



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

V E S T N Í K

Čiastka 17

Vydaná dňa 6. mája 2025

Ročník 2025

OZNAMOVACIA ČASŤ

Metodické usmernenie útvarov dohľadu nad finančným trhom
Národnej banky Slovenska zo 14. apríla 2025 č. 6/2025 k poplatkom
z cieľovej sumy

1

Metodické usmernenie útvarov dohľadu nad finančným trhom
Národnej banky Slovenska zo 14. apríla 2025 č. 7/2025 (dohľadový
benchmark) k vykonávaniu investičnej služby riadenie portfólia

14

ISSN 1335-3365

Čiastka pre verejnosť – 10/2025

**Metodické usmernenie
úťvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska
zo 14. apríla 2025 č. 6/2025**

k poplatkom z cieľovej sumy

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, v záujme zabezpečenia právnej istoty, jednotného a súladného výkladu povinností dohliadaných subjektov v sektore kapitálového trhu, vydáva toto metodické usmernenie:

Preambula

NBS sa rozhodla vydať metodické usmernenie k poplatkom z cieľovej sumy, aby poskytla dohliadaným subjektom a iným zainteresovaným subjektom finančného trhu usmernenia a svoj pohľad na výklad a správnu interpretáciu odbornej starostlivosti v súvislosti s nastavením poplatkových schém pri pravidelnom investovaní.

V praxi sa vyskytujú poplatky s rôznym názvom a v súvislosti s rôznymi investičnými službami alebo úkonmi, ktoré sú počítané ako určité % z cieľovej sumy pravidelného investovania trvajúcim určité časové obdobie (ďalej len „poplatky z cieľovej sumy“). Metodické usmernenie nemá za cieľ opísať všetky druhy poplatkových schém, ktoré zahŕňajú poplatky z cieľovej sumy a ktoré sa vyskytujú na trhu. V tomto metodickom usmernení sú opísané len tie poplatky z cieľovej sumy, ktoré sú podľa názoru NBS na jednej strane akceptovateľné (príklady dobrej praxe) a na druhej strane neakceptovateľné a neprimerané z dôvodu, že sú spojené s rôznymi podmienkami, ktoré nemožno považovať za konanie s odbornou starostlivosťou v najlepšom záujme podielníka alebo v záujme klienta (príklady zlej praxe).

Metodické usmernenie predstavuje právny názor NBS, ktorý bude uplatňovaný pri výkone dohľadu zo strany odboru dohľadu nad kapitálovým trhom NBS. NBS nebude vydávať písomné vyhodnotenia alebo posúdenia dodržiavania odbornej starostlivosti pri nastavení poplatkovej schémy na základe žiadosti dohliadaného subjektu o jej posúdenie.

NBS si taktiež uvedomuje, že ciele tohto metodického usmernenia môžu byť dosiahnuté len za splnenia podmienky zlepšenia informovania klientov o poplatkoch súvisiacich s uzatvorením zmlúv o pravidelnom investovaní.

**Článok 1
Predmet úpravy a účel**

- 1.1. NBS pri výkone dohľadu nad finančným trhom v oblasti kapitálového trhu posudzuje, okrem iného, aj to, či dohliadané subjekty postupujú v súlade s odbornou starostlivosťou pri stanovovaní a účtovaní rôznych druhov poplatkov, ktoré je klient povinný zaplatiť v súvislosti s poskytovanými službami. NBS v rámci dohľadu posudzuje to, či je poplatková schéma ako celok nastavená transparentne s odbornou starostlivosťou v najlepšom záujme podielníkov alebo klientov. NBS nie je cenovým regulátorom, a teda sa v rámci dohľadu nezameriava na posudzovanie konkrétnej výšky poplatkov.
- 1.2. Počas uplynulých rokov NBS pri výkone dohľadu zaznamenala niekoľko prípadov tzv. „poplatkov z cieľovej sumy“ uplatňovaných pri pravidelnom investovaní. Pojem poplatok z cieľovej sumy alebo predplatené poplatky nie je v relevantnej existujúcej právnej

úprave definovaný. Pre účely tohto metodického usmernenia sa poplatkom z cieľovej sumy rozumie poplatok z cieľovej sumy:

- (i) uhrádzaný na začiatku pravidelného investovania, zmluvne definovaný napríklad ako:
 - a. poplatok za jednorazovú protislužbu (ďalej len „jednorazová protislužba“) ako je zriadenie pravidelného investovania,
 - b. poplatok za jednorazovú protislužbu poskytnutia investičného poradenstva v súvislosti s pravidelným investovaním,
 - c. poplatok za priebežnú, kontinuálnu alebo opakujúcu sa protislužbu (ďalej len „priebežná protislužba“) poskytovania priebežného investičného poradenstva v súvislosti s pravidelným investovaním,
 - d. poplatok za priebežnú protislužbu nahrádzajúci alebo doplňujúci priebežné vstupné poplatky v prípade investovania do subjektov kolektívneho investovania, alebo
 - e. poplatok za priebežnú protislužbu nahrádzajúci alebo doplňujúci priebežné poplatky za poskytovanie služby riadenia portfólia v prípade obchodníkov s cennými papiermi, a zároveň
- (ii) ktorý sa počíta ako určité % z cieľovej sumy pravidelného investovania, ktorá sa má dosiahnuť pravidelným investovaním.

- 1.3. Účelom metodického usmernenia je transparentne informovať dohliadané subjekty o dohľadovom prístupe NBS vo vzťahu k poplatkom z cieľovej sumy, a zrozumiteľne a jednoznačne pomenovať prípady, kedy je prax spočívajúca v prijímaní poplatkov z cieľovej sumy z pohľadu NBS v rozpore s príslušnými právnymi predpismi.

Článok 2

Výklad pojmov

- 2.1. Na účely tohto metodického usmernenia sa používajú nasledujúce definície pojmov a skratky. Definície ďalších pojmov a skratiek môžu byť uvedené priamo v texte na inom mieste metodického usmernenia, ak je to v danom prípade účelnejšie:

Cieľová suma	Cieľová suma predstavuje výšku peňažných prostriedkov, ktorú si klient stanoví pri uzatvorení zmluvy alebo pri podaní žiadosti, ktorým sa zriaďuje pravidelné investovanie (bez ohľadu na obchodné označenie ako napr. „pravidelné investovanie“, „investičný program“, „investičné sporenie“), ako celkovú sumu, ktorú má klient záujem investovať, pričom v cieľovej sume nie je zahrnutý poplatok z cieľovej sumy.
DN	delegované nariadenia (EÚ) 2017/565, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ, pokiaľ ide o organizačné požiadavky a podmienky výkonu činnosti investičných spoločností, ako aj o vymedzené pojmy na účely uvedenej smernice v platnom znení.
Fond	Subjekt kolektívneho investovania podľa ZKI, bez ohľadu na právnu formu.
Klient	Klientom sa rozumie potenciálny klient alebo klient obchodníka s cennými papiermi alebo investor subjektu

