

Metodické usmernenie k vykonávaniu investičnej služby riadenie portfólia

Konzultačný materiál
apríl 2024

Vydavateľ

© Národná banka Slovenska apríl 2024
Odbor dohľadu nad kapitálovým trhom

Adresa

Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava

Publikácia neprešla jazykovou úpravou.

Dôvody a účel tohto konzultačného materiálu

Vzhľadom na absenciu relevantnej interpretácie definície investičnej služby riadenie portfólia a rôzne výklady pozorované na trhu sa Národná banka Slovenska, odbor kapitálového trhu, rozhodla vydať Metodické usmernenie k riadeniu portfólia, aby poskytla dohliadaným subjektom a iným zainteresovaným subjektom finančného trhu usmernenia a svoj pohľad na poskytovanie investičnej služby riadenie portfólia. Potreba bližšie definovať základné prvky a charakteristiky poskytovania tejto investičnej služby sa odzrkadľuje práve v tomto materiáli. Metodické usmernenie k riadeniu portfólia obsahuje určenie prípadov kedy ide o poskytovanie tejto investičnej služby a kedy ide o poskytovanie iných investičných služieb, pomenúva niektoré zákonné požiadavky, ktoré sú spojené s poskytovaním tejto investičnej služby ako aj očakávania NBS vo vzťahu k ich plneniu. Zároveň tento materiál uvádza príklady dobrých a zlých praktík pri poskytovaní riadenia portfólia. Interpretácia a názory Národnej banky Slovenska na jednotlivé otázky ohľadom riadenia portfólia vychádzajú z dohľadovej praxe a dlhodobého aplikačného vnímania tejto investičnej služby a zo zverejnených konvergenčných materiálov Európskeho orgánu dohľadu pre cenné papiere a trhy.

Cieľom tohto konzultačného materiálu je získanie pripomienok od odbornej verejnosti k návrhu Metodického usmernenia k riadeniu portfólia.

Národná banka Slovenska Vás preto vyzýva na poskytnutie relevantných pripomienok a právnych názorov k predloženému materiálu. Pripomienky budú prínosom, ak budú obsahovať jasné zdôvodnenie a alternatívy, ktoré by pri vyhodnotení mali byť zvažované. Vždy je potrebné uviesť, ku ktorému ustanoveniu alebo bodu predkladaného materiálu sa vyjadrujete.

Národná banka Slovenska bude brať pri vyhodnotení do úvahy všetky pripomienky zaslané **do 31. mája 2024**.

Vaše pripomienky a odpovede zasielajte mailom na adresu: mifid2@nbs.sk.

Národná banka Slovenska po vyhodnotení zaslaných odpovedí ukončí konzultačný proces vydaním Metodického usmernenia k riadeniu portfólia, ktoré má byť nápomocné dohliadaným subjektom a iným zainteresovaným subjektom finančného trhu pri správnej interpretácii a aplikácii povinností pri poskytovaní tejto investičnej služby.

**Metodické usmernenie (dohľadový benchmark)
odboru dohľadu nad kapitálovým trhom Národnej banky Slovenska
č. XX zo dňa XX. XX. 2023
k vykonávaniu investičnej služby riadenie portfólia**

Národná banka Slovenska, odbor dohľadu nad kapitálovým trhom (ďalej len „NBS“), na základe ustanovenia § 1 ods. 3 písm. a) bodu 3 zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov, vydáva toto metodické usmernenie (ďalej len „metodické usmernenie“):

1 Úvod

1.1 Účel vydania

1. Dôvodom vydania tohto metodického usmernenia je poskytnúť zainteresovaným subjektom finančného trhu usmernenia a pohľad NBS na poskytovanie investičnej služby riadenie portfólia. V tejto súvislosti je potrebné bližšie definovať základné prvky a charakteristiky poskytovania tejto investičnej služby, určenie prípadov kedy ide o poskytovanie tejto investičnej služby a kedy ide o poskytovanie iných investičných služieb, pomenovať niektoré zákonné požiadavky, ktoré sú spojené s poskytovaním tejto investičnej služby, ako napríklad organizačné požiadavky, poplatky, outsourcing a pod. a očakávania NBS vo vzťahu k ich plneniu, a zároveň uviesť príklady dobrých a zlých praktík pri poskytovaní tejto investičnej služby.
2. Interpretácia a názory NBS na jednotlivé otázky ohľadom riadenia portfólia vychádzajú z dohľadovej praxe a dlhodobého aplikačného vnímania tejto investičnej služby, ako aj zo zverejnených konvergenčných materiálov Európskeho orgánu dohľadu pre cenné papiere a trhy.
3. Cieľom tohto metodického usmernenia je zabezpečiť, aby interpretácia a názory NBS prezentované v tomto metodickom usmernení boli zo strany zainteresovaných subjektov finančného trhu vnímané jednotne. NBS očakáva, že zainteresované subjekty sa tomuto metodickému usmerneniu prispôbia do 6 mesiacov od jeho zverejnenia na webovom sídle NBS.

1.2 Relevantné právne predpisy

Zákon o cenných papieroch

zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov

Smernica MiFID II

smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ v platnom znení

DN 2017/565

delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2017/565 z 25. apríla 2016, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ, pokiaľ ide o organizačné požiadavky a podmienky výkonu činnosti investičných spoločností, ako aj o vymedzené pojmy na účely uvedenej smernice

Supervisory Briefing on copy trading

Supervisory Briefing on supervisory expectations in relation to firms offering copy trading services (iba v angl. jazyku) (ESMA35-42-1428)

Usmernenia k riadeniu produktov

Usmernenia k požiadavkám na riadenie produktov stanoveným v smernici MiFID II (ESMA35-43-3448)

Usmernenia o výkonnostných poplatkoch

Usmernenia O výkonnostných poplatkoch v podnikoch PKIPCP a určitých typoch AIF (ESMA34-39-992 SK)

Nariadenie MAR

nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014 zo 16. apríla 2014 o zneužívaní trhu (nariadenie o zneužívaní trhu) a o zrušení smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES a smerníc Komisie 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES

