícií .....	18
3. Obsah ochrany kolektívneho investora .....	20
3.1 Ochrana kolektívneho investora v užšom slova zmysle.....	20
3.1.1 Propagácia prostriedkov správy investícií.....	20
3.1.2 Zverejňovanie informácií pre investorov .....	21
3.1.3 Mlčanlivosť a ochrana osobných údajov.....	22
3.2 Obozretnosť a princíp rozloženia rizík.....	22
3.3 Garančný fond investícií .....	23
3.4 Výkon dohľadu a nápravné opatrenia .....	24
Záver.....	26
Bibliografia.....	29

## Úvod

Ekonomické a právne vzťahy v kolektívnom investovaní aktuálne pokrývajú čoraz významnejšiu časť medzinárodného kapitálového trhu. Kolektívne investovanie získava na atraktivite najmä pre svoju povahu výnosnejšej a dynamickejšej alternatívy ku depozitom v bankách a zároveň vykazuje charakteristiku akéhosi skupinového investovania, ktoré je otvorenejšie a prístupnejšie drobnému investorovi než samostatné „prieskumné“ investovanie. Napriek tomu podľa stanovísk Komisie, ktoré sú koncepčným východiskom stávajúcej právnej úpravy je ich úprava jedna z najkomplikovanejších a zjednotenie už len na osi časovej predstavuje významný legislatívny výsledok, nieto ešte s ohľadom na nachádzanie kompromisu medzi osobitnými požiadavkami kapitálových zvyklostí jednotlivých členských štátov.

Oblasť práva kolektívneho investovania a investičné právo vôbec úzko súvisí s oblasťou bankovníctva a poisťovníctva, využívajúc najmä podobný koncept zhromažďovania a zhodnocovania majetku zhromaždeného od neurčitého okruhu osôb, podobný inštitucionálny aj procedurálny rámec a spoločný dohľad pod jednou inštitúciou. Spoločne sa navonok odlišujú od iných foriem podnikania, kde hoci z definičného hľadiska je cieľom zisk, nie je dosahovaný takto špecifickou formou. Vo vnútornom porovnaní sa systém kolektívneho investovania od bankového ako rozvinutejšieho systému odvíja, v niektorých ohľadoch približuje a v niektorých účelovo využíva nepokryté oblasti správy finančných prostriedkov. Ako prostriedok akumulácie úspor k dobrovoľnému sporeniu na neskoršiu spotrebu má kolektívne investovanie na súčasnom finančnom a investičnom trhu nezastupiteľnú úlohu.

Základnou tézou práce je zodpovedanie otázok na akom faktickom základe je táto oblasť regulovaná, prečo a za akých predpokladov má byť investor chránený, čo je obsahom a aké sú prostriedky jeho ochrany, v akom vzťahu je platná úprava SR k EÚ a aké prvky úpravy ochrany sú potenciálnym predmetom ďalších odborných diskusií.

Praktickým východiskom k ďalšej analýze je popis predpokladaného záujmu uvedomelého investora popri záujme o výnosnosť investovania:

- 1) v akom rozsahu resp. či vôbec je chránené riziko pri vybranom type investovania, čo môže byť určené
  - a) zákonom - ochrana vkladov Fondom ochrany vkladov na základe zákon o ochrane vkladov alebo náhrada nedostupného klientskeho majetku Garančným fondom investícií podľa zákona o cenných papieroch či zákona kolektívnom investovaní
  - b) zmluvne

- 2) ak je investovanie v určitom rozsahu typovo chránené, či konkrétny podnikateľ resp. správca investícií spĺňa stanovené inštitucionálne predpoklady a je teda subjektom, od ktorého môže investor požadovať plnenie opatrení na jeho ochranu
- 3) ak aj sú naplnené predpoklady pre ochranu investora, či sú konkrétne povinnosti riadne a včas plnené

Jednotlivé body predpokladaných požiadaviek investora majú svoju právnu oporu rozvetvenú vo viacerých právnych predpisoch. Táto práca sa vzhľadom na požadovaný rozsah nevenuje prierezu celej problematiky, len vybraným otázkam, ktoré sú spravidla najčastejším predmetom odborných diskusií.

Metodika práce spočíva v rozdelení témy na časť východísk a faktických požiadaviek, ktoré by mali opodstatňovať platnú právnu úpravu ochrany investora, ku ktorej časti je za účelom sprehľadnenia pristupované synteticky. Druhá časť bude v nadväznosti na vyhľadane a zozbierané príslušné právne predpisy spracovaná analytickým prístupom, výsledkom čoho sa predpokladá vymedzenie okruhu normatívnych hypotéz relevantných pre ochranu investora. V tretej časti budú spracované dispozície noriem ochrany členené do okruhov práv a povinností, ktoré možno podľa svojej povahy odčleniť od ostatných a vytvoriť tak pokiaľ možno prehľadný systém nárokov investičnej ochrany z pohľadu kolektívneho investora.

# 1. Základné východiská

Kolektívnym investovaním rozumieme podnikateľskú činnosť založenú na zhromažďovaní peňažných prostriedkov za účelom zhodnocujúcej kapitálovej dispozície od investora, ktorý je súčasťou vopred neurčitého a neobmedzeného okruhu osôb. Pohybom investičných prostriedkov sa kolektívne investovanie podieľa na zvyšovaní likvidity sekundárnych trhov s týmito prostriedkami (napr. trh s cennými papiermi, nehnuteľnosťami). Základnými definíčnými prvkami je optimalizácia výnosov a princíp diverzifikácie resp. rozloženia potenciálnych investičných rizík.

Kolektívne investovanie zaznamenalo za ostatné dve dekády markantný nárast záujmu, čo prinieslo jednak podporu tomuto mladému trhu, často presahujúceho hranice štátov, rozvoj investičného podnikania a nové formy majetkovej realizácie. Zároveň však aj nové formy majetkových rizík, zvýšených požiadaviek na investičnú samostatnosť a obozretnosť a napokon nevynímajúc aj živnú pôdu pre ekonomickú trestnú činnosť. Zdrojom atraktivity je najmä podstatne vyšší výnos ako pri bežných finančných produktoch vrátane termínovaných vkladov, znížené náklady na správu, daňové výhody, vysoká likvidita a pri profesionálnej správe výhoda v transparentnosti a flexibilitate investičných reakcií. Samozrejme tento typ majetkovej dispozície by mal vyžadovať podstatné odborné kvality k vyhľadaniu a riadnemu spracovaniu investičných informácií či prehľad na trhu, pretože investor v zásade nedisponuje ochranou a starostlivosťou ako spotrebiteľ a mal by byť za riziká dravého zhodnocovania plne zodpovedný. Napriek tomu legislatívne kroky smerujú k špecifikácii nevyhnutného fundamentu ochrany investora v reakcii na:

- liberálno-politické požiadavky na fungujúci a stabilný trh bez zlyhávajúcich správcov investícií, s pozitívnym dopadom na rozvoj investičného podnikania, konkurencieschopnosti v rámci trhu a tiež vnútroštátneho trhu ako hráča v makroekonomickej súťaži a napokon požiadavky na podporu zahraničných podnikajúcich investorov, ktorí sa môžu spoľahnúť na bezpečnosť a rentabilitu investovania na území dotknutom právnou reguláciou
- sociálno-politické požiadavky približujúce najmä drobného investora k pozícii vkladateľa - spotrebiteľa, chráneného relatívne komplexným systémom ochrany vkladov, inštitucionálnymi a procedurálnymi charakteristikami správcu investícií tak, aby sa naďalej vyvážilo nerovnovážne postavenie spolupracujúcich subjektov, minimalizovali nedostatky informovanosti, uvádzanie do omylu či svojvoľné nakladanie s investičným majetkom

V rámci teoretickej podpory tohto spoločensko-ekonomického javu nadobudla na význame okrem iného relatívne nová, ekonomicko-právna kategória - investičné portfólio, imanentne spojená s princípom investičnej diverzifikácie resp. rozkladania rizík za účelom zabezpečenia čo najvyššieho efektu investovania. Pri každej investícii sleduje investor popri výnosnosti a stupni likvidity tiež riziko

investície. Nositeľ Nobelovej ceny H. Markowitz a ďalší ekonómovia v rámci teórie investičného portfólia zdôrazňujú význam alokácie redukujúcej riziká, ktorá naberá na novom význame najmä v súvislosti s aktuálnou globalizáciou investovania. Doterajší vývoj kolektívneho investovania dokazuje, že podcenenie a nerešpektovanie teórie portfólia a princípu rozkladania rizík v praxi spôsobilo vážne problémy a viedlo ku kolapsu mnohých inštitúcií kolektívneho investovania. [20]

Účelom špecifickej ochrany kolektívneho investora je v ideálnom prípade minimalizovať možné riziká straty výnosov alebo aj samotných vložených peňažných prostriedkov len na rozsah typického investičného rizika, ktoré by znášal investor aj pri samostatnom resp. nie kolektívnom investovaní. Ekonomická teória v tejto súvislosti rozlišuje jednak riziká výpadku likvidity správcu investícií viažuce sa na jednotlivé typy investícií per se (mikroekonomika a management investičného podnikania, operačné riziká, dôsledky rozsiahlej redemačnej aktivity atď.) a tiež absolútne riziká plynúce zo stavu trhu (makroekonomika, politicko-právna situácia, inflačné, menové riziko atď.)

## **1.1 Vývoj kolektívneho investovania a ochrany investora**

Vzhľadom na aktuálnosť a obrovský nárast popularity kolektívneho investovania v posledných rokoch je prirodzená dočasná neustálenosť, prijímanie prvých zásadných právnych postojov ako aj plodná novelizačná či rekodifikačná legislatívna aktivita. Zdrojom zmien v pravidlách kolektívneho investovania a s tým súvisiacou ochranou investora sú predovšetkým poznatky o reakciách trhu na doterajšie investičné postupy, konanie správcov investícií a mapovanie požiadaviek investorov.

