

**RETAILOVÍ INVESTORI V EURÓPSKEJ ÚNII:
MOŽNOSTI, OBMEDZENIA A AKO ĎALEJ**

**Retail investors in European Union: Possibilities, Restrictions and
how to proceed**

Martin MLÝNEK

Október 2023

**ŠTÚDIA VYPRACOVANÁ PRE EUGENA JURZYCU, POSLANCA EURÓPSKEHO
PARLAMENTU
COPYRIGHTS – ECR GROUP**

ZHRNUTIE

Táto práca popisuje základné dôvody, prečo zvyšovať participáciu retailových investorov na Európskych kapitálových trhoch, analyzuje súčasné podmienky investovania retailových investorov na Európskych kapitálových trhoch, identifikuje základné obmedzenia ich participácie na finančných a kapitálových trhoch a porovnáva legislatívu EÚ s krajinami Spojeného kráľovstva, Spojených štátov amerických a Japonska. Zároveň ponúka niekoľko ciest ako pritiahnúť retailových investorov: vzdelávaním, užívateľsky atraktívnym budovaním dôvery v kapitálové trhy. Fragmentácia kapitálových trhov a spojených služieb v rámci EÚ predstavuje signifikantnú nevýhodu budúceho rozvoja.

Prvá časť sumarizuje základné dôvody, prečo retailoví investori investujú alebo prečo neinvestujú na kapitálových trhoch. Základné dôvody sú tvorba bohatstva, penzijné sporenie a mať finančné prostriedky, úspory na neočakávané udalosti.

Druhá časť do hĺbky analyzuje a pojednáva o legislatíve kapitálových trhov EÚ, menovite projekt Únie kapitálových trhov, ktorého ôsme opatrenie má priame dopady na participáciu retailových investorov. Práca rozoberá a skúma novú stratégiu pre kapitálové trhy, ktorá je navrhnutá v obsahu novej Omnibus smernice, ktorá mení niekoľko smerníc regulujúcich kapitálové trhy. Práca do detailov rozoberá benefity ako aj slabé stránky navrhutej Omnibus smernice ako aj možné finančné náklady a pozitíva.

Tretia časť práce opisuje základné obmedzenia a zábrany, ktorým čelia retailoví investori v EÚ, postavené na ich rozlíšení na začínajúcich investorov, tradičných investorov, etablovaných investorov, dôchodkových investorov). Je zrejmé z analýzy, časti Opis obmedzení, ktorým čelia retailoví investori v EÚ, že investori v EÚ majú menej príležitostí na investovanie ako v iných rozvinutých krajinách vo svete. Práca identifikuje, že akciové a dlhopisové trhy EÚ sú orientované prevažne na inštitucionálnych investorov. Pozícia investorov je porovnávaná s trhmi v USA, UK a Japonska.

Práca uzatvára analýzu s návrhmi ako expandovať príležitosti pre európskych retailových investorov na investovanie na kapitálových trhoch:

- Aktívne propagovať výhody retailového investovania

- Tvorba investičných nástrojov pre retailových investorov adresujúca neznesiteľnú fragmentáciu kapitálových trhov v Európskej únii
- Zmeny v možnostiach manažovania penzijných úspor a fondov v prospech retailových investorov
- Zrušenie možností vytlačania retailových investorov z vlastnickej štruktúry spoločností
- Neustále finančné vzdelávanie pre všetkých (na dosiahnutie vysokej miery finančnej gramotnosti medzi obyvateľstvom)

SUMMARY

This document describes main reasons for increasing investments by retail investors to European capital markets products, analyses current conditions for retail investors to invest in the European capital markets, identifies main obstacles to increased participation of these investors on the markets and compares due EU legislation to the legislation in the United Kingdom, the United States and Japan. Finally it offers several ways how to attract investment into capital market products by retail investors: education, user friendly approach and building trust into capital markets. The fragmentation of capital markets and connected services within the EU pose a significant drawback for their future development.

The first chapter summarizes the main reasons why retail investors invest or do not invest in capital markets. Main reasons are building wealth, pension savings and a need to have resources for unexpected events.

The second chapter delves deeply into the EU capital market legislation and namely into the Capital Markets Union project, where the measure 8 has a direct consequence for retail investors participation. The document explores the new strategy for the capital markets which is embodied in a proposal of the Omnibus directive which amends several legislative norms regulating capital markets. The document discusses in detail possible benefits and weaknesses of the proposed Omnibus directive as well as possible financial costs and benefits.

Third part describes main obstacles which retail investors face in the EU based on their taxonomy (beginners, traditional, established and pension investors). It is obvious that, in general, they have less opportunities to invest in comparison with retail investors in developed markets. The documents identified that European markets (equity, bond) and their infrastructure are geared predominantly to wholesale investors (institutional investors). Position of European investors is then compared to the one of investors in the United States, the United Kingdom and Japan.

The document concludes with a proposal of steps aimed at expanding opportunities for European retail investors to invest in the capital markets such as:

- actively promoting advantages of these investments

- creation of more retail-friendly investment tools, including addressing the unbearable fragmentation of capital markets within EU
- changes into management of investor's portfolio in pension fund
- scrap the option of crowding-out retail investors from company ownership
- permanent financial education for all (to attain high level of financial literacy within population)

1. Ekonomické dôvody investícií retailových klientov na finančných a kapitálových trhoch

Retailoví investori pri rozvoji kapitálových trhov Európy, Severnej Ameriky alebo zvyšku sveta vždy predstavovali podstatný zdroj kapitálu. Prvé kapitálové spoločnosti, ktoré vznikali na pôde Európy, boli v mnohých prípadoch zakladané úpisom akcií akciovej spoločnosti („joint stock company“). Príkladom je vznik Anglickej Východoindickej Spoločnosti v roku 1600, či Holandskej Východoindickej Spoločnosti „VOC“ v roku 1602, ktorá pri vzniku upísala svoje účastiny, akcie. V oboch prípadoch by sa väčšina investorov spoločností z dnešného hľadiska dala klasifikovať ako „retailoví investori“, pričom napr. Holandská Východoindická Spoločnosť mala dva druhy akcionárov, „účastníkov“. Takých, ktorí sa nepodieľali na správe spoločnosti, a „manažujúcich partnerov“, ktorí spravovali spoločnosť, celkovo 76 partnerov. Spoločnosť pri vzniku mala celkovo 358 akcionárov, ktorí boli prevažne drobní, minoritní investori, ochotní riskovať vložený kapitál. Minimálny vklad bol 3 000 guldenov.

Samozrejme za stáročia sa trh vyvíjal a jeho štruktúra sa menila, ale základná podstata ostáva. Retailoví investori sú investori, ktorí sú ochotní časť svojho majetku vložiť do vznikajúcej spoločnosti alebo na sekundárnom trhu zhodnotiť úspory, pričom vystavujú svoj majetok trhovým a iným rizikám, ale očakávajú vyššie zhodnotenie majetku ako na dostupných bankových, či poisťných produktoch, u ktorých je riziko straty všeobecne vnímané ako nižšie, či nízke.

Podľa štúdie „Budúcnosť kapitálových trhov: Demokratizácia retailového investovania z augusta 2022¹, základné zistenia a dôvody prečo dnes retailoví investori investujú na finančných trhoch sa dajú zhrnúť nasledovne (9 287 respondentov z 9 krajín sveta):

- Vlastné finančné ciele investora
- Výška ročného príjmu umožňujúca úspory investovať
- Prístup k vyššiemu počtu aktív do ktorých sa dá investovať
- Pozitívne vnímanie finančných trhov a poskytovateľov služieb pre retailových investorov

¹ https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf

Respondenti, ktorí aj aktívne investujú, ako dôvody spresnili nasledovné:

- Prístup k produktom a službám
- Investičné skúsenosti a vlastné historické výsledky
- Finančné vzdelanie a pochopenie fungovania trhov
- Možnosti prístupu k investičným radám, podporujúce investičné rozhodnutia

Respondenti, ktorí neinvestujú, ako dôvody spresnili nasledovné

- Nízka úroveň dôvery vo finančné trhy
- Nízke povedomie o produktoch a službách
- Absentujúce či nedostatočné zdroje informácií nutných pre investovanie

Ekosystém, ktorý je rozhodujúci pre retailového investora, sa skladá z troch prvkov:

- Dostupnosť – úroveň dostupnosti investičných služieb a produktov
- Vzdelanie – ľahkosť získania relevantného vzdelania a informácií, finančnej gramotnosti
- Dôvera – schopnosť dôverovať inštitúciám pôsobiacim na finančných trhoch a dôvera v trh samotný

Retailoví investori majú rôznorodé finančné ciele, ktoré sa dajú zhrnúť do nasledovných skupín (% investorov):

- Viac si usporiť na dôchodok (48%)
- Zveľaďovať čisté bohatstvo pre seba a potomkov (43%)
- Sporenie z dôvodu neočakávanej osobnej situácie (41%)
- Sporenie z dôvodu inej budúcej väčšej investície (31%)
- Ako diverzifikácia a doplnenie príjmu (30%)
- Sporenie na budúci voľný čas a cestovanie (27%)
- Osobné ciele a zadosťučinenie (14%)
- Na splatenie dlhu (9%)

Zdroj informácií pre rozhodovanie retailových investorov a pre ich investičné rozhodnutia prevažne sú:

- Finančný poradca alebo správca aktív (47%)
- Informačné a vzdelávacie zdroje od finančných inštitúcií – podcasty, články, emaily, videá (41%)

- Iné on-line zdroje ako dedikované webstránky na investovanie, blogy, videá (34%)
- Tradičné médiá – noviny, magazíny, televízia (28%)
- Sociálne siete (25%)
- Rodina či priatelia (25%)
- Robotický a digitálny poradcovia (25%)

Vo všeobecnosti dnes majú retailoví investori prístup k diverzifikovaným druhom aktív s rôznym rizikovým apetítom. Vo všeobecnosti sa tieto aktíva dajú zhrnúť do štyroch rizikových skupín:

- S najvyšším investičným rizikom
 - Kryptomeny
 - Opcie, future
 - ETF s pákou a CFD
 - Non-fungible tokens (NTFs)
- S vyšším či stredným investičným rizikom
 - Realitné investície
 - Centové akcie (penny stocks)
 - Ropné, ťažobné spoločnosti
- So stredným a nižším investičným rizikom
 - Akcie
 - Prioritné akcie a podriadené dlhy
 - Špekulatívne pásmo dlhopisov, CDO
 - Akciové fondy, ETF
 - Dlhopisy investičného pásma a vládne dlhopisy (s dlhou duráciou)
- Investičné produkty s nízkou mierou rizika
 - Sporiace účty, CD
 - Nástroje peňažného trhu
 - Dlhopisy investičného pásma a vládne dlhopisy (s nízkou a strednou duráciou)
 - Pfandbrief, založené dlhopisy

Rozhodujúce dôvody investovania na finančných a kapitálových trhoch pre retailových investorov sú predovšetkým cieľ zveľaďovať osobné úspory na dôchodok, správa a zveľaďovanie vlastného majetku pre seba či budúce generácie, deti a ako druh sporenia pre finančné krytie neočakávaných situácií. Ekosystém investovania pre retailových investorov tvoria predovšetkým dostupnosť finančných produktov a služieb,

vzdelanie a dôvera voči trhu a finančným inštitúciám poskytujúcim služby pre investorov.

Vo všeobecnosti platí, že najčastejšími menovanými dôvodmi, prečo konkrétny investor neinvestuje do určitého typu aktív (akcie, dlhopisy, deriváty, ETF, fondy, alternatívne aktíva, kryptomeny) sú:

- Investor nemá pocit, že rozumie produktu dostatočne dobre (29% - 41%)
- Nevie, kde je produkt dostupný (13% - 24%)
- Produkt nie je v súlade s investičnými cieľmi (13% - 19%)
- Nedôveruje produktu a ponuke (8% - 23%)
- Produkt je príliš nepredvídateľný (7% - 19%)

Základné očakávanie retailového investora je, že svojou správou dosiahne pravdepodobnejšie a zároveň vyššie zhodnotenie aktív, ako keby ich dal spravovať správcovi, a zároveň si chce ponechať kontrolu nad rozhodnutiami a aktívami.

V posledných rokoch početnosť retailových investorov narastá, pričom jedným zo zdôvodnení z dôvodov je aj priaznivé makroekonomické prostredie spojené s globalizáciou. V Spojených štátoch kulminoval počet retailových investorov pred finančnou krízou rokov 2008-2009, keď až 61-62% amerických domácností participovalo na finančných trhoch, pričom dnes sa toto percento pohybuje na úrovni okolo 55%. Druhá najvyššia miera participácie je v Spojenom Kráľovstve (približne 33%) a tretia v Číne (13%). Faktom je, že v krajinách Európskej únie je miera participácie retailových investorov na finančných trhoch dlhodobo nízka, vo väčšine krajín pod 10% a na úrovni 1%-3% domácností. Dôvody, prečo je v krajinách EÚ miera participácie nízka², sú rôznorodé, každopádne ak sa rozhodne domácnosť, investor participovať na finančných trhoch, má vysokú dôveru, že dosiahne svoje finančné ciele a vedomosti ohľadne fungovania finančných trhov:

- Francúzsko / Nemecko (dôvera až 92%)
- Spojené štáty americké (83%)
- Spojené kráľovstvo (74%)
- Japonsko (60%)

Pre porovnanie v rozvojových krajinách je miera dôvery ešte vyššia, Čína (96%), UAE (88%), Brazília (84%), Juhoafrická republika (83%).

² The Future of Capital Markets: Democratization of Retail Investing, https://www3.weforum.org/docs/WEF_Future_of_Capital_Markets_2022.pdf

V prípade zlepšenia investičného ekosystému by participácia retailových investorov rástla aj v EÚ. Pre tvorcov politik je najväčšia výzva zakomponovať finančné vzdelávanie od útleho veku do vzdelávacieho procesu – pričom až 31% domácností by participovalo na finančnom trhu, ak by malo vyššiu finančnú gramotnosť. Ďalšími cestami na zvýšenie participácie sú zvýšenie dostupnosti finančných nástrojov a zvýšenie dôveryhodnosti posilnením politik finančnej ochrany spotrebiteľa.

2. Legislatíva kapitálových trhov v EÚ a projekt Únie kapitálových trhov

Kapitálové trhy v Európskej únii sa riadia niekoľkými smernicami a nariadeniami, ktoré vytvára Európska komisia v rámci jednotného trhu Únie. Retailových investorov a ich ochrany sa týka niekoľko kľúčových právnych úprav, ktoré po sektoroch zosúladujú požiadavky na ochranu retailových investorov. Ide o oblasť investičných služieb, investovanie cestou poisťných produktov a fondy kolektívneho investovania (buď do prevoditeľných cenných papierov alebo alternatívnych investícií).

Investičné služby

Regulácia investičných služieb a aktivít známa pod názvom právna úprava MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) bola prijatá ako reakcia na finančnú krízu rokov 2008-9 so zámerom zvýšiť ochranu investorov a zabezpečiť transparentnosť obchodovania. Jej hlavným cieľom bolo posilniť existujúci právny rámec a zaviesť jednotný európsky súbor pravidiel týkajúcich sa investičných služieb a investičných činností spolu s vedľajšími investičnými službami. Pozostáva zo smernice MiFID II³ a nariadenia MiFIR⁴, ktoré harmonizuje najdôležitejšie aspekty tejto právnej úpravy rovnakým spôsobom a bez odchýlok vo všetkých členských štátoch EÚ. Rámec právnej úpravy MiFID II (a aj všetkých ostatných právnych noriem) je na európskej úrovni dotváraný nástrojmi tzv. Level 2 (právnymi predpismi Európskej komisie) a Level 3 (usmernenia a Q&A (otázky a odpovede) dokumentami vydávanými Európskou agentúrou pre trhy s cennými papiermi - ESMA).