DN 2016/958

delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2016/958, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014, pokiaľ ide o regulačné technické predpisy upravujúce technické opatrenia na objektívnu prezentáciu investičných odporúčaní alebo iných informácií, ktorými sa odporúča alebo navrhuje investičná stratégia, a na zverejňovanie osobitných záujmov alebo uvádzanie konfliktov záujmov

1.3 Zoznam používaných pojmov

Riadenie portfólia

investičná služba podľa § 6 ods. 1 písm. d) zákona o cenných papieroch

ESMA

Európsky orgán dohľadu (Európsky orgán pre cenné papiere a trhy)

Investičné poradenstvo

investičná služba podľa § 6 ods. 1 písm. e) zákona o cenných papieroch

Transakcia Finančný nástroj	nákup alebo predaj finančného nástroja finančný nástroj podľa § 5 zákona o cenných papieroch
Test vhodnosti	posúdenie vhodnosti v súlade s § 73f zákona o cenných papieroch
Modelové portfólio	modelovým portfóliom alebo investičnou stratégiou sa pre účely tohto metodického usmernenia rozumie portfólio zložené z finančných nástrojov, ktorých zastúpenie a/alebo pomer v portfóliu je od začiatku presne určené, ktoré sú vďaka pravidelnej rekalibrácii udržiavané, pričom investície do jednotlivých finančných nástrojov, z ktorých je modelové portfólio zložené, môžu byť nakúpené samostatne

2 Definícia riadenia portfólia

2.1 Zákonná definícia – výklad

- Investičná služba riadenia portfólia je v zákone o cenných papieroch v § 6 ods. 5 definovaná ako „obhospodarovanie portfólia finančných nástrojov v súlade s oprávneniami udelenými klientmi na základe voľnej úvahy obhospodarovateľa“. Táto definícia je transpozíciou znenia čl. 4 bod č. 8 smernice MiFID II, ktorý definuje správu portfólia ako „správu portfólií v súlade s oprávneniami udelenými klientmi na základe voľnej úvahy pre jednotlivých klientov, ak tieto portfóliá obsahujú jeden alebo viac finančných nástrojov“.
- Z uvedeného vyplýva, že ak je v portfóliu čo i len jeden finančný nástroj v zmysle § 5 zákona o cenných papieroch pôjde o poskytovanie investičnej služby riadenia portfólia.
- Investičná služba riadenia portfólia je ďalej charakterizovaná skutočnosťou, že investičné rozhodnutia sú vykonávané/implementované bez akéhokoľvek zásahu klienta (napr. osobitného pokynu klienta) iného ako uzatvorenie zmluvy o riadení portfólia, t. j. mandátu medzi poskytovateľom služby a klientom, v ktorom sa dohodnú o povahe a detailoch poskytovanej služby (diskrečného) riadenia portfólia. Zmluva o riadení portfólia, v ktorej je vymedzený mandát neumožňuje klientom zadávať pokyny na obstaranie finančných nástrojov do riadených portfólií.
- Na druhej strane, finančný agent alebo iná oprávnená osoba, ktorý sa stará o klientske portfólio a poskytuje k nemu (investičné) poradenstvo s cieľom, aby mohol klient uskutočňovať vlastné investičné rozhodnutia s majetkom v portfóliu, ale nemá diskrečnú právomoc na nakladanie

s majetkom v portfóliu a na vykonávanie s ním spojených investičných rozhodnutí, nevykonáva investičnú službu riadenie portfólia. V tomto prípade však pôjde o investičné poradenstvo, ktoré je bližšie definované v § 6 ods. 6 zákona o cenných papieroch.

2.2 Definičné znaky

8. Definičnými znakmi riadenia portfólia teda sú spoločne všetky tieto znaky:
 - i) obhospodarovanie majetku klienta na základe **voľnej úvahy (diskrécie)**;
 - ii) v súlade s **mandátom** udeleným klientom;
 - iii) pričom v portfóliu musí byť prítomný aspoň jeden **finančný nástroj**.
9. **Pojem voľná úvaha** – diskrečia obchodníka s cennými papiermi (poskytovateľa investičnej služby riadenie portfólia) by mala byť interpretovaná široko v zmysle vyššie uvedenej charakteristiky investičnej služby riadenia portfólia, a to ako oprávnenie poskytovateľa tejto služby na voľnú dispozíciu/nakladanie s majetkom (aktívami) klienta v jeho portfóliu v rámci udeleného mandátu, bez možnosti akéhokoľvek zásahu klienta vo forme pokynu, inštrukcie alebo iného úkonu klienta. Obchodník s cennými papiermi, ako poskytovateľ tejto investičnej služby, je teda oprávnený vykonávať investičné rozhodnutia na nákup, predaj alebo držanie konkrétneho finančného nástroja bez ďalšej intervencie od klienta. Uvedené sa týka aj automatizovaného investovania (nákupu alebo predaja) finančných nástrojov prostredníctvom IT systému obchodníka, pokiaľ investičné rozhodnutia sú generované automaticky na základe úvodného nastavenia obchodovania – mandátu. Naopak, v prípade, ak sa vyžaduje akýkoľvek zásah alebo úkon klienta na to, aby transakcia bola uskutočnená, takéto konanie nie je považované na investičnú službu riadenia portfólia. O riadenie portfólia nepôjde ani v prípade, kedy klient na úvod zadá (perpetuálny) pokyn (viď bod 18.) obsahujúci všetky potrebné parametre, t. j. v presne vymedzenom čase za presnú sumu finančných prostriedkov nakúpiť presne vymedzené finančné nástroje, alebo naopak v presne vymedzenom čase presne vymedzený objem presne vymedzených finančných nástrojov predať.
10. Pri automatizovanom riadení portfólia, kde sú transakcie generované automaticky existujú modely, kedy majú klienti možnosť modifikovať alebo odmietnuť transakciu. V týchto prípadoch je potrebné osobitne skúmať stupeň interakcie klienta. Ak má klient napr. časový limit na schválenie, zmenu alebo odmietnutie transakcie a po uplynutí časového limitu sa transakcia uskutoční, neznamená to, že takýto zásah klienta je na uskutočnenie transakcie potrebný, keďže transakcia sa uskutoční aj bez zásahu klienta; pôjde teda o poskytovanie investičnej služby riadenie portfólia. V týchto prípadoch sa bude skúmať od prípadu k prípadu, kedy intervencia klienta dosahuje taký stupeň, že oprávnenie obchodníka s cennými papiermi je natoľko obmedzené, že nepôjde o voľnú úvahu. Zároveň je potrebné, v súlade s dokumentom ESMA Supervisory Briefing on copy-trading, vyhodnotiť, či klient potvrdzuje každú transakciu vykonávanú v jeho mene, alebo investičné rozhodnutie vykonáva obchodník s cennými papiermi za klienta.
11. **Pojem mandát** je možné interpretovať rôzne, preto aj formy mandátu môžu mať rôznu podobu. Vo všeobecnosti je mandát možno interpretovať ako oprávnenie, teda súbor práv a povinností určených klientom v zmluve o riadení portfólia podľa § 34 zákona o cenných papieroch s obchodníkom s cennými papiermi, ktoré predstavujú rámec pre voľnú úvahu/diskreciu obchodníka s cennými papiermi pri nakladaní s majetkom (aktívami) klienta. Uvedené