Prvá etapa kolektívneho investovania nastala na základe zákona č. 92/1991 Zb. a nariadenia vlády ČSFR č. 383/1991 Zb., ktoré upravovali podmienky nadobúdania cenných papierov privatizovaných podnikov prostredníctvom kupónových knižiek a známok. V rámci vopred stanoveného časového obdobia boli potenciálni kolektívni investori oboznámení s kurzom emitovaných akcií na predaj za investičné kupóny, prijaté a zozbierané ich objednávky a napokon vyhlásené výsledky každého tzv. privatizačného kola. V roku 1992 boli novelizáciou nariadenia určené pre investičné privatizačné fondy nové pravidlá rozloženia rizík, spočívajúce v stanovení limitu pre podiel hodnoty verejne obchodovaných CP konkrétneho emitenta na súhrne všetkých CP objednaných investičným fondom a zároveň limitu pre podiel týchto CP na súhrne cenných papierov konkrétneho emitenta, pričom ohľad bol braný aj majetkové prepojenie viacerých emitentov. [19]

Zákon č. 248/1992 Zb. o investičných spoločnostiach a investičných fondoch (ZKI 1992) zakotvil základy ochrany slovenského kolektívneho investora, na ktorých bola postavená ďalšia legislatívna činnosť a ktoré sú ako zohľadnenie osobitných vnútroštátnych požiadaviek investičného trhu napokon

dôvodom „obohatenia“ minimálneho rámca ochrany investora podľa aktuálnej legislatívy EÚ. ZKI 1992 definoval kolektívne investovanie ako zhromažďovanie peňažných prostriedkov právnických a fyzických osôb za účelom ich použitia na účasti na podnikaní podľa tohto zákona a taxatívne vymedzil oprávnené subjekty ako investičnú spoločnosť a investičný fond. Postupnou novelizáciou boli sprísnené inštitucionálne predpoklady, čo do formy subjektov<sup>1</sup>, označenia ako aj materiálneho zabezpečenia. Iné ako vymedzené subjekty činnosť spadajúcu pod definíciu kolektívneho investovania vykonávať nemohli.

Z hľadiska procedurálnej ochrany ZKI 1992 stanovoval, že pri propagácii nesmie investičná spoločnosť používať nepravdivé alebo zavádzajúce informácie, či informácie zamlčovať. Princíp rozloženia rizika bol prepracovaný detailnejšie a dovtedy platné pravidlá rozšíril o limit hodnoty CP jedného emitenta v majetku všetkých fondov spravovaných jednou investičnou spoločnosťou a limit hodnoty čistých aktív fondu investovanej do CP jedného emitenta. Celý princíp mal komplexne znižovať koncentráciu a závislosť likvidity fondu od likvidity jednotlivých emitentov, a teda prinútiť subjekty kolektívneho investovania v záujme zvýšenia efektu investovania riziká rozkladať.

V polovici deväťdesiatych rokov sa začali objavovať prvé výraznejšie kritické ohlasy voči kolektívnemu investovaniu a nedostatočnej regulácii slovenského kapitálového trhu. Niektoré zo subjektov kapitálového trhu zneužívali dovtedy nastavený liberálny prístup k regulácii, čo pochopiteľne mohlo viesť aj k poškodzovaniu investorov a dôvery v tento typ investovania. Zo subjektov kolektívneho investovania<sup>2</sup> sa stali nečakaní konkurenti bankovým subjektom a výrazní hráči na kapitálovom trhu, preto následná rekodifikácia bola označovaná z pohľadu súkromného sektora aj za politicky účelovú.

Napriek uvedenému došlo v druhej polovici deväťdesiatych rokov k výraznému míľniku vo vývoji slovenského investovania a fundamentálnych pravidiel ochrany investora v dôsledku výpadku likvidity troch najvýznamnejších „nebankových subjektov“ - AGW, s.r.o., BMG Invest, s.r.o. a Horizont Slovakia o.c.p., a.s.. Tieto spoločnosti ponúkali investorom prostredníctvom zmlúv o tichom spoločenstve, správe finančných prostriedkov a zmlúv o pôžičke atraktívne výnosy od 19% až do 35% p.a.<sup>3</sup>, ekonomicky opodstatnené len pri permanentnom medziročnom tempe prírastku nových vkladov v rozmedzí 30-40%. K dosiahnutiu týchto zdrojov nebankové subjekty vkladali čoraz viac vlastných zdrojov do masívnej reklamnej a mediálnej kampane, nákladmi presahujúcej svojho času reklamné náklady celého slovenského bankového sektora, pričom objem prostriedkov uložených v bankách bol neporovnateľne vyšší. Napokon neudržanie prírastku nových vkladov a redemačné

<sup>1</sup> Investičnou spoločnosťou mohla byť pôvodne aj spoločnosť s ručením obmedzeným

<sup>2</sup> Najmä Prvá slovenská investičná spoločnosť s denným aktívnym saldom 10 mil. Sk

<sup>3</sup> Za zmienku stojí porovnanie s vtedy aktuálnou výškou výnosu pri bezrizikových štátnych CP vo výške 8% p.a.

tendencie predvídavých investorov boli aj jedným z hlavných dôvodov ich krachu. Vzhľadom na nedostupnosť detailov správy peňažných prostriedkov a neprehľadnú majetkovú štruktúru začal byť považovaný za kritický nedostatok tohto investovania práve nedostatok transparentnosti, čím bola zároveň vyslovená požiadavka aj na právnu ochranu hodnoty informácií ako dôležitého článku v investičnom procese.

O obnovu dôvery a rast investičného podnikania v nasledujúcich rokoch a obmedzenie ďalšieho rozvoja investovania nebankovými subjektmi sa pokúsil zákon č. 385/1999 Z.z. o kolektívnom investovaní (ZKI 1999) a následne po viacerých novelizáciách a legislatívnych požiadavkách EÚ zákon č. 594/2003 Z.z. o kolektívnom investovaní (ZKI 2003).

Implementačné nároky práva EÚ si napriek dovtedy relatívne komplexnej úprave ochrany investora vyžiadali rekodifikáciu právnej úpravy kolektívneho investovania tak, aby bola aj koncepčne v súlade aj s prepracovanými štandardami kolektívneho investovania v EÚ. Zákon zavádza európske pravidlá ochrany investorov, obozretného podnikania a inštitút európskeho pasu, ktoré dopĺňa o sekundárne pravidlá ochrany slovenského investora stále ťažko akceptujúceho prílišnú volatilitu trhu CP. Relatívna právna kompatibilita v rámci investičného trhu EÚ a znižovanie atraktivity depozít v bankách následne iniciovali novú vlnu kolektívneho investovania v SR.



## 2. Predpoklady ochrany kolektívneho investora

Cieľom prijatia rekodifikovaného zákona č. 203/2011 Z.z. o kolektívnom investovaní (ZKI 2011) je najmä implementácia aktuálnej smernice EP a Rady 2009/65/ES o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) označovanej aj ako smernica UCITS IV. Táto smernica ďalej prehĺbuje harmonizáciu právnej úpravy štandardných fondov v členských štátoch EÚ, v zmysle požiadaviek ktorej bolo v SR prijatá možnosť vytvárať podfondy, prísnejšie inštitucionálne predpoklady správcu investícií, odstránenie bariér medzinárodného investovania v súlade s čl. 63 až 66 ZoFEÚ a najmä v prospech ochrany investora tento predpis zavádza inštitút uverejňovania kľúčových informácií, ktorého podstatou je odstrániť nedostatky doterajšieho zjednodušeného predajného prospektu, a ktorého hlavným cieľom je informovať investorov o rizikách, nákladoch a očakávaných výsledkoch pri investovaní do štandardných podielových fondov [9]. Prijatie tohto zákona bolo determinované predovšetkým potrebou prehĺbenia právnej istoty drobných investorov pri investovaní do podielových fondov, otrasenej investovaním na kapitálovom trhu prostredníctvom nebankových subjektov.

Ťažiskovým cieľom je jednoznačné definovanie právneho postavenia (práv a povinností) jednotlivých subjektov kolektívneho investovania ale aj definovanie nástrojov kontroly, a to nielen orgánmi dohľadu, ale aj vnútorných mechanizmov (funkcia dodržiavania, funkcia riadenia rizík a funkcia vnútorného auditu). Zákon komplexnejšie, a to vo väzbe na proces ďalšej harmonizácie v rámci EÚ, upravuje vzťahy pri pôsobení zahraničných subjektov na území SR ako aj subjektov práva SR na území členských štátov EÚ. Tejto liberalizácii zodpovedá aj úprava vzťahov príslušných orgánov dohľadu dotknutých štátov.

Pri spracovaní ZKI 2011 boli využité skúsenosti a aj poznatky z aplikácie doterajšej právnej úpravy kolektívneho investovania v ZKI 2003. Zmeny v úprave kolektívneho investovania si vyžiadala aj nutnosť reagovať na dynamický vývoj na finančných trhoch. Preto zákon mení aj štruktúru a systematiku členenia subjektov kolektívneho investovania, najmä pokiaľ ide o precíznejšie rozlíšenie fondov spadajúcich pod režim smernice UCITS a fondov riadiacich sa len právom SR (tzv. non-UCITS fondy). Na druhú stranu ZKI 2011 sleduje aj ochranu interných požiadaviek SR, pretože zostávajúca konkurencia na medzinárodnom trhu kolektívneho investovania si vyžiadala podporu konkurenčnej pozície tuzemských investičných správcov, a to najmä prostredníctvom redukovania ich administratívnej záťaže, ktorá však na druhú stranu vo väčšej či menšej miere ovplyvní aj rozsah ochrany investora.