Smernica MiFID II vo vzťahu k retailovým klientom rieši dva základné problémy:

1. **Požiadavky na transparentnosť**, ktoré sa uplatňujú pred obchodovaním s finančnými nástrojmi a po ňom, napríklad keď účastníci trhu musia zverejniť informácie o cenách finančných nástrojov.
2. **Posilnenie ochrany investorov**, čo znamená, že investičné spoločnosti by mali pri poskytovaní investičných služieb konať v najlepšom záujme svojich klientov. Tieto spoločnosti majú chrániť aktíva svojich klientov

³ Smernica EP a Rady 2014/65 o trhoch s finančnými nástrojmi, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:240405> 3

⁴ Nariadenie EP a Rady 2014/600 o trhoch s finančnými nástrojmi, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0600>

alebo zabezpečiť, aby produkty, ktoré vytvárajú, ponúkajú alebo odporúčajú, boli určené na plnenie potrieb konečných klientov. Investori tiež musia dostať viac informácií o produktoch a službách, ktoré sa im ponúkajú alebo odporúčajú. Spoločnosti musia navyše zabezpečiť, aby odmeny zamestnancov a stimuly, ktoré spoločnosti dostávajú alebo ktoré sú im vyplácané, za to, že odporúčajú určitý finančný produkt, neboli organizované spôsobom, ktorý ide proti záujmom klientov.

Článok 16 MiFID II požaduje pri **tvorbe produktov**, aby postup schvaľovania daného produktu určil identifikovaný cieľový trh koncových klientov v rámci príslušnej kategórie klientov pre každý finančný nástroj a zabezpečil, že sú hodnotené všetky príslušné riziká pre určený cieľový trh, a že zamýšľaná stratégia distribúcie je v súlade s identifikovaným cieľovým trhom. Investičná spoločnosť musí tiež pravidelne skúmať finančné nástroje ponúkané alebo uvádzané na trh, s prihliadnutím na akékoľvek udalosti, ktoré by mohli významne ovplyvniť potenciálne riziko pre identifikovaný cieľový trh, s cieľom posúdiť aspoň, či je finančný nástroj v súlade s potrebami identifikovaného cieľového trhu, a či je plánovaná stratégia distribúcie naďalej vhodná.

Článok 24 podrobne a striktno stanovuje ako má investičná spoločnosť informovať klientov ohľadne investičnej spoločnosti a jej služieb, finančných nástrojov a navrhovaných investičných stratégií, miest výkonu a všetkých nákladoch a súvisiacich poplatkov. Informácie o všetkých nákladoch a poplatkoch vrátane nákladov a poplatkov v súvislosti s investičnou službou a finančným nástrojom, ktoré nie sú spôsobené výskytom základného trhového rizika, musia byť zrátané, aby klient vedel pochopiť celkové náklady, ako aj kumulatívny vplyv na návratnosť investície.

Ak sa poskytuje investičná služba na nezávislom základe, je veľmi dôležité, aby investičná spoločnosť neakceptovala ani si neponechala poplatky, provízie alebo iné peňažné a nepeňažné benefity zaplatené alebo poskytnuté akoukoľvek treťou stranou alebo osobou konajúcou v mene tretej strany v súvislosti s poskytnutím služby klientom. Menšie nepeňažné benefity sú možné, ale musia byť zrozumiteľné komunikované klientom. To isté sa týka správy portfólií. Veľmi dôležité je, že investičné spoločnosti musia zabezpečiť, aby neodmeňovali svojich zamestnancov ani neposudzovali ich výkon spôsobom, ktorý je v rozpore s jej povinnosťou konať v najlepšom záujme jej klientov. To je niečo, čo sa pomerne ťažko napĺňa a je otáznou do akej miery sa tento prístup implementoval.

Článok 25 určuje, že investičná spoločnosť musí posúdiť vhodnosť daných produktov či služieb pre klienta na základe testu jeho finančnej situácie vrátane jeho schopnosti znášať straty, jeho odolnosti voči riziku a jeho investičných cieľov. Investičná spoločnosť musí tiež vyhodnotiť znalostí a skúseností klienta v oblasti investícií týkajúce sa konkrétneho ponúkaného alebo žiadaného druhu produktu alebo služby. Annex II obsahuje kvantitatívne kritéria na posúdenie klientov.

Retailových klientov sa týka aj delegovaná smernica EK 2017/593, ktorá sa zaoberá ochranou finančných nástrojov a finančných prostriedkov patriacich klientom, povinnosťami v oblasti riadenia produktov a pravidlami uplatniteľnými na poskytovanie alebo prijímanie poplatkov, provízií alebo akýchkoľvek peňažných alebo nepeňažných benefitov⁵. S cieľom posilniť ochranu investorov a zvýšiť jasnosť pre klientov, pokiaľ ide o kvalitu poskytovaných služieb, sa v smernici MiFID II obmedzila možnosť spoločností prijímať alebo platiť stimuly. Na tieto účely by sa stanovili podrobné podmienky prijímania a platenia stimulov. Bližšie sa definovala a vymedzila podmienka, že stimuly majú zlepšovať kvalitu služieb pre klienta. Na tento účel sa mal stanoviť zoznam situácií, ktoré sa považujú za relevantné pre podmienku, že stimuly zvyšujú kvalitu služby pre príslušného klienta. Klient má platiť poplatok, províziu alebo poskytnúť nepeňažný benefit len vtedy, keď je to opodstatnené tým, že mu je poskytnutá dodatočná služba alebo služba vyššej úrovne.

Delegovaná smernica 2017/593 bola novelizovaná delegovanou smernicou EK 2021/1269, ktorá vyžaduje, aby investičné spoločnosti vytvárajúce a distribuujúce finančné nástroje zohľadnili **faktory udržateľnosti**⁶ v rámci procesu schvaľovania produktu pri každom finančnom nástroji, ako aj v iných mechanizmoch riadenia produktov a dohľadu nad produktmi pri každom finančnom nástroji, ktorý je určený na distribúciu klientom hľadajúcim finančné nástroje s udržateľným profilom.

Nariadenie MiFIR má za cieľ zaistiť aby trhy s finančnými nástrojmi boli transparentné, fungovali efektívnejšie a poskytovali viac ochrany pre investorov. Nariadenie sa týka investičných spoločností, úverových inštitúcií,

⁵ V angličtine je zjednocujúci názov inducements. V tomto texte budeme používať termín provízie.

⁶ Nariadenie EP a Rady 2019/2088 o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore finančných služieb <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R2088>

poisťovní, životných poisťovní, alternatívnych investičných fondov a spoločností z krajín mimo EÚ, ktoré poskytujú investičné služby a činnosti a ktoré majú povolenie EK. Pre retailových investorov sú najdôležitejšie **pravidlá transparentnosti**:

1. Cieľom je zabezpečiť, aby sa obchodovanie uskutočňovalo na organizovaných a riadne regulovaných obchodných miestach⁷;
2. Stanovujú požiadavku, aby organizátori trhu a investičné spoločnosti, ktoré prevádzkujú obchodné miesto, pred obchodovaním aj po ňom zverejnili informácie, ako sú nákupné a predajné ceny a objem transakcií;
3. Stanovujú, že informácie sa musia sprístupňovať verejnosti za primeraných obchodných podmienok, nediskriminačným spôsobom a bezplatne 15 minút po zverejnení;
4. Stanovujú sa v nich osobitné požiadavky pre systematických internalizátorov⁸ a investičné spoločnosti, ktoré obchodujú na mimoburzovom trhu bez dohľadu burzy.

Poistenie a distribúcia poistných produktov

V EÚ sprostredkovatelia poistenia hrajú hlavnú úlohu pri distribúcii produktov poistenia. Rôzne kategórie osôb alebo inštitúcií, ako sú agenti, makléri a distribútori „bankopoistenia“, poisťovne, cestovné agentúry a požičovne automobilov, môžu distribuovať poistné produkty. Rovnosť zaobchádzania medzi distribútormi a ochrana zákazníka si vyžadujú, aby sa Smernica IDD (Insurance Distribution Directive)⁹ vzťahovala na všetky uvedené osoby alebo inštitúcie.

IDD vyžaduje:

1. **transparentnosť** distribútorov poistenia vzhľadom na cenu a náklady ich produktov, tak aby bolo spotrebiteľom zrejmé, za čo platia;
2. **lepšie a kompletnejšie informácie**, aby spotrebiteľia mohli prijímať uvedomelejšie rozhodnutia pomocou jednoduchého štandardizovaného informačného dokumentu o poistnom produkte pre produkty neživotného poistenia;

⁷ Obchodné miesto je oficiálne miesto, kde dochádza k výmene cenných papierov, ako napríklad burza cenných papierov.

⁸ Systematický internalizátor je investičná spoločnosť, ktorá organizovane, často, systematicky a významne obchoduje na vlastný účet mimo regulovaného trhu.

⁹ Smernica EP a Rady 2016/97 o distribúcii poistenia <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016L0097>

3. ak sa poistné produkty ponúkajú v balíku s iným tovarom alebo službou, napríklad pri predaji nového auta za výhodnú cenu spolu s poistením motorových vozidiel, spotrebiteľia musia mať možnosť kúpiť si hlavný tovar alebo službu bez poistenia;
4. pravidlá o transparentnosti a obchodnom správaní, aby sa spotrebiteľia vystríhali kupovania produktov, ktoré nenapĺňajú ich potreby.

Rovnaké pravidlá sa uplatňujú aj vtedy, keď sa produkt kupuje priamo od poisťovne, a nielen pri kúpe produktov prostredníctvom sprostredkovateľov, ako sú agenti či makléri. Pri predaji produktov životného poistenia, ako je **investičné životné poistenie**, sa uplatňujú väčšie bezpečnostné záruky. Distribútori poistenia, ktorí predávajú takéto produkty, sa musia ubezpečiť, že daný produkt je primeraný k finančnej situácii zákazníka, jeho investičným cieľom a skúsenostiam v oblasti investovania.

Poistné produkty založené na investovaní sa predstavujú zákazníkom ako možné alternatívy alebo náhrady investičných produktov, ktoré sú predmetom smernice MiFID II. Z tohto dôvodu investičné produkty založené na poistení podliehajú okrem pravidiel výkonu činnosti stanovených pre všetky poistné produkty aj osobitným pravidlám týkajúcich sa investičného elementu, ktorý je súčasťou týchto produktov.

Významný fakt je, že v článku 29 IDD sa stanovuje, podobne ako MiFID II, že distribútor poistenia je povinný zaviesť vhodné a primerané opatrenia s cieľom zabezpečiť, aby **benefity** - t.j. poplatky alebo provízie, alebo akékoľvek nepeňažné výhody súvisiace s distribúciou investičného produktu založeného na poistení, ktoré boli zaplatené inej strane, ako je zákazník alebo osoba konajúca v jeho mene, alebo ich táto iná strana zaplatila, nemali nežiaduci vplyv na kvalitu príslušnej služby pre zákazníkov. Distribútor poistenia by mal na uvedený účel vypracovať, prijať a pravidelne prehodnocovať systémy a postupy týkajúce sa konfliktov záujmov s cieľom zabrániť akémukoľvek nežiaducemu vplyvu na kvalitu príslušnej služby pre klienta a zabezpečiť, aby zákazník bol primerane informovaný o poplatkoch, províziách alebo nepeňažných výhodách.

Právna norma **Solventnosť II**¹⁰ rieši otázky kapitálovej vybavenosti (minimálnu a na solventnosť) poisťovní vzhľadom na rizika ktoré podstupuje -

¹⁰ Smernica EP a Rady 2009/138/ES o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia (Solventnosť II)
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/sk/TXT/?uri=CELEX:32009L0138>

trhové, upisovacie a operačné riziko. Ochranu klientov poisťovní a transparentnosť produktov pre poisťníkov stanovujú články 183 až 185 Smernice.

Investičné fondy a fondy alternatívnych investícií

Kolektívne investovanie cestou investičných fondov upravuje **Smernica UCITS** (Undertakings for Collective Investments into Transferable Securities)¹¹. Hlavnými cieľmi Smernice UCITS sú ponúknuť investorom širší výber produktov za nižšie náklady prostredníctvom efektívnejšieho trhu s investičnými fondmi v EÚ, lepších informácií pre investorov a efektívnejšieho dohľadu nad týmito fondmi.

V Smernici sa stanovujú jednotné pravidlá pre činnosť investičných fondov v EÚ, vrátane toho, aby sa investovanie do fondov mohlo ponúkať v celej EÚ bez obmedzení a aby správcovské spoločnosti mohli spravovať fondy kdekoľvek v EÚ. Smernica stanovuje podmienky investovania a určuje kvantitatívne obmedzenia na investovanie do istých tried produktov, či individuálnych cenných papierov. V kapitole IX upravuje pravidlá informovania investorov cestou štandardizovaného súhrnného informačného dokumentu s cieľom uľahčiť spotrebiteľovi pochopenie produktu a tiež prostredníctvom pravidelných informácií o fondoch, ďalších informácií (ako je emisný kurz, predajná a nákupná cena a tiež výplatná cena podielových listov) a definuje kľúčové informácie pre investorov (KIID) čo je krátky dokument so súhrnom základných a dôležitých informácií pre investorov¹².

Smernica v súčasnosti tiež obsahuje ustanovenia týkajúce sa pravidiel investovania do krytých dlhopisov¹³ emitovaných úverovými inštitúciami v EÚ. Najmä sa upravil rámec osobitného dohľadu, čo je nutný prvok vymedzenia krytých dlhopisov a orgány, ktoré majú byť za vykonávanie takéhoto dohľadu zodpovedné.

¹¹ Smernica EP a Rady 2009/65 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32009L0065>

¹² Ide o iný typ dokumentu ako vyžaduje Nariadenie PRIIPS (KID). KIID sa musí prekladať do jazykov štátov, kde sa predáva. U KID sa toto nevyžaduje.

¹³ Krytý dlhopis je dlhový záväzok emitovaný úverovou inštitúciou zabezpečený aktívami (zvyčajne súborom hypotekárnych úverov alebo úverov verejného sektora, ale aj inými kvalitnými kryciami aktívami, ktoré zabezpečujú, že úverová inštitúcia emitujúca kryté dlhopisy má nárok na platbu, a ktoré sú zabezpečené aktívami poskytnutými ako zabezpečenie podľa prísne vymedzených požiadaviek), na ktoré majú investori priamy nárok.

Smernica AIFMD (Alternative Investment Funds Managers Directive) upravuje pravidlá pre manažérov rôznych alternatívnych investičných fondov (AIF), ako sú hedgeové fondy, fondy fondov, fondy nehnuteľností a fondy súkromného kapitálu. Z tohto dôvodu sa týka najmä profesionálnych investorov (v zmysle Smernice MiFID II). Na podporu starostlivosti o svojich investorov sú správcovia AIF povinní poskytovať jasný opis svojej investičnej politiky vrátane opisu druhov aktív a využívania pákového efektu. Investorom sa na požiadanie musí sprístupniť výročná správa za každé účtovné obdobie.

Retailoví investori majú obmedzený prístup k investovaniu do týchto fondov z dvoch dôvodov. Prvý je právny, pretože podľa článku 43 (1) Smernice AIFMD je na rozhodnutí členských štátov či umožnia správcom AIF uvádzať na trh na ich území pre retailových investorov podielové listy alebo akcie AIF, ktoré tieto správcovia spravujú v súlade s touto smernicou, a to bez ohľadu na to, či sa tieto AIF uvádzajú na trh na národnom, alebo na cezhraničnom základe, alebo na to, či sú to AIF z EÚ, alebo AIF z krajín mimo EÚ. To znamená, že európska pasportizácia sa retailových investorov netýka. Navyše, členské štáty môžu uložiť správcom AIF alebo AIF prísnejšie požiadavky, ako sú požiadavky uplatniteľné na AIF, ktoré sa uvádzajú na trh na ich území pre profesionálnych investorov v súlade s touto smernicou. Znamená to, že retailový trh AIF je značne fragmentovaný. Druhý dôvod je obmedzenie kvôli minimálnemu objemu investície (napríklad 0,5 mil. €), ktorá môže byť retailového investora zväčša nedosiahnuteľná. Retailoví investori držia asi 14% podielov v AIF (840 mld. €).

Článok 42 Smernice AIFMD necháva na rozhodnutí členských štátov umožniť distribúciu podielových listov alebo akcií AIF, ktorý spravuje správca z krajiny mimo EÚ¹⁴. Ide o režim mimo pasportizácie (teda bez európskej licencie) aj mimo domáceho marketingu. Celkové NAV¹⁵ je asi 20% z celkového NAV¹⁶ AIF¹⁷. Akcie a podielové sú najmä v rukách profesionálnych investorov, no retailoví investori vlastnia okolo 3% NAV týchto AIF z krajín mimo EÚ.