- | | |
|------------------------------|--|
| | kolektívneho investovania spravovaný správcovskou spoločnosťou. |
| OZ | zákon č. 40/1964 Zb. Občiansky zákonník, v znení neskorších predpisov |
| Pravidelné investovanie | Pravidelným investovaním sa rozumie záväzok alebo možnosť klienta pravidelne investovať prostredníctvom finančných nástrojov vydávaných alebo služieb poskytovaných zo strany správcovskej spoločnosti alebo obchodníka s cennými papiermi, a to bez ohľadu na obchodné označenie, ako napr. „pravidelné investovanie“, „investičný program“, „investičné sporenie“. |
| Poplatok z cieľovej sumy | Predstavuje typ poplatku opísaný v bode 1.2 tohto metodického usmernenia. |
| Priebežne uhrádzaný poplatok | Poplatok, ktorý platí klient z reálne uskutočnenej investície, spravidla určený ako % z hodnoty investície; v prípade pravidelného investovania ho klient uhrádza priebežne podľa jednotlivých etáp investovania a klient takto priebežne investuje a priebežne platí tento poplatok. |
| ZCP | zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov |
| ZKI | zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov |
| ZFS | zákon č. 186/2009 Z. z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov |
- 2.2. Metodické usmernenie vychádza zo znenia aplikovateľných všeobecne záväzných právnych predpisov Slovenskej republiky, aplikovateľnej legislatívy Európskej Únie (nariadení Európskeho parlamentu a Rady (EÚ), nariadení Komisie a smerníc Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) a taktiež zo stanovísk, usmernení, rozhodnutí a odporúčaní vydávaných Európskym orgánom pre cenné papiere a trhy (ďalej aj „ESMA“).
- 2.3. Pokiaľ v tomto metodickom usmernení nie je niektorý pojem definovaný, je potrebné ho vykladať v súlade s definíciami uvedenými v platných právnych predpisoch, prípadne v usmerneniach alebo stanoviskách NBS alebo ESMA.

Článok 3

Pôsobnosť

- 3.1. Toto metodické usmernenie sa vzťahuje na správcovské spoločnosti a pobočky zahraničných správcovských spoločností. Toto metodické usmernenie sa vzťahuje aj na správcov alternatívnych investičných fondov, ktorí spĺňajú podmienky uvedené v § 31a ods. 1 ZKI (ďalej len „registrovaný správca“).

- 3.2. Toto metodické usmernenie sa vzťahuje na obchodníkov s cennými papiermi a pobočky zahraničných obchodníkov s cennými papiermi, ako aj na banky, pobočky zahraničných bánk, správcovské spoločnosti, pobočky zahraničných správcovských spoločností, ktoré poskytujú investičné služby podľa ZCP.
- 3.3. Toto metodické usmernenie sa vzťahuje aj na finančných agentov a primerane finančných poradcov v sektore kapitálového trhu podľa ZFS.

Článok 4

Konanie správcovskej spoločnosti s odbornou starostlivosťou v najlepšom záujme podielnikov

- 4.1. Správcovská spoločnosť je povinná spravovať subjekty kolektívneho investovania samostatne, vo svojom mene a v záujme podielnikov.¹⁾
- 4.2. ZKI upravuje v ustanovení § 13 pravidiel pre účtovanie vstupných a výstupných poplatkov (spôsob výpočtu, maximálnu výšku) a v ustanovení § 53 odplatu za spravovanie fondu, pričom akceptuje, aby táto odplata mohla byť určená v závislosti od výkonnosti spravovaného fondu.
- 4.3. Správcovská spoločnosť je povinná v zmysle § 48 ods. 2 ZKI najmä:
- a) konať česťne a poctivo pri výkone svojej činnosti v najlepšom záujme podielnikov subjektu kolektívneho investovania a v záujme stability trhu,
 - b) konať s odbornou starostlivosťou a obozretnosťou v najlepšom záujme podielnikov subjektu kolektívneho investovania a v záujme stability trhu,
 - c) mať a účinne využívať zdroje a postupy potrebné na správny výkon svojej činnosti,
 - d) vykonávať činnosť v najlepšom záujme jej investorov a klientov a v záujme stability trhu pri dodržiavaní všeobecne záväzných právnych predpisov, štatútov alebo zakladajúcich dokumentov spravovaných subjektov kolektívneho investovania a rozhodnutí Národnej banky Slovenska,
 - e) spravodlivo zaobchádzať so všetkými investormi.
- 4.4. Konaním v najlepšom záujme podielnikov podľa § 48 odseku 2 písm. a) a b) ZKI sa pri správe fondov rozumie, okrem iného, aj konanie takým spôsobom, aby sa zabránilo účtovaniu neprimeraných nákladov na ťarchu majetku vo fonde a jeho podielnikom (§ 48 ods. 3 písm. d) ZKI).²⁾ Uvedené ustanovenie teda vyžaduje nielen to, aby sa na ťarchu majetku v subjekte kolektívneho investovania neúčtovali neprimerané náklady alebo poplatky, ale aj to, aby sa zabránilo účtovaniu neprimeraných nákladov alebo poplatkov na ťarchu podielnikov.
- 4.5. ZKI nezakazuje správcovskej spoločnosti, aby účtovala poplatky fondu alebo podielnikom, avšak v prípade, že sú poplatky účtované, tieto poplatky musia byť stanovené v súlade

¹⁾ § 48 ods. 1 ZKI: „Spravovanie subjektov kolektívneho investovania vykonáva správcovská spoločnosť samostatne, vo svojom mene a v záujme podielnikov; tým nie je dotknuté oprávnenie správcovskej spoločnosti zveriť výkon niektorých činností alebo funkcií inej osobe podľa § 57 alebo § 57a.“

²⁾ § 48 ods. 3 ZKI: „Konaním v najlepšom záujme podielnikov podľa § 48 odseku 2 písm. a) a b) sa pri správe fondov rozumie:

- a) zabrániť tomu, aby sa záujmy jednej skupiny podielnikov uprednostňovali pred záujmami inej skupiny podielnikov,
- b) uplatňovať primerané opatrenia a postupy na zabránenie nekalých praktík, o ktorých sa dá dôvodne predpokladať, že ovplyvnia stabilitu trhu,
- c) zabezpečiť primerané, správne a transparentné modely a systémy oceňovania majetku a záväzkov vo fonde; na žiadosť Národnej banky Slovenska je správcovská spoločnosť povinná preukázať, že majetok a záväzky vo fonde boli ocenené presne; tým nie je dotknuté ustanovenie § 161,
- d) konať takým spôsobom, aby sa zabránilo účtovaniu neprimeraných nákladov na ťarchu majetku vo fonde a jeho podielnikom.“

s konaním s odbornou starostlivosťou tak, aby neboli neprimerané.

- 4.6. ZKI upravuje maximálnu výšku poplatkov, ktoré je správcovská spoločnosť oprávnená účtovať investorom alebo podielníkom pri vydaní (§ 13 ods. 5 ZKI), zlúčení (§ 23 ods. 3 ZKI), prestupe medzi fondmi (§ 13 ods. 13 ZKI) alebo vyplatení (§ 13 ods. 12 ZKI) podielových listov alebo cenných papierov. Navyše, podľa § 13 ods. 12 ZKI sa poplatok od podielníka nesmie požadovať, ak by jeho súčet s poplatkom vyúčtovaným tomuto podielníkovi podľa § 13 ods. 5 ZKI prekročil 5 % z aktuálnej ceny podielového listu v čase jeho vyplatenia.
- 4.7. Ak by správcovská spoločnosť účtovala poplatky z cieľovej sumy namiesto alebo popri poplatkoch uvedených v predchádzajúcom bode 4.6. tohto metodického usmernenia, pričom by súhrnne presiahli maximálnu výšku poplatkov určených v ZKI, NBS by uvedené považovala za obchádzanie zákona.
- 4.8. NBS odporúča dohliadaným subjektom, aby za oprávnené náklady účtované z majetku fondu považovali len tie náklady alebo poplatky, ktoré je možné priradiť k nákladom uvedeným v prílohe VI časti 1.I Delegované nariadenia Komisie (EÚ) č. 2017/653 s prihliadnutím na investičnú politiku fondu.³⁾