Rekodifikovaný, doposiaľ novelizovaný a aktuálne účinný ZKI 2011 stanovuje dve generálne klauzuly vedúce k vzniku právneho vzťahu s obsahom ochrany investora:

- a) definičný test podľa § 2 ods. 1 až 2 zákona, ktorý má pri naplnení hypotézy (splnení všetkých znakov definície) za následok vznik povinnosti investovať len zákonom vymedzenými spôsobmi
- b) test závislosti výsledkov od hodnoty/výnosu aktív podľa § 2 ods. 3 až 5 zákona, ktorý má pri naplnení hypotézy (existencia aspoň čiastočnej závislosti) za následok vznik povinnosti zhromažďovať peňažné prostriedky na účely následného investovania len na základe tohto zákona

ad a)

Vychádzajúc z predpokladu, že definície a normatívne hypotézy musia byť vyložiteľné jednoznačne, pretože sa od nich odvíja pôsobnosť tohto zákona a teda aj pravidiel ochrany kolektívneho investora, je potrebné v prvom rade analyzovať túto generálnu klauzulu prísne reštriktívnym výkladom, aby bolo možné určiť limit medzi prirodzenými, právne akceptovateľnými investičnými rizikami a príslušnou intenciou zákonnej ochrany investovania.

Kolektívnym investovaním sa rozumie:

- podľa § 2 ods. 1 ZKI 1992 *„...podnikanie v zhromažďovaní peňažných prostriedkov na základe verejného návrhu na uzavretie zmluvy a v prípadoch ustanovených týmto zákonom aj bez verejného návrhu na uzavretie zmluvy s cieľom ich investovania do majetku na základe obmedzenia a rozloženia rizika“*
- podľa § 2 ods. 1 ZKI 1999 *„...zhromažďovanie peňažných prostriedkov od verejnosti na základe verejnej výzvy podľa tohto zákona s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky do majetku vymedzeného týmto zákonom. Kolektívnym investovaním je aj správa majetku nadobudnutého investovaním takto zhromaždených peňažných prostriedkov a výkon nútenej správy tohto majetku.“*
- podľa § 2 ods. 1 ZKI 2003 *„...zhromažďovanie peňažných prostriedkov od verejnosti na základe verejnej ponuky s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky do likvidných finančných aktív podľa § 44 a do majetku ustanoveného týmto zákonom na princípe obmedzenia a rozloženia rizika.“*
- podľa § 2 ods. 1 ZKI 2011 *„...podnikanie, ktorého predmetom je zhromažďovanie peňažných prostriedkov od investorov, s cieľom investovať v súlade s určenou investičnou politikou na základe princípu rozloženia rizika v prospech osôb, ktorých peňažné prostriedky boli zhromaždené.“*

Kolektívne investovanie je v zmysle aktuálne platnej legálnej definície teda činnosťou, ktorá súčasne:

- je zhromažďovaním peňažných prostriedkov od investorov
- má za cieľ prijaté prostriedky ďalej investovať
- je predmetom podnikania
- je vykonávaná v súlade s určenou investičnou politikou na základe princípu rozloženia rizika
- slúži prospechu osôb, ktorých peňažné prostriedky boli zhromaždené

V porovnaní s definíciou podľa predchádzajúcich ZKI je okruh osôb, ktorých peňažné prostriedky sú zhromažďované špecifikovaný extenzívnejšie s cieľom vylúčenia možných aplikačných výnimiek z pôsobnosti zákona a pravidiel kolektívneho investovania a zároveň rozšírenia ochrany investora. Vzhľadom na to, že prijatie prostriedkov za účelom investovania vyžaduje pre naplnenie tejto časti definície už len vedomosť osoby poskytujúcej peňažné prostriedky a jej súhlas s následným investovaním, je tak potvrdený legislatívny záujem chrániť aj tie osoby, ktoré kritérium „verejnosti“ nespĺňali jednoznačne.

Podľa aktuálnej definície je nesporná charakteristika kolektívneho investovania ako podnikania, ktoré sa ako činnosť líši od iného podnikania. Cieľom je investovať v súlade s vopred stanovenou investičnou politikou, naproti tomu investovanie podľa predchádzajúcich ZKI stanovovalo za cieľ smerovať k uloženiu prostriedkov do aktív resp. majetku vymedzeného priamo zákonom. Princíp starostlivosti o riziká bol prostredníctvom ZKI 2003 priamo stanovenou politikou zahŕňajúcou tak výslovné obmedzovanie ako aj rozloženie rizík, ktorú aktuálne účinný ZKI zužuje na princíp rozloženia rizika. Za predpokladu, že investovanie na základe tohto princípu predstavuje časť normatívnej hypotézy a jeho vymedzenie je voľnejšie ako doteraz, možno konštatovať rozšírenie pôsobnosti pravidiel podľa tohto zákona, a teda aj ochrany investora.

Ak činnosť spĺňa definičný test, je správca investícií povinný zdržať sa iného výkonu tejto činnosti ako vytváraním podielových fondov alebo zhromažďovaním peňažných prostriedkov prostredníctvom ponuky cenných papierov zahraničných subjektov vykonávajúcich túto činnosť. Definícia v ZKI 2011 pokrýva činnosť zhromažďovania peňažných prostriedkov komplexne, nie len v odkaze na fondy a investovanie v zmysle európskej legislatívy. Zahnutá je tak naďalej aj úprava tradičných slovenských non-UCITS fondov a postupov prispôbené lokálnym trhovým a politickým požiadavkám.

ad b)

Podľa § 2 ods. 3 zákona sa „*zhromažďovanie peňažných prostriedkov na účel ich následného investovania sa zakazuje, ak*

- a) *má byť návratnosť takto zhromaždených peňažných prostriedkov alebo zisk osôb, ktorých peňažné prostriedky boli takto zhromaždené, čo len čiastočne závislé od hodnoty alebo výnosu aktív, ktoré boli za zhromaždené peňažné prostriedky nadobudnuté, a*
- b) *sa nevykonáva podľa tohto zákona.* “

ZKI 2011 na rozdiel od predchádzajúcich kódexov explicitne a presne, hoci trochu nesystematicky, vymedzuje pôsobnosť pravidiel ochrany kolektívneho investovania aj negatívne, keď rozlišuje zhromažďovanie peňažných prostriedkov na účel ich následného investovania, pri ktorom sú návratnosť/zisk pre investora od hodnoty/výnosu aktív, ktoré boli za investičné prostriedky nadobudnuté:

- 1) absolútne nezávislé
- 2) aspoň čiastočne závislé

V prvom prípade je investičný proces z pohľadu osoby poskytujúcej peňažné prostriedky ohraničený vzťahom medzi ňou a správcom investícií, a teda takáto osoba iniciujúca investovanie - retailový investor sa na investičnom úspechu príp. neúspechu správcu investícií nepodieľa. Jej vklad je reparovaný len paušálne alebo na základe iných ako podielových kritérií. Takýto spôsob zhromažďovania peňažných prostriedkov za účelom následného investovania je potrebné pre určenie pôsobnosti pravidiel kolektívneho investovania podriaďiť definičnému testu. Ak pre túto činnosť bola stanovená investičná politika a je založená na princípe rozloženia rizík, v nadväznosti na splnenie definície kolektívneho investovania vzniká v zmysle § 2 ods. 2 ZKI 2011 povinnosť investovať len vytváraním podielových fondov alebo zhromažďovaním peňažných prostriedkov prostredníctvom ponuky cenných papierov zahraničných subjektov kolektívneho investovania.

Ako diskutabilný sa javí práve princíp rozloženia rizík, ktorý nie je jednoznačne stanovený ako normatívna dispozícia v súlade s predpokladanou legislatívnou snahou o rozšírenie ochrany investora, ale ako hypotéza, ktorej naplnenie tak môže závisieť od vôle správcu investícií. Ak správca pri investovaní podľa prvého prípadu hoci aj má určenú investičnú politiku, avšak z vlastnej vôle nezaloženú na princípe rozloženia rizík, nie je povinný vykonávať investovanie tak, ako mu stanovuje ZKI 2011.

V druhom prípade sa retailový investor stáva viac či menej kľúčovým subjektom, ktorý sa aspoň čiastočne podieľa na výsledkoch investovania dosiahnutých prostredníctvom správcu investícií. Zákon pri splnení tejto skutkovej podstaty stanovuje povinnosť zdržať sa konania v rozpore s nasledujúcimi ustanoveniami zákona, ak súčasne správca investícií:

- nemá charakter subjektu podľa § 2 ods. 4 písm. a) a d) zákona t.j. nie je finančnou inštitúciou na účely predmetu jej podnikania, nadáciou, neziskovou organizáciou poskytujúcou všeobecne

prospešné služby, združením občanov ani spoločenstvom vlastníkov bytov a nebytových priestorov

- nevykonáva zhromažďovanie peňažných prostriedkov spôsobom podľa § 2 ods. 4 písm. b), c) a e) zákona t.j. prostredníctvom verejnej ponuky cenných papierov či verejnej ponuky majetkových hodnôt podľa §§ 120 až 130 ZCP ani prostredníctvom hazardných hier
- nevykonáva zhromažďovanie peňažných prostriedkov hlavne za účelom podľa § 2 ods. 5 zákona financovania činnosti výrobnjej, výskumnej povahy ani poskytovania iných služieb ako finančných služieb, pričom takáto činnosť je financovaná prevažne z vlastných prostriedkov správcu investícií

Z negatívneho vymedzenia podľa prvých dvoch bodov vyplýva účel zákona subsidiárne upraviť zostávajúce vzťahy na kapitálovom trhu, ktoré nie sú inde upravené. Exemplárnym príkladom je nedostatok pôsobnosti ďalej špecifikovaných pravidiel na finančné inštitúcie, ktorými sa v zmysle § 3 písm. f) zákona rozumie obchodník s cennými papiermi, pobočka zahraničného obchodníka s cennými papiermi, banka, poisťovňa, zaist'ovňa, pobočky zahraničných bánk, poisťovní, zaist'ovní, centrálny depozitár CP, burza CP, dôchodková správcovská spoločnosť, doplnková dôchodková spoločnosť a subjekty so sídlom mimo územia Slovenskej republiky s obdobným predmetom činnosti. Napriek legislatívnemu odkazu na ďalšie osobitné predpisy definujúce finančné inštitúcie, je rozsah určený ZKI 2011 v aktuálnej legislatíve SR najširší.