¹⁴ Ide o režim National Private Placement Regime, NPPR.

¹⁵ NAV – Net Asset Value (čistá hodnota aktív)

¹⁶ Celkové NAV AIF je cca 6 bil. €, asi 50% celkového NAV UCITS.

¹⁷ Tieto fondy sú sústredené najmä vo Fínsku, Írsku a Luxembursku.

Tvorba a predaj produktov, Nariadenie PRIIPS

Nariadenie PRIIPS¹⁸ má za cieľ znížiť riziko straty retailového investora kvôli zložitým a ťažko zrozumiteľným produktom. To bol dôvod, prečo investori často investovali bez toho, žeby pochopili súvisiace riziká a náklady, a preto niekedy utrpeli nepredvídané straty. Tvorca investičného produktu určeného na predaj retailovým investorom je povinný im poskytnúť dokument s kľúčovými informáciami o produkte. Tí, ktorí zabezpečujú predaj alebo poradenstvo v oblasti investičných produktov, musia investorovi poskytnúť dokument s kľúčovými informáciami ešte pred uzatvorením akejkoľvek zmluvy.

Štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení" (PRIIP) sú kombinované investičné produkty, u ktorých môže hodnota investície a príjem z investičného produktu klesať alebo stúpať. Ide o štandardnú škálu investičných produktov, ktoré banka alebo finanční poradcovia zvyčajne ponúkajú spotrebiteľom, napríklad s cieľom sporenia na konkrétny účel, ako je kúpa domu alebo vzdelanie detí. Patria k nim aj investičné fondy, investičné produkty založené na poistení, retailové štruktúrované cenné papiere, štruktúrované vklady a štruktúrované produkty. Pred uzavretím obchodu, musí osoba alebo organizácia, ktorá tento produkt predáva, odovzdať **dokument s kľúčovými informáciami (KID)**. Tento štandardný dokument poskytne informácie o povahe, rizikách a nákladoch investičného produktu, najmä: úroveň rizika investičného produktu (na stupnici od 1 do 7), určenie maximálnej možnej straty investície a uvedenie štyroch relevantných scenárov výkonnosti – stresový, nepriaznivý, neutrálny a priaznivý scenár, tabuľku uvádzajúcu náklady investície v čase vyjadrené v peniazoch i percentách, tabuľku o všetkých poplatkoch.

Existencia nariadenia PRIIPS je aj dôvodom, prečo pre európskych retailových investorov nie sú ľahko dostupné investičné produkty z tretích krajín ako napríklad ETF zo Spojených štátov. Americké ETF dokumenty vyžadované Nariadením PRIIPS veľmi často nemajú, pretože sú určené najmä na domáci trh a tamojší regulátor nič také nevyžaduje.

¹⁸ Nariadenie EP a Rady 1286/2014 o dokumentoch s kľúčovými informáciami pre štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení (PRIIP) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R1286>

Osobné dôchodky

Nariadenie o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (Nariadenie PEPP)¹⁹ vytvára právny základ pre celoeurópsky osobný dôchodkový produkt²⁰ tým, že zabezpečuje štandardizáciu základných vlastností produktu, ako sú požiadavky na transparentnosť, investičné pravidlá, právo na zmenu poskytovateľa a rôzne investičné možnosti.

Poskytovatelia PEPP môžu ponúkať najviac šesť investičných možností vrátane štandardnej investičnej možnosti – základného PEPP²¹. Poskytovatelia PEPP musia navrhnúť všetky investičné možnosti na základe záruky alebo techniky zmierňovania rizika, ktorými zabezpečia dostatočnú ochranu sporiteľov PEPP. Poskytovatelia PEPP môžu sporiteľom PEPP ponúkať jeden druh alebo viacero druhov výplat (anuity, jednorazové vyrovnanie, pravidelné postupné čerpanie alebo ich kombinácie).

Distribúcia PEPP je líši podľa sektoru poskytovateľa produktu. Na poisťovne a sprostredkovateľov poistenia, ktorí distribuujú PEPP, sa vzťahuje smernica Smernica IDD, kým investičné spoločnosti a ďalší poskytovatelia a distribútori PEPP budú musieť uplatňovať pravidlá uvedené v Smernici MiFID II.

Poradenstvo je kľúčové pre optimálne rozhodnutie klienta, preto poskytovatelia a distribútori PEPP musia potenciálnym klientom pred uzavretím zmluvy o PEPP poskytnúť úplné poradenstvo, aby mohli prijať plne informované rozhodnutie a vybrať si produkt, ktorý najlepšie vyhovuje ich potrebám. Poradenstvo sa musí týkať aj výberu investičnej možnosti a individualizovaných prognóz dôchodkových dávok. Pred podpísaním zmluvy o PEPP musia všetci poskytovatelia a distribútori PEPP podrobiť klientov testu, ktorý sa týka požiadaviek a potrieb súvisiacich s dôchodkom, a určiť, ktorý PEPP by pre nich bol vhodný, ak taký je. Tento test musí zahŕňať aj osobitné overenie s cieľom určiť, či sporitelia PEPP potrebujú PEPP ponúkajúce anuity, aby sa zabezpečila primeraná ochrana pred rizikami

¹⁹ Nariadenie EP a Rady 2019/1238 o o celoeurópskom osobnom dôchodkovom produkte (PEPP) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R1238>

²⁰ Osobný dôchodkový produkt je dlhodobý sporiaci produkt ktorý je založený na zmluve uzavretej dobrovoľne medzi sporiteľom a právnym subjektom a je doplnkový k akémukoľvek povinnému alebo zamestnaneckému dôchodkovému produktu. Dlhodobo akumuluje kapitál s výslovným cieľom poskytovať príjem na dôchodku a s obmedzenými možnosťami predčasného výberu kapitálu. Nie je povinným ani zamestnaneckým dôchodkovým produktom.

²¹ Všetci poskytovatelia PEPP musia ponúkať cenovo dostupnú štandardnú investičnú možnosť (základný PEPP), ktorej náklady a odplaty nepresiahnu ročne 1 % akumulovaného majetku.

dlhovekosti. Navyše v prípade základného PEPP musia poskytovatelia PEPP na začiatku výplatnej fázy ponúknuť sporiteľom PEPP povinné poradenstvo o osobnom dôchodkovom pláne, ktoré musí zahŕňať osobné odporúčanie optimálnej formy výplat.

V záujme zabezpečenia vysokej úrovne transparentnosti sa v Nariadení PEPP stanovuje, že v záujme zabezpečenia vysokého stupňa ochrany spotrebiteľa sporiteľa PEPP nebudú mať žiadnu možnosť vzdať sa pred uzavretím zmluvy poradenstva, kľúčových informácií o produkte prostredníctvom dokumentu s kľúčovými informáciami o vytvorených produktoch PEPP. Klienti musia tiež každoročne dostať výkazy dávok PEPP obsahujúce kľúčové informácie o vývoji ich úspor. Informácie o nákladoch a poplatkoch musia byť transparentné.

Poskytovatelia PEPP by mali zohľadniť aj faktory ESG²². Vo výkazoch dávok PEPP by sa sporiteľom PEPP mali poskytovať aj informácie o tom, ako sa v rámci investičnej politiky zohľadňujú faktory ESG. V súlade s uplatňovaním zásady obozretnosti poskytovateľa PEPP musia zohľadňovať riziká súvisiace s faktormi ESG a možné dlhodobé dôsledky investičných rozhodnutí na faktory ESG.

PEPP vďaka svojej podpore dlhodobého financovania reálnej ekonomiky má byť významným prvkom na posilnenia integrácie kapitálových trhov.

Únia kapitálových trhov (ÚKT) a retailoví investori

Komisia sa zaviazala prijať 16 opatrení s cieľom dosiahnuť tri kľúčové ciele:

- podporovať zelenú, digitálnu, inkluzívnu a odolnú hospodársku obnovu lepším prístupným financovaním európskym spoločnostiam;
- dosiahnuť, aby bola EÚ pre ľudí ešte bezpečnejším miestom na dlhodobé sporenie a investovanie;
- integrovať národné kapitálové trhy do skutočného jednotného trhu.

²² Súbor kritérií, ktoré sociálne zodpovední investori používajú na triedenie potenciálnych investícií s cieľom zabezpečiť, že budú podporovať zásady udržateľného rozvoja. Environmentálne kritériá súvisia so spôsobom, akým podnik funguje ako správca prírody. V rámci sociálnych kritérií sa zohľadňuje to, akým spôsobom podnik riadi svoje vzťahy so zamestnancami, dodávateľmi, zákazníkmi a spoločenstvami, v ktorých pôsobí. Kritériá správy a riadenia sa týkajú otázok, ako je vedenie spoločnosti a jeho prístup k odmeňovaniu riadiacich pracovníkov, auditom, vnútorným kontrolám a právam akcionárov.

Opatrenie 8 má priamy dosah na retailových investorov:

“Posúdiť platné pravidlá v oblasti odmien (pre sprostredkovateľov) a zverejňovania a v prípade potreby navrhnú zmeniť existujúci právny rámec s cieľom zabezpečiť, aby bolo retailovým investorom poskytované nestranné a primerané poradenstvo, ako aj jasné a porovnateľné informácie o produktoch. Znížiť nadmerné informačné zaťaženie skúsených retailových investorov za predpokladu uplatnenia náležitých záruk. Zlepšiť úroveň odbornej kvalifikácie poradcov v EÚ a posúdiť uskutočniteľnosť vytvorenia značky pre finančných poradcov v celej EÚ.”

Komisia navrhla sadu indikátorov, ktoré napomáhajú sledovať, ako sa EÚ darí naplňať tri ciele ÚKT, pričom pre druhý cieľ navrhla osem indikátorov uvedených v Prílohe 1.

3. Nová stratégia Európskej únie pre retailových investorov (hlavné body)

EK predstavila 24. mája 2023 návrh smernice²³, ktorý novelizuje viacero noriem v oblasti finančných trhov a ktorej cieľom je zlepšiť podmienky pre retailové investície. Únia kapitálových trhov v roku 2020 si dala za jeden zo svojich cieľov dosiahnuť, aby bola EÚ pre ľudí ešte bezpečnejším miestom na dlhodobé sporenie a investovanie, a tak zvýšila záujem občanov o investovanie na kapitálovom trhu. V roku 2022 bolo 32,8% aktív domácností v EÚ vo forme cenných papierov (obchodované akcie, dlhopisy, podielové fondy a finančné deriváty)²⁴. Na porovnanie, domácnosti v Spojených štátoch držali asi 43% svojich aktív v cenných papieroch²⁵. Inými slovami, ak by sa rozdiel v podiele cenných papierov v držaní domácnosťami medzi EÚ a Spojenými štátmi znížil len na 5 percentuálnych bodov, na kapitálový trh by prišlo dodatočných cca 1700 mld. €. Na kapitálovom trhu investuje len asi štvrtina domácností, pričom podiel domácností takto investujúcich sa v rámci jednotlivých členských štátov veľmi odlišuje. Vysvetlenie môže byť v odlišnom historickom vývoji, sile inštitúcií, či aj v tom, že protestanti majú vyššiu tendenciu sporiť a investovať²⁶.

V čom je podľa EK problém ?

V dopadovej štúdii k návrhu smernice²⁷ sa uvádza, že charakter finančných produktov je komplexný, a preto sa retailoví investori obávajú príjmať rozhodnutia, ktoré by ich mohli poškodiť. Vyhodnotenie kvality investičných rád, vzhľadom na charakter tejto služby, je veľmi náročné a často subjektívne. Podľa prieskumu Eurobarometra²⁸ len 38% opýtaných sa domnieva, že investičná rada, ktorú dostanú od svojej banky, poisťovne či finančného poradcu je v ich najlepšom záujme.

Vzťah medzi poskytovateľmi finančných služieb a retailovými klientmi možno charakterizovať ako informačne asymetrický (podobne ako napríklad v zdravotníctve). Tiež podobne ako v zdravotníctve, hľadanie druhého názoru je

²³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023PC0279>

²⁴ https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities

Poistné produkty tvoria 27,8% a hotovosť a vklady v bankách 34,1%.

²⁵ <https://www.yardeni.com/pub/fofhhwealth.pdf>, na hotovosť a vklady v bankách pripadá len 15%.

²⁶ <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0313592622001990>

²⁷ https://ec.europa.eu/finance/docs/law/230524-impact-assessment_en.pdf

²⁸ <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2666>

ťažké a nezriedka si vyžaduje energiu, čas i dodatočné náklady. To znamená, že sprostredkovatelia nezriedka nepôsobia v konkurenčnom prostredí, čo im dáva možnosť požadovať vyššie ceny oproti úplne konkurenčnému prostrediu.

Dopadová štúdia vidí dva hlavné problémy:

1. Retailovým investorom chýbajú zásadné, porovnateľné a dobre zrozumiteľné informácie o investičných produktoch, pričom sú nevhodne ovplyvňovaní marketingovými informáciami.
2. Nedostatky pri tvorbe produktov a ich distribúcii najmä kvôli existencii provízií pre sprostredkovateľov. Nedostatky sa týkajú nákladovej efektívnosti a ich hodnoty pre klientov.

Dôsledky sú potom:

1. Investori nie sú patrične chránení a nezaobchádza sa s nimi férovou;
2. Niektorí investori nedosiahnu dobré výsledky zo svojich investícií, čo im sťažuje cieľ naakumulovať zdroje pre post-produktívne obdobie alebo iné životné ciele;
3. Zlé výsledky, ktoré sú pre investorov nejasné, sú potom dôvodom pre pokles dôvery v investovanie na kapitálových trhoch a strata záujmu oň;
4. Menej záujmu zo strany retailových investorov je potom prekážkou pri budovaní jednotného a efektívneho kapitálového trhu v EÚ.

Hlavné zdroje problémov podľa dokumentu sú nasledovné:

1. Kvalita poskytovaných informácií retailovým klientom - informácie nie sú vždy užitočné alebo relevantné pre ich rozhodovanie²⁹.
2. Retailoví investori sú nezriedka nepatrične vystavení marketingovým informáciám z digitálnych komunikačných kanálov a takto manipulovaní.
3. Niektoré retailové investičné produkty sú predražené a neposkytujú hodnotu za peniaze^{30 31}.

²⁹ Často prídlhé texty ("tldr"), nezrozumiteľné pre menej sofistických klientov, príliš bohaté na informácie, pravidlá nie sú prispôsobené digitálnej dobre a malým displejom mobilných telefónov, nedostatočné ex-post informácie a málo viditeľné informácie o udržateľnosti (ESG).

³⁰ Napríklad publikácia ESMA Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023 v dodatku na str. 23 uvádza, že celkové náklady UCITS fondov sú pre retailových investorov zhruba dvakrát vyššie než pre inštitucionálnych investorov. To znamená de facto, že retailoví investori majú na rovnakých produktoch podstatne nižšie čisté výnosy.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2387_annexes_-_esma_statistical_report_on_costs_and_performance_of_eu_retail_investment_products.pdf

³¹ EIOPA zistila, že niektoré produkty v triede nízkorizikových vykázali záporné návratnosti, hoci náklady s nimi spojené sú samozrejme kladné, čiže investori zaznamenávali stratu, hoci šlo o produkty s nízkym rizikom. EIOPA Costs and Past Performance 2023. https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-01/costs_and_past_performance_report_2023_0.pdf

4. Konflikt záujmov, ktorý vyplýva z platby provízií, negatívne ovplyvňuje kvalitu ponúkaných investičných produktov i poradenských služieb.

Dva modely nákladov na vlastníctvo investičného produktu

Investičné produkty majú dve zložky ceny pre investorov: cenu samotného produktu, t.j. vstupnú, výstupnú a priebežnú cenu a cenu investičného poradenstva a cenu za vykonanie transakcie.

V Európe máme dva modely cien - model založený na províziách a model založený na otvorených poplatkoch.

V oblasti investičných služieb MiFID II zakázal využívanie provízií, pokiaľ neprinášajú zvýšenú kvalitu služieb (definoval sa test, čo to znamená). Nezávislé investičné poradenstvo a individuálna správa portfólia sa smie poskytovať len za poplatok. Holandsko zašlo v zákaze provízií ešte ďalej a zakázalo ich aj pri vykonávaní príkazov klienta či akomkoľvek investičnom poradenstve. V ostatných členských štátoch oba modely koexistujú, čiže klient si môže vybrať model podľa svojej preferencie.