predpokladá aj DN 2017/565 v čl. 58 písm. b), ktorý ustanovuje, že v prípade riadenia portfólia musí základná zmluva obsahovať informácie o druhoch finančných nástrojov, ktoré možno kupovať a predávať, a druhy transakcií, ktoré možno vykonať v mene klienta, ako aj všetky zakázané nástroje alebo transakcie.

12. Podľa recitálu 89 DN 2017/565 odporúčanie či žiadosť alebo poradenstvo správcu portfólia vo vzťahu ku klientovi so zámerom, aby klient dal alebo zmenil mandát správcovi portfólia, v ktorom sú vymedzené limity pre voľnú úvahu správcu portfólia, by sa mali považovať za odporúčanie uvedené v článku 25 ods. 2 smernice MiFID II¹.
13. Mandát možno teda chápať ako súbor inštrukcií od klienta obchodníkovi s cennými papiermi, ktorý určuje ako má majetok klienta investovať. Tieto pravidlá môžu obsahovať napríklad investičné priority, ciele, konkrétne ukazovatele, pomery jednotlivých finančných nástrojov, rizikový profil, riziko koncentrácie, prípadne určenie typov finančných nástrojov, ktoré majú alebo nemajú byť nadobúdané do portfólia klienta. Naopak, mandát môže byť určený aj široko bez konkrétnych obmedzení alebo pravidiel iba na základe testu vhodnosti, tak aby portfólia klienta bolo riadené v najlepšom záujme klienta, avšak s dodržaním znenia DN 2017/565 v čl. 58 písm. b),
14. Tieto pravidlá – práva a povinnosti by nemali byť zo strany obchodníka s cennými papiermi prekračované a v prípade, ak má dôjsť k prekročeniu nastavených pravidiel – mandátu, je potrebná zmena základnej zmluvy medzi klientom a obchodníkom s cennými papiermi. Na druhej strane, ak je mandát stanovený široko, t.j. bez konkrétnych obmedzení, pravidiel, stratégií alebo modelových portfólií, voľná úvaha poskytovateľa investičnej služby riadenie portfólia sa bude vzťahovať na všetky premenné, ktoré neboli v mandáte určené, teda nie len na predaj a nákup konkrétnych finančných nástrojov, ale aj na rozhodovanie o pomere týchto finančných nástrojov alebo ich výmene.
15. Nastavenie investičnej stratégie resp. modelového portfólia klienta na základe posúdenia vhodnosti, je chápané ako určenie mandátu, v rámci ktorého je obchodník s cennými papiermi oprávnený vykonávať svoju voľnú úvahu/diskrečné oprávnenie pri investičných rozhodnutiach v mene klienta. Pri zmene stratégie alebo modelového portfólia, ktoré nie je výslovne upravené v mandáte, je nevyhnutná – ako je uvedené v odseku 14 vyššie – zmena základnej zmluvy, a teda rozsahu mandátu.
16. Pri vykonávaní voľnej úvahy a nakladaní s finančnými nástrojmi v rámci určeného mandátu nie je relevantné, či sú finančné nástroje v úschove u poskytovateľa investičnej služby riadenie portfólia alebo u iného obchodníka s cennými papiermi, ktorý má oprávnenie na vykonávanie úschovy a správy finančných nástrojov. Nakladanie s finančnými nástrojmi a prostriedkami klienta v rámci investičnej služby riadenie portfólia nie je možné priamo prepájať s povinnosťou vykonávať úschovu a správu cenných papierov.

¹ Pri poskytovaní investičného poradenstva alebo riadenia portfólia investičná spoločnosť získa potrebné informácie týkajúce sa znalostí a skúseností klienta alebo potenciálneho klienta v oblasti investícií týkajúce sa konkrétneho typu produktu alebo služby, jeho finančnej situácie vrátane jeho schopnosti znášať straty, jeho odolnosti voči riziku a jeho investičných cieľov tak, aby investičná spoločnosť mohla odporučiť klientovi alebo potenciálnemu klientovi investičné služby a finančné nástroje, ktoré sú preňho vhodné a ktoré predovšetkým zodpovedajú jeho odolnosti voči riziku a schopnosti znášať straty. Členské štáty zabezpečia, aby v prípade, že investičná spoločnosť poskytuje investičné poradenstvo tak, že odporúča balík služieb alebo produktov poskytovaných v súlade s článkom 24 ods. 11, celkový balík bol vhodný pre klienta.