Článok 5

Konanie obchodníkov s cennými papiermi s odbornou starostlivosťou v záujme klienta

- 5.1 Podľa ustanovenia § 73b ods. 1 ZCP obchodník s cennými papiermi je povinný 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. Ide o všeobecný princíp, ktorý má presah na všetky aktivity obchodníka s cennými papiermi pri poskytovaní investičných služieb. Pojem „odborná starostlivosť“ nie je v legislatíve bližšie definovaný, avšak treba pod ním rozumieť konkrétne konanie obchodníka s cennými papiermi, ktoré vzhľadom na rozmanitosť činností obchodníka s cennými papiermi pri poskytovaní investičných služieb nie je možné výslovne a vopred zákonne podchytiť.⁴⁾ Zákonodarca týmto dáva priestor orgánu dohľadu (resp. súdom) na interpretáciu, aby tento sám posúdil, ktoré konkrétne príklady konania spadajú do rozsahu tohto pojmu. Odborná starostlivosť by mala byť chápaná ako určitý korektív správania poskytovateľa investičných služieb, ktorý vyjadruje verejný záujem na riadnom poskytovaní investičných služieb, ktoré sú podstatné pre riadne fungovanie kapitálového trhu a na poskytnutí ochrany neprofesionálnemu klientovi, ktorý zveruje svoje finančné prostriedky a cenné papiere poskytovateľovi investičných služieb. Zároveň, by povinnosť konať s odbornou starostlivosťou mala byť chápaná ako osobitné ustanovenie k fiduciárnym povinnostiam obhospodarovateľa, t. j. obchodníka s cennými papiermi ako profesionála, pri správe cudzieho majetku, keďže pri poskytovaní investičných služieb ide vždy v konečnom dôsledku o spravovanie majetku klienta, ktorý je odlišný od majetku obchodníka s cennými papiermi. Špecifikácia odbornej starostlivosti v ZCP a súvisiacich predpisoch má predstavovať postup *lege artis*, či najlepší štandard dobrej praxe vo vzťahu k poskytovaniu investičných služieb a benchmark pre porovnanie

³⁾ ESMA Opinion on Undue Costs in UCITS and AIFs, 17.5.2023, ESMA34-45-1747
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA34-45-1747 Opinion on undue costs of UCITS and AIFs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-05/ESMA34-45-1747%20Opinion%20on%20undue%20costs%20of%20UCITS%20and%20AIFs.pdf)

⁴⁾ Dokument: Posuzování odborné péče (ODBP), Komise pro cenné papíry
(https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financi-trh/gallery/legislativni_zakladna/obchodnici_s_cp_inv_zprostredkovatele/download/metodika_odbp_20041015.pdf)

skutočného konania s minimálne akceptovateľným štandardom.⁵⁾ Požiadavky na konanie s odbornou starostlivosťou je potrebné vždy vnímať v súvislosti s výkonom konkrétnej činnosti. Okrem všeobecne zaužívaného chápania vykonávania odbornej starostlivosti vo vzťahu ku konaniu so zákazníkmi, máme za to, že odbornú starostlivosť treba vynaložiť aj pri nastavovaní interných procesov a podmienok pre poskytovanie investičných služieb (napr. analytická činnosť, personálne a technické zabezpečenie a pod.). Nastavenie poplatkových schém môže byť chápané ako porušenie povinnosti obchodníka s cennými papiermi konať s odbornou starostlivosťou, ak poplatková schéma je nastavená výlučne v prospech obchodníka s cennými papiermi a neberie ohľad na najlepší záujem klienta alebo je v nesúlade s pravidlami pre riadenie konfliktu záujmov.

- 5.2 ZCP neobsahuje ustanovenia, ktoré by upravovali spôsob výpočtu, alebo uhrádzania poplatkov, ani limity pre výšku poplatkov za poskytovanie investičných služieb. Z pohľadu právnej úpravy ZCP a relevantných súvisiacich ustanovení aplikovateľnej európskej legislatívy (§ 73d ods. 1 písm. d) ZCP v spojení s čl. 50 DN) sú obchodníci s cennými papiermi povinní informovať klienta o všetkých nákladoch a súvisiacich poplatkoch a aj o akýchkoľvek platbách tretej strany, vrátane informácií o nákladoch na investičné služby a nákladoch na finančné nástroje odporúčané klientovi, vrátane znázornenia kumulatívneho účinku nákladov na návratnosť investície, a ako ich klient môže uhradiť. Základnou požiadavkou je teda v tomto smere, aby bol klient transparentne informovaný o všetkých nákladoch a poplatkoch súvisiacich s investíciou. Všeobecne teda platí, že nastavenie výšky poplatkov je vecou obchodníka s cennými papiermi, pričom však investor musí mať možnosť zoznámiť sa s informáciami o nákladoch a poplatkoch v dostatočnom predstihu pred uzatvorením zmluvy.
- 5.3 Vo vzťahu k finančnému agentovi je potrebné povinnosti upravené v § 73b ods. 1 ZCP interpretovať v spojení s ustanoveniami § 37 ZFS, ktoré určujú osobitné ustanovenia o pravidlách činnosti vo vzťahu ku klientom pri vykonávaní finančného sprostredkovania a finančného poradenstva v sektore kapitálového trhu. V zmysle spomínaného ustanovenia § 37 ZFS finančný agent pôsobiaci v sektore kapitálového trhu nie je oprávnený poskytovať inú investičnú službu, resp. služby, ako sú investičné služby určené v § 2 ods. 2 ZFS (t. j. prijímanie a postupovanie pokynov klienta a investičné poradenstvo) a na jeho činnosť sa nevzťahujú § 28, 31, 32, 35, 36 ods. 1 až 6 ZFS a použijú sa ustanovenia osobitných predpisov, teda ZCP a DN. Tieto ustanovenia upravujú špecifické pravidlá a požiadavky súvisiace s výkonom finančného sprostredkovania, tzv. conduct of business rules, v sektore kapitálového trhu, a preto sa na činnosť finančného agenta v sektore kapitálového trhu analogicky vzťahuje povinnosť postupovať v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, čestne, spravodlivo a s odbornou starostlivosťou v záujme svojich klientov podľa § 73b ZCP.

Článok 6

Zásady pri využívaní poplatkov z cieľovej sumy

- 6.1. Poplatky z cieľovej sumy by mali byť navrhnuté tak, aby boli dodržané nasledujúce zásady:
- (i) **Transparentnosť:** Klient je transparentne informovaný o všetkých nákladoch a poplatkoch súvisiacich s investíciou (s investičnou službou ako aj s finančným nástrojom v eurách aj v %), o akýchkoľvek platbách tretej strany, **vrátane znázornenia kumulatívneho účinku nákladov na návratnosť investície**. Klient je jasne a dôrazne upozornený pred uzatvorením zmluvy na jednotlivé situácie, kedy sa časť uhradeného poplatku z cieľovej sumy klientovi nevracia.

⁵⁾ Husták/Smutný – Investiční služby a nástroje po rekodifikaci, C.H. Beck, s.r.o.