IDD sa v prístupe odlišuje a v zásade provízie neobmedzuje.

Štúdia KPMG, ktorú si objednala skupina bankových asociácií³², prišla k pri porovnaní oboch modelov pri investičných službách k týmto hlavným záverom:

V poplatkovom modeli v Holandsku sa investori s objemom investície pod 500 tis. € prakticky nedostali k investičnému poradenstvu. Retailoví investori v EÚ majú na investovanie priemerne sumu okolo 10 tis. €. K investičným radám za primerané ceny sa dostanú len v podmienkach provízneho modelu.

Celkové náklady vlastníctva produktov sú pre oba modely približne rovnaké. Daňový režim pri DPH môže zvýšiť cenu pri poplatkovom modeli. Úplný zákaz provízií môže spôsobiť, že retailoví investori stratia prístup k hodnotným službám a nástrojom, ktoré sprostredkovatelia vyvinuli³³ v snahe zlepšiť kvalitu poskytovaných služieb, aby vyhovel testu podľa ustanovení MiFID II. Provízny

³² <https://www.fbf.fr/uploads/2022/02/KPMG-Commission-based-remuneration-vs-fee-based-remuneration-is-there-a-better-model-for-retail-investors-1.pdf>

³³ Napríklad každoročné zhodnotenie vhodnosti produktov, optimalizácia alokácie klientovho portfólia založená na jeho osobnom profile, vzdelávacie programy a interaktívny vzdelávací obsah

model vytvára prostredie, kde sprostredkovatelia ponúkajú široké spektrum produktov tretích strán.

Na druhej strane, samozrejme z logiky veci vyplýva, že náklady samotného vlastníctva produktov sú v poplatkovom modeli nižšie.

Dokument uvádza tri hlavné ciele novej retailovej stratégie:

1. **Zlepšiť informácie, ktoré investori dostávajú, a tak zvýšiť ich schopnosť prijímať investičné rozhodnutia na základe dobrých znalostí.** Týka sa to prispôsobenia zverejňovania digitálnemu prostrediu, zlepšenia jeho relevancie pre investorov a marketingových informácií prichádzajúcich cez online kanály, ktoré majú byť relevantné a nezavádzajúce.
2. **Lepšie usporiadať vzťahy medzi sprostredkovateľmi a investormi.** Štruktúra vzťahov má zaistiť, že investori dostanú také rady, ktoré nie sú ovplyvnené rôznymi finančnými či nefinančnými pohnútkami od výrobcov produktov, sú kvalitné a prispôbené ich potrebám, preferenciám a cieľom.
3. Zaistiť, aby retailoví investori dostali nákladovo efektívne produkty.

Návrh Omnibus smernice upravujúcej päť smerníc: MiFID, IDD, Solvency II, UCITS a AIFMD³⁴

Návrh rieši vyššie identifikované problémy a jednotlivé ustanovenia sa zaoberajú najmä otázkami informácií pre investorov, ich zosúladenia, marketingovej komunikácie, otázke minimalizácie zaujatosti pri poskytovaní investičných rád, riadenia produktov, cenovej politiky a lepšej vymáhateľnosti pravidiel.

Hlavné body Omnibus smernice

- a. Investičné produkty s vyššou úrovňou rizika, kde existuje významné riziko strát (špecifikuje ju usmernenie ESMA, EIOPA), budú musieť mať varovanie v dokumentácii.

³⁴ Proposal for a Directive of the EP and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52023PC0279>

- b. Digitálne zverejňovanie informácií bude existovať pre všetky typy investičných produktov (ide o zosúladenie pravidiel pre rôzne typy produktov).
- c. Investičné spoločnosti budú mať povinnosť zverejniť všetky náklady, poplatky a platby spojené s produktami tretích strán. Zverejnia aj ich účel a dopady na výnosy týchto produktov. Podobné informácie budú musieť zverejniť aj sprostredkovatelia investičných produktov na báze poistenia a poistenia ešte pred uzavretím kontraktu.
- d. Investičné spoločnosti a spoločnosti distribujúce investičné produkty na báze poistenia budú musieť každému klientovi poskytnúť ročné zúčtovanie, obsahujúce okrem iného náklady a poplatky, vrátane platieb tretím stranám a výnosy držaných produktov. Berúc do úvahy dlhodobý charakter investičných produktov na báze poistenia, ročná informácia bude musieť obsahovať aj prispôbené individuálne projekcie očakávaného výsledku na konci kontraktu či odporúčanej doby držania produktu.
- e. Zavádza sa štandardizovaná informácia o produktoch životného poistenia iných ako investičných produktoch na báze poistenia. Takto budú mať všetky typy poisťovních produktov užívateľsky priateľskú dokumentáciu.
- f. Podrobne sa upravuje marketingová komunikácia a povinnosti v rámci nej u investičných spoločností a spoločností distribujúcich poistenie, vrátane digitálnych kanálov a využívania tretích strán. Vedenia spoločností musia dostávať správy o marketingovej komunikácii a praktikách, vrátane prípadov nezrovnalostí. Marketingová komunikácia sa musí uchovávať päť, prípadne až sedem rokov.
- g. Adresuje sa zaujatosť v poradenstve, konflikt záujmov, provízie a zavádza sa vylepšený test “v najlepšom záujme” v smerniciach MiFID a IDD³⁵. Sprísňuje sa zákaz provízií v smernici MiFID tým, že sa rozširuje na zákaz prijímania provízií od výrobcov produktov v prípade prijímania a vykonávania príkazov klientov bez akýchkoľvek rád. Podobné rozšírenie zákazu provízií sa dopĺňa do smernice IDD, tu ide tiež o čistý predaj investičného produktu bez poradenstva. Poradenstvo aj podľa IDD musí rozlišovať či ide, podobne ako ustanovuje MiFID, o nezávislé poradenstvo alebo o také, čo je spojené s platbou provízií od tretej strany. Taktiež sa dáva väčší dôraz na diverzifikáciu portfólia klientov, kde finanční poradcovia musia systematicky sledovať potrebu diverzifikácie ako súčasť posúdenia vhodnosti.

³⁵ Test bude musieť minimálne sledovať, či sa pri poradenstve: 1. vychádza zo vhodného súboru finančných produktov, 2. odporúča cenovo najefektívnejší produkt zo súboru a 3. ponúka aspoň jeden produkt bez dodatočných prvkov, ktoré nie sú nutné na dosiahnutie klientovho investičného cieľa, no prinášajú dodatočné náklady.

- h. Investičné spoločnosti, poisťné spoločnosti a sprostredkovatelia poisťného pri posudzovaní vhodnosti finančného produktu či služby, musia otestovať vedomosti a skúsenosti klientov, ale aj ich kapacitu znášať úplné alebo čiastočné straty a ich rizikový apetít (týka sa to aj poisťného). V prípade negatívneho ohodnotenia musia klienta varovať a smú pokračovať v transakcii, len ak klient o to explicitne požiada.
- i. Novelizuje sa dohľad nad produktmi a pravidlá ich riadenia tak, aby sa zaistilo, že sa nebudú účtovať nadbytočné náklady a že produkty prinášajú klientom hodnotu za peniaze. Čo sa týka nákladov produktov, nemajú sa schvaľovať také produkty, ktoré sa výrazne odchyľia od referenčných hodnôt (ESMA a EIOPA vyvinú metodiku na ich sledovanie pre náklady i pre výkon produktov, budú ich pravidelne počítať a zverejňovať). Odchýlka od nákladových referenčných hodnôt bude možná, ak sa dokáže, že náklady sú oprávnené a proporčné. ESMA a EIOPA budú tak zverejňovať referenčné hodnoty pre produkty v oblasti nákladov i výkonnosti.
- j. Do smerníc UCITS a AIFMD sa dostane ustanovenie o nenáležitých nákladoch na produkty (doteraz sa nachádzali len v Level 2 a 3 legislatíve).
- k. Posilní sa úloha testov vhodnosti a správnosti produktov pre retailových klientov. Znamená to však, že sa rozšíri rozsah informácií, ktoré sprostredkovatelia budú potrebovať na ohodnotenie klientov (schopnosť znášať straty, rizikový apetít).
- l. Zvýšia sa požiadavky na profesionálne schopnosti investičných poradcov (vrátane udržateľných investícií).
- m. Znížia sa požiadavky na profesionálnych klientov. Kritérium bohatstva sa zníži na polovicu, t.j. na 250 tis. € a pridáva sa štvrté kritérium týkajúce relevantného vzdelania či tréningu.
- n. Posilní sa dohľad a vymáhanie pravidiel, a to aj na cezhraničnej úrovni. Dôraz sa kladie na zavádzajúcu marketingovú komunikáciu, neautorizované (najmä on-line) poradenstvo a ochranu retailových investorov.
- o. Podpora finančnej gramotnosti.

Samotný text Smernice

Najvýznamnejšie zmeny Smernice MiFID II sa týkajú:

1. Pridáva sa článok 16a, ktorý ustanovuje detailné pravidlá riadenia produktov, najmä procesu ich schvaľovania predtým, než sa ponúknu klientom (ako napr. cieľový trh, ciele a potreby tohto trhu, riziká produktu pre tento cieľový trh, stanovenie ceny). Cena produktu sa porovnáva s

oficiálnou referenčnou hodnotou. Spoločnosti, ktoré vyvíjajú produkty, musia v prípade odchýlky od referenčných hodnôt túto odôvodniť a dokázať, že sú všetky náklady a poplatky oprávnené. Spoločnosti, ktoré distribuujú produkty, ktoré spadajú pod definície štrukturalizovaných retailových investičných produktov musia informovať ESMA o cenách distribúcie a ak ide o produkt výrobcu, ktorý nemá povinnosť reportovať ESMA, tak aj všetky náklady a poplatky s ním spojené, ako aj jeho charakteristiku a výkonnosť. ESMA a EIOPA zbierajú informácie o cenách jednotlivých produktov na stanovenie referenčných hodnôt.

2. Zásadná zmena sa týka článku 24 Všeobecné zásady a informovanie klientov a pridávajú sa články 24a až 24d. Článok 24a sa zaoberá províziami, článok 24b informáciami o nákladoch, príslušnými poplatkami a platbami tretím stranám, článok 24c marketingovou komunikáciou a praktikami a článok 24d požiadavkami na profesionalitu sprostredkovateľov a poradcov. Zmeny sa týkajú najmä podstatne väčšej miery podrobností, ako majú investičné spoločnosti konať pri poskytovaní rád, odporúčaní a informácií svojim potencionálnym i existujúcim klientom, pri predaji investičných produktov a pri transakciách, ktoré nevyžadujú poradenstvo (napr. zadávanie pokynov). Taktiež obsahujú podrobnosti o cenovej politike, hodnote za peniaze pre retailových klientov a referenčných hodnotách pre retailové produkty.
3. Podobne sa novelizuje článok 25 Posúdenie vhodnosti a primeranosti a poskytovanie správ klientom, ktorý upresňuje pôvodné ustanovenia tohto článku, upravuje, ako má investičná firma postupovať, ak produkt nie je vhodný pre klienta a ako má klienta varovať. Upravuje tiež, že ak ide o dostatočne diverzifikovaný, jednoduchý a nákladovo efektívny produkt, nie je potrebné získať informácie o klientovi. V návrhu nie je však uvedené, ako testovať či produkt spĺňa tieto atribúty. Podstatou novelizácie článku 25 je však upresnenie pravidiel testovania vhodnosti retailových klientov pre rôzne typy investičných produktov a balíkov produktov ako aj postup pri zmene investičného portfólia klientov.
4. V novom článku 35a sa upravuje vykazovanie cezhraničného poskytovania investičných služieb. Podobne sa upravuje postup hostiteľského štátu v prípade podozrenia, že investičná spoločnosť poskytujúca služby cezhranične porušuje svoje povinnosti vyplývajúce zo smernice (Článok 86). V smerniciach MiFID a IDD sa vytvára možnosť pre európske orgány dohľadu (ESMA, EIOPA) vytvoriť platformy spolupráce na riešenie problémov pri cezhraničnom poskytovaní služieb i pri poskytovaní služieb cestou pobočiek.

5. Dopĺňa sa nový oddiel VIa a články 88a a 88b, ktoré upravujú finančné vzdelávanie retailových klientov a perspektívnych retailových klientov. Súčasne sa stanovuje, že dokumenty pre finančné vzdelávanie, ktoré nepropagujú nejaký investičný produkt, kategóriu produktov či špeciálne investičné služby, sa nepovažujú za marketingovú komunikáciu pre účely tejto smernice. Rovnaké články sa pridávajú do smernice IDD (články 16a a 16b).

Najvýznamnejšie zmeny Smernice IDD:

1. Podobne sa upravuje smernica IDD. Nový článok 9a upravuje cezhraničné aktivity sprostredkovateľov poistenia a úlohy EIOPA pri zbere informácií o týchto cezhraničných aktivitách.
2. Novelizuje sa tiež článok 10 tejto smernice, ktorý sa venuje odborným a organizačným požiadavkám na sprostredkovateľov poistenia a zaistenia, najmä požiadavkám na odbornosť sprostredkovateľov, ich pravidelné odborné vzdelávanie a rozvoj.
3. V článku 12 sa rozširujú a upresňujú práva orgánov dohľadu.
4. Článok 18 smernice IDD o všeobecných informáciách poskytovaných sprostredkovateľom poistenia alebo poisťovňou sa mení úplne a stanovuje sa presne zoznam všetkých všeobecných informácií, ktoré má klient dostať ešte pred uzavretím kontraktu.
5. Článok 19 sa premenúva na Zverejňovania a stanovuje sa v ňom, aké konkrétne informácie musí klient dostať ešte pred uzavretím kontraktu ohľadne poisťných produktov (mimo investičných produktov založených na poistení) o poplatkoch platených klientom, províziách, ktoré sú zahrnuté v poisťnom, a ďalších typoch odmien súvisiacich s poisťnou zmlouvou.
6. V článku 20, ktorý upravuje poradenstvo a postupy predaja v prípade neposkytnutia poradenstva³⁶, sa spresňujú formulácie, že ide o poisťné produkty neinvestičného charakteru. Dopĺňa sa odsek 8a, ktorý špecifikuje položky, ktoré musí obsahovať dokument pre životné poistenie (neinvestičné). Informácie z článkov 18-20 sa nemusia poskytnúť, ak ide o poistenie veľkých rizík alebo ide o profesionálnych klientov.
7. Názov článku 23 sa mení na Elektronická distribúcia a iné trvanlivé médiá. Umožňuje sprostredkovateľom poistenia využívať elektronické kanály ako prvú voľbu, pričom klienti môžu požiadať o rovnaké informácie na papieri bezodplatne.

³⁶ Obvykle čisté poisťné produkty ako napr. poistenie vozidiel, nehnuteľnosti, či životné poisťky bez investičného prvku.

8. Významne sa mení článok 25 Požiadavky týkajúce sa dohľadu nad produktmi a ich správou. Zavádza sa definovaný proces schvaľovania produktu, ktorý musí obsahovať náležitosti ako cieľový trh, potreby a ciele tohto trhu, zhodnotenie, ako produkt napĺňa tieto ciele a potreby, ohodnotenie rizík, spôsob distribúcie, v prípade investičných produktov založených na poistení náklady a poplatky a ich zhodnotenie, či sú odôvodnené a úmerné danému produktu a jeho výkonnosti. U týchto produktov je tiež nutné zhodnotiť riziko nedorozumenia hlavných charakteristík produktu, jeho nákladov a rizík klientmi cieľového trhu. Cena musí obsahovať porovnanie s referenčnou hodnotou a pri odchýlke je nutné túto odchýlku odôvodniť. Charakteristiky produktu sa musia pravidelne preskúmať.
9. Nový článok 26a stanovuje pravidlá marketingovej komunikácie a praxe.
10. Nové znenie článku 29 Informácie pre klientov a držiteľov kontraktov stanovuje detailne, aké informácie musia sprostredkovatelia poistenia a poisťovne poskytnúť klientom pred uzavretím kontraktu či pred ponukou investičného produktu na báze poistenia. Informácia sa týka okrem iného poradenstva, či je poskytované nezávisle a na akej báze, či sa berie do úvahy diverzifikácia portfólia, nákladov a poplatkoch, daňových otázok atď.. Tiež sa ustanovuje povinnosť poskytovať klientom každoročne správu o zakúpenom investičnom produkte na báze poistenia, pričom sa uvádza minimálny obsah takejto správy.
11. Nové články 29a Provízie a 29b Najlepší záujem klientov zjednocujú danú problematiku so smernicou MiFID.
12. Článok 30 Posúdenie vhodnosti a primeranosti a poskytovanie správ zákazníkom sa tiež nahrádza úplne novou verziou, ktorá reflektuje vyššie uvedené princípy vzťahov s klientmi a ich ochrany, posudzovaní ich vhodnosti pre investičné produkty na báze poistenia, vrátane výnimiek, keď netreba požadovať od klientov informácie o ich znalostiach a skúsenostiach.

