

Finančné trhy. Nová smernica EÚ významne mení pravidlá pre obchodovanie s finančnými nástrojmi.

MiFID – zásadná zmena regulácie

Slovenský kapitálový trh bol dlho spájaný s nie príliš pozitívnym vnímaním z čias kupónovej privatizácie, spôsobeným nekalým konaním a celkovou neprehľadnosťou vtedajšieho trhu. To však už dávno neplatí. Od konca 90. rokov došlo k radu zásadných zmien v ekonomickom, ako aj v právnom rámci pre fungovanie kapitálového trhu. Začali efektívne fungovať kontrolné mechanizmy, zvýšila sa transparentnosť trhu a dostupnosť informácií o cenných papieroch a firmách, ktoré ich vydávajú. V súčasnosti už investovanie na kapitálovom trhu, aspoň vo forme nákupov fondov kolektívneho investovania, nepredstavuje pre verejnosť nič neobvyklé a nové finančné zdroje hľadá na kapitálovom trhu čoraz viac firiem. Aj právne predpisy pre finančný trh sú už celkovo porovnateľné s požiadavkami vo vyspelých krajinách západnej Európy.

Na druhej strane je však stále možné poukázať na niektoré nedostatky, ktoré rozvoj kapitálového trhu priamo či nepriamo obmedzujú. Vedľa systémových otázok, ako sú absencia jasnej koncepcie štátu vo vzťahu k finančnému trhu a rozdielna miera regulácie jednotlivých sektorov finančného trhu, ide najmä o otázky „technického“ charakteru, ktoré sú však pre efektívne fungovanie vyspelého trhu enormne dôležité. Príkladom môže byť zjednodušenie pravidiel pre akciové spoločnosti pri vydávaní nových emisií alebo vyššia flexibilita pravidiel pre zakladanie rôznych typov fondov kolektívneho investovania.

Zmeny priniesol vstup do EÚ

V súvislosti so vstupom Slovenska do Európskej únie došlo na jednej strane k významnému posunu v kvalite pravidiel pre fungovanie fi-

nančného trhu, na druhej strane sú zásadné zmeny týchto pravidiel určené priamo na európskej úrovni a následne je potrebné tieto pravidlá transponovať do slovenských zákonov, vykonávacích vyhlášok a opatrení Národnej banky Slovenska. Aktuálne najzásadnejšiu zmenu v právnom rámci pre kapitálový trh prináša smernica o trhoch s finančnými nástrojmi, často označovaná anglickou skratkou MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). Táto smernica významne mení pravidlá pre obchodovanie s cennými papiermi a finančnými derivátmi, pre tvorbu nových finančných produktov a pre poskytovanie investičného poradenstva, ako aj pre činnosť búrz a iných trhových platforiem. Na túto smernicu nadväzujú ešte dve tzv. „vykonávacie opatrenia“, z ktorých jedno má formu smernice a druhé formu nariadenia Európskej komisie. Zatiaľ čo smernicu je nutné do národného právneho poriadku transponovať vo forme novelizácie príslušných zákonov, vyhlášok alebo opatrení, nariadenie je priamo účinné.

Rozšírenie regulácie

V Slovenskej republike je transpozícia nového európskeho režimu vykonávaná predovšetkým novelou zákona o cenných papieroch a investičných službách. Z najvýznamnejších zmien je možné uviesť napríklad rozšírenie regulácie na ďalšie segmenty finančného trhu. Po novom budú podliehať dohľadu poskytovatelia investičného poradenstva, obchodníci s komoditnými derivátmi a obchodníci s derivátmi na menu, a tiež komoditné burzy, ktoré organizujú obchodovanie s komoditnými derivátmi. Poskytovanie týchto služieb bude podľa novely vyhradené iba

obchodníkom s cennými papiermi s licenciami NBS. Obchodníkom s cennými papiermi vznikajú nové povinnosti tak v oblasti pravidiel obozretného poskytovania služieb, ale najmä v oblasti pravidiel činnosti vo vzťahu ku klientom. Obchodníci budú mať povinnosť posilniť vnútorný kontrolný systém, zaviesť pravidlá pre riadenie konfliktu záujmov. Rovnako budú po novom upravené pravidlá pre outsourcing kľúčových činností obchodníka s cennými papiermi. Vo vzťahu ku klientom sa významne rozširujú informačné povinnosti, upravuje sa postup vykonávania pokynov za najlepších podmienok, či povinnosť hodnotenia požadovanej služby či investičného nástroja z hľadiska ich vhodnosti pre konkrétneho klienta. Celkovo sa bude tiež klásť väčší dôraz na odbornosť pracovníkov, ktorí sa podieľajú na poskytovaní investičných služieb a ďalších činnostiach obchodníka s cennými papiermi.

Zmeny pre distribučné siete

Novela zákona o cenných papieroch a investičných službách prináša ďalej úpravu podmienok pre činnosť rôznych distribučných sietí – detailne sú upravené podmienky pre obchodníkov s cennými papiermi, ktorí budú využívať pre ponúkajú služieb verejnosti siete tzv. „viazaných agentov“. Novela prináša rozšírenie predmetu činnosti sprostredkovateľov investičných služieb, ktorí budú môcť poskytovať tiež investičné poradenstvo. Pravidlá pre činnosť sprostredkovateľov investičných služieb sa všeobecne sprísňujú.