- (ii) **Investovanie od začiatku:** Ak klient môže poplatok z cieľovej sumy zaplatiť postupne v splátkach, klient začína pravidelne investovať bez zbytočného odkladu od zriadenia pravidelného investovania a nie až po úplnom zaplatení poplatku z cieľovej sumy v splátkach, t. j. relevantná časť pravidelných platieb klienta má ísť aj na investíciu. Pre vylúčenie pochybností, toto pravidlo sa vzťahuje na poplatok z cieľovej sumy bez ohľadu na to, či je protislužba za poplatok jednorazová alebo priebežná.
 - (iii) **Výpočet poplatku z cieľovej sumy s odkazom na adekvátne obdobie:** Poplatok z cieľovej sumy sa môže vypočítať s odkazom na obdobie, ktoré je adekvátne vzhľadom na investičný horizont (t. j. toto obdobie nie je neadekvátne dlhé).
 - (iv) **Vrátenie alikvotnej časti poplatku z cieľovej sumy v prípade neposkytnutia priebežnej protislužby:** Klientovi sa vracia alikvotná časť poplatku z cieľovej sumy za tie priebežné protislužby, ktoré neboli klientovi poskytnuté, a to v alikvotnej výške vo vzťahu k „nespotrebovanej“ priebežnej protislužbe, ku ktorej poskytnutiu klientovi nedošlo.
 - (v) **Vrátenie alikvotnej časti poplatku z cieľovej sumy za priebežnú protislužbu v prípade zrušenia produktu zo strany tvorca bez adekvátnej náhrady.**
- 6.2. NBS považuje poplatky z cieľovej sumy, pri ktorých nie sú dodržané zásady uvedené v bode 6.1, za **neprimerané poplatky účtované na ťarchu klientov**, pretože predstavujú konanie, ktoré je v rozpore s povinnosťou konať s odbornou starostlivosťou.
- 6.3. NBS je toho názoru, že poplatky z cieľovej sumy, pri ktorých nie sú dodržané zásady uvedené v bode 6.1, predstavujú konanie, ktoré je, v závislosti od osoby, ktorá si ich účtuje, v rozpore s povinnosťou:
- (i) správcovskej spoločnosti konať s odbornou starostlivosťou a obozretnosťou v najlepšom záujme podielnikov (klientov) subjektu kolektívneho investovania podľa § 48 ods. 2 písm. a) a b) v spojení s § 48 ods. 3 písm. d) ZKI,
 - (ii) obchodníka s cennými papiermi konať v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, čestne, spravodlivo a s odbornou starostlivosťou v záujme svojich klientov podľa § 73b ods. 1 ZCP⁶⁾ alebo
 - (iii) finančného agenta vykonávať finančné sprostredkovanie v súlade so zásadami poctivého obchodného styku s odbornou starostlivosťou a v záujme práv a oprávnených záujmov klienta podľa § 73b ZCP.
- 6.4. Toto metodické usmernenie obsahuje aj príklady dobrých a zlých praktík, ktoré NBS identifikovala v súvislosti s poplatkami z cieľovej sumy pri pravidelnom investovaní. Príklady poplatkov z cieľovej sumy, ktoré predstavujú zlú praktiku, sú uvedené v Prílohe I tohto metodického usmernenia (neprimerané poplatky z cieľovej sumy). Príklady poplatkov z cieľovej sumy, ktoré predstavujú dobrú praktiku, sú uvedené v Prílohe II tohto metodického usmernenia.
- 6.5. Dobré praktiky sú pravidlá, politiky a postupy predstavujúce najlepší štandard, ktorý NBS na trhu vníma a môžu byť indikátorom dodržiavania všeobecne záväzných právnych predpisov. Zlé praktiky sú pravidlá, politiky a postupy predstavujúce prax, ktorú NBS vníma negatívne a môžu byť indikátorom porušenia všeobecne záväzných právnych predpisov. Dobré a zlé praktiky sú vždy posudzované v kontexte celej činnosti dohliadaného subjektu a od prípadu k prípadu.

⁶⁾ § 73b ods. 1 ZCP: „Obchodník s cennými papiermi je povinný 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.“

Článok 7

Záverčné ustanovenia

- 7.1. Toto metodické usmernenie sa uplatňuje od 1. októbra 2025.
- 7.2. Toto metodické usmernenie bude NBS aplikovať na poplatky z cieľovej sumy dohodnuté s klientom od dátumu uplatňovania tohto metodického usmernenia.
- 7.3. Metodické usmernenie predstavuje právny názor NBS. Tento právny názor bude uplatňovaný pri výkone dohľadu zo strany odboru dohľadu nad kapitálovým trhom NBS pri posudzovaní situácií, ktoré by mohli predstavovať neprimerané poplatky z cieľovej sumy uvedené ako príklady zlej praxity v Prílohe I tohto metodického usmernenia, akceptovateľné poplatky z cieľovej sumy uvedené ako príklady dobrej praxity v Prílohe II tohto metodického usmernenia, ako aj pri posudzovaní situácií, ktoré nie sú v tomto metodickom usmernení osobitne vymedzené.

Vladimír Dvořáček v. r.
člen bankovej rady a výkonný riaditeľ pre úsek
dohľadu a finančnej stability
Národnej banky Slovenska

Júlia Čillíková v. r.
výkonná riaditeľka pre úsek dohľadu
a ochrany finančného spotrebiteľa
Národnej banky Slovenska

Príloha I - Príklady zlej praktiky

Príklady neprimeraných poplatkov z cieľovej sumy:

1. Porušenie zásady uvedenej v bode 6.1 (ii) metodického usmernenia (Investovanie ihneď):

Príklad zlej praktiky 1:

Poplatok z cieľovej sumy sa vypočítava z cieľovej sumy (sumy plánovaných investícií), pričom je však splatný ihneď na začiatku pravidelného investovania a do momentu, kým nebude celý uhradený, správcovská spoločnosť alebo obchodník s cennými papiermi neinvestuje finančné prostriedky klienta do žiadnych finančných nástrojov (napr. klient uhradza prvé tri mesiace výlučne poplatok z cieľovej sumy a k prvej investícii dochádza až v štvrtý mesiac). Pre klienta je zvlášť nevýhodné zvoliť si vysokú cieľovú sumu pri nízkej výške pravidelnej investície. Klient tak prichádza o čas, kedy by mohli byť poukázané prostriedky už investované a zhodnocované.

Pre porovnanie, ak klient platí priebežne uhrádzaný poplatok alebo poplatok za poskytovanie služby riadenie portfólia iba z reálne uskutočnenej investície, v prípade pravidelného investovania ho teda uhradza priebežne podľa jednotlivých etáp investovania. Klient takto priebežne investuje a z týchto investícií mu správcovská spoločnosť alebo obchodník s cennými papiermi odpočítava priebežne uhrádzaný poplatok. Priebežne uhrádzaný poplatok je teda pre klienta výhodnejší, naopak poplatok z cieľovej sumy je výhodnejší pre správcovskú spoločnosť alebo pre obchodníka s cennými papiermi.

2. Porušenie zásady uvedenej v bode 6.1 (iii) metodického usmernenia (Výpočet poplatku z cieľovej sumy s odkazom na adekvátne obdobie):

Príklad zlej praktiky 2

Poplatok z cieľovej sumy, ak sa vypočítava s odkazom na obdobie, ktoré je neadekvátne dlhé, napr. ak sa určí s odkazom na obdobie dlhšie ako je minimálne odporúčaný investičný horizont (určený tvorcom produktu v rámci určenia cieľového trhu alebo uvedený v dokumente s kľúčovými informáciami podľa nariadenia PRIIPS⁷⁾) pre daný typ finančného nástroja alebo pre prevládajúce finančné nástroje produktu alebo investičnej stratégie. Napríklad teda:

- (i) V prípade portfólia finančných nástrojov zloženého zo 60 % z kapitálových cenných papierov s minimálnym investičným horizontom 8 a viac rokov a z 40 % z dlhových cenných papierov s minimálnym investičným horizontom 4 a viac rokov, je adekvátne určiť obdobie pre výpočet poplatku z cieľovej sumy s odkazom na 8 rokov a naopak nie je adekvátne určiť ho s odkazom na dlhšie obdobie.
- (ii) V prípade portfólia finančných nástrojov zloženého z 30 % z kapitálových cenných papierov s minimálnym investičným horizontom 8 a viac rokov a zo 70 % z dlhových cenných papierov s minimálnym investičným horizontom 4 a viac rokov, je adekvátne určiť obdobie pre výpočet poplatku z cieľovej sumy s odkazom na 4 roky a nie je adekvátne určiť ho s odkazom na dlhšie obdobie.