Smernice UCITS a AIFMD sa menia takto:

1. Špecifikujú sa náklady, ktoré správcovské spoločnosti smú prenášať na investorov a akými zásadami sa musia riadiť ich cenová politika. V tej súvislosti sa stanovujú aj informačné povinnosti správcovských spoločností voči príslušným autoritám.

Novela nariadenia 1286/2014 o PRIIPS

Nariadenie 1286/2014 o PRIIPS sa navrhuje novelizovať takým spôsobom, že:

1. Upresňuje charakteristiky retailových produktov, ktoré nespádajú pod dané nariadenie.
2. Stanovuje, že KID musí mať časť nazvanú Prehľad produktu (Product at a glance), ktorá sumarizuje najdôležitejšiu časť informácie o produkte.
3. Pridáva do KID časť pod názvom Ako je tento produkt enviromentálne udržateľný ?
4. Upresňuje ako sa má byť KID dostupný pre retailových klientov, pričom sa upresňuje najmä elektronická distribúcia dokumentu.

Treba podčiarknuť, že Omnibus smernica si kladie za cieľ do detailu regulovať správanie investičných firiem, distribútorov poistenia a fondov. Vychádza z idey zaopatrovateľského a na všetko dohliadajúceho štátu. Ako problém vidíme, že sa snaží predpísať všetky detaily činnosti investičných a sprostredkovateľských spoločností a potom ich aj kontrolovať. EK predpokladá, že takto zregulované spoločnosti budú schopné predať podstatne viac investičných produktov retailovému sektoru, čo považujeme za omyl. Možno predpokladať, že dôsledkom bude podstatne menej sprostredkovateľov a menšia konkurencia na trhu v dôsledku de-riskingu, ktorý v súčasnosti dominuje finančnému sektoru. Dôsledkom bude aj menšia ponuka produktov, najmä s vyššou úrovňou rizika pre retailových investorov, pretože spoločnosti pripravujúce produkty nebudú ochotné podstupovať riziko obvinenia, že neposkytujú hodnotu pre investorov.

4. Pripomienky k stratégií EÚ pre retailových investorov z mája 2023

Hlavným cieľom Stratégie je znížiť administratívnu záťaž retailových klientov a zlepšiť ich prístup k investičným produktom na trhu EÚ. Z tohto pohľadu je nutné pristupovať k jej pripomienkovaniu.

Provízie

Najzávažnejšou zmenou v predloženej stratégii a legislatívnom návrhu EK (Omnibus smernica) je ďalšie obmedzenie platenia provízií distribútorom investičných produktov. EK musela v tejto záležitosti vyvažovať záujmy finančného sektora, ktorý chcel provízie zachovať a tlak od spotrebiteľských organizácií (zväčša ľavicových), ktoré už dlho broja proti akýmkoľvek províziám³⁷ ³⁸. Už aj dnes sú provízie zakázané, ak ide o nezávislé poradenstvo za poplatok. Súčasne provízie sú povolené, len ak ide o zlepšenie kvality služieb pre klienta a súčasne investičná spoločnosť musí vždy konať v najlepšom záujme klienta.

Kompromis medzi spomenutými protikladnými postojmi znamená zákaz provízií v prípade, ak ide len o vykonanie transakcie bez individuálneho poradenstva. Súčasne sa presne definuje ako postupovať v najlepšom záujme klienta, pričom vždy sa musí odporúčať najlacnejší produkt spomedzi identifikovaných ako vhodných pre klienta a jeho potreby. Investičné spoločnosti musia informovať klientov o platbách od tretích strán. EK chce po troch rokoch znova zvážiť úplný zákaz provízií.

Koncepcia najlepšieho záujmu klienta rovná sa odporúčanie najlacnejšieho produktu vyzerá síce jednoducho a priamočiaro, no potreby klientov nie sú vždy tak jasne definované a vieme aj z iných oblastí, že mať účelovú funkciu s jediným kritériom cenou môže mať neočakávané a nepriaznivé dôsledky (ako napríklad verejné obstarávanie na Slovensku alebo v Česku³⁹). Súčasne kritérium ceny je možné použiť len vtedy, ak ide o vzájomne nahraditeľné produkty, čo však z definície v návrhu smernice nevyplýva (ide o produkty

³⁷ <https://www.finance-watch.org/press-release/finance-watch-reacts-to-european-commissions-new-retail-investment-strategy/>

³⁸ <https://www.beuc.eu/press-releases/european-commission-proposes-insufficient-reform-fix-broken-retail-investment-market>

³⁹ https://www.researchgate.net/publication/282457183_Does_the_Lowest_Bid_Price_Evaluation_Criterion_Make_for_a_More_Efficient_Public_Procurement_Selection_Criterion_Case_of_the_Czech_Republic

vhodné pre klienta). Z tohto dôvodu by definícia najlepšieho záujmu klienta mala byť prepracovaná (vrátane konzultácie s behaviorálnymi ekonómami).

Čo možno očakávať ako dôsledok ?

Biznis model mnohých distribučných spoločností v oblasti investičných služieb ako aj poisťovníctva bol dlhé roky založený na existencii pre klientov prakticky neviditeľných provízií. **Tí žili v ilúzii, že investičné “rady” sú zadarmo. Dôsledok boli ťažké finančné straty pre retailových investorov, ktorí napríklad celkovo platia o 60 mld. € ročne viac** za investičné a penzijné fondy oproti tomu, čo platia inštitucionálni investori. Často ide o produkty, ktoré nie sú pre nich vhodné, sú zle navrhnuté až stratové⁴⁰. Pokiaľ sa návrh EK schváli, tak retailoví investori uvidia, že služby bez poradenstva budú zrazu drahšie a ich ochota investovať sa môže znížiť, pokiaľ sa poplatky zvýšia⁴¹. Inými slovami, **príťažlivosť kapitálového trhu pre retailových investorov sa môže znížiť ako dôsledok dodatočných poplatkov, ktoré predtým boli skryté, no po tejto legislatívnej zmene sa zrazu objavia.**

Predstavitelia finančného sektora už vyjadrili svoje výhrady voči týmto ustanoveniam, a preto sa dá očakávať, že o návrhu sa bude intenzívne diskutovať.

Na druhej strane, pre niektoré produkty, ktoré sú lacné a ich producenti neplatia provízie sprostredkovateľom, sa ihrisko takto vyrovná a budú môcť ľahšie konkurovať. Ide napríklad o **ETF fondy**⁴², ktoré boli u bánk ako distribútorov, či investičných poradcov doteraz nezriedka na okraji záujmu⁴³. V prospech rušenia provízií hovorí aj situácia v Holandsku a Spojenom kráľovstve, kde sú provízie zakázané. Nedošlo tam k narušeniu distribučného reťazca produktov a navyše vznikla cenová súťaž medzi producentmi produktov, ktorá znížila ceny produktov pre retailových investorov.

⁴⁰ https://www.beuc.eu/sites/default/files/publications/BEUC-X-2023-063_Poor_financial_advice_costs_consumers_a_fortune.pdf

⁴¹ Model, pri ktorom sprostredkovatelia dostávali provízie aj pri službách bez poradenstva je veľmi rozšírený v Nemecku: <https://bankenverband.de/en/german-banking-industry-committee/retail-investment-strategy-draft-legislation-does-not-meet-eu/> Z tohto dôvodu možno očakávať, že nemecký finančný sektor bude bojovať proti navrhovanému zneniu.

⁴² <https://www.etfstrategy.com/eu-ban-on-inducements-to-boost-europes-etf-industry-10339/>

⁴³ Apostolos Thomadakis, The European ETF Market: What can be done better?, ECMI Commentary, No 52, 24 April 2018 https://www.ceps.eu/ceps-publications/european-etf-market-what-can-be-done-better/#_ftn15

Správa Európskeho dvora audítorov o podielových fondoch⁴⁴ skonštatovala, že sa zatiaľ nepodarilo vytvoriť skutočný jednotný trh, z ktorého by mali osoh retailoví investori. Za jeden z dôvodov považuje nedostatok konkurencie, ktorá by tlačila ceny nadol, a prístup k širokej škále produktov. Súčasne správa poukázala na to, že asi polovicu poplatkov tvoria provízie a v štátoch, kde sú provízie zakázané, sú ceny produktov nižšie. Správa dala priame odporúčanie EK, aby zlepšila ochranu klientov, a to konkrétne sprísnením pravidiel pre poskytovanie provízií.

Veľká časť národných dohliadacích autorít nemá vyhranený názor na otázku provízií a preferuje flexibilnejší model, ktorý by bral do úvahy charakter distribúcie investičných produktov. Niektoré menšie členské štáty majú obavy z toho, že nevznikne dostatočne široká ponuka alternatív k produktom, kde sa len vykoná transakcia v porovnaní s veľkými trhmi. Treba v tejto súvislosti upozorniť, že oba trhy, kde sú provízie zakázané (NL, UK), sú veľké trhy s najširšou ponukou investičných produktov. Je preto oprávnená obava, aký dopad bude mať sprísnenie pravidiel provízií, resp. ich zákaz, na malých trhoch, ako je napríklad slovenský.

Treba však dodať, že ani štúdiá od spoločnosti Kantar⁴⁵, ktorú si objednala EK k daným otázkam, nepriniesla mnoho silných argumentov (najmä číselných údajov), prečo treba významne meniť politiku v oblasti provízií.

Hodnota za peniaze

Podobne ako princíp najlepšieho záujmu klienta, aj koncept hodnoty za peniaze sa snaží zaviesť metriku do hodnotenia investičných produktov ako aj investičných produktov založených na poistení. Navrhovatelia majú predstavu, že všetky investičné produkty či riešenia sa dajú kategorizovať do akýchsi tried a pre dané triedy stanoviť referenčné hodnoty. Takýto prístup je možný len u časti produktov, ktoré sú jednoduché, porovnateľné a najmä vzájomne nahraditeľné.

Pokiaľ by však išlo o produkty, ktoré sú na mieru šité potrebám malého množstva retailových investorov (niche produkty), tento prístup môže

⁴⁴ https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR22_04/SR_SM-for-Invest-Funds_EN.pdf

⁴⁵ Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study. Final report. PDF ISBN 978-92-76-99762-7 doi: 10.2874/459190 EV-04-23-125-EN-N

spôsobiť, že takéto produkty nebudú v budúcnosti dostupné. Pritom koncept hodnoty za peniaze má pre časť klientov len málo úžitku. Na druhej strane vzniká možnosť regulátorne iniciovaného zásahu do cenovej politiky na kapitálovom trhu, čo podkopáva základy kapitálového trhu⁴⁶. Kedykoľvek sa vzdialíme od dobrovoľnej spolupráce a snažíme sa robiť dobro použitím sily, zlá morálna hodnota sily triumfuje nad dobrými úmyslami⁴⁷.

Cenové referenčné hodnoty by boli mimoriadne komplikované na uskutočnenie a táto mnohotvárnosť by viedla pravdepodobne k tomu, že by sa mohli stať vyslovene formálnymi. Navyše, nechceným dôsledkom by mohlo byť podstatne menšie množstvo nových, inovatívnych produktov. Tie často nemajú historické súbory údajov, ktoré sú nutné pri výpočte cien a ich porovnaní pre zostavenie referenčných hodnôt. Tvorcovia produktov môžu čeliť regulačným požiadavkám, ktoré nebudú schopní splniť, a tak sa môžu vzdať snahy vytvárať nové investičné produkty pre retailových klientov, čo je v priamom protiklade s deklarovávaným cieľom Omnibus smernice.

Dopadová štúdia EK k Omnibus smernici⁴⁸ zverejnila technickú analýzu prínosov a nákladov zavedenia koncepcie hodnota za peniaze a referenčných hodnôt pre výnosy a náklady ponúkaných investičných produktov. Treba povedať, že ide o technickú analýzu *ceteris paribus*, ktorá neberie do úvahy napríklad zníženie počtu ponúkaných produktov, zhoršenie distribúcie a podobných sprevádzajúcich javov. Podľa tejto analýzy (Annex 3) by retailoví investori mohli získať dodatočných takmer 15 mld. € ročne za predpokladu, že by aspoň polovica z produktov s nižšími výnosmi skonvergovala k európskej referenčnej hodnote. Náklady by boli 2,3 - 22,6 mil. € ročne, pričom jednorazové náklady sa odhadli na 13 - 252 mil. €.

Dopadová štúdia hodnotila zámer z pohľadu prínosov, nákladov, súladu s inými právnymi normami a možnými dôsledkami pre zainteresované skupiny. Z hľadiska retailových investorov použila úzky technický pohľad cez ochranu klientov ako prvoradý a jediný záujem investorov. Dopadová štúdia nebrala do úvahy možne širšie dôsledky tejto iniciatívy a jej priamu snahu o cenovú reguláciu na kapitálovom trhu. Alternatívou by mala byť jednoduchá a dostupná možnosť porovnávať ceny (hoci berúc do úvahy rôznorodosť

⁴⁶ Cesta do pekla je vydláždená dobrými úmyslami. Slovenské príslovie.

⁴⁷ Milton Friedman.

⁴⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023SC0278>

produktov, je to iluzórna snaha)⁴⁹. Výsledkom môže byť, že na niektorých trhoch (ten je stále fragmentovaný) niektoré investičné produkty nebudú k dispozícii.

Regulačné bremeno

Predstavitelia európskeho finančného a poisťovacieho sektora vyjadrili v hodnotení Omnibus smernice⁵⁰ nespokojnosť s veľkým množstvom nových procesov, politík, organizačných požiadaviek, technických zverejnení a požiadaviek na zosúladenie, ktoré znamenajú odklon od snahy znížiť pretlak informačných povinností voči klientom a tiež zjednodušiť prístup k finančným službám. Práve naopak, píše sa v stanovisku, obrovský objem požiadaviek a ich zložitosť zvyšujú pravdepodobnosť, že odradia klientov a proklamovaná ambícia premeniť európskych vkladateľov na investorov bude naďalej brzdená čoraz dlhším, komplexnejším a náročnejším procesom investovania.

Zástupcovia finančného a poisťovacieho sektora tiež vyjadrili obavy z neuskutočiteľného navrhovaného harmonogramu implementácie regulatórnych požiadaviek. Sektor potrebuje adekvátny čas na zavedenie požadovaných zmien a novínok v miliónoch rôznorodých kontraktov s retailovými klientmi. Navrhovaný časový harmonogram je z pohľadu sektora neuskutočiteľný, už aj preto, že národné ustanovenia a príslušná Level 2⁵¹ legislatíva nie je ešte zverejnená.

Žiaľ aj podnikanie sa premieňa na byrokratickú mašinériu a prvoradým záujmom spoločností už nie je získať nové obchody či udržiavať zabehnuté, ale snaha vyhnúť sa riziku⁵². Takýto prístup však nie je v súlade so zámermi Únie kapitálových trhov a ani so zámerom Omnibus smernice, ktorým je “v konečnom dôsledku vytvárať podmienky potrebné na zvýšenie účasti retailových investorov na kapitálových trhoch.”

⁴⁹ Štát nemá snahu napríklad formulovať benchmarky pri cenách automobilov, bytov a pod. Výsledkom cenovej regulácie je obvykle nedostatok niektorých produktov na niektorých trhoch.