Zákon ustanovuje požiadavky na odbornosť investičných sprostredkovateľov, ďalej im ukladá povinnosť riadiť konflikty záujmov a za-

vádza pravidelnú informačnú povinnosť voči NBS podobne ako u obchodníkov s cennými papiermi. K problematike sprostredkovania poradenstva je potrebné poznamenať, že vláda v septembri schválila všeobecnú koncepciu regulácie sprostredkovania a poradenstva na celom finančnom trhu. Z hľadiska infraštruktúry trhu predstavuje nová právna úprava zásadnú zmenu, keďže prináša jednotný režim pre všetky organizátorov regulovaných trhov. Vedľa regulovaného trhu novela zavádza tzv. mnohostranný obchodný systém (multilateral trading facility). Ide o trhovú platformu, na ktorú sa kladie nižšia miera požiadaviek ako na regulovaný trh. Je zaujímavé, že tento obchodný systém môžu prevádzkovať organizátori regulovaného trhu, ako aj obchodníci s cennými papiermi. Okrem toho budú mať obchodníci s cennými papiermi možnosť organizovať tiež určitú „kvázi trhovú platformu“ v rámci služby obchodovania na vlastný účet, keď budú vystupovať ako market makeri a kótovať ceny ponuky a dopytu pre svojich klientov (systematický internalizátor).

Vzhľadom na nárast rôznorodosti trhových platforiem, ktoré so sebou režim MiFID prináša, zavádzajú sa nové požiadavky na transparentnosť pri obchodovaní s cennými papiermi – predovšetkým s akciami. Ide o nové požiadavky na tzv. predobchodnú transparentnosť (uverejňovanie jednotlivých ponúk a dopytu) a tzv. poobchodnú transparentnosť (uverejňovanie výsledkov obchodov).

Zmeny sa dotkli aj kompetencií NBS, ktorá vykonáva dohľad nad kapitálovým trhom. Bude mať väčšie právomoci ohľadne vyžadovania informácií pre výkon dohľadu

a posilnia jej oprávnenia pri dohľade nad činnosťou slovenských obchodníkov s cennými papiermi v zahraničí. Naopak, rozsah kontrolných oprávnení NBS vo vzťahu k zahraničným firmám z ostatných krajín Európskej únie pôsobiacim v tuzemsku sa zúži.

Je zrejmé, že i tento čiastočný katalóg nových nárokov a povinností, ktoré firmy pôsobiace na kapitálovom trhu musia splniť, predstavuje množstvo úprav vnútorných procesov, produktov a súvisiacej dokumentácie, nutnosť adekvátneho preškolenia odborného personálu a významných zásahov do obchodných systémov a IT. To všetko so sebou prináša jednorazové a taktiež priebežné náklady. Navyše, často nepôjde o jednoduché zmeny či opatrenia, v mnohých prípadoch môže ísť o kompletné prepracovanie zmluvnej dokumentácie a vnútorných predpisov či zavedenie úplne nových softvérových aplikácií a systémov. Okrem finančných nákladov si to vyžaduje aj čas.

Povinnosti aj výhody

Popri množstve povinností pre účastníkov kapitálového trhu však noviny režim prináša aj pozitívne novinky. Medzi najvýznamnejšie možno zaradiť posun právnych predpisov k väčšej všeobecnosti regulatórnych požiadaviek, aspoň v niektorých oblastiach, kde je umožnená väčšia voľnosť v spôsobe, ako zaistiť, aby regulované firmy naplňali podmienky stanovené reguláciou. Ako určitý prínos možno hodnotiť i nové pravidlá pre poskytovanie investičného poradenstva, ktoré môžu poslúžiť ako určitý benchmark pre ďalšie sektory finančného trhu. Určite pozitívne je tiež rozlišovanie klientov na pro-

fesionálnych a neprofesionálnych, keď značné množstvo povinností voči inštitucionálnym investorom a ďalším profesionálnym klientom, ktoré obchodníci s cennými papiermi musia dodržiavať, je pomerne malé.

Chystajú sa ďalšie pravidlá

Smernica znamená významný vývojový posun v pravidlách pre fungovanie kapitálového trhu. Nepredstavuje však zďaleka posledný zásadný legislatívny počin EÚ v oblasti finančného trhu. Európska komisia pracuje na niekoľkých obdobných legislatívnych projektoch. Jedným z nich, ktorý nadväzuje na smernicu o trhoch s finančnými nástrojmi, je príprava nových pravidiel pre obchodovanie s komoditami. Pripravujú sa aj nové pravidlá pre oblasť kolektívneho investovania a pre činnosť investičných spoločností, ktoré budú zohľadňovať i skúsenosti získané so zavedením a s praktickou aplikáciou MiFID.

Záverom možno zhrnúť, že nové pravidlá prinášajú vyššiu úroveň ochrany neprofesionálnych klientov, viac informácií o trhoch a obchodovaní na nich, relatívne uvoľnenie podmienok pre profesionálnych klientov a rozvoj poradenstva, určitý potenciál je tiež v oblasti obchodovania s komoditnými derivátmi. V krátkom časovom horizonte však budú náklady, ktoré účastníci trhu musia vynaložiť, zrejme prevažovať nad výnosmi. Podľa zahraničných analýz možno očakávať celkovo pozitívne výsledky, zvlášť v oblastiach poradenstva, pri poskytovaní služieb profesionálnym klientom a v oblasti derivátových produktov a komoditných trhov, kde nový režim otvára množstvo príležitostí.

Zdeněk Huštěk, Peter Malovec
Brzobohatý Brož & Honsa