17. **Negatívne vymedzenie mandátu** – mandát nie je prítomný vtedy, ak má na základe mandátu obchodník s cennými papiermi nakúpiť finančný nástroj, na základe presne určeného pokynu klienta (typ, cena, množstvo, čas a pod.) a držať ho do splatnosti alebo počas doby určenej v mandáte. Na druhej strane, ak obchodník s cennými papiermi na základe posúdenia vhodnosti vyberie finančné nástroje a vyhodnotí, že pre klienta je najvhodnejšie držať tieto finančné nástroje do splatnosti, pričom klient nezadáva konkrétne pokyny na nákup takýchto finančných nástrojov a ak existuje na základe zmluvy a určeného mandátu možnosť pre obchodníka s cennými papiermi na prípadné nakladanie/dispozíciu v priebehu s týmito finančnými nástrojmi, ide o prítomnosť mandátu, a teda o riadenie portfólia.

2.3 Perpetuálny pokyn

18. Perpetuálny pokyn nie je považovaný za investičnú službu riadenie portfólia, ak je dostatočne určený a určitý a obchodník s cennými papiermi nemá možnosť modifikovať akékoľvek premenné – vstupné údaje tohto pokynu – napr. určenie nakupovania konkrétnych finančných nástrojov tak aby ich pomer na jednotlivých transakciách bol vždy 50-50.

19. V prípade schém dlhodobého investičného sporenia (DIS) alebo produktov PEPP príslušné predpisy predpokladajú, že tieto sa budú uskutočňovať na báze poskytovania investičnej služby riadenia portfólia, a to bez ohľadu na to, že investovanie môže byť nastavené natoľko pasívnym spôsobom, že by sa mohlo uskutočňovať len na základe perpetuálneho pokynu (bez prítomnosti voľnej úvahy obchodníka s cennými papiermi). V prípade DIS je však spravidla prítomná aj možnosť presunu investícií do iných nástrojov a v prípade PEPP aj deinvestičná fáza, ktorá už prítomnosť voľnej úvahy obchodníka s cennými papiermi vyžaduje.

2.4 Rekalibrácia portfólia

20. Rekalibrácia, rebalansing, realokácia alebo akékoľvek iné označenie konania za účelom návratu k vopred nastavenému rozloženiu majetku (aktív) v rámci modelového portfólia alebo investičnej stratégie je typicky považovaná za súčasť investičnej služby riadenia portfólia. Príkladom rekalibrácie je, ak je v určitej investičnej stratégii alebo modelovom portfóliu vopred určené, že po určitom čase sa pomer alebo pomery medzi jednotlivými finančnými nástrojmi alebo triedami finančných nástrojov v portfóliu nastavia na pomer alebo pomery určené na začiatku, pričom v tejto súvislosti nie je potrebná žiadna interakcia zo strany klienta.

3 Organizačné požiadavky

3.1 Investičný výbor (ukotvenie inštitútu, vymedzenie pôsobnosti, štatút a akú má funkciu)

21. Okrem štandardných zákonných požiadaviek vyplývajúcich z relevantných predpisov pri riadení portfólia (ako napr. konanie s odbornou starostlivosťou v najlepšom záujme klienta, vyhodnocovanie vhodnosti, informovanie klienta a pod.), NBS odporúča, aby mal obchodník s cennými papiermi zriadený investičný výbor, ktorý by zastrešoval povinnosti vyplývajúce z relevantnej legislatívy pri poskytovaní investičnej služby riadenie portfólia, najmä pokiaľ ide o riadenie portfólia na základe široko nastaveného mandátu, keďže v týchto prípadoch

obchodník s cennými papiermi uskutočňuje rozsiahlu analýzu vhodných finančných nástrojov pre investovanie a nastavuje konkrétnu investičnú stratégiu pre portfólio klienta.

22. Investičný výbor by mal pripravovať interné predpisy a postupy pri zabezpečovaní investičnej stratégie, vrátane dostatočnej diverzifikácie portfólia napr. v závislosti od rôznych rizikových profilov klientov. Obchodníci s cennými papiermi pri poskytovaní investičnej služby riadenia portfólia musia mať prijaté nástroje a opatrenia na zabezpečenie, že koncentrácie v rámci portfólia vo vzťahu ku kreditnému riziku sú efektívne identifikované, kontrolované a zmierňované, napríklad určovaním prahových hodnôt koncentrácie v nadväznosti na finančnú situáciu klienta a jeho schopnosť znášať straty a jeho investičné ciele. Ďalej, obchodníci s cennými papiermi by mali vedieť tiež identifikovať situácie, kedy by mohlo byť portfólio klienta považované za tak malé, že neposkytuje dostatočné možnosti diverzifikácie kreditného rizika. Pre účely identifikovania týchto situácií a prijatia prípadných opatrení, by mal investičný výbor prijať interné predpisy, ktoré by obsahovali postupy a riešenia pri diverzifikácii portfólia.
23. Napríklad, investičný výbor by mal byť zložený z osôb, ktoré majú odbornú spôsobilosť na poskytovanie investičnej služby riadenia portfólia, teda na vykonávanie investičných rozhodnutí v mene klienta a posudzovanie vhodnosti konkrétnych nástrojov, ktoré majú byť nadobudnuté do portfólia klienta. Pre tieto účely musí člen investičného výboru mať relevantné vzdelanie v súlade s ustanovením § 71p zákona o cenných papieroch a podľa Usmernení o posudzovaní znalostí a odbornej spôsobilosti, nakoľko musí rozumieť tomu, aké finančné nástroje nakupuje v mene klienta do portfólia. Požiadavky na odbornú spôsobilosť na úrovni požiadaviek pre osoby, ktoré poskytujú osobné odporúčanie klientom Usmernení o posudzovaní znalostí a odbornej spôsobilosti by sa mali rovnako vzťahovať aj na členov investičného výboru.

3.2 Konflikt záujmov

Obchodník s cennými papiermi má v rámci poskytovania investičnej služby riadenie portfólia dodržiavať regulačné požiadavky týkajúce sa riadenia konfliktu záujmov. V tejto súvislosti má obchodník s cennými papiermi venovať osobitnú pozornosť pri nadobúdaní finančných nástrojov do portfólia, ktoré vydáva alebo vytvára samotný obchodník s cennými papiermi ako aj spoločnosť, ktorá je s obchodníkom s cennými papiermi prepojená priamou alebo nepriamou kontrolou.