⁵⁰ <https://www.wsbi-esbg.org/joint-industry-statement-on-the-eu-retail-investment-strategy-2/>

⁵¹ Technické regulátorne a vykonávacie štandardy (RTS a ITS).

⁵² <https://www.cigionline.org/static/documents/documents/Paper%20no.137web.pdf>,
<https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/de-risking-in-the-financial-sector>

Dopad na retailových investorov

Samotných retailových investorov reprezentujú spotrebiteľské organizácie (Better Finance, BEUC), ktoré sa zúčastnili verejnej konzultácie v rámci prípravy Omnibus smernice. Jednotliví investori prakticky nemali možnosť v konzultácii vyjadriť svoj názor, pretože bola komplikovaná, písaná odborným jazykom a aj samotná účasť bola viazaná na splnenie technických podmienok.

Provízie

Obe organizácie sa dožadovali úplného zákazu provízií, ktoré podľa nich vedú ku konfliktu záujmov, poradenstvu, ktoré nie je neustranné⁵³ a k tomu, že investorom sa neponúkajú jednoduché a lacné produkty, za ktoré sa však neplatia žiadne alebo minimálne provízie (dlhopisy a akcie, ETF, indexové ETF, lacné a diverzifikované podielové fondy). Spotrebiteľia sa tak nedostávajú k finančným produktom, ktoré by mohli optimálne napĺňať ich požiadavky práve kvôli zle nastaveným motiváciám poradcov.

Z tohto pohľadu je Omnibus smernica polkrokom vpred, pretože jej ustanovenia vytvárajú podmienky, aby poradcovia ponúkali produkty ako ETF. Na druhej strane, ako sa budú tieto ustanovenia vymáhať v praxi, je otázne, pretože sú pomerne vágne a bude závisieť od orgánov dohľadu, ako ich budú interpretovať. Z toho dôvodu obe spotrebiteľské organizácie vyjadrili sklamanie z predloženého návrhu.

Navyše, ako uvádza organizácia Better Finance, pravidlá ohľadne provízií nie sú v návrhu Omnibus smernice nastavené homogénne pre všetky segmenty trhu. Zákaz provízií, ktorý existuje pre služby riadenia portfólia v smernici MiFID, sa už neuplatňuje pre rovnaké služby pokiaľ ide o investičné produkty na báze poistenia a penzijné produkty. Vzniká tu možnosť regulátornej arbitráže, samozrejme na úkor retailových klientov.

Porovnávanie produktov

Spotrebiteľia však často čelia aj problému ako porovnávať produkty, ktoré by mohli byť pre nich potenciálne vhodné. V súčasnosti nie sú pravidlá zverejňovania informácií homogénne pre rôzne triedy produktov. Investor sa v nich ťažko orientuje a napríklad výška provízií sa skrýva pod rôznymi označeniami. Informačné dokumenty nie sú prispôsobené on-line svetu. V tejto oblasti návrh EK ide správnym smerom a retailovým investorom do istej miery

⁵³ <https://www.thepriceofbadadvice.eu/>

zjednoduší rozhodovací proces. Existujú však rozdiely medzi rôznymi typmi produktov, napríklad produkty PRIIPS a UCITS investičné fondy majú veľmi odlišným spôsobom definované projekcie budúcich výnosov (PRIIPS na základe výkonov za ostatných päť rokov, pri UCITS fondoch sa porovnáva výkon oproti referenčným hodnotám).

Testy vhodnosti

Testy vhodnosti môžu viesť k tomu, že niektorí sprostredkovatelia budú interpretovať pravidlá reštriktívnejšie všade tam, kde zákonodarca nechal priestor na interpretáciu. Sprostredkovatelia sa obávajú možných dôsledkov, a tak na škodu retailových klientov mnoho produktov sa zbytočne stáva pre niektoré kategórie investorov nedostupnými (najmä tam, kde sa len vyžaduje uskutočnenie transakcie). Sprostredkovatelia tiež často neposkytujú opis cieľového trhu pre množstvo produktov od producentov, ktorí nepodliehajú MiFID, čo samozrejme vedie k zníženiu počtu produktov pre retailových investorov.

V minulosti takto retailoví investori prichádzali o možnosť investovať v ELTIF⁵⁴ (Európske dlhodobé investičné fondy), pretože im sprostredkovatelia takéto produkty neponúkali. Jediný vážny problém, ktorý však ELTIF majú, je dlhodobosť investície (nelikvidnosť investície) a nemožnosť dostať investované zdroje naspäť pred uplynutím tohto času. Ponuka týchto fondov retailovým investorom narážalao v minulosti na administratívne prekážky v podobe minimálneho objemu investovaných zdrojov a duplicitné posudzovanie vhodnosti (sprostredkovateľ aj správca), čo predstavovalo zbytočné náklady. Tieto prekážky odstránila novela nariadenia EP a Rady EÚ o ELTIF⁵⁵.

Nápravné opatrenia

Možnosť domôcť sa účinnej nápravy v prípade, ak došlo k pochybeniu či podvodu, je pre retailových investorov veľmi dôležitá, napríklad aj kvôli značnej informačnej asymetrii. Náprava sa môže uskutočniť súdnou či mimosúdnou cestou. Nanešťastie, v EÚ je táto oblasť (v prípade investícií na kapitálových trhoch) zatiaľ len málo efektívna, či už ide o kolektívne investovanie alebo individuálne.

Možnosť uskutočniť nápravu je v podstate nutnou podmienkou. Investori akceptujú riziká svojej investície, no nemôžu niesť zodpovednosť za chyby

⁵⁴ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_15_4423

⁵⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/HTML/?uri=CELEX:32023R0606>

iných. Chyby, ktoré majú dopad na iných (nesprávna informácia, napr.), je nutné napraviť a vinníci musia niesť zodpovednosť za ujmu, ktorá sa stala.

V súčasnosti však rôzne asociácie retailových investorov napríklad nemajú možnosť kolektívne zastupovať svojich členov pred súdmi, na rozdiel od rôznych spotrebiteľských organizácií, ktoré podávajú kolektívne žaloby. Iniciatíva, ktorá združuje retailových investorov investujúcich priamo do akcií či dlhopisov, je priamo vylúčená z pôsobnosti Smernice (EÚ) 2020/1828 o žalobách v zastúpení na ochranu kolektívnych záujmov spotrebiteľov⁵⁶.

Dôležitý problém zaistenia nápravy pri zavineniach iných osôb (nesprávna rada, podvody ako napríklad Wirecard, a pod.) však Omnibus smernica nerieši, hoci EK túto otázku skúmala a združenia reprezentujúce retailových investorov ju označili ako veľmi dôležitú.

Uplatňovanie akcionárskych práv a zamestnanecké akcie

Spotrebiteľské združenie Better Finance tiež upozorňuje na problémy pri uplatňovaní svojich akcionárskych práv pre retailových akcionárov, pretože toto sa uskutočňuje najčastejšie cez sprostredkovateľov a celkovo ide o nákladnú záležitosť. Chýba jednoduchý spôsob, napríklad on-line, ako sa môžu retailoví investori zúčastniť na valných zhromaždeniach akciových spoločností.

Ďalšia oblasť, ktorá by určite pomohla rozvoju kapitálového trhu a retailovým investíciám na ňom, sú zamestnanecké akcie⁵⁷. Navyše, rozvoj tejto formy podieľania sa na správe spoločností je v súlade s princípmi ESG investovania.

V Prílohe 2 sú zhrnuté možné hlavné prínosy a náklady, ktoré by mohla priniesť Omnibus smernica podľa dopadovej štúdie EK [21]. Pri hodnotení prínosov je však treba brať do úvahy, že skúsenosť Holandska a Spojeného kráľovstva nemožno automaticky rozšíriť na celú EÚ, nakoľko finančný trh ostáva fragmentovaný a ponuka finančných produktov je rôznorodá (napríklad podobne ako ponuka registrovaných liekov). Z tohto dôvodu si dovoľujeme uviesť, že **benefity budú nižšie, než uvádza dopadová štúdia.**

⁵⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/?uri=CELEX:32020L1828>

⁵⁷ <https://betterfinance.eu/publication/the-proposed-retail-investment-strategy-shows-potential-for-investor-protection-progress-but-fails-to-meet-its-own-key-targets/>

Náklady, ktoré prináša, boli niekde vyčíslené, no ich podstatnú časť ovplyvnia ustanovenia Level 2 a 3 legislatívy, a preto môžu byť podstatne vyššie, než sa uvádza v Prílohe 2.

5. Opis obmedzení, ktorým čelia retailoví investori v EÚ

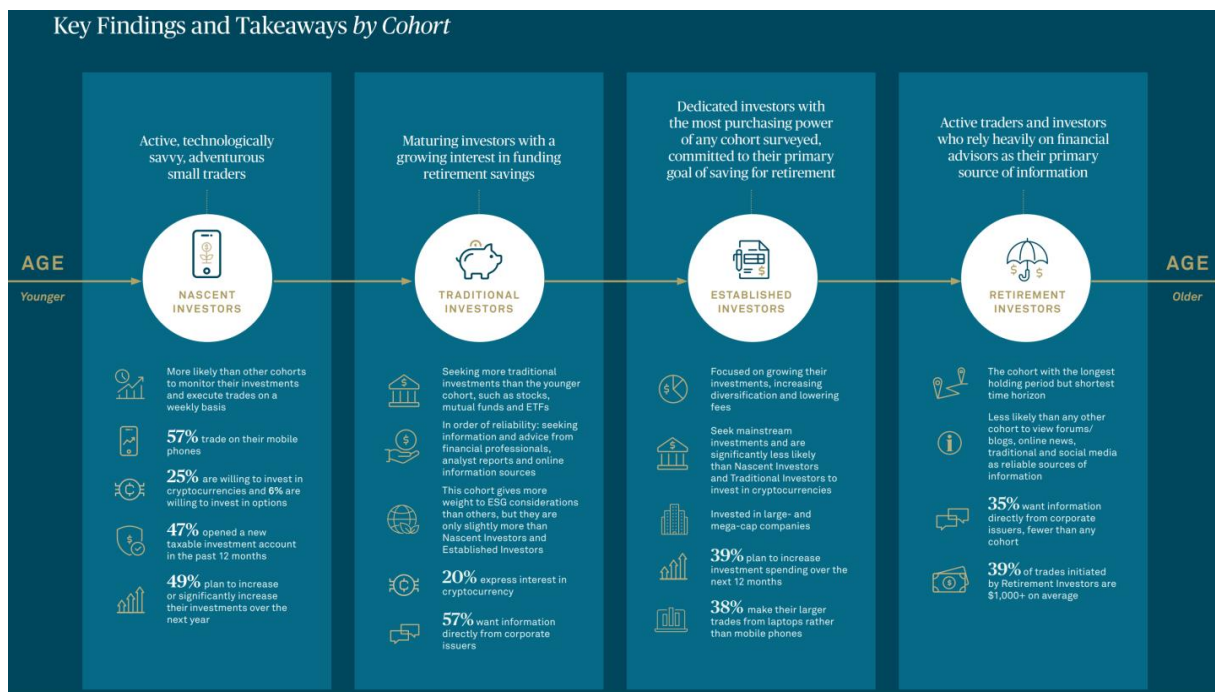
Početnosť retailových investorov v posledných rokoch rastie, každopádne v porovnaní s trhom Spojených štátov amerických, Spojeného Kráľovstva, či niektorých rozvojových krajín (Čína, India) počet retailových investorov v Európskej únii je nízky⁵⁸. Participácia na finančných a kapitálových trhoch pri retailových investoroch je determinovaná predovšetkým:

- Dostupnosťou služby / trhov
- Cenovou dostupnosťou (poplatky za obchodovanie, depozitné poplatky)
- Finančnou gramotnosťou
- Propagáciou retailového investovania a marketingom

Vo všeobecnosti sa retailoví investori dajú rozdeliť na štyri skupiny⁵⁹:

- Začínajúci investori
- Tradiční investori
- Etablovaní investori
- Dôchodkoví investori

Aj napriek tomu, že štúdia banky Bank of New York Mellon pojednáva o retailových investoroch v Spojených štátoch, nie sú veľké odklony medzi správaním retailových investorov v Európskej únii a USA.



Zdroj: <https://www.bnymellon.com/content/dam/bnymellon/documents/pdf/insights/the-state-of-the-us-retail-investor.pdf>

⁵⁸ <https://www.bnymellon.com/content/dam/bnymellon/documents/pdf/insights/the-state-of-the-us-retail-investor.pdf>

⁵⁹ <https://www.bnymellon.com/content/dam/bnymellon/documents/pdf/insights/the-state-of-the-us-retail-investor.pdf>

Začínajúci investori majú základné ciele investičnej stratégie naučiť sa pracovať na finančných trhoch, vytvoriť si dodatočný príjem svojou činnosťou a dosiahnuť finančnú stabilitu.

Veľkosť ich investícií je pomerne nízka, pričom až 76% má priemernú veľkosť transakcií nižšiu ako 500 EUR(USD). Väčšina sleduje svoje pozície na dennej alebo týždennej báze a približne polovica plánuje zvyšovať svoje investície v nasledovných 12 mesiacoch.

Až 25% investuje do kryptomien (najväčšia kohorta z retailových investorov), 16% do individuálnych akcií spoločností, 14% a 8% do fondov a ETF. Až 79% z nich má investičný horizont menej ako jeden rok a čo je zarážajúce až 42% menej ako týždeň, teda sú aktívni v obchodovaní.

Ako zdroj informácií pre svoje investičné rozhodnutia 17% využíva analýzy a reporty analytikov a subjektívny rating investičných aktív na webstránkach, 16% odporúčania finančných poradcov a profesionálov, 12% sociálne média. Vo všeobecnosti menej využívajú informačné zdroje profesionálov, keďže majú k nim aj objektívne sťažený prístup – vzhľadom na veľkosť investícií.

Tradiční investori majú obdobné ciele ako začínajúci investori, napríklad ale cieľ investovania ako doplnok bežného príjmu má nižšiu váhu.

Obdobne ako začínajúci investori až 68% tradičných investorov má investičný horizont nižší ako jeden rok, pričom najčastejšie, pri 27%, je horizont približne mesiac.

Finanční profesionáli sú najčastejší zdroj informácií pre investičné rozhodnutia (22%) a správy analytikov a subjektívny rating investičných aktív na webstránkach predstavuje zdroj informácií pre 20% tradičných investorov. 13% sa spolieha na rady priateľov a rodiny. Sociálne média využíva približne 10% investorov tejto skupiny, aj keď až 44% ich považuje za spoľahlivý zdroj informácií.

Čo sa týka zloženia aktív, prevládajú individuálne akcie u 20% investorov, fondy a ETF u 16% a 12% investorov. Záujem o kryptoaktíva a meny je u 20% investorov.

Obdobne ako začínajúci investori až 69% tradičných investorov má objem obchodu 500 EUR (USD) alebo menší, pričom približne polovica plánuje zvýšiť investície v nasledovných 12 mesiacov.

Etablovaní investori sú investori, pre ktorých sú rozhodujúce dlhodobé výnosy a dlhodobá udržateľnosť investičnej stratégie. Táto skupina má najvyššiu kúpnu silu spomedzi všetkých a aj najviac sa odlišuje svojimi cieľmi

a spôsobom investovania. Základný cieľ je dlhodobé zhodnocovanie aktív s cieľom kumulovať aktíva na dôchodok.

Väčšina investorov tejto skupiny sú investori s 401(k) plánom (v Európskej únii obdobná legislatíva nie je prijatá), pričom vo veku 50 rokov a viac môžu prispievať vlastnými zdrojmi na účet.

Prevažná väčšina (68%) má skúsenosti s investovaním viac ako 10 rokov. Štruktúra ich aktív obsahuje 20% individuálne akcie, 20% fondy a 13% ETF a okolo 10% kryptomeny. Zároveň na rozdiel od iných skupín investorov okolo 8% vlastní dlhopisy (vládne, municipálne či korporátne).

Takmer polovica, 47% robí obchody s väčšími objemami od 1000 EUR (USD) do 10 000 EUR (USD). Väčšina, okolo 40%, zvyšuje každoročne objem svojich investícií.

Základný rozdiel je aj v tom, že až 51% investorov tejto skupiny má základný zdroj informácií priamo od emitenta a zároveň majú diverzifikovanejšie portfóliá a cenu služieb a poplatkov sa snažia minimalizovať.