Ak sú finančné nástroje zaradené do portfólia finančných nástrojov za účelom dlhodobého investovania, s ktorým je spojená daňová úľava, môže byť adekvátnym obdobím pre výpočet poplatku z cieľovej sumy aj zákonom stanovené minimálne obdobie zriadenia portfólia

⁷⁾ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1286/2014 z 26. novembra 2014 o dokumentoch s kľúčovými informáciami pre štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení (PRIIP).

(napr. obdobie 15 rokov pri dlhodobom investičnom sporení podľa § 7 ods. 11 ZCP).

3. Porušenie zásady uvedenej v bode 6.1 (iv) metodického usmernenia (Vrátenie alikvotnej časti poplatku z cieľovej sumy v prípade neposkytnutia priebežnej protislužby):

Príklad zlej praktiky 3

Tvrdenie, že poplatok z cieľovej sumy má motivovať klienta k pravidelnej a dlhodobej investícii, a teda jeho uplatňovanie je v najlepšom záujme klienta, nie je možné akceptovať, ak mechanizmus uplatňovania tohto poplatku neberie do úvahy prípadnú zásadnú zmenu v potrebách klienta, ktorá v priebehu času môže nastať.

Mechanizmus uplatňovania poplatku z cieľovej sumy, ak sa nevracia alikvotná časť poplatku z cieľovej sumy v prípade neposkytnutia priebežnej protislužby, obmedzuje zmluvnú slobodu klienta vo vzťahu k poskytovateľovi služby a k výške cieľovej investície, ak nechce utrpieť finančnú stratu v podobe nevrátenia nespotrebovanej časti alebo celého poplatku z cieľovej sumy. Takéto obmedzenie klienta v podobe „zabetónovania“ výšky cieľovej investície klienta bez ohľadu na odôvodniteľnú zmenu v investičných cieľoch, potrebách alebo preferenciách klienta, predstavuje konanie, ktoré je v príkrom rozpore so zákonnou povinnosťou správcovskej spoločnosti konať v najlepšom záujme podielníka, ktorá mu vyplýva z § 48 ods. 2 ZKI a obchodníka s cennými papiermi konať v súlade so zásadami poctivého obchodného styku, čestne, spravodlivo a s odbornou starostlivosťou v záujme svojich klientov v zmysle § 73b ods. 1 ZCP.

V prípade, že klient prestane priebežne alebo pravidelne poukazovať prostriedky za účelom pravidelného investovania a zároveň sa ukončí zmluva o pravidelnom investovaní, NBS je toho názoru, že uhradený poplatok z cieľovej sumy za priebežne poskytovanú protislužbu (napr. priebežné investičné poradenstvo) sa klientovi vracia, a to v alikvotnej výške vo vzťahu k „nespotrebovanej“ priebežnej protislužbe, ku ktorej poskytnutiu klientovi nedošlo.

V prípade, že klient z dôvodu zmeny svojej finančnej situácie, investičných cieľov, postoja k riziku vrátane schopnosti znášať straty, zmeny preferencií udržateľnosti alebo pre iné zásadné zmeny svojich potrieb, v ktoromkoľvek štádiu investovania (bez ohľadu na skutočnosť, či klient dosiahol cieľovú sumu), potrebuje zmeniť cieľovú sumu, výšku pravidelnej investície, obdobie investovania, prípadne potrebuje pokračovať v pravidelnom investovaní do náhradného (iného vhodného alebo primeraného) produktu, NBS očakáva, že pri zmene parametrov pravidelného investovania sa klientovi opätovne poplatok z cieľovej sumy neúčtuje.

4. Porušenie zásady uvedenej v bode 6.1 (v) metodického usmernenia (Vrátenie alikvotnej časti poplatku z cieľovej sumy za priebežnú protislužbu v prípade zrušenia produktu zo strany tvorca bez adekvátnej náhrady):

Príklad zlej praktiky 4

Poplatky z cieľovej sumy za priebežnú protislužbu sa klientovi nevracajú v prípade zrušenia produktu zo strany tvorca bez adekvátnej náhrady: V prípade, že dôjde k zrušeniu fondu, do ktorého klient pravidelne investoval a vo vzťahu k tomuto pravidelnému investovaniu zaplatil poplatok z cieľovej sumy, pričom správcovská spoločnosť neponúka klientovi možnosť, aby pokračoval v pravidelnom investovaní do iného primeraného alebo vhodného fondu, NBS očakáva, že správcovská spoločnosť vráti klientovi alikvotnú časť „nespotrebovaného“ poplatku z cieľovej sumy z dôvodu, že klient nemohol pokračovať v pravidelnom investovaní. Ak by

správcovská spoločnosť alikvotnú časť nespotrebovaného poplatku z cieľovej sumy klientovi nevrátila, získala by neoprávnenú výhodu, keďže by jej zostala odplata aj za časť služieb, ktoré klientovi reálne neposkytla z dôvodu zrušenia fondu. Obdobne má postupovať obchodník s cennými papiermi v prípade poskytovania služieb riadenia portfólia.

- 5. Porušenie zásady uvedenej v bode 6.1 (vi) metodického usmernenia (Ak klient platí poplatok z cieľovej sumy za jednorazovú protislužbu investičného poradenstva, klientovi je počas obdobia pravidelného investovania poskytovaná investičná služba s vyššou pridanou hodnotou, napr. priebežné poskytovanie investičného poradenstva alebo riadenie portfólia.):**

Príklad zlej praktiky 5

Poplatky z cieľovej sumy za zriadenie pravidelného investovania v prípade jednorazového poskytnutia investičného poradenstva zo strany finančného agenta: V prípade, ak dochádza k prijímaniu poplatku z cieľovej sumy, ktorý je vypočítaný ako percento z cieľovej sumy, ktorá má byť investovaná pri pravidelnom investovaní (a väčšinou sa označuje ako poplatok za zriadenie pravidelného investovania), pričom finančný agent poskytne iba jednorazové investičné poradenstvo bez toho, aby boli klientovi poskytnuté akékoľvek ďalšie priebežné služby počas trvania zmluvy o pravidelnom investovaní zo strany príslušného finančného agenta, obchodníka s cennými papiermi alebo správцovskej spoločnosti, NBS bude považovať takéto konanie za nesúladne s povinnosťou finančného agenta vykonávať finančné sprostredkovanie s odbornou starostlivosťou a v záujme práv a oprávnených záujmov klienta podľa § 73b ZCP, keďže takéto konanie nezohľadňuje prípadné zmeny v potrebách klienta, ktoré môžu počas trvania investovania nastať. Nie je teda prispôbené jeho potrebám, ktoré sa môžu v priebehu času vyvíjať a meniť, a záujem finančného agenta je uprednostnený pred záujmom klienta v rozpore so zákonnými povinnosťami finančného agenta.