Aj napriek tomu, že obe generálne klauzuly v súhrne majú podklad v ekonomickej terminológii a je v nich podľa výsledkov odborných diskusií zohľadnený aj recitál 5 smernice o manažéroch alternatívnych investičných fondoch (AIFM), rozvetvená špecifikácia predmetu pôsobnosti zákona sa miestami javí ako nie celkom jednoznačná a jej význam ako nie celkom opodstatnený, čo môže byť v rozpore s účelom rekodifikácie. Je zrejmé, že drvivá väčšina správcov investícií bude na základe splnenia testu závislosti povinná zdržať sa výkonu svojej činnosti v rozpore so ZKI, avšak nie je zrejmé, ktoré z povinností ukladaných správcovským spoločnostiam sú v tejto súvislosti relevantné.

Nie je totiž výslovne stanovené, že akákoľvek osoba zhromažďujúca investície spôsobom podľa § 2 ods. 3 písm. a) zákona má na účely tohto zákona mať povahu resp. právne postavenie správcovskej spoločnosti. Kľúčové je teda stanovisko, či zmyslom právnej vety „ak sa nevykonáva podľa tohto zákona, zakazuje sa“ je stanoviť hypotézu „ak sa nevykonáva ako kolektívne investovanie podľa tohto zákona“ alebo naopak „ak sa vykonáva v rozpore s týmto zákonom“. Argumentom ad absurdum možno dospieť k záveru, že subjekty spĺňajúce len test závislosti výsledkov od hodnoty/výnosu aktív nemajú pre nedostatok výslovnej pôsobnosti jednotlivých povinností uložených správcovským spoločnostiam ani ako konať v rozpore s týmto zákonom, preto by takáto norma nemala právny význam. Dôvodová správa k návrhu ZKI 2011 na tejto otázke osobitne nevenuje, len v krátkosti uvádza, že cieľom je, aby akákoľvek osoba, ktorá má na území SR záujem vykonávať činnosť

definovanú ako kolektívne investovanie musela podliehať tomuto zákonu, k čomu je zrejme potrebné sa v rámci širšieho logického výkladu prikloniť.

## 2.1 Ekonomicko-politické súvislosti v kontexte právnych aktov EÚ

Z primárneho práva EÚ sa na oblasť kolektívneho investovania vzťahujú nasledovné ustanovenia Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZoFEÚ):

- čl. 26 ZoFEÚ ustanovujúci štyri základné slobody na vnútornom trhu
- čl. 56 až 62 ZoFEÚ ustanovujúce zásadu voľného pohybu služieb a právo poskytovať služby v iných členských štátoch fyzickým osobám aj spoločnostiam
- čl. 63 až 66 ZoFEÚ ustanovujúce zásadu voľného pohybu kapitálu a platieb (ktorý možno považovať za piatu slobodu vnútorného trhu), a to smerom dovnútra medzi členskými štátmi aj navonok voči tretím krajinám, pričom ustanovujú jediné možné spôsoby limitácie týchto slobôd

Predchádzajúca smernica upravujúca postavenie a činnosť podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) prijatá v roku 1985 a označovaná aj ako smernica UCITS I sa zameriavala na poskytnutie väčších podnikateľských a investičných príležitostí pre odvetvie aj pre investorov prostredníctvom integrovania trhu EÚ s investičnými fondmi, preto bola kľúčom k rozvoju európskych investičných fondov. V júni 2007 predstavovali aktíva spravované PKIPCP 6 bil. EUR a aktuálne predstavujú PKIPCP približne 75 % trhu investičných fondov v rámci EÚ. Vďaka silným zárukám ochrany investorov dosiahli široké uznanie aj za hranicami EÚ. [21]

Napriek tomuto pozitívnemu vývoju sa v priebehu rokov ukázalo, že smernica je príliš obmedzujúca a bráni správcom investícií, aby plne využívali svoje možnosti rozvoja. Zmeny a doplnenia v roku 2001 rozšírili investičné právomoci PKIPCP, nevyriešili však nedostatky v oblasti účinnosti odvetvia. Zelená kniha Komisie o o zlepšení EÚ rámca pre investičné fondy KOM(2005) 314 vydaná v roku 2005 vyvolala verejnú diskusiu o potrebe akcie na úrovni EÚ<sup>4</sup>. V Bielej knihe o zlepšení rámca jednotného trhu pre investičné fondy KOM(2006) 686 vydané o rok neskôr sa okrem iných opatrení zverejnil aj súbor cielených úprav smernice o PKIPCP.

Aktuálna úprava v kontexte EÚ je tak postavená na nasledovných pilieroch - kodifikovanie postupných zmien smernice UCITS I od roku 1985, zefektívnenie uplatňovania súčasných ustanovení

---

<sup>4</sup> Biele knihy Komisie sú dokumenty, ktoré obsahujú návrhy na činnosť Spoločenstva v určitej oblasti. Cieľom tzv. zelených kníh je začať proces konzultácií o danej téme na európskej úrovni. Po ich vydaní spravidla nasleduje pre danú oblasť vydanie tzv. bielych kníh ako dokumentov s návrhmi na činnosť EÚ v určitej oblasti. Po schválení Radou sa z Bielej knihy môže stať akčný program EÚ pre danú oblasť. Biela kniha, rovnako ako zelená, má pre členské štáty Európskej únie iba odporúčací charakter, je teda právne nezáväzným dokumentom.



(najmä vo vzťahu k oznamovaciemu postupu, pasu správcovských spoločností a zjednodušenému prospektu), zavedenie nových slobôd s cieľom zvýšiť účinnosť a integráciu vnútorného trhu PKIPCP (vytvorením zjednodušeného rámca na zlúčenie fondov a spájanie aktív) a v neposlednom rade transformácia opatrení zverejnených v Bielej knihe do konkrétnych právnych predpisov. Legislatívne tendencie EÚ v rámci dotknutej oblasti smerujú k vybudovaniu silného jednotného európskeho finančného trhu s relevantnou konkurencieschopnosťou vo vzťahu k trhu americkému. Predpokladom dosiahnutia takto stanoveného cieľa je najmä dostatočná liberalizácia pohybu kapitálu a platieb, pričom zvláštna pozornosť bola venovaná potrebe znížiť správne zaťaženie.

Smernica je zároveň súčasťou priebežného programu Komisie zameraného na zjednodušenie. Je naplnením záväzku Komisie o kodifikácii *acquis* v oblasti finančných služieb<sup>5</sup>. Početné zmeny a doplnenia smernice UCITS I z roku 1985 významne zvýšili zložitosť právneho rámca PKIPCP. *Acquis* pred prijatím ostatnej smernice UCITS IV tvorilo 9 smerníc, ktoré predstavovali približne 100 strán v Úradnom vestníku. Toto *acquis* uľahčuje PKIPCP uplatňovanie slobôd vnútorného trhu, ukladá im však niektoré dôležité povinnosti, ktoré sa týkajú najmä poskytovania informácií investorom a typu investícií, do ktorých sa PKIPCP môžu zapojiť. *Acquis* PKIPCP takisto ukladá dôležité povinnosti príslušným orgánom členských štátov, najmä v súvislosti s postupmi povoľovania a prebiehajúcim dohľadom nad PKIPCP. Preto bolo dôležité, aby sa právny rámec aktualizoval a aby bol ľahko dostupný a pochopiteľný pre zainteresované strany.

Zjednodušený prospekt investícií doteraz znamenal povinnosť poskytnúť investorovi stručné vysvetlenie investičných charakteristík predtým, než sa upíše do fondu. Podľa UCITS IV majú mať prospekty zosúladený obsah, v krátkom a jednoduchom dokumente so zreteľne určenou zodpovednosťou. EÚ si týmto opatrením sľubuje nižšie odvetvové náklady, väčšiu súťaž a najmä zvýšenie ochrany investora.

Prostredníctvom ZKI 2011 sa transponuje do právneho poriadku SR smernica UCITS IV, jej vykonávacie smernice 2010/43/EÚ o organizačných požiadavkách, konflikte záujmov, pravidlách výkonu činnosti, riadenie rizík a obsahu dohody medzi depozitárom a správcovskou spoločnosťou<sup>6</sup> a 2010/42/EÚ o určitých ustanoveniach týkajúcich sa zlúčenia fondov, štruktúr hlavný-zberný a oznamovacieho postupu<sup>7</sup>, taktiež smernice 2007/16/ES o objasnení niektorých vymedzení pojmov<sup>8</sup>,

<sup>5</sup> Pracovný dokument Komisie: Prvá správa o pokroku v súvislosti so stratégiou zjednodušenia regulačného prostredia - KOM(2006) 690.

<sup>6</sup> S cieľom zosúladenia pravidiel a terminológie s normami zavedenými v oblasti finančných služieb a taktiež napríklad stanovenia opatrení k predchádzaniu konfliktom záujmov medzi správcovskými spoločnosťami. V tejto smernici bola potvrdená zásada priamej identifikácie všetkých aktív a pasív PKIPCP alebo jeho podfondov a oddelenia príslušných účtov.