Dôchodkoví investori sú relatívne konzervatívni a najskúsenejší investori. V tejto skupine má až 88% viac ako 10 ročné skúsenosti s investovaním.

Primárny cieľ je dlhodobá finančná bezpečnosť, ktorej podmieňujú svoje finančné rozhodnutia. Pri výbere investícií kladú dôraz na rast dividend u spoločností, výsledky finančného hospodárenia a diverzifikáciu portfólia. Majú na zreteli budúce výdavky, ako rast inflácie, zdravotné výdavky či osobné výdavky na dôchodku a tomu prispôsobujú svoje rozhodnutia. Zároveň si uvedomujú, že čas na zotavenie portfólia po poklese, napríklad počas trhového poklesu, môže značne ovplyvniť ich bohatstvo.

Finanční profesionáli sú primárny zdroj informácií pre túto skupinu investorov, pričom väčšina aspoň na ročnej báze konzultuje stav svojho majetku. 35% využíva originálne zdroje od emitentov, korporácií. Zároveň na rozdiel od vnímania spoločnosti, majú pomerne aktívne obchodovanie. Prevažná väčšina z nich otvorí novú pozíciu na mesačnej báze, ale zároveň 74% má investičný horizont a držanie investície viac ako rok.

Čo sa týka štruktúry aktív, patria medzi skupinu, ktorá najčastejšie zamieňa nízkonákladové fondy (ako najobľúbenejšiu skupinu aktív), ktoré predá a nakúpi aktíva generujúce vyšší príjem, predovšetkým rôzne typy dlhopisov. Dlhopisy v priemere tvoria 15% aktív portfólia, čo je menej ako v prípade fondov, ktoré tvoria 26%, a 23% tvoria individuálne akcie. Ďalšiu skupinu tvoria ETF fondy s 11% váhou. Dve tretiny investorov neznižuje svoje investície počas roka.

Všetky skupiny investorov považujú ESG kritéria za dôležité (od 64% pri dôchodkových investoroch do 85% pri tradičných investoroch), ale svoje investičné rozhodnutia ESG hodnotením neobmedzujú. ESG hodnotenie považujú ako dodatočný zdroj informácií, nie však rozhodujúci, pre svoje investičné rozhodnutie.

Novinkou posledných rokov sa stali „memečkové-akcie“⁶⁰ (meme stocks) ako boli GameStop Corporation (NYSE: GME) či AMC Entertainment Holdings (NYSE: AMC) ale aj iné (celkovo niekoľko desiatok), pri ktorých nárast obchodovania a ceny viedol k volatílnym pohybom, prípadne k vytlačeniu opčných, krátkych pozícií.

Zatiaľ čo pretrváva skepticizmus ohľadne dlhodobej trvanlivosti prítomnosti retailových investorov na finančných trhoch, skúsenosti posledných desaťročí sú v rozpore s očakávaniami analytikov a retailoví investori ostávajú aktívnejší na trhoch, a to aj po finančnej kríze 2008-2009. Aktivita retailových investorov počas pandémie COVID-19 dokonca narástla.

Jedným zo zásadných problémov, prečo majú retailoví investori v Európskej únii oveľa menej možností na investovanie, súvisí aj s parametrami a charakteristikami samotných finančných a kapitálových trhov krajín EÚ.

Akciové trhy

Pri porovnaní akciových trhov, **celková kapitalizácia akciových trhov v EÚ výrazne zaostáva za USA či inde vo svete.** Ak **kapitalizácia trhov v USA** k júlu bola v prípade NYSE **takmer 25 biliónov USD** a v prípade NASDAQ cez 22 biliónov USD, **najväčšia európska burza Euronext mala kapitalizáciu iba niečo cez 6 biliónov EUR (6,9 biliónov USD).** Ide pritom o jedinú burzu pôsobiacu v Európskej únii, ktorá sa nachádza v prvej desiatke svetových búrz podľa kapitalizácie. V prvej desiatke sa nachádza aj LSE Group so sídlom v Londýne s kapitalizáciou 3,3 biliónov USD.

Zároveň nová ponuka cenných papierov, akcií, či už prostredníctvom prvotnej ponuky akcií (IPO) alebo dodatočnej ponuky akcií (APO) je v porovnaní s USA veľmi nízke.⁶¹

Celosvetovo bolo v roku 2022 prvotných ponúk akcií 1 671, čo bol výrazný pokles oproti roku 2021, kedy bolo celkovo 3 260 ponúk. Keďže rok 2021 bol výnimočne bohatým na ponuku celosvetovo, ostatné dáta sú za rok 2021.

⁶⁰ myšlienka, správanie, štýl alebo používanie, ktoré sa šíri z človeka na človeka
človek v rámci kultúry – predovšetkým na sociálnych sieťach ako Twitter (X), Facebook, iné

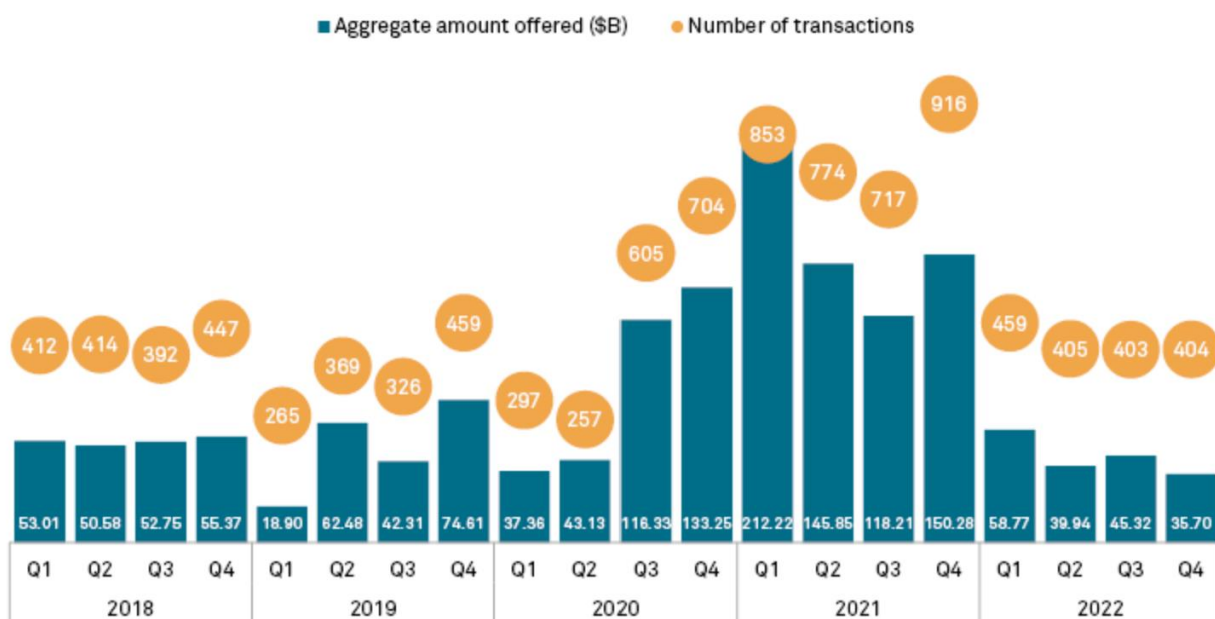
⁶¹ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/global-ipo-activity-cut-nearly-in-half-in-2022-just-20-launched-in-us-during-q4-73793488>

V USA bolo celkovo 908 prvotných ponúk akcií, v celkovom objeme 282,66 mld. USD. To je o 157% viac ako v Európe (vrátane Spojeného kráľovstva), kde bolo v rovnakom roku celkovo 636 ponúk s objemom 109,57 mld. USD. Každopádne pre členské krajiny EÚ z tohto balíka pripadal objem 51 mld. EUR podľa dát ECMI (European Capital Markets Institute)⁶².

Ponuka cenných papierov, akcií naviac v Európe býva určená prevažne profesionálnym klientom. Dôležitý rozdiel vo fungovaní anglického trhu s cennými papiermi, akciami je v tom, že dodatočná ponuka akcií, ale často aj nová ponuka, je riešená cez „warranty“, teda opcie na nadobudnutie akcií, oproti priamemu úpisu akcií. Predovšetkým pri dodatočnej ponuke akcií tak existujúci akcionári majú právo nadobudnúť nové akcie a až ak právo nevyužijú, sú oslovení iní noví investori.

Samotná relatívne nízka ponuka cenných papierov v IPO celkovo vedie k tomu, že aj pre retailových investorov sú trhy EÚ menej atraktívne, keďže majú menej príležitosti nadobudnúť akcie nových spoločností.

Global IPO activity since 2018



Data compiled Jan. 5, 2023.
 Analysis includes global initial public offerings completed between Jan. 1, 2018, and Dec. 31, 2022.
 Excludes private placements.
 Aggregate amount offered includes overallotments.
 Source: S&P Global Market Intelligence.
 © 2023 S&P Global.

Zdroj: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/global-ipo-activity-cut-nearly-in-half-in-2022-just-20-launched-in-us-during-q4-73793488>

⁶² https://www.ecmi.eu/sites/default/files/ecmi_stat_pack_2022_-_key_findings.pdf

Dlhopisové trhy

Narozdiel od akciových trhov, **dlhopisové trhy v EÚ patria k najväčším na svete**. Bohužiaľ ale aj tu je **zásadným nedostatkom orientácia na profesionálnych investorov** na dlhopisovom trhu v priestore Európskej únie.

Podľa štúdie ICMA⁶³ v roku 2022 bolo celosvetovo obchodovaných takmer 46,6 biliónov EUR štátnych dlhopisov. Z toho 24,57 biliónov EUR štátnych dlhopisov bolo denominovaných v eurách (52,8%), 16,87 biliónov EUR štátnych dlhopisov bolo denominovaných v USD (36,2%) a librách 9,6%, celkovo 4,46 biliónov EUR. Navyše obchodované dlhopisy krajín EÚ, boli dlhopisy Nemecka, 7,4 biliónov EUR, Talianska 7,2 biliónov EUR a Francúzska 5,4 biliónov EUR.

Obdobná situácia je aj s emitovaním dlhopisov, kde z celosvetovo emitovaných štátnych dlhopisov podiel krajín EÚ predstavoval 54,3%, 25,3 biliónov EUR emisií (čo týždenne predstavuje aktivitu v objeme 486 mld. Eur.)

Pokiaľ ide o veľkosti obchodov, v roku 2022 bolo realizovaných celkovo 3 986 000 obchodov so štátnymi dlhopismi krajín EÚ, pričom priemerná a mediánová veľkosť obchodu bola 5,6 mil Eur a 500 000 Eur v prípade Francúzska, 4,7 mil. Eur a 900 000 Eur v prípade Nemecka a 3,6 mil. Eur a 600 000 Eur v prípade Talianska.

Tieto objemy sú výrazne nad možnosti retailových investorov, keďže najviac obchodov retailových investorov je realizovaných s objemom pod 1 mil. Eur.

Situácia je pri korporátnych dlhopisoch, ktorých bolo v roku 2022 zobchodovaných v objeme 4,8 biliónov Eur v celkovo 5 838 745 transakciách, mierne rozdielna. Najväčší podiel 59,7% mali dlhopisy obchodované v mene EUR. Priemerná veľkosť obchodu v Eur denominovaných dlhopisoch bola 0,9 mil. Eur a mediánová 200 000 Eur. Je to bližšie možnostiam retailových investorov, ale stále podstatnú, prevažnú časť obchodov tvoria profesionálni investori. Z celkového objemu realizovaných obchodov korporátnych dlhopisoch denominovaných v mene Eur bolo 55% (1,6 bilióna Eur) zobchodovaných v EÚ a 45% (1,3 bilióna Eur) v Spojenom Kráľovstve.

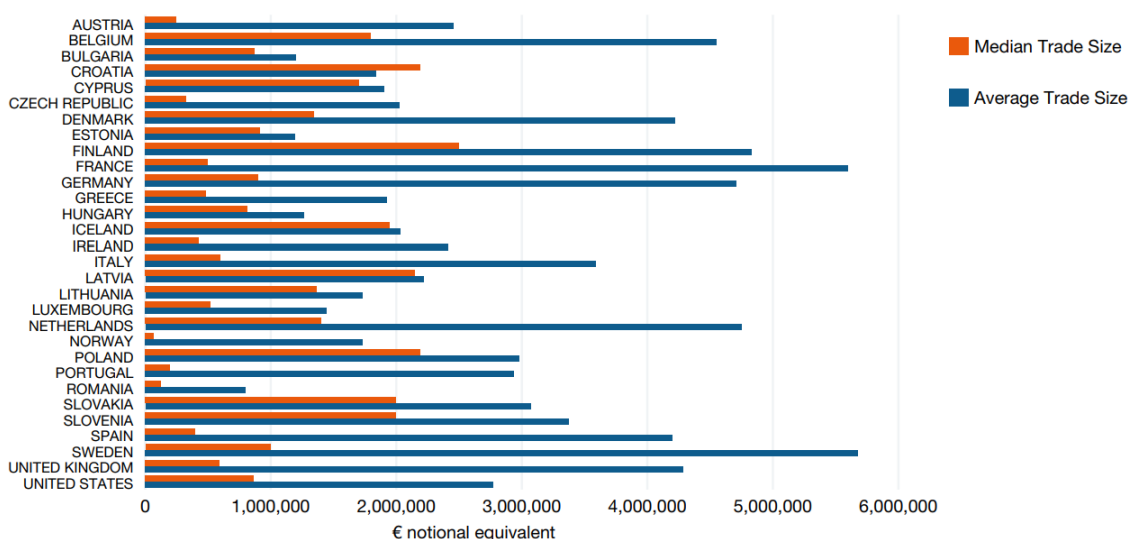
Iné typy dlhových aktív, ako dlhopisy Pfandbrief, Hypotekárne záložné dlhopisy, či iné typy aktívami krytých dlhopisov, neboli pre retailových investorov veľmi atraktívne. Extrémne nízke úrokové sadzby a negatívne výnosy na mnohých dlhových produktoch, pretrvávajúce roky, viedli k tomu,

⁶³ <https://www.icmagroup.org/assets/SMPC-Secondary-Market-Bond-Data-H2-2022.pdf>

že dlhové aktíva neboli pre retailových investorov atraktívny cieľ pre investovanie. Na túto situáciu reagovali aj emitenti, napríklad aj štátne agentúry riadenia dlhu, ktoré pravidelne emitovali retailové emisie štátnych dlhopisov, pauzou v emitovaní retailových emisií. Dobrým príkladom je Belgická agentúra riadenia dlhu⁶⁴, ktorá historicky pravidelne emitovala retailové emisie dlhu (s nominálnou hodnotou dlhopisu 1 cent), no v rokoch 2019 – 2022 neemitovala žiadne nové retailové emisie.

Celkovo vzhľadom na to, že vo všeobecnosti dlhopisy emitované v eurách sú vydávané s nominálnou hodnotou 100 000 Eur, málokedy vôbec sú predmetom záujmu retailových investorov. Na rozdiel od dlhopisového trhu Spojených štátov amerických, kde vládne dlhopisy, agentúrne, municipálne, či aj korporátne dlhopisy sú emitované s nominálnou hodnotou 1000 USD (minimálnym dopytom 2000 USD) v emisných podmienkach, sú z tohto dôvodu ďaleko atraktívnejšie pre retailových investorov.

Average and Median Trade Sizes, 2022



Zdroj: <https://www.icmagroup.org/assets/SMPC-Secondary-Market-Bond-Data-H2-2022.pdf>

Ostatné typy aktív

Ostatné typy aktív (prioritné/preferované akcie, deriváty, kryptomeny, CFD, fondy) sú prevažne a ak vôbec expozície, ktoré v portfóliách retailových investorov sú skôr výnimočne. ETF (exchange-traded funds) rastú na popularite a ich podiel na celkových aktívach u retailových investoroch v čase narastá. Predovšetkým u nových investorov, rozlišovaných ako začínajúci, či

⁶⁴ https://www.debtagency.be/sites/default/files/content/download/files/review2022_outlook2023.pdf

tradiční investori, majú posledné roky vyššiu popularitu kryptoaktívia, kryptomeny.