24. Povinnosti pri tvorbe a dodržiavaní politiky v oblasti konfliktu záujmov sú bližšie upravené v čl. 34 DN 2017/565. Pri zavádzaní, vykonávaní a dodržiavaní účinnej politiky v oblasti konfliktu záujmov, je nevyhnutné, aby bola vypracovaná s ohľadom na veľkosť a organizáciu spoločnosti a povahu, rozsah a komplexnosť svojich obchodných činností (princíp proporcionality). Ak je spoločnosť členom skupiny, v tejto politike musia byť zohľadnené všetky okolnosti, ktoré môžu viesť k vzniku konfliktu záujmov v dôsledku štruktúry a obchodných činností ostatných členov tejto skupiny a ktorých si je alebo by si mala byť táto spoločnosť vedomá. Opatrenia prijaté vo vnútorných predpisoch týkajúce sa konfliktu záujmov reflektujú situácie, ktoré pri činnosti dohliadaného subjektu reálne môžu nastať, či už nastávajú.
25. Je dôležité, aby v prípade ak sa pri poskytovaní investičných služieb, nie je možné vyhnúť konfliktu záujmov a opatrenia prijaté obchodníkom s cennými papiermi na zvládnutie konfliktu záujmov nie sú dostatočné na zabránenie rizika poškodenia záujmov klienta, je obchodník s

cennými papiermi povinný jednoznačne oboznámiť klienta s povahou a zdrojmi konfliktu záujmov a opatreniami prijatými na zmiernenie týchto rizík.

26. Ďalej, je potrebné, aby informovanie klienta v prípade existencie konfliktu záujmov, ktorý sa nedá vylúčiť, bolo opatrením poslednej možnosti, ktoré sa využije len vtedy, keď účinné organizačné a administratívne opatrenia, ktoré investičná spoločnosť zaviedla na zabránenie konfliktom záujmov alebo na ich riešenie podľa § 71l zákona o cenných papieroch, nie sú dostatočné na to, aby s primeranou úrovňou dôvery zabezpečili, že sa zabráni rizikám poškodenia záujmov klienta.
27. V oznámení sa musí jasne uvádzať, že organizačné a administratívne opatrenia, ktoré obchodník s cennými papiermi zaviedol na zabránenie konfliktu záujmov alebo na jeho riešenie, nie sú dostatočné na to, aby s primeranou úrovňou dôvery zabezpečili, že sa zabráni rizikám poškodenia záujmov klienta. Oznámenie musí obsahovať konkrétny opis konfliktov záujmov, ktoré vznikajú pri poskytovaní investičných služieb, pričom sa zohľadňuje povaha oboznamovaného klienta. V opise sa vysvetľuje všeobecná povaha a zdroje konfliktov záujmov, ako aj riziká pre klienta, ktoré vznikajú v dôsledku konfliktov záujmov, a kroky podniknuté na zmiernenie týchto rizík, a to dostatočne podrobne na to, aby to danému klientovi umožnilo prijať informované rozhodnutie v súvislosti s investičnou službou v kontexte ktorej vznikajú konflikty záujmov.

3.3 Identifikácia účtov klientov

28. Majetok klienta zverený obchodníkovi s cennými papiermi nie je súčasťou majetku obchodníka s cennými papiermi. Obchodník s cennými papiermi je na účely ochrany práv klientov spojených s finančnými nástrojmi a peňažnými prostriedkami klientov, okrem iného, povinný viesť záznamy a účty, ktoré sú potrebné na to, aby mohol kedykoľvek a bezodkladne rozlíšiť aktíva držané pre jedného klienta od aktív držaných pre iného klienta a od svojich vlastných aktív, prijať opatrenia potrebné na zabezpečenie toho, aby finančné nástroje klienta uložené u tretej osoby podľa § 71i zákona o cenných papieroch boli identifikovateľne oddelené od finančných nástrojov obchodníka s cennými papiermi prostredníctvom odlišne označených účtov v evidencii tretej strany alebo pomocou rovnocenných opatrení, ktorými sa dosiahne tá istá úroveň ochrany, prijať opatrenia potrebné na zabezpečenie toho, aby peňažné prostriedky klienta uložené v banke alebo inej oprávnenej osobe podľa § 71j zákona o cenných papieroch boli vedené oddelene od účtov, na ktorých sú vedené peňažné prostriedky obchodníka s cennými papiermi, zaviesť primerané organizačné opatrenia na minimalizovanie rizika straty alebo znehodnotenia aktív klienta alebo práv spojených s týmito aktívami v dôsledku zneužitia aktív, podvodu, nekvalitnej správy, nedostatočného vedenia záznamov alebo nedbanlivosti, a plniť si všetky relevantné zákonné požiadavky v súvislosti s ochranou finančných nástrojov a peňažných prostriedkov klienta podľa § 71h až 71k zákona o cenných papieroch.
29. Zároveň, obchodník s cennými papiermi, ktorý má v držbe finančné nástroje alebo finančné prostriedky klienta, je povinný podľa čl. 49 DN 2017/565 týmto klientom poskytnúť informácie uvedené v odsekoch 2 až 7 uvedeného článku DN 2017/565, pokiaľ sú relevantné.