<sup>7</sup> S cieľom umožniť podielnikom urobiť si prostredníctvom informácií kvalifikovaný úsudok o tom, či chcú pokračovať v investovaní alebo požiadať o vyplatenie, ak je PKIPCP súčasťou zlúčenia, ak sa transformuje na zberný PKIPCP alebo zmení hlavný PKIPCP. Z tohto dôvodu by mali byť informácie osobne adresované podielnikom buď písomne v papierovej forme alebo prostredníctvom iného trvalého média, napríklad e-mailom.

a 2002/87/ES a vykonávajú sa nariadenia (EÚ) č. 583/2010 o kľúčových informáciách pre investorov a podmienkach, ktoré treba splniť pri poskytovaní kľúčových informácií pre investorov alebo prospektu na trvanlivom médiu inom ako papier alebo prostredníctvom webových stránok<sup>9</sup> a 584/2010 o forme a obsahu štandardného oznámenia a osvedčenia PKIPCP, využívaní elektronickej komunikácie medzi príslušnými orgánmi na účely oznámenia, postupoch pri previerkach na mieste a vyšetrovaníach a výmenu informácií medzi príslušnými orgánmi<sup>10</sup>. Keďže ZKI 2011 podľa stanoviska Vlády SR transponuje smernice v požadovanom rozsahu, možno stupeň zlučiteľnosti tohto zákona s právom EÚ určiť ako úplný.

Smernica ponúka zvýšenie hospodárnosti v podobe statických úspor nákladov pre odvetvie a investorov, ako aj dynamických prínosov spojených so zvýšením hospodárskej súťaže a ziskov z produktivity. Priame ročné prínosy dosahujú sumu niekoľkých miliárd eur. Väčšia flexibilita pri organizovaní a podnikaní s investičnými fondmi a zjednodušené postupy by mohli vytvoriť nové podnikateľské príležitosti a zvýšiť konkurencieschopnosť odvetvia investičných fondov. Integrovanější trh investičných fondov takisto ponúkne európskym investorom väčší výber fondov s lepším výkonom. V dlhodobom meradle prispievajú tieto pozitívne vplyvy k zvýšeniu hospodárskej účinnosti a konkurencieschopnosti, čím dôjde k naplneniu cieľov Lisabonskej stratégie v tomto dôležitom odvetví. [10]

## 2.2 Osobitné inštitucionálne predpoklady

Ochrana investora v kolektívnom investovaní predpokladá spôsobilý subjekt v právnom vzťahu s retailovým investorom, ktorý je jednak oprávnený spravovať zhromaždené peňažné prostriedky a podieľať sa kapitálovej dispozícii so zvereným majetkom, no druhú stranu v korelácii na dočasné obmedzenie vlastníckych či majetkových práv investora povinný vyvažovať vzájomné postavenie majetkovým (výnosy) a nemajetkovým (ochrana) plnením.

Takýmto správcom investícií môže v zmysle ZKI 2011 byť:

- a) tuzemská správcovská spoločnosť
- b) zahraničná správcovská spoločnosť

---

<sup>8</sup> S cieľom odstránenia neistoty pri definovaní určitých kategórií finančných nástrojov, ktorá môže viesť k rozdielnym výkladom smernice.

<sup>9</sup> S cieľom harmonizovať obsah kľúčových informácií pre investorov na základe predpokladu, že dokument s kľúčovými informáciami pre investorov bude efektívnejší, ľahšie preskúmateľný a porovnateľný, keď požiadavky, ktoré sa naň vzťahujú, budú identické vo všetkých členských štátoch.

<sup>10</sup> Stanovujúce formu a obsah postupu oznámenia/osvedčenia ktorý má byť použitý za účelom zabezpečenia hladkého fungovania vnútorného trhu a vysokej úrovne ochrany investorov.



Tuzemská správcovská spoločnosť je akciová spoločnosť založená na účel podnikania so sídlom na území Slovenskej republiky, ktorej predmetom činnosti je vytváranie a spravovanie podielových fondov alebo európskych fondov na základe povolenia na činnosť správcovskej spoločnosti udeleného Národnou bankou Slovenska (ďalej len „NBS“); zapisuje sa do obchodného registra.

Spravovaním podielových fondov sa rozumie riadenie investícií, administrácia, distribúcia podielových listov a propagácia podielových fondov. Správcovská spoločnosť môže okrem vytvárania podielových fondov a činností podľa § 27 ods. 2 ZKI, ak ich má udelené v povolení na činnosť správcovskej spoločnosti, poskytovať tieto ďalšie služby:

- a) riadenie portfólia finančných nástrojov alebo riadenie investícií pre fondy vytvorené podľa osobitného predpisu,
- b) investičné poradenstvo,
- c) úschovu a správu podielových listov vydávaných správcovskými spoločnosťami a cenných papierov vydávaných zahraničnými subjektmi kolektívneho investovania vrátane držiteľskej správy, aspoň správy peňažných prostriedkov a finančných zábezpek.

Správcovská spoločnosť nesmie vykonávať inú činnosť, ako je činnosť podľa ZKI alebo činnosti podľa § 27 ods. 3 ZKI. Činnosti podľa § 27 ods. 3 písm. b) a c) ZKI môže správcovská spoločnosť vykonávať, len ak ich má uvedené v povolení na činnosť správcovskej spoločnosti súčasne s činnosťou podľa § 27 ods. 3 písm. a) ZKI. O udelení povolenia na činnosť správcovskej spoločnosti rozhoduje Národná banka Slovenska. Povolenie na činnosť správcovskej spoločnosti sa udeľuje na dobu neurčitú a nemožno ho previesť na inú osobu ani neprechádza na právneho nástupcu správcovskej spoločnosti.

Správcovská spoločnosť môže vydávať akcie len ako zaknihované kmeňové akcie na meno. Obchodné meno správcovskej spoločnosti musí obsahovať označenie „správcovská spoločnosť, akciová spoločnosť“ alebo skratku „správ. spol., a.s.“. Povolenú činnosť môže začať vykonávať až po zápise povolenej činnosti do obchodného registra a po splnení podmienok podľa § 30 ods. 3 ZKI.

Zahraničná správcovská spoločnosť je právnická osoba so sídlom mimo územia Slovenskej republiky, ktorá má povolenie na vytváranie a spravovanie subjektov kolektívneho investovania udelené v štáte, v ktorom má sídlo. Pobočka zahraničnej správcovskej spoločnosti je organizačná zložka zahraničnej správcovskej spoločnosti umiestnená na území Slovenskej republiky; všetky pobočky zahraničnej správcovskej spoločnosti zriadené na území Slovenskej republiky zahraničnou správcovskou spoločnosťou so sídlom v členskom štáte, sa považujú z hľadiska oprávnenia vykonávať činnosti na území Slovenskej republiky za jednu pobočku. Zahraničným subjektom kolektívneho investovania je

- a) zahraničný podielový fond bez právnej subjektivity

- b) zahraničná investičná spoločnosť s právnou subjektivitou

### 2.3 Prostriedky správy investícií

ZKI 2011 v § 2 ods. 2 taxatívne vymedzuje spôsoby, prostredníctvom ktorých je možné vykonávať činnosť definovanú ako kolektívne investovanie, a to len vytváraním podielových fondov alebo zhromažďovaním od investorov prostredníctvom ponuky cenných papierov zahraničných subjektov kolektívneho investovania. Jednotlivé tieto prostriedky správy investícií v rámci kolektívneho investovania sú bližšie upravené v tretej a piatej až siedmej časti ZKI 2011, zahŕňajúc tak v rámci kontextu jednotlivých povinností aj opatrenia na ochranu investora.

Podielovým fondom sa rozumie spoločný majetok podielnikov (investorov spolupodieľajúcich sa na rovnakom výsledku investovania) zhromaždený správcovskou spoločnosťou vydávaním podielových listov a investovaním tohto majetku. Podielový fond je subjektom kolektívneho investovania výlučne spravovaný správcovskou spoločnosťou, nie je však právnickou osobou<sup>11</sup>. Majetkové práva podielnikov sú reprezentované podielovými listami. Majetok v podielovom fonde je spoločným majetkom všetkých podielnikov a nie je súčasťou majetku správcovskej spoločnosti. Každý podielnik môže uplatňovať svoje práva voči správcovskej spoločnosti samostatne.

Podielový fond môže vzniknúť len na základe povolenia podľa ZKI, pričom povolenie na vytvorenie podielového fondu je možné udeliť správcovskej spoločnosti až po jej vzniku. Každý podielový fond musí mať povinne štatút, ktorý je neoddeliteľnou súčasťou zmluvy podielníka so správcovskou spoločnosťou. Po každej zmene je správcovská spoločnosť povinná upravené znenie predložiť NBS a zákonným spôsobom oboznámiť všetkých podielnikov o zmene štatútu.

Zákon podľa práva podielníka požadovať vyplatenie podielových listov z majetku príslušného fondu rozlišuje:

- otvorený podielový fond vytvorený na dobu neurčitú alebo určitú
- uzavretý fond vytvorený len na dobu určitú, najviac desať rokov

Z hľadiska investičného cieľa a zároveň súladu so stratifikáciou podielových fondov podľa práva EÚ zákon rozlišuje:

---

<sup>11</sup> Americké investičné právo pozná aj otvorený podielový fond s právnou subjektivitou (Open-end Investment Companies, OEICS, známe tiež ako Investment Trust) založený ako akciová spoločnosť s premenlivým základným imanom - oproti bežným obchodným spoločnostiam sa na ne vzťahujú investičné obmedzenia ako pre podielové fondy, výška základného imania je denne flexibilná v závislosti od finančných pohybov klientov

- štandardný podielový fond len s povahou otvoreného fondu (Undertakings for collective investments in transferable securities, UCITS, známe tiež ako Unit Trust) ako fond v súlade so smernicou UCITS IV zhromažďujúci peňažné prostriedky prostredníctvom verejnej ponuky s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky do prevoditeľných cenných papierov a iných likvidných finančných aktív podľa § 88 ZKI na princípe obmedzenia a rozloženia rizika
- špeciálny podielový fond s povahou otvoreného alebo uzavretého fondu (non-UCITS fond) ako vnútroštátne unikátny fond zhromažďujúci peňažné prostriedky prostredníctvom verejnej ponuky alebo privátnej ponuky s cieľom investovať takto zhromaždené peňažné prostriedky do majetku vymedzeného ZKI alebo štatútom špeciálneho podielového fondu.