Naopak, ak klient platí finančnému agentovi poplatok z cieľovej sumy za jednorazovú protislužbu investičného poradenstva a zároveň klientovi počas obdobia pravidelného investovania poskytuje iná osoba (obchodník s cennými papiermi, správцovská spoločnosť) investičnú službu s vyššou pridanou hodnotou, napr. priebežné poskytovanie investičného poradenstva alebo riadenie portfólia, takáto úprava zmluvných vzťahov zohľadňuje prípadné zmeny v potrebách klienta, ktoré môžu počas trvania pravidelného investovania nastať, a teda je možné konanie finančného agenta považovať za konanie v súlade s odbornou starostlivosťou.

Príloha II - Príklady dobrej praxe

Príklady poplatkov z cieľovej sumy, ktoré NBS považuje za akceptovateľné:

1. Výber medzi možnosťou platiť priebežne uhrádzané poplatky bez určenia cieľovej sumy investície alebo platiť poplatok z cieľovej sumy:

Príklad dobrej praxe 1

Klient má na výber medzi možnosťou platiť priebežne uhrádzané poplatky bez určenia cieľovej sumy investície alebo platiť poplatok z cieľovej sumy s určením cieľovej sumy pravidelného investovania. Vtedy je riziko konfliktu záujmov dostatočne zmiernené. Ak by klient nemal možnosť výberu, je tu riziko uprednostnenia záujmov správcovskej spoločnosti, obchodníka s cennými papiermi, alebo finančného agenta, pred záujmami klienta, keďže motivuje tieto osoby k tomu, aby klientovi navrhovali stanovenie čo najvyššej cieľovej sumy. Klientovi sa transparentne zobrazia obe alternatívy, pričom by poskytnuté informácie mali byť jasné a zrozumiteľné pre neprofesionálneho klienta, aby mohol pochopiť, aká bude výška investovanej sumy a aká bude výška poplatku spolu s vysvetlením za čo sa poplatok platí a koho je príjmom.

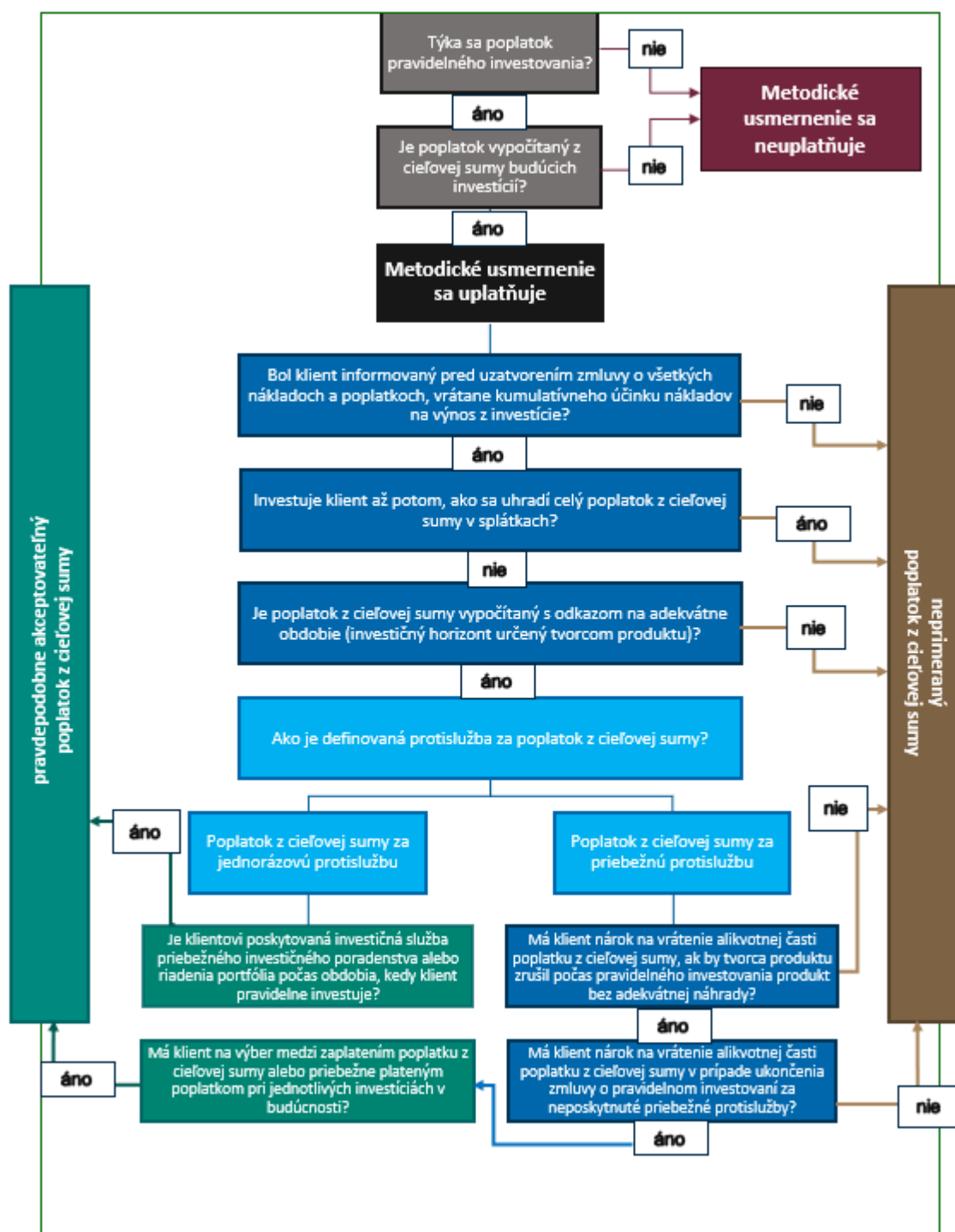
Suma tohto poplatku z cieľovej sumy je nižšia ako suma priebežne uhrádzaných poplatkov, ktoré by klient zaplatil pri pravidelnom investovaní.

2. Poskytovanie investičnej služby s vyššou pridanou hodnotou počas pravidelného investovania:

Príklad dobrej praxe 2

Ak klient platí poplatok z cieľovej sumy za jednorazovú protislužbu investičného poradenstva, klientovi je počas obdobia pravidelného investovania poskytovaná investičná služba s vyššou pridanou hodnotou, napr. priebežné poskytovanie investičného poradenstva alebo riadenie portfólia. Tým nie je dotknuté právo poskytovateľa priebežnej služby s vyššou pridanou hodnotou účtovať za tieto služby poplatky.

Príloha III – Rozhodovací strom



**Metodické usmernenie
útvarov dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska
zo 14. apríla 2025 č. 7/2025
(dohľadový benchmark)**

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.
4. Toto metodické usmernenie obsahuje aj príklady dobrých a zlých praktík, ktoré NBS identifikovala v súvislosti s poskytovaním investičnej služby riadenie portfólia. Dobré praktiky sú pravidlá, politiky a postupy predstavujúce najlepší štandard, ktorý NBS na trhu vníma a môžu byť indikátorom dodržiavania všeobecne záväzných právnych predpisov. Zlé praktiky sú pravidlá, politiky a postupy predstavujúce prax, ktorú NBS vníma negatívne a môžu byť indikátorom porušenia všeobecne záväzných právnych predpisov. Dobré a zlé praktiky sú vždy posudzované v kontexte celej činnosti dohliadaného subjektu a od prípadu k prípadu.