4 Investičné stratégie

4.1 Vytváranie a navrhovanie investičných stratégií

30. Navrhovanie investičnej stratégie alebo vytváranie modelového portfólia nie je samo o sebe finančným nástrojom, ani konkrétnou investičnou službou. V prípade investičnej stratégie alebo modelového portfólia môže ísť o zložený investičný produkt, ktorý združuje viacero finančných nástrojov a vybraných investičných služieb, vrátane napr. služby investičné poradenstvo. Rovnako, nastavovanie alebo tvorbu investičných stratégií je možné považovať za vedľajšiu službu vykonávanie investičného prieskumu a finančnej analýzy alebo inej formy všeobecného odporúčania týkajúceho sa obchodov s finančnými nástrojmi.
31. Zložený investičný produkt je podľa § 73b ods. 22 zákona o cenných papieroch v spojení s definíciou podľa ESMA Usmernení ku krížovému predaju chápaný ako balík produktov alebo služieb, v ktorom každý z ponúkaných produktov alebo služieb je dostupný samostatne a v prípade ktorého je klientovi ponechaná možnosť kúpiť si od spoločnosti jednotlivé zložky balíka samostatne. Pri investičných stratégiách, v závislosti od podmienok investovania do jednotlivých nástrojov, je možné hovoriť aj o zviazanom balíku, pokiaľ takáto investičná stratégia predpokladá, že aspoň jeden z produktov alebo služieb nie je k dispozícii samostatne.
32. Ak je investičná služba ponúkaná spolu s inou službou alebo produktom ako súčasť balíka služieb alebo ako podmienka v rámci tej istej dohody alebo toho istého balíka služieb, obchodník s cennými papiermi je povinný informovať klienta, či je možné kúpiť jednotlivu časť tohto balíka a je povinný poskytnúť doklad s osobitným uvedením nákladov a poplatkov pre každú časť tohto balíka. Ak je pravdepodobné, že riziká vyplývajúce z takej dohody alebo z takej služby ponúkaného neprofesionálnym klientom sú odlišné od rizík spojených s jednotlivými položkami dohody alebo súčasťami tohto balíka, obchodník s cennými papiermi je povinný poskytnúť primeraný opis jednotlivých položiek dohody alebo súčastí tohto balíka a spôsobu, akým ich vzájomné pôsobenie mení riziká.
33. Pri posudzovaní vhodnosti je možné odporúčať celý balík, iba ak je celkový balík vhodný pre klienta. Okrem vyššie uvedených povinností, pri poskytovaní balíka služieb musia obchodníci s cennými papiermi a všetky osoby, ktoré poskytujú balík služieb, dodržiavať Usmernenia ku krížovému predaju.
34. Investičným prieskumom sa rozumie prieskum alebo iné informácie, **ktorými sa explicitne alebo implicitne odporúča alebo navrhuje investičná stratégia týkajúca sa jedného alebo viacerých finančných nástrojov alebo emitentov finančných nástrojov, vrátane akéhokoľvek stanoviska o súčasnej alebo budúcej hodnote alebo cene takýchto nástrojov, ktorá je určená pre distribučné kanály alebo verejnosť**. Na to však, aby prieskum bol považovaný za investičný prieskum, musí byť aj takto označovaný a spĺňať ďalšie regulačné podmienky, a to konkrétne ustanovenia čl. 36 a 37 DN 2017/565.
35. V prípade finančných nástrojov, ktoré sú obchodované na obchodnom mieste, ako napr. ETF, ktoré bývajú často súčasťou investičných stratégií alebo riadených portfólií, sa pri navrhovaní investičnej stratégie budú aplikovať aj pravidlá podľa nariadenia MAR. V zmysle čl. 3 (1) bod 34

nariadenia MAR sú odporúčané informácie alebo návrh investičnej stratégie definované ako informácia:

- i) vypracovaná nezávislým analytikom, investičnou spoločnosťou, úverovou inštitúciou alebo inou osobou, ktorej hlavnou podnikateľskou činnosťou je vypracúvanie investičných odporúčaní, alebo fyzickou osobou pracujúcou pre nich na základe pracovnej zmluvy alebo inak, ktorá priamo alebo nepriamo vyjadruje konkrétne investičné návrhy týkajúce sa finančného nástroja alebo emitenta, alebo
- ii) vypracovaná inými osobami než tými, ktoré sú uvedené v bode i), ktorá priamo navrhuje určité investičné rozhodnutie týkajúce sa finančného nástroja.

36. V čl. 3(1) bod 25 nariadenia MAR je investičné odporúčanie definované ako informácia, ktorá explicitne alebo implicitne odporúča alebo navrhuje investičnú stratégiu týkajúcu sa jedného alebo viacerých finančných nástrojov alebo emitentov, vrátane akéhokoľvek stanoviska o súčasnej alebo budúcej hodnote alebo cene takýchto nástrojov, ktorá je určená pre distribučné kanály alebo pre verejnosť.

37. Podľa čl. 20 nariadenia MAR osoby, ktoré vypracúvajú alebo šíria investičné odporúčania alebo iné informácie, ktorými sa odporúča alebo navrhuje investičná stratégia, venujú primeranú pozornosť zabezpečeniu toho, aby takéto informácie boli objektívne prezentované a aby informovali o ich záujmoch alebo uviedli konflikty záujmov v súvislosti s finančnými nástrojmi, ktorých sa tieto informácie týkajú. Ďalšie povinnosti pri prezentácii a šírení odporúčaní a obdobných informácií bližšie určuje DN 2016/958.

38. Samotné navrhovanie stratégie nie je teda riadením portfólia, ale jej ďalšia správa a prípadná rekalibrácia na základe voľnej úvahy osoby nakladajúcej s majetkom v portfóliu (vid' vyššie) je považovaná za riadenie portfólia.

39. Skutočnosť, že modelové portfólio alebo investičná stratégia nie je finančným nástrojom odrážajú aj Usmernenia k riadeniu produktov, ktoré v bode 52 upravujú portfóliový prístup ako dôvod pre špecifický prístup k distribúcii finančných nástrojov, ale nepovažujú portfólio za produkt, ktorý by sám o sebe podliehal pravidlám riadenia produktov.

40. Z uvedeného vyplýva, že tvorcom investičnej stratégie resp. modelových portfólií, môže byť aj tretia osoba, iná ako obchodník s cennými papiermi, ale tento musí dodržiavať povinnosti pri tvorbe zložených produktov alebo pri vykonávaní investičného prieskumu, prípadne navrhovaní stratégií alebo šírení odporúčaní ako je uvedené vyššie. Na druhej strane, spravovanie už vytvorenej stratégie bude vo väčšine prípadov považované za investičnú službu riadenie portfólia.

41. Podstatným rozdielom medzi situáciou v predchádzajúcom bode a outsourcingom tvorby investičnej stratégie je, že v situácii v predchádzajúcom bode má tvorca investičnej stratégie zmluvný vzťah priamo s klientom a vytvorenie investičnej stratégie predstavuje službu pre klienta (spravidla pôjde o službu investičné poradenstvo). Naopak pokiaľ obchodník s cennými papiermi outsourcuje/deleguje tvorbu stratégie na tretie osoby, táto osoba neposkytuje službu klientovi, ale obchodníkovi s cennými papiermi.