ZKI 2011 v aktuálnom znení rozlišuje špeciálne fondy na:

- špeciálne verejné podielové fondy zhromažďujúce peňažné prostriedky na základe verejnej ponuky (fond cenných papierov, fond alternatívnych investícií a fond nehnuteľností)
- špeciálny privátny podielový fond zhromažďujúci peňažné prostriedky na základe privátnej ponuky (špeciálny podielový fond profesionálnych investorov)

Z vymedzenia najmä špeciálneho podielového fondu nehnuteľností by mohol na prvý pohľad plynúť nesúlad s pravidlom, že na zhromažďovanie peňažných prostriedkov na základe verejnej ponuky majetkových hodnôt (a teda aj nehnuteľností) sa nevzťahuje povinnosť zdržať sa zhromažďovania iným postupom ako podľa ZKI 2011. Riešenie ponúka ZCP keď v § 126 ods. 4 stanovuje, že právo zhromažďovať prostriedky na základe ponuky majetkových hodnôt nevzniká, ak je ňou dotknutá činnosť správcovskej spoločnosti v rámci predmetu jej podnikania upraveného osobitným zákonom, čím je úprava časti okruhu majetkových hodnôt špecifikovateľná ako nehnuteľnosti odkázaná späť do pôsobnosti ZKI 2011. Možno tak konštatovať, že najmä v prípade splnenia len testu závislosti výsledku investovania od aktív sa na vzťahy súvisiace s verejnou ponukou nehnuteľností vždy vzťahuje výlučne ZKI 2011.

### 3. Obsah ochrany kolektívneho investora

Ochranou investora v kolektívnom investovaní rozumieme všetky právne a faktické opatrenia, ktoré posilňujú postavenie retailového investora a pri náležitom plnení sú spôsobilé zamedziť predpokladanému negatívnemu vplyvu na výsledky jeho investovania. Možno definovať viacero hľadísk, podľa ktorých sa dá takáto ochrana rozčleniť. Z hľadiska objektu ochrany je badateľné členenie na ochranu len výnosov resp. príslušenstva za predpokladu iného režimu alebo akceptovanej absencie ochrany istiny a na druhú stranu na ochranu celkovej investície vrátane hodnoty jej istiny ako aj hodnoty dočasnej straty majetkovej dispozície.

Z hľadiska právneho prameňa možno rozlíšiť ochranu zákonom alebo individuálnym aktom na základe zákona alebo v medzinárodnom investičnom práve hojne využívanú ochranu resp. záruky na zmluvnom základe. Z širšieho hľadiska právnych prameňov možno ďalej zákonnú ochranu vidieť v režime civilného práva (najmä ako náhrada škody za porušenie právnych povinností, naplnenie skutkovej podstaty nekalej súťaže), správneho práva (ako výsledok kontroly súladu s hlavnými právnymi predpismi kolektívneho investovania prostredníctvom opatrení dohliadajúceho orgánu) a trestného práva (najmä ako naplnenie skutkových podstat trestných činov založených na podvodnom konaní alebo omisívnom konaní pri správe cudzieho majetku)

Vzhľadom na kontext témy je na účely ďalšej analýzy vhodné venovať sa práve zákonnej administratívnoprávnej ochrane investora v rozsahu celých jeho investícií.

#### 3.1 Ochrana kolektívneho investora v užšom slova zmysle

Okruh opatrení explicitne určených k ochrane investora v kolektívnom investovaní je vymedzený a upravený v ôsmej časti ZKI 2011. V zmysle tejto časti ochrana spočíva na troch okruhoch pravidiel:

- a) propagácia prostriedkov správy investícií
- b) zverejňovanie informácií pre investorov
- c) mlčanlivosť a ochrana osobných údajov

##### 3.1.1 Propagácia prostriedkov správy investícií

Správca investícií je povinný sa zdržať pri propagácii prostriedkov správy investícií poskytovania nepravdivých, zavádzajúcich informácií alebo zamlčovať dôležité výhody. Osobitne nesmie ponúkať výhody, ktorých spoľahlivosť nevie preukázať, pretože tak hrozí uvedenie investora do omylu. Účelom ustanovení o propagácii podielových fondov spravovaných správcovskou spoločnosťou je poskytnúť potenciálnemu investorovi dostatočné množstvo informácií potrebných pre kvalifikované

rozhodnutie o ponúkanej investičnej príležitosti. Vzhľadom na to, že zákon umožňuje činnosť podielových fondov s rôznym stupňom rizika, musí byť súčasťou propagačných a reklamných materiálov aj upozornenie na možné riziko vyplývajúce z ponúkanej investície. V prípade uzavretých podielových fondov má investor právo byť výslovne upozornený na obmedzenie práv na vyplatenie, vrátenie alebo redemáciu podielového listu. Každá propagácia musí zahŕňať informáciu o existencii a spôsobe dostupnosti kľúčových informácií pre investorov a predajného prospektu. Akékoľvek informácie alebo dokumenty používané pri propagácii podielových fondov investorom musia byť jednoznačne identifikovateľné ako reklamné dokumenty a prístupné dohľadu NBS.

### **3.1.2 Zverejňovanie informácií pre investorov**

Za každý podielový fond je správcovská spoločnosť povinná zostaviť a predpísaným spôsobom zverejniť kľúčové informácie pre investorov, predajný prospekt, ročnú správu, polročnú správu za prvých šesť mesiacov kalendárneho roka. Čiastočne vyňatí z tejto ochrany sú klienti špeciálneho fondu profesionálnych investorov.

Prostredníctvom ZKI 2011 je pre SR zavedený európsky inštitút uverejňovania kľúčových informácií pre investorov (Key Investor Investment Document, KIID), ktorý nahradil doterajší inštitút zjednodušeného predajného prospektu. Jeho hlavným cieľom je prehľadne a porovnateľne informovať retailového investora vo všetkých členských štátoch o rizikách, nákladoch a očakávaných výsledkoch pri investovaní do štandardných fondov, tak aby mohol prijať ekonomicky opodstatnené investičné rozhodnutia. Kľúčové informácie pre investorov musia byť korektné, pravdivé, jasné a nezavádzajúce a musia byť zrozumiteľné. Zároveň je potrebné, aby špecifikovali ako/kde môžu investori získať ďalšie informácie o navrhovaných investíciách, pričom všetky následné dokumenty musia byť v súlade s príslušným KIID.

S cieľom znížiť náklady sa nové ustanovenia takisto snažia zabezpečiť, aby sa kľúčové informácie pre investorov mohli bez úprav použiť na celom vnútornom trhu. Podrobnejšie formálne požiadavky kladené na kľúčové informácie pre investora ustanovuje Nariadenie Komisie č. 583/2010<sup>12</sup>.

V štruktúre ochrany investora ostáva povinnosť správcovskej spoločnosti zverejniť predajný prospekt a po každej zmene predkladať jeho znenie NBS. Predajný prospekt má obsahovať informácie nevyhnutné k tomu, aby si mohli potenciálni investori vytvoriť správny úsudok o ponúkanej možnosti investovania a o rizikách spojených s týmto investovaním. Za kvalifikované zverejnenie sa považuje uverejnenie na webovom sídle správcovskej spoločnosti a v listinnej podobe v sídle správcovskej spoločnosti a v sídle depozitára a na každom predajnom mieste. Správcovská spoločnosť zodpovedá

---

<sup>12</sup> Nariadenie stanovuje presný formát dokumentu vrátane úpravy písma či náležitosti jazyka.

za správnosť a úplnosť údajov uvedených v predajnom prospekte a je povinná aktualizovať údaje v ňom uvedené. [4]

Ročná správa a polročná správa musia obsahovať informácie nevyhnutné k možnosti investorov vytvoriť správny úsudok o vývoji a výsledkoch hospodárenia s majetkom v podielovom fonde. Súčasťou správy je účtovná závierka podielového fondu za príslušné obdobie, pričom v prípade ročnej závierky zároveň overená audítorom alebo audítorskou spoločnosťou.

Zákon napokon ustanovuje správcovskej spoločnosti povinnosť vypočítať a zverejniť v periodickej tlači s celoštátnou pôsobnosťou uverejňujúcou burzové správy za podmienok stanovených zákonom podľa charakteru v dvojtrýždňovej, mesačnej a trojmesačnej periodicite.

### **3.1.3 Mlčanlivosť a ochrana osobných údajov**

V platnosti ostáva doterajšia úprava povinnosti členov riadiacich orgánov, dozorných orgánov, prokuristov, zamestnancov a ďalších osôb podieľajúcich sa na činnosti správcovskej spoločnosti a depozitára zachovávať mlčanlivosť o skutočnostiach týkajúcich sa obchodných záujmov správcovskej spoločnosti a depozitára a vykonávať štandardné opatrenia na ochranu spracovávaných osobných údajov.