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	nákup alebo predaj finančného nástroja
Finančný nástroj	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

9. 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**.
10. Obhospodarovanie majetku zahŕňa viacero úkonov a činností, ktoré sa nedejú v rovnakom čase. Ide o rozhodovanie o investíciách, t. j. formulácia investičnej stratégie na základe zhodnotenia podmienok a požiadaviek konkrétneho zákazníka a aktuálnej a očakávanej trhovej situácie. Cieľom tejto analytickej fázy je dospieť k zoznamu finančných nástrojov a formulácii konkrétnej investičnej stratégie na základe vyhodnotenia vhodnosti podľa § 73f zákona o cenných papieroch. Ďalej, obhospodarovanie majetku znamená aj následnú realizáciu investičnej stratégie, teda nakladanie s majetkom klienta, t. j. zadávanie resp. vykonávanie pokynov na účet klienta na nákup a predaj majetku klienta, na základe diskreécie poskytovateľa tejto služby.
11. **Pojem voľná úvaha** – diskreícia 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 predat.
12. 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. Uvedené znamená, že ak má pri automatizovanom riadení portfólia dôjsť k transakcii bez ohľadu na skutočnosť, či klient schváli alebo neschváli konkrétne kroky (alebo vykoná nejaký úkon), klient nevie ovplyvniť transakciu natoľko, aby tieto úkony boli považované za pokyny klienta, a teda vykonávané mimo riadenia 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.

13. **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/diskréciu 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.
14. 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 II.¹⁾
15. 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).
16. 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.
17. 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/diskrétné oprávnenie pri investičných rozhodnutiach v mene klienta. Pri zmene stratégie alebo modelového portfólia, ktorá nie je výslovne upravená v mandáte, je nevyhnutná – ako je uvedené v odseku 14 vyššie – zmena základnej zmluvy, a teda rozsahu mandátu.
18. Pri vykonávaní voľnej úvahy a nakladaní s finančnými nástrojmi v rámci určeného mandátu

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.

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.

19. **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 nežaduje konkrétne pokyny na nákup takýchto finančných nástrojov a ak existuje na základe zmluvy a určeného mandátu možnosť pre obchodníka s cennými papiermi nakladať/disponovať s týmito finančnými nástrojmi, ide o prítomnosť mandátu, a teda o riadenie portfólia.

2.3 Perpetuálny pokyn

20. 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.
21. Perpetuálne pokyny a prípadne aj iné automatizované obchodovanie môžu byť súčasťou služby vykonanie pokynu klienta. Pre odlíšenie od služby riadenia portfólia je potrebné posúdiť, kto zadáva tieto pokyny na vykonanie a aká je interakcia klienta v prípade automatizovaného obchodovania. V prípade služby riadenia portfólia zadáva pokyn namiesto klienta portfólio manažér, t. j. obchodník s cennými papiermi (v rámci jednej firmy internému dealerovi, alebo externej obchodnej platforme a pod.) na základe vlastnej úvahy v rámci dohodnutého mandátu. V prípade zadania pokynu ako opakujúceho sa pokynu, ktorý je na začiatku presne vymedzený klientom bez možnosti zmeny obchodníkom s cennými papiermi, ako je uvedené v predchádzajúcom bode (na obchodnom mieste, postúpením ďalšiemu obchodníkovi a pod.) nie je službou riadenia portfólia.
22. 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

23. 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 nastaví 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)

23. 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.
24. 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 postupy a opatrenia na zabezpečenie, že koncentrácia finančných nástrojov v rámci portfólia vo vzťahu ku kreditnému riziku je efektívne identifikovaná, kontrolovaná a zmiernovaná, napríklad určovaním prahových hodnôt koncentrácie finančných nástrojov 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.
25. 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.

26. 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.

27. 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.
28. 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.
29. 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

30. 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.

31. 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

32. 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 (navrhovanie) investičných stratégií alebo vytváranie modelových portfólií je možné považovať za vedľajšiu službu vykonávanie investičného prieskumu a finančnej analýzy alebo inej formy všeobecného odporúčania týkajúceho sa obchodov s finančnými nástrojmi alebo aj za investičné odporúčanie v zmysle čl. 3 (1) bod 35 nariadenia MAR.

4.1.1 Zložený investičný produkt

33. 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.
34. 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 rôzne súčasti tohto balíka a je povinný poskytnúť doklad s osobitným uvedením nákladov a poplatkov pre každú súčasť tohto balíka. Ak je pravdepodobné, že riziká vyplývajúce z takej dohody alebo z takého balíka služieb 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.
35. 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.

4.1.2 Investičný prieskum podľa zákona o cenných papieroch

36. V zmysle § 73b ods. 19 a 20 zákona o cenných papieroch sa na účely tohto paragrafu investičným prieskumom rozumie výskumný materiál alebo služby týkajúce sa jedného alebo viacerých finančných nástrojov alebo iných aktív, alebo emitentov finančných nástrojov alebo potenciálnych emitentov finančných nástrojov alebo výskumný materiál alebo služby úzko

súvisiace s konkrétnym odvetvím alebo príslušným trhom, ktorý informuje o finančných nástrojoch, aktívach alebo emitentoch v rámci konkrétneho odvetvia alebo príslušného trhu. Investičný prieskum zahŕňa aj materiál alebo služby, ktoré priamo alebo nepriamo odporúčajú alebo navrhujú investičnú stratégiu a poskytujú opodstatnené stanoviská k súčasnej alebo budúcej hodnote alebo cene finančných nástrojov alebo aktív, alebo obsahujú pôvodné poznatky, analýzy a závery založené na nových alebo existujúcich informáciách, ktoré by sa mohli použiť na informovanie o investičnej stratégii a ktoré by boli relevantné a spôsobilé ovplyvniť rozhodnutia obchodníka s cennými papiermi v mene klientov, ktorí uhrádzajú poplatky za takýto investičný prieskum.

37. Úprava investičného prieskumu je detailnejšie obsiahnutá v DN 2017/565. Recitál 50 ustanovuje, že investičný prieskum by mal byť podkategóriou typu informácií, ktoré sú v nariadení MAR vymedzené ako odporúčanie. Investičný prieskum v zmysle čl. 36 DN 2017/565 je 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, pričom musí spĺňať tieto podmienky: (i) je označené alebo opísané ako investičný prieskum alebo podobne [...] a (ii) ak je predložené klientovi obchodníkom s cennými papiermi toto odporúčanie nepredstavuje poskytnutie investičného poradenstva. Okrem spomínaného musí takýto investičný prieskum spĺňať aj ďalšie regulačné podmienky, a to konkrétne ustanovenia čl. 36 a 37 DN 2017/565. Zostavovanie investičných stratégií v rámci riadenia portfólia, alebo pri poskytovaní investičného poradenstva, za súčasného vyhodnocovania vhodnosti konkrétnych finančných nástrojov, ktoré majú byť v stratégii zastúpené, pre konkrétneho klienta, nie je považované za investičný prieskum.

4.1.3 Investičné odporúčanie podľa nariadenia MAR

38. V prípade finančných nástrojov, ktoré sú obchodované na obchodnom mieste (t. j. na regulovanom trhu, MTF alebo OTF), alebo finančných nástrojov, ktorých cena alebo hodnota závisí od ceny alebo hodnoty finančného nástroja obchodovanom na obchodnom mieste alebo má na ne vplyv, vrátane okrem iného swapov na úverové zlyhanie a rozdielových zmlúv, ako napr. ETF, ktoré bývajú často súčasťou investičných stratégií alebo riadených portfólií, sa pri navrhovaní investičnej stratégie budú aplikovať aj pravidlá podľa nariadenia MAR.
39. V čl. 3 (1) bod 35 nariadenia MAR je investičné odporúčanie definované rovnako ako investičný prieskum v DN 2017/565 (viď definíciu v bode 37 vyššie). 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.
40. Podľa čl. 20 nariadenia MAR všetky vyššie spomínané 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.