4.2 Distribúcia investičných stratégií

42. Vo **vzťahu k distribúcii** modelových portfólií alebo investičných stratégií, je potrebné poukázať na skutočnosť, že obchodník s cennými papiermi bude distribútorom finančných nástrojov, z ktorých je modelové portfólio alebo investičná stratégia zložená, a v tejto súvislosti bude v závislosti od nastaveného obchodného modelu poskytovať buď investičnú službu riadenie portfólia, alebo investičnú službu prijatie a postúpenie pokynu klienta alebo vykonanie pokynu klienta, prípadne investičnú službu investičné poradenstvo pokiaľ sa finančné nástroje odporúčajú na základe osobného odporúčania. Tieto služby buď sú súčasťou zloženého produktu, alebo sú poskytované vo vzťahu k tomuto produktu alebo na základe prieskumu. V každom prípade tieto investičné služby môže poskytovať iba obchodník s cennými papiermi alebo finančný agent, ktorý má oprávnenie na vykonávanie sprostredkovania v sektore kapitálového trhu (okrem investičných služieb riadenia portfólia a vykonania pokynu). Zároveň, pri distribúcii finančných nástrojov musia byť vždy splnené zákonné požiadavky na ich vykonávanie.
43. Keďže investičná stratégia resp. modelové portfólio nie sú finančným nástrojom, nebude sa na jeho tvorcu uplatňovať povinnosť pre tvorca finančného nástroja podľa § 71m zákona o cenných papieroch. V rámci povinností distribútora, ale musí obchodník s cennými papiermi ako vo vzťahu k poskytovanej službe, tak aj k jednotlivým finančným nástrojom zahrnutých v investičnej stratégii zaistiť ich zlučiteľnosť s potrebami, charakteristikami a cieľmi určeného cieľového trhu a vymedziť aj negatívny cieľový trh. Obchodník s cennými papiermi musí teda okrem iného zabezpečiť, aby konkrétna investičná služba, ktorá je vo vzťahu k investičnej stratégii resp. modelovému portfóliu poskytovaná alebo odporúčaná bola poskytovaná alebo odporúčaná klientom, ktorých rizikovému profilu rizikovosť modelového portfólia ako celku zodpovedá (a naopak neodporúčať a neposkytovať takým klientom, ktorým na základe negatívneho cieľového trhu nezodpovedá).

5 Označovanie riadených portfólií

44. V súlade s požiadavkami podľa § 73c zákona o cenných papieroch a čl. 44 DN 2017/565 na jasné, prehľadné a nezavádzajúce informácie pre klienta, je nevyhnutné, aby všetky informácie, ktoré obchodník s cennými papiermi adresuje neprofesionálnemu klientovi, alebo sa k nemu môžu dostať, spĺňali podmienky podľa ustanovení tohto článku.
45. V prípade označovania riadených portfólií je preto potrebné dbať predovšetkým na to, aby názvy jednotlivých riadených portfólií adekvátne odzrkadľovali ich zloženie a pomer jednotlivých finančných nástrojov v portfóliu resp. ich hlavné charakteristiky.
46. Napr. ak obchodník s cennými papiermi poskytuje riadené portfólio zložené prevažne z CfD a jednu zo stratégií nazýva konzervatívnou iba z dôvodu, že táto konkrétna stratégia ponúka nižší podiel CfD (napr. 70%) ako iné ním ponúkané stratégie, nepôjde o adekvátne označenie riadeného portfólia – nakoľko akékoľvek portfólio zložené z väčšej časti z CfD by malo byť považované za rizikové (dynamické), keďže ide o vysoko rizikové finančné nástroje.

47. Obdobne označenie investičných stratégií ako konzervatívnych, ak sú dominantnou zložkou portfólia akcie, nie je dostatočné a súladné s požiadavkou na poskytovanie nezáväzajúcich informácií.
48. Rovnako používanie označenia finančných produktov, ktoré môžu svojim názvom navodzovať dojem, že sa v rámci nich vykonáva aktívna správa majetku prostredníctvom riadenia portfólia, ale prakticky sa riadenie portfólia vôbec nevykonáva (napr. aktívne riadený účet).

6 Poplatky za výkonnosť

49. Zákon o cenných papieroch ani DN 2017/565 neupravujú osobitné druhy poplatkov, ktoré môžu alebo nemôžu byť účtované v prípade poskytovania investičnej služby riadenie portfólia. § 43 zákona o cenných papieroch ustanovuje, že zmluva o riadení portfólia je odplatná, avšak neustanovuje bližšie pravidlá pre určenie/kalkuláciu tejto odplaty. Zákonné požiadavky sa viažu predovšetkým na transparentnosť poplatkov a zobrazovanie výkonnosti portfólia ex ante aj ex post.
50. V prípade ak obchodník s cennými papiermi účtuje klientom výkonnostné poplatky za poskytovanie investičnej služby riadenie portfólia, tieto by mali spĺňať požiadavky na transparentnosť poplatkov podľa čl. 50 DN 2017/565 a mali by byť účtované s ohľadom na najlepšie záujmy klienta.
51. NBS odporúča, aby pri účtovaní výkonnostných poplatkov za investičnú službu riadenie portfólia postupovala v súlade s princípmi obsiahnutými Usmerneniami o výkonnostných poplatkoch. I keď ide o usmernenia ESMA, ktoré sa nevzťahujú na obchodníkov s cennými papiermi, Národná banka Slovenska zastáva názor, že princípy v nich obsiahnuté naplňajú všeobecnú povinnosť obchodníka s cennými papiermi podľa § 73b ods. 1 zákona o cenných papieroch postupovať pri poskytovaní investičných služieb alebo vedľajších služieb a vykonávaní investičných činností v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, čestne, spravodlivo a s odbornou starostlivosťou v záujme svojich klientov. Konkrétne teda:
- metóda výpočtu výkonnostného poplatku je primeraná vo vzťahu k vlastnostiam dohodnutého poskytovania služby riadenia portfólia, najmä k jeho investičnej stratégii; napríklad používanie modelu najvyššej hodnoty (HWM) NBS nepovažuje za primeraný k pasívnym investičným stratégiám, t.j. takým investičným stratégiám, kde je cieľom dosiahnuť výnos na úrovni určeného trhového benchmarku;
 - výkonnostný poplatok by mal byť splatný iba v prípade, keď sa počas referenčného obdobia výkonnosti dosiahla kladná výkonnosť.
 - každá nedostatočná výkonnosť alebo strata, ktorá sa predtým nahromadila počas referenčného obdobia výkonnosti, by mala byť vyrovnaná predtým, ako sa výkonnostný poplatok stane splatným.
 - ak sa výkonnostný poplatok určuje v závislosti od prekonania referenčnej hodnoty, výkonnostný poplatok by malo byť možné vyplatiť aj v prípade, keď výkonnosť portfólia prekonala referenčnú hodnotu, ale mal negatívnu výkonnosť, pokiaľ bol na to investor výrazným spôsobom upozornený.