## **3.2 Obozretnosť a princíp rozloženia rizík**

V zmysle všeobecných pravidiel obozretného podnikania podľa § 32 ZKI 2011 a pravidiel na identifikáciu rizika podľa § 35 ZKI 2011 je správcovská spoločnosť povinná primerane k povahe, rozsahu a zložitosti jej predmetu činnosti a rozsahu vykonávaných činností a poskytovaných služieb zaviesť, uplatňovať a dodržiavať:

- postupy rozhodovania a organizačnú štruktúru
- primeraný mechanizmus vnútornej kontroly
- účinný systém vnútorného podávania správ a oznamovania informácií na všetkých organizačných úrovniach správcovskej spoločnosti
- stratégie a postupy potrebné na identifikáciu rizika spojeného s nedodržaním povinností ustanovených týmto zákonom alebo osobitnými predpismi a prijať opatrenia a postupy, ktoré minimalizujú takéto riziká a umožnia Národnej banke Slovenska riadny výkon dohľadu nad správcovskou spoločnosťou.

V zmysle nasledovných osobitných ustanovení je správcovskej spoločnosti stanovená povinnosť sledovať a pravidelne hodnotiť primeranosť a účinnosti prijatých opatrení, stratégií a postupov a

poskytovať poradenstvo a pomoc príslušným osobám, zodpovedným za poskytovanie služieb a výkon činností, pri dodržiavaní povinností správcovskej spoločnosti. Táto funkcia dodržiavania sa musí vykonávať nezávisle od iných organizačných zložiek správcovskej spoločnosti a od jej orgánov.

Kolektívny investor je oprávnený požadovať, aby správcovská spoločnosť pri správe podielového fondu podľa § 48 ods. 2 konala čestne, poctivo, s odbornou starostlivosťou a obozretnosťou pri výkone svojej činnosti v najlepšom záujme podielnikov podielového fondu a v záujme stability trhu. V súvislosti s tým najmä zabrániť tomu, aby sa záujmy jednej skupiny podielnikov uprednostňovali pred záujmami inej skupiny podielnikov, uplatňovať primerané opatrenia a postupy na zabránenie nekalých praktík, konať takým spôsobom, aby sa zabránilo účtovaniu neprimeraných nákladov na ťarchu majetku v podielovom fonde a jeho podielnikom, zabezpečiť dostatočnú mieru starostlivosti pri výbere a nepretržitom sledovaní majetku v podielovom fonde v najlepšom záujme podielnikov a v záujme stability trhu, zabezpečiť, že osoby zodpovedné za riadenie investícií majú primerané znalosti a vedomosti o aktívach, do ktorých možno majetok v podielovom fonde investovať.

Investor je oprávnený, aby pri správe majetku v štandardnom podielovom fonde bol prostredníctvom správcovskej spoločnosti zriadený a udržiavaný systém riadenia rizík umožňujúci priebežné sledovanie a meranie rizika pozícií a ich vplyv na celkové riziko spojené s investovaním a používané postupy na presné a objektívne ocenenie finančných derivátov uzatváraných mimo regulovaného trhu. Na účely zabezpečenia týchto povinností je správcovská spoločnosť povinná zaviesť, uplatňovať a udržiavať kvalifikovanú politiku riadenia rizík, v ktorej identifikuje riziká, ktorým sú alebo ktorým by mohli byť vystavené štandardné podielové fondy, ktoré spravuje. Zákon v ďalších svojich ustanoveniach rieši problematiku merania a riadenia rizík v súvislosti s tým aj povinnosťou správcovskej spoločnosti vypočítavať celkové riziko<sup>13</sup>.

### 3.3 Garančný fond investícií

Garančný fond investícií (GFI) ako právnická osoba zapisovaná do obchodného registra je zriadený a jeho činnosť upravená ustanoveniami § 80 až 98 ZCP. GFI sústreďuje peňažné príspevky vybraných subjektov, okrem iného aj správcovských spoločností na poskytovanie náhrad za nedostupný klientsky majetok prijatý touto spoločnosťou na vykonanie investičnej služby. S nadobudnutými peňažnými prostriedkami GFI nakladá v súlade so zákonom o cenných papieroch. Podrobnosti o činnosti fondu

---

<sup>13</sup> Zákon v § 89 stanovil osobitné pravidlá obmedzenia a rozloženia rizika pre štandardný podielový fond a to tak, že hodnota prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu vydaných rovnakým emitentom nesmie tvoriť viac ako 5 % hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde ak iné ustanovenia zákona neustanovujú inak. Rovnako tak aj vklady v jednej banke alebo pobočke zahraničnej banky nesmú tvoriť viac ako 20 % hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde.



a o jeho organizácii upravujú stanov y GFI v súlade so zákonom o cenných papieroch a dohľad nad jeho činnosťou vykonáva NBS.

ZCP v úvodných ustanoveniach týkajúcich sa GFI na základe pozitívneho a negatívneho vymedzenia okruhu oprávnených klientov obchodníka s CP určuje, ktorý majetok je fondom chránený. ZKI 2011 vo vzťahu k ochrane investícií týmto fondom stavia správcovskú spoločnosť do právnej pozície obchodníka s OCP, avšak len pri majetku prijatom správcovskou spoločnosťou v súvislosti s činnosťou povolenou podľa § 27 ods. 3 v nadväznosti na § 33 ods. 7 ZKI 2011 vykonávanou popri vytváraní podielových fondov ako:

- riadenie portfólia finančných nástrojov podľa ZCP
- riadenie investícií pre fondy podľa zákona o doplnkovom dôchodkovom sporení
- investičné poradenstvo
- úschova a správa podielových listov

Za klientsky majetok na účely ZCP sa v zásade nepovažujú prostriedky prijaté od finančných inštitúcií či ďalších správcovských spoločností a tiež právnických osôb, ktoré majú aspoň čiastočne rovnaký alebo obdobný predmet činnosti. V prípade naplnenia skutkovej podstaty nedostupnosti takto vymedzeného majetku fond poskytuje náhradu vo výške klientskeho majetku, najviac však v súhrne jednému klientovi alebo inej oprávnenej osobe do výšky 50.000,- EUR.

Vzhľadom na striktné vymedzenie prostriedkov správy kolektívneho investovania v § 2 ods. 2 ZKI 2011, nemožno toto opatrenie označiť jednoznačne ako ochrana kolektívneho investora, hoci prispieva k posilneniu postavenia a sekundárnej podpore najmä drobných investorov.

### **3.4 Výkon dohľadu a nápravné opatrenia**

Komplexný dohľad nad kolektívnym investovaním vykonáva Národná banka Slovenska popri dohľade nad burzou cenných papierov, centrálnym depozitárom cenných papierov, emitentmi cenných papierov, Garančným fondom investícií, obchodníkmi s cennými papiermi, ponukami na prevzatie a uplatnením práva výkupu a verejnými ponukami. Okrem základného okruhu pôsobnosti stanoveného v predpisoch o NBS sa osobitným podmienkam dohľadu nad kolektívnym investovaním venuje desiatu časť ZKI 2011. Zákon vymedzuje okruh dohliadaných subjektov vrátane depozitára, zakladateľov, členov predstavenstiev, dozorných rád ako aj akcionárov s kvalifikovanou účasťou na správcovskej spoločnosti. Predmetom dohľadu je následné spĺňanie inštitucionálnych predpokladov, dodržiavanie zákonom stanoveného procedurálneho postupu (najmä poskytovania kľúčových informácií pre investora) a dodržiavanie štatútu podielového fondu a stanov správcovskej spoločnosti.



Smernica UCITS IV podporila zabehnutý model spolupráce pri dohľade na cezhranične vykonávanými činnosťami a doplnila ho o opatrenia, ktoré upevňujú existujúce mechanizmy spolupráce pri dohľade a poskytujú ďalšie nástroje pre orgány dohľadu, aby im umožnili účinne plniť stanovené povinnosti. Uplatňovanie ustanovení zavedených v ostatnej smernici podporuje vysokú úroveň ochrany investorov, pričom tieto opatrenia sa do značnej miery inšpirovali ustanoveniami, ktoré sú už v platnosti v iných právnych aktoch EÚ týkajúcich sa finančných služieb.

Pri zistení porušenia zákona a interných predpisov NBS za zákonom stanovených predpokladov uloží porušujúcemu subjektu:

- reštitučné a reparačné opatrenia - napr. uloží uverejniť opravu účtovnej evidencie alebo nesprávnej či nepravdivej informácie, uloží zúčtovať straty
- negatívne opatrenia - napr. nariadi skončiť nepovolenú činnosť, obmedzí alebo pozastaví výkon niektorej z povolených činností alebo nakladanie s majetkom
- sankčné a reparačné opatrenia - napr. uloží pokutu až do výšky 1.000.000,- EUR
- podporné opatrenia - napr. zavedie nútenú správu, uloží prijať opatrenia na ozdravenie, nariadi vytvorenie funkcie vnútorného auditu

Samoregulačnú a koordinačnú pôsobnosť vo vzťahu k jednotlivým subjektom na európskej úrovni vykonáva Európskej asociácie fondov a správcovských spoločností (European Fund and Asset Management Association, EFAMA) a celosvetová Medzinárodná asociácia investičných fondov (International Investment Funds Association, IIFA), ktoré okrem iného zastrešujú aj Slovenskú asociáciu správcovských spoločností (SASS). Jednou z hlavných priorít je pre koordinačné subjekty participácia a spolupráca s legislatívnymi orgánmi štátu a EÚ pri tvorbe noriem a právnych aktov upravujúcich oblasť finančného trhu. Okrem uvedeného je cieľom týchto subjektov najmä vyhľadávanie a upozorňovanie verejnosti na vyskytujúce sa negatívne javy, najmä na podvodné a zavádzajúce praktiky niektorých nelicencovaných subjektov pri zhromažďovaní finančných prostriedkov od obyvateľstva.