4.1.4 *Navrhovanie investičnej stratégie vo vzťahu k riadeniu portfólia*

41. Samotné navrhovanie investičnej stratégie alebo vytváranie modelového portfólia nie je riadením portfólia, ale ich ďalšia správa a prípadná rekalibrácia na základe voľnej úvahy osoby nakladajúcej s majetkom v portfóliu (viď vyššie) je považovaná za riadenie portfólia.
42. 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.
43. 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.
44. 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

45. Pri distribúcii modelových portfólií alebo investičných stratégií, 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 sú buď súčasťou zloženého produktu, alebo sú poskytované vo vzťahu k tomuto produktu, alebo na základe investičného prieskumu, alebo investičných odporúčaní. 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.
46. Keďže investičná stratégia resp. modelové portfólio nie sú finančným nástrojom, nebude sa na jeho tvorca 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 odporučená

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 a propagácia riadených portfólií

47. V súlade s požiadavkami podľa § 73c zákona o cenných papieroch a najmä čl. 44 DN 2017/565 na jasné, prehľadné a nezávádzajúce informácie pre klienta, je nevyhnutné, aby všetky informácie, ktoré obchodník s cennými papiermi adresuje (potenciálnemu) klientovi, alebo sa k nemu môžu dostať, spĺňali podmienky podľa ustanovení tohto článku.
48. 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.
49. 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.
50. Obdobne označenie investičných stratégií ako konzervatívnych, ak sú dominantnou zložkou portfólia akcie, nie je dostatočné a súladné s požiadavkou na poskytovanie nezávádzajúcich informácií.
51. 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

52. 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 nielen na transparentnosť poplatkov a zobrazovanie výkonnosti portfólia ex ante aj ex post, ale aj na všeobecný princíp 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.
53. 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 vyššie uvedený všeobecný princíp podľa § 73b ods. 1 zákona o cenných papieroch.
54. Za porušenie vyššie uvedeného všeobecného princípu podľa § 73b ods. 1 zákona o cenných papieroch považuje Národná banka Slovenska najmä nasledovné:

- a. určenie neprimeranej metódy výpočtu výkonnostného poplatku; napr. používanie modelu najvyššej hodnoty (HWM)²⁾ alebo modelu vyššej hodnoty (HoH)³⁾ za primeranú metódu výpočtu výkonnostného poplatku k pasívnym investičným stratégiám, t. j. takým investičným stratégiám, kde je cieľom investovať do nástrojov kopírujúcich index alebo inú referenčnú hodnotu (benchmark) a/alebo dosiahnuť výnos na úrovni referenčnej hodnoty (benchmarku);
 - b. používanie neprimerane krátkeho referenčného obdobia; referenčným obdobím sa rozumie obdobie, počas ktorého sa meria výkonnosť a porovnáva sa s referenčným ukazovateľom. Dĺžka referenčného obdobia musí byť primeraná metóde výpočtu výkonnostného poplatku a investičnej stratégii, a musí byť minimálne 1 rok;
 - c. neprimeraná frekvencia splatnosti výkonnostného poplatku;
 - d. viacnásobné spoplatnenie tej istej výkonnosti portfólia klienta, napr. štruktúra poplatkov, ktorá obsahuje ako poplatok za prekročenie výkonnosti benchmarku, tak aj ďalší poplatok za napríklad za prekročenie HWM alebo za dosiahnutú nominálnu výkonnosť.
55. Transparentnosť výkonnostných poplatkov – výkonnostné poplatky je v súlade s prílohou II DN 565/2017 potrebné zahrnúť do ex-ante a ex-post transparentnosti poplatkov a nákladov. Taktiež je potrebné zohľadniť ich pri povinnosti obchodníka s cennými papiermi poskytnúť príklad znázorňujúci kumulatívny účinok nákladov na návratnosť podľa čl. 50 ods. 10 DN 565/2017.
56. Všeobecná povinnosť zavedenia referenčnej hodnoty na účely možnosti vyhodnotenia výkonnosti zo strany klienta – podľa článku 47 ods. 2 DN 2017/565, keď obchodníci s cennými papiermi poskytujú službu riadenie portfólia majú zaviesť primeranú metódu porovnania, ako napríklad zmysluplnú referenčnú hodnotu (benchmark) založenú na investičných cieľoch klienta a druhoch finančných nástrojov zahrnutých v portfóliu klienta, aby klient ktorému sa služba poskytuje, mohol zhodnotiť výkonnosť spoločnosti. Táto povinnosť platí nezávisle od toho, či a aká metóda výkonnostného poplatku sa uplatňuje. Výber porovnávacieho indexu ako referenčnej hodnoty (benchmarku) pre konkrétnu investičnú stratégiu musí korešpondovať so zameraním investičnej stratégie, inak takéto porovnanie stráca vypovedaciu schopnosť. Napríklad, ak je investičná stratégia zameraná na technologické akcie, mala by byť porovnávaná s technologickým indexom (napr. NASDAQ). Podobne, ak má byť investičná stratégia zameraná na akcie z regiónu USA, nemôže byť porovnávaná s európskym akciovým indexom. Ak je referenčná hodnota (benchmark) zvolený nesprávne jeho vypovedacia hodnota je obmedzená, pre investorov zavádzajúca a môže viesť k poškodeniu klientov účtovaním neprimerane vysokého výkonnostného poplatku. Pre porovnanie je potrebné nájsť také porovnávacie indexy, ktoré sú čo najviac podobné investičnej stratégii portfólia.

7 Distribúcia prostredníctvom FA

57. 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.

²⁾ Model najvyššej hodnoty (HWM model) je model výkonnostného poplatku, v rámci ktorého sa výkonnostný poplatok môže účtovať iba na základe dosiahnutia novej najvyššej hodnoty počas referenčného obdobia výkonnosti.

³⁾ Model vyššej hodnoty (HoH model) Model výkonnostného poplatku, v rámci ktorého sa výkonnostný poplatok môže účtovať, iba ak čistá hodnota aktív prekročí čistú hodnotu aktív, pri ktorej sa výkonnostný poplatok naposledy realizoval (splatil).

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/>).

58. Na druhej strane, v prípade ak má obchodník s cennými papiermi nastavenú distribúciu modelových portfólií resp. investičných stratégií iba prostredníctvom finančných agentov, nemôže byť komunikácia s klientom pri riadení portfólia prenášaná výhradne na finančných agentov.

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 obstarat' 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 bez toho aby boli vyvážené objektívnymi kritériami;
- Nezohľadnený vek klienta v rámci posudzovania vhodnosti vo vzťahu k investičným horizontom;
- 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 sú naviazané na poplatky alebo ich výpočet je odvodený od poplatkov z výkonnosti portfólia, ak nie je zo strany SFA poskytovaná klientovi priebežná služba.

9 Záverečné ustanovenia

59. 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 vo Vestníku NBS, dostupnom prostredníctvom webovej stránky NBS.

60. 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.

Vladimír Dvořáček v. r.

člen bankovej rady a výkonný riaditeľ pre úsek
dohľadu a finančnej stability
Národnej banky Slovenska

Júlia Čillíková v. r.

výkonná riaditeľka pre úsek dohľadu
a ochrany finančného spotrebiteľa
Národnej banky Slovenska

Vydavateľ: Národná banka Slovenska, ul. Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava 1,
IČO: 30844789
Periodicita: vychádza podľa potreby Národnej banky Slovenska
Objednávky: vestnik@nbs.sk