52. Referenčným obdobím sa rozumie obdobie, počas ktorého sa meria výkonnosť a porovnáva sa s referenčným ukazovateľom a na konci ktorého sa môže znovu obnoviť mechanizmus kompenzácie minulej nedostatočnej výkonnosti (alebo negatívnej výkonnosti).

7 Distribúcia prostredníctvom FA

53. Doterajšia aplikačná prax potvrdená stanoviskom NBS, umožňuje finančným agentom, v rámci poskytovania investičnej služby prijímanie a postupovanie pokynu klienta, vykonávať finančné sprostredkovanie uzatvorenia zmluvy o riadení portfólia. Podmienkou je, aby predmetom zmluvy boli určené konkrétne finančné nástroje (uzavretá množina, resp. vymedzený okruh), ktoré má alebo môže klient v rámci riadeného portfólia nadobudnúť. Podrobnosti upravuje Manuál pre vykonávanie finančného sprostredkovania v sektore kapitálového trhu (<https://nbs.sk/dohlad-nad-financnym-trhom/legislativa/legislativa/detail-dokumentu/manual-pre-vykonavanie-financneho-sprostredkovania-v-sektore-kapitaloveho-trhu/>).
54. Na druhej strane, v prípade ak má obchodník s cennými papiermi nastavenú distribúciu modelových portfólií resp. investičných stratégií iba prostredníctvom finančných agentov, je potrebné vyhodnotiť, či je takáto distribučná stratégia v súlade s najlepším záujmom klienta, a či poplatky, ktoré si účtuje finančný agent neodôvodnene znižujú návratnosť investície klienta a sú teda v rozpore s povinnosťou konať s odbornou starostlivosťou podľa § 73b ods. 1 zákona o cenných papieroch.

8 Dobré a zlé praktiky

8.1 Dobré praktiky:

- Zriadenie investičných výborov príp. komisií, ktoré rozhodujú o investičných plánoch a obstaraní nových produktov a nástrojov do klientskych portfólií;
- Vykonávanie pravidelných kontrol partnerských FA zo strany OCP ako podmienka vyplácania následných provízií voči FA;
- Nastavenie „KO“ kritérií v metodike vyhodnocovania testov vhodnosti- otázky, ktorých nesprávne zodpovedanie znemožní OCP obstať klientovi rizikové finančné nástroje, resp. mu znemožní zaradenie do dynamickejšej skupiny a zavedenie kontrolných otázok;
- Zavedenie opatrení na riešenie rozporuplných odpovedí v metodike vyhodnocovania – napr. určenie kontrolných otázok, prostredníctvom ktorých môže OCP zistiť, že klient neodpovedá pravdivo.

8.2 Zlé praktiky:

- Matica, resp. metodika vyhodnocovania testu vhodnosti nastavená tak, že prostredníctvom bodovania otázok bola štatisticky omnoho vyššia šanca, že klient bude hodnotený ako dynamický, než ako konzervatívny či vyvážený;
- Otázky v teste vhodnosti súvisiace so schopnosťou klientov znášať stratu a podstúpiť riziko sú koncipované tak, že navádzajú klientov k samohodnoteniu;

- Nezohľadnený vek klienta v rámci posudzovania vhodnosti;
- Prílišná koncentrácia finančných nástrojov v portfóliu klienta od emitenta z rovnakej finančnej skupiny;
- Nastavenie referenčného obdobia na výpočet výkonnostného poplatku kratšieho ako jeden rok (napr. kvartál);
- Vysoké poplatky vedúce k nadmernému obchodovaniu (churningu);
- Vytvorenie modelu refundácie finančných prostriedkov klientovi pri prekročení ukazovateľa nadmerného obchodovania (churning) C/E 12%;
- Pri združenom pokyne účtovanie poplatkov klientovi v takej výške ako by bol pokyn vykonaný samostatne;
- OCP vypláca SFA stimuly, ktoré pochádzajú z časti poplatkov, ktoré OCP účtuje klientom za riadenie portfólia alebo z výkonnosti portfólia.

9 Záverečné ustanovenia

55. Stanovisko predstavuje právny názor NBS. Tento právny názor bude uplatňovaný pri výkone dohľadu zo strany odboru dohľadu nad kapitálovým trhom NBS po uplynutí 6 mesiacov od zverejnenia tohto stanoviska na webovej stránke NBS.
56. Toto stanovisko je potrebné čítať v kontexte platnej zákonnej regulácie a ostatných materiálov (predovšetkým usmernenia a otázky a odpovede) publikovaných na webovom sídle orgánu ESMA a materiálov zverejnených na webovom sídle NBS týkajúcich sa distribúcie finančných nástrojov, ktorými sú napríklad časté otázky a odpovede k MiFID II a manuál pre vykonávanie finančného sprostredkovania v sektore kapitálového trhu.

V Bratislave, dňa XX. XX. 2024

JUDr. Peter Tkáč, PhD.
riaditeľ odboru dohľadu nad kapitálovým trhom