## Záver

Podľa svojich stanovísk je si slovenský aj európsky zákonodarca vedomý významu podpory trhu s kolektívnym investovaním a kapitálového trhu ako celku. Vhodne zvolené usporiadanie regulácie a dohľadu je jedným z prioritných kľúčov k zabezpečeniu stabilného a efektívneho ekonomického systému. Hoci ochrana investora sa popri záujme o ochranu vnútorného trhu, zvýšenie konkurencieschopnosti trhu EÚ voči USA a úsporu odvetvových nákladov nejaví ako hlavná, nemožno poprieť výraznú pozornosť a podporu postavenia drobného investora. Z liberálno-politického hľadiska možno hľadať dôvod v chápaní záujmu investora ako ekonomický statok, ktorý ak je primerane chránený, bude v zdravej miere podporovať investovanie a rozvoj trhu.

Na území Slovenskej republiky si kolektívne investovanie prešlo za ostatné dve dekády značným vývojom až sa v celku bez výraznejších pripomienok prispôbilo požiadavkám európskeho investičného trhu. Vzhľadom na „kreativitu“ slovenského podnikateľa a pozostatky dôvery v bezrizikovosť investovania zo strany drobného investora však ochrana investora nie vždy sledovala ciele platných predpisov, čo často prehľboval aj omyl investora v kvalifikácii investovania, ktorého bol súčasťou. Predpisy o kolektívnom investovaní sa dočkali mnohonásobnej novelizácie a štyroch rekodifikácií v priebehu uplynulých dvadsiatich rokov, čo v mnohom vypovedá o dynamike tejto právnej oblasti.

V systéme právnej úpravy finančného trhu má aktuálny zákon o kolektívnom investovaní povahu všeobecného (doplňujúceho) predpisu so zámerom pokryť všetky investičné vzťahy neupravené v osobitných predpisoch, či už odčlenených podľa povahy subjektu (banky, poisťovne) alebo podľa spôsobu investovania (ponuka cenných papierov, hazardné hry). Zámer čo najviac konkretizovať podmienky zákonnej ochrany investora a vylúčiť možnosti tak zneužitia postavenia podobného chránenému je vo veci nepochybne prínosný.

Právna úprava EÚ je riadne transponovaná, komplexná, no chýba väčšia systematickosť a jednoznačný „user-friendly“ kľúč k určeniu, ktorý subjekt je čo povinný v rámci ochrany vykonávať, a ktorý investor je na čo oprávnený tak, aby aj úprava bola v súlade s proklamovaným účelom ochrany každého investora (hoci aj drobného investora v postavení podobnom postaveniu spotrebiteľa). Medzeru môže efektívne vyplniť napríklad dohliadajúci subjekt svojimi usmerneniami či inými nezáväznými aktmi, ako je to bežné v kontexte práva EÚ. Nezastupiteľná je však aj účasť samotného investora, ktorý by sa mal uvedomelo a kriticky zaujímať o ekonomický osud svojich úspor. Spoliehať

sa len krátke využitie vysokých výnosov a skorú redemáciu či podporu a dobrý marketing správcu investícií podľa vývoja kolektívneho investovania na Slovensku evidentne nepostačuje.

Slovenská právna úprava kolektívneho investovania podobne ako nemecká či francúzska zotrvala na povolenej úprave svojich tradičných overených fondov (non-UCITS fondy) nad rámec fondov uznaných a chránených právom EÚ (UCITS fondy). Pre tieto si môže stanoviť vlastné pravidlá, no napriek tomu sa v záujme vyváženej príliš nevzdáľuje od štandardu ochrany v prípade UCITS fondov.

Osobitné porovnanie právnej úpravy a koncepcie ochrany investora v kontexte práva SR a EÚ sa vzhľadom na prevažnú vzájomnú súladnosť nejavilo ako účelné, preto bolo v rámci kontextu jednotlivých častí práce zúžené na rozbor špecifických ustanovení v korelácii na príslušný únijský právny zdroj, faktické požiadavky, pre ktoré k takejto úprave došlo a politicko-právne aspekty vyčlenené ako samostatná súčasť k podpore všeobecných predpokladov.

Investora v kolektívnom investovaní chráni relatívne rozsiahly komplex ochranných opatrení, ktoré zužujú riziko investovania smerom k rozsahu rýdzo investičného a ekonomicky determinovaného rizika. V ideálnom prípade by mal mať investor všetky dostupné informácie o možných výnosoch a rizikách potrebné k jeho samostatnému rozhodnutiu o ďalšom priebehu investovania. Na rozdiel od depozitného investovania v bankovom sektore v zásade nie je kolektívny investor chránený ochranným fondom pre prípad nepredvídateľného výpadku likvidity správcu investícií. Legislatíva namiesto toho za účelom podpory záujmu o kolektívne investovanie a rozvoja investičného trhu ako takého prioritne potvrdzuje význam a potrebu právnej ochrany hodnoty informácií v investičnom procese.

V inštitucionálnej rovine chránia investora široké požiadavky na udelenie povolenia správcovi investícií NBS na výkon kolektívneho investovania. Systém však napriek tomu nevie úplne zabrániť prípadnému omylu investora, ktorý môže nesprávne vyhodnotiť súvislosť medzi tým ako je chránený určitý typ investovania a ako je reálne chránený vzťah so subjektom, ktorý mu ponúka svoje investičné služby. Procedurálna rovina ochrany zahŕňa všeobecne (pravidlá obozretného podnikania) aj konkrétne (predkladanie správ, rozkladanie rizík podľa určených limitov) stanovené podmienky výkonu činnosti správcovskej spoločnosti, nad ktorých plnením dohliada NBS. Pre prípady nezrovnalostí má k dispozícii celkom komplexnú škálu nápravných opatrení, zahŕňajúcich tak ozdravné a pomocné riešenie ako aj peňažné pokuty a kritické zásahy do ďalšej činnosti správcovskej spoločnosti.

Hoci prioritná platná európska legislatíva bola prijatá ešte v roku 2009, vzhľadom na transpozičné lehoty a postupnú implementáciu systému do praxe sa možné slabé stránky úpravy prejavíajú až s odstupom času. Špecifické postavenie môžu napokon mať dôsledky využívania slobody pohybu kapitálu a platieb ako aj cezhraničnej spolupráce pri spravovaní medzinárodných investícií, ktoré súčasná legislatíva v záujme podpory vnútorného trhu EÚ v súťaži s trhom USA podporila najmä znížením administratívneho zaťaženia, ktoré môže mať osobitný vplyv na ochranu investora v kolektívnom investovaní.

## Bibliografia

### Právne dokumenty

- [1] Zákon č. 248/1992 Zb. o investičných spoločnostiach a investičných fondoch
- [2] Zákon č. 385/1999 Z.z. o kolektívnom investovaní
- [3] Zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- [4] Zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní
- [5] Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- [6] Zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- [7] Dôvodová správa k návrhu zákona o kolektívnom investovaní (1999)
- [8] Dôvodová správa k návrhu zákona o kolektívnom investovaní (2003)
- [9] Dôvodová správa k návrhu zákona o kolektívnom investovaní (2011)
- [10] Dôvodová správa k návrhu smernice UCITS IV (2009)
- [11] 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 (PKIPCP)
- [12] Smernica Rady 85/611/EHS zo dňa 20. decembra 1985 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP)
- [13] Smernica Komisie 2010/43/EÚ z 1. júla 2010, ktorou sa vykonáva smernica európskeho parlamentu a rady 2009/65/ES, pokiaľ ide o organizačné požiadavky, konflikty záujmov, pravidlá výkonu činnosti, riadenie rizík a obsah dohody medzi depozitárom a správcovskou spoločnosťou
- [14] Smernica Komisie 2010/42/EÚ z 1. júla 2010, ktorou sa vykonáva smernica európskeho parlamentu a rady 2009/65/ES, pokiaľ ide o určité ustanovenia týkajúce sa zlúčenia fondov, štruktúr hlavný-zberný a oznamovacieho postupu
- [15] Smernica Komisie 2007/16/es zo dňa 19. marca 2007, ktorou sa implementuje smernica rady 85/611/EHS o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP), pokiaľ ide o objasnenie niektorých vymedzení pojmov
- [16] Nariadenie Komisie (EÚ) č. 584/2010 z 1. júla 2010, ktorým sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokiaľ ide o formu a obsah štandardného oznámenia a

osvedčenia PKIPCP, využívanie elektronickej komunikácie medzi príslušnými orgánmi na účely oznámenia, postupy pri previerkach na mieste a vyšetrovaniach a výmenu informácií medzi príslušnými orgánmi

- [17] Nariadenie Komisie (EÚ) č. 583/2010 z 1. júla 2010, ktorým sa vykonáva smernica európskeho parlamentu a rady 2009/65/ES, pokiaľ ide o kľúčové informácie pre investorov a podmienky, ktoré treba splniť pri poskytovaní kľúčových informácií pre investorov alebo prospektu na trvanlivom médiu inom ako papier alebo prostredníctvom webových stránok

#### Literatúra

- [18] MRAČKO, M. *Novelizovaný zákon o kolektívnom investovaní*. Bratislava, EPOS.
- [19] PIHERA, V. - ŠEBESTOVÁ, A. *Nová úprava kolektívneho investovania*. In: Právní rozhledy. - Roč. 14, č. 14 (2006)
- [20] DOUCH, N. *Investovanie a obchodovanie na rýchlo sa rozvíjajúcich trhoch : Manažment rizík*. Bratislava : Slovenská obchodná a priemyselná komora, 2006.
- [21] CHOVANCOVÁ, B. - BAČIŠIN, V. *Kolektívne investovanie : podielové a penzijné fondy*. Bratislava : IURA Edition, s.r.o., 2006
- [22] BALAŠ, V. *Konflikt mezi protichůdnými nebo domněle protichůdnými závazky vyplývajícími z práva ES/EI a mezinárodně právní ochrany investic v souvislosti s poskytováním služeb obecného hospodářského zájmu*. In: Právník. - Roč. 150, č. 1 (2011)