Celkovo štruktúra emitovania dlhopisov na dlhopisových trhoch Európskej únie nie je naklonená retailovým investorom a rovnako relatívne nízka kapitalizácia, voči HDP prevažnej väčšiny kapitálových trhov EÚ ako aj ponuka nových emisií akcií (IPO), ktorá je pomerne nízka, nevytvára veľa príležitostí pre európskych retailových investorov. Pozitívom je nová regulácia ECSPR umožňujúca ponúkať služby emitovania cenných papierov pre malé a stredne veľké podniky. Jednak diverzifikuje zdroje kapitálu pre podniky a zároveň dopyt po ponuke je predovšetkým od retailových emitentov. Každopádne tento trh zatiaľ patrí len k rodiacim sa, rovnako ako záujem retailových emitentov oň.

Ďalšou komplikáciou je nižšia dostupnosť služieb zo strany obchodníkov s cennými papiermi, platformami, ktoré umožňujú investovať a obchodovať cenné papiere retailovým investorom. Aj keď ich popularita rastie, celková ponuka možností je v EÚ nižšia v porovnaní s trhom Spojených štátov a zároveň dostupnosť trhov mimo EÚ a anglosaský svet je pre retailových investorov v EÚ obmedzená. Dominanciu získavajú brokeri s celosvetovým pôsobením, ktorý značne tieto rozdiely vyrovnávajú. Podľa štatistík portálu brokerchooser.com⁶⁵ momentálne najobľúbenejšia platforma v priestore EÚ je Interactive Brokers, nasledujú platformy eToro a XBT. V skutočnosti však ide o spoločnosti, ktoré majú sídlo v USA (Interactive Brokers Group Inc., Nasdaq:IBKR), teda nejde o európske spoločnosti poskytujúce služby na jednotnom trhu. Aj vzhľadom na BREXIT mnohé spoločnosti menili sídlo v rámci EÚ a aj ponuku produktov. Táto transformácia ovplyvnila správanie retailových investorov v priestore EÚ. Rozhodujúce pre klientov je, či spoločnosti spoplatňujú dáta cez platformy, poplatky za neaktivitu klienta a samozrejme poplatky súvisiace s obchodovaním. Vo všeobecnosti sa retailoví investori nedostanú na úroveň poplatkov profesionálnych klientov (1-2 pips pri obchodovaní), no v mnohých prípadoch obchodníci s cennými papiermi, či brokeri, ponúkajú veľmi atraktívne poplatkové štruktúry – dokonca určité produkty umožňujú obchodovať bez poplatkov.

Retailoví investori v EÚ teda čelia mnohým výzvam a nedostatkom, ktoré súvisia s pomerne nízkou konkurenciou ponúkaných možností, ako investovať (platformy, obchodníci s cennými papiermi), pričom tie najatraktívnejšie sú

⁶⁵ <https://brokerchooser.com/best-brokers/best-stock-brokers-for-europeans>

často spoločnosti podnikajúce medzinárodne sídlia v Spojených štátov. Ďalšou bariérou je nižšia aktivita na kapitálových trhoch, predovšetkým akciových, v porovnaní so Spojenými Štátmi a aj štruktúra dlhopisových trhov, ktorá je orientovaná na veľkých profesionálnych klientov (poisťovne, banky, penzijné fondy, investičné fondy). **Zároveň prijaté zákony a regulácie, ktoré sťažujú investovanie retailových investorov ako The Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA), zavedenie LEI (Legal Entity Identifier) či iné nároky, vedú k zdražovaniu investovania (zvyšujú fixné náklady) a zároveň vedú k vyhľadávaniu daňových poradcov, v prípade investovania na cudzích, zahraničných trhoch.** Samozrejme nie je v záujme retailových investorov obchádzať daňové či iné povinnosti, ale dodatočná regulácia zvyšuje náročnosť a cenovú dostupnosť investovania pre retailových investorov.

Popularity of the best stock brokers for Europeans

Interested in what others think? Here's how many people chose these brokers at BrokerChooser in the last 6 months.

Popularity



Zdroj: <https://brokerchooser.com/best-brokers/best-stock-brokers-for-europeans>

6. Porovnanie situácie retailových investorov v EÚ s ich postavením v Spojených štátoch, Spojenom kráľovstve a ďalších jurisdikciách

Legislatíva v jednotlivých štátoch regulujúca pohyb kapitálu, prístup k trhom a formu cenných papieroch sa v globálnom svete k sebe neustále približuje. Podstatným zdrojom zjednocovania regulácií vo svete je Banka pre medzinárodné zúčtovanie (Bank for International Settlements, BIS) ale aj iné

nadnárodné organizácie či inštitúcie (OECD, EU, NAFTA). Vo všeobecnosti sa pravidlá a regulácie fungovania kapitálových trhov najviac k sebe pri blížili po finančnej kríze rokov 2008-2009, keď mnohé rozvinuté krajiny sveta spracovali a neskôr prijali nové normy na regulovanie domácich trhov, pričom regulácie reflektovali na medzinárodné pôsobenie mnohých finančných inštitúcií. Tieto zmeny sa dotkli aj retailových investorov, keďže aj pre drobných investorov sú dnes dostupné medzinárodné trhy, na ktorých sú schopní investovať do rôznych typov aktív a nových finančných inovácií.

Najrobustnejšiu legislatívu v oblasti cenných papieroch a investovania na finančných trhoch mali aj vďaka historickému vývoju krajiny EÚ, Spojeného kráľovstva a USA. Pritom najväčšie rozdiely v legislatíve súvisia s rozdielnym vývojom práva v kontinentálnej Európe a v anglosaských krajinách. Spojené kráľovstvo ovplyvnilo vďaka dominancii vo svete rozvoj regulácií v mnohých krajinách, ktoré boli kolóniami Spojeného kráľovstva – teda aj v krajinách, ako je India, či v krajinách juhovýchodnej Ázie.

Spojené Štáty Americké

Sústavu zákonov regulujúcu finančný sektor a teda aj retailových investorov tvoria zákony:

- Securities Act of 1933
- Securities Exchange Act of 1934
- Trust Indenture Act of 1939
- Investment Company Act of 1940
- Investment Advisers Act of 1940
- Sarbanes-Oxley Act of 2002
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010
- Jumpstart Our Business Startups Act of 2012
- Rôzne vydané dodatočné pravidlá vyplývajúce a vydané v súvislosti s prijatou reguláciou

Zákony prijaté ako reakcia na veľkú hospodársku krízu, ktoré následne boli revidované a novelizované:

Securities Act of 1933 – zákon vo všeobecnosti nastavuje pravidlá, v akej podobe je možné vydávať cenné papiere, aké pravidlá musí splniť emitent a aké sú povinnosti regulačného orgánu (Securities and Exchange Commission - SEC). Účel zákona je poskytnúť investorovi dostatočné finančné a iné dôležité informácie ohľadne cenných papierov vo verejnom umiestnení cenných

papierov a zároveň má predísť podvodom, pochybnej reprezentácií, klamlivej ponuke pri predaji cenných papierov. Zároveň zákon umožňuje investorom, ktorí nakúpili cenné papiere a dosiahli straty, ak dokážu že neboli dôležité informácie pre ich rozhodnutie k dispozícií, rôzne práva na vymáhanie straty.

Securities Exchange Act of 1934 – Tento zákon založil Securities and Exchange Commission – SEC. SEC je na základe zákona oprávnený regulovať všetky aspekty podnikania s cennými papiermi. Má právo registrovať, regulovať a dohliadať na obchodníkov s cennými papiermi, depozitárov cenných papierov a burzy a iné spoločnosti pôsobiace na trhu s cennými papiermi. Rovnako SEC dohliada aj úrad pre reguláciu finančného priemyslu (FINRA). Zákon dáva SEC rôznorodé disciplinárne právomoci nad dohliadanými subjektmi a osobami, ktoré sú s nimi spojené, alebo ich zastupujú.

Investment Advisers Act of 1940 – Tento zákon určuje pravidlá investičného poradenstva na finančných trhoch Spojených štátov. Nadväzuje na rozhodnutie SEC ohľadne verejných holdingových spoločností. Reguluje investičné rady, poradenstvo, publikácie, analýzy a správy ohľadne cenných papierov a poradenstva pri investovaní pre klientov a iné dojednania s klientami. Tento zákon sa vzťahuje aj na dojednania poštou, OTC transakcie a všetky spoločnosti emitujúce cenné papiere a nástroje finančného trhu vrátane členských bánk federálneho rezervného systému.

Zákony prijaté ako reakcia na Dot-Com krízu, bankrot Enron-u a iných spoločností a v reakcii na finančnú krízu rokov 2008-2009

Sarbanes-Oxley Act of 2002 – Zákon mal predovšetkým za cieľ zvýšiť podnikovú transparentnosť pri publikovaní výročných správ a kvartálnych uzávierok. Úlohou zákona je boj s účtovnými podvodmi a vytvoril „Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB“, teda úrad pre dohľad nad účtovaním verejných spoločností. Rovnako dohliada nad audítorskými spoločnosťami. Zavedenie vylepšených finančných účtovných závierok, s informáciami o konfliktoch záujmov, transakciách medzi spoločnosťou, manažmentom, veľkými akcionármi, posúdenie interných kontrolných mechanizmov a zavedenie povinných komisií predstavenstva s písomnými výstupmi pre investorov viedlo k zvýšeniu transparentnosti podnikania spoločností. Cenou je však vysoká miera administratívnych požiadaviek na spoločnosť, často vyžadujúca dokumenty pre investorov, ktoré majú stovky strán, pričom dôležité informácie stále môžu byť publikované ako poznámka

pod čiarou a podobne. Zákon síce zvýšil dostupnosť informácií aj pre retailových investorov, každopádne bežná verejne obchodovaná americká korporácia publikuje tisícky strán povinných informácií, pričom bežný investor často nemá šancu si všetky tieto informácie naštudovať, analyzovať či zapamätať.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – bol prijatý v reakcii na finančnú krízu rokov 2008-2009 ako reakcia na nedostatky pri regulovaní veľkých finančných holdingových spoločností. Zákon má za úlohu zvýšiť finančnú stabilitu finančného sektora, viedol k registrácii nebankových finančných spoločností a ich regulovaniu, vytvoril Radu pre dohľad nad finančnou stabilitou. Zákon vznikol v spolupráci a paralelne so vznikajúcou reguláciou na pôde Európskej únie (MIFIR/MIFID, SOLVENCY, CRR/CRD, či iné) a v mnohých otázkach k regulovaniu finančných inštitúcií pristupuje obdobne. Z povinných ustanovení tvorby pravidiel je aktuálne prijatých 67, osem je v príprave a tri ostávajú na vypracovanie. Nové pravidlá sa týkajú oblastí ako sú swapy cenných papierov (26 pravidiel), kreditných ratingových agentúr (12 pravidiel), súkromných fondov, finančného odmeňovania predstavenstiev, aktívami krytých cenných papierov a mnohých iných.

Spojené Kráľovstvo

Keďže Spojené kráľovstvo bolo do 1. februára 2020 členskou krajinou Európskej únie, regulácia finančných inštitúcií bola v súlade s pravidlami spoločného trhu. Spojené kráľovstvo tak zosúladiť domácu legislatívu s nasledovnými smernicami EU:

- Capital Requirements Regulation and Directive (“CRR” and “CRD”)
- Markets in Financial Instruments Regulation and Directive (“MiFIR” and “MiFID”)
 - Short Selling Regulation (“SSR”)
 - Market Abuse Regulation (“MAR”)
- European Market Infrastructure Regulation (“EMIR”)
- Regulation on Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products (“PRIIPs”)

Po vystúpení Spojeného kráľovstva z Európskej únie a v rámci balíka zákonov, ktoré museli byť upravené počas výstupových rokovaní, Spojené kráľovstvo

zmenilo približne 50 nariadení a zákonov tak, aby splnilo vyrokované podmienky BREXITU.

Najdôležitejšie inštitúcie a legislatíva, ktoré tvoria systém regulačného prostredia v Spojenom Kráľovstve:

The Prudential Regulation Authority (“PRA”) – základná úloha úradu je dohľad nad finančnou stabilitou bankového sektora.

Financial Conduct Authority (“FCA”) - reguluje prístup bánk ku klientom a finančnému trhu ako celku.

Financial Services and Markets Act (“FSMA”) – stanovuje legislatívne prostredie udeľovania bankových licencií a zakazuje akejkoľvek osobe (právnickej, inej) podnikateľ a sprostredkovať služby na finančných trhoch bez udelennej licencie. Legislatíva špecifikujúca prevažnú väčšinu spoločností ponúkajúcich finančné služby v Spojenom Kráľovstve. Licencovateľné subjekty a činnosti ponúkajú predovšetkým prijímanie vkladov, obchod s cennými papiermi a derivátmi, činnosti súvisiace s investičnými fondmi, spotrebiteľské a hypotekárne úverové produkty, upisovanie a distribúciu poistenia.

Najväčšiu zmenu v poslednom období predstavuje pripravovaný zákon „The Financial Services and Markets Bill“, ktorého účelom je zjednotiť a upraviť pôsobenie regulovaných subjektov a iných neregulovaných subjektov pôsobiacich na finančnom trhu. Zároveň má upraviť časti prevzatej regulácie EÚ, ponechanej po odchode z Európskej Únie, týkajúcej sa napríklad predajov na krátko, over-the-counter (“OTC”) derivátových obchodov, sekuritizácie produktov, prospektov cenných papierov a benchmarkov.

Japonsko

Legislatíva Japonska mala iný historický vývoj ako zvyšok analyzovaných krajín, no po II. svetovej vojne sa mnohé zákony a regulácia začali zblížovať s prvkami západnej regulácie. Finančná kríza v Japonku na konci osemdesiatych rokov a v deväťdesiatych rokoch viedla rozdielnemu vývoju legislatívy. Najzákladnejšie zákony a legislatíva tvoriaca sústavu noriem týkajúca sa finančných trhov v Japonsku je⁶⁶:

- Foreign Exchange and Foreign Trade Act
- Money Lending Business Act
- Loan Trust Act

⁶⁶ <https://www.fsa.go.jp/en/refer/legislation/legislation.pdf>

- Act on Financial Businesses by Cooperative
- Act on Limitation on Shareholding by Banks and Other Financial Institutions
- Banking Act
- Financial Instruments and Exchange Act
- Act on Sales, etc. of Financial Instruments
- Payment Services Act
- Act on Securitization of Assets
- Act on Reserve Requirement System
- Trust Business Act
- Credit Guarantee Corporations Act

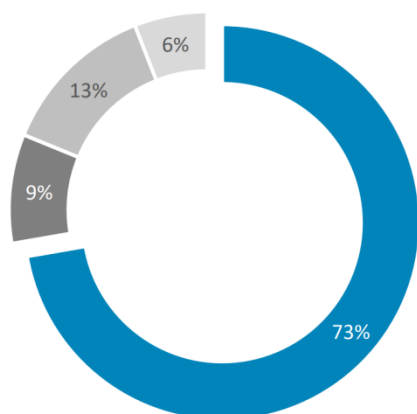
System zákonov a usmernení tvorí komplexnú sadu nástrojov regulácie. Z hľadiska regulačných požiadaviek je systém regulácie finančných inštitúcií v Japonsku najkomplikovanejší a predstavuje nesmiernu administratívnu záťaž pre existujúce a nové finančné inštitúcie. Aj z toho dôvodu v Japonsku vzniká veľmi málo nových finančných inštitúcií a krajina nie je ani atraktívna pre zahraničné subjekty. Z hľadiska inovácií je atraktívna pomerne rýchla adopcia kryptomien a dohľad nad burzami kryptoaktív a firiem ponúkajúcich služby v sektore.

7. Návrh krokov na rozšírenie možností európskych retailových investorov investovať na kapitálových trhoch

Jadrom krokov, ktoré by zvýšili participáciu retailových investorov na finančných a kapitálových trhoch, je predovšetkým presúvanie zodpovednosti na domácnosti ohľadne rôznych aspektov spoločnosti a finančnej nezávislosti.⁶⁷ Väčšina investorov, hlavne skúsenejších (teda „dôchodkovi“ a „etablovaní“ investori), vníma za najdôležitejšie získanie finančnej nezávislosti a to predovšetkým v dôchodkovom veku. Zároveň svoju rolu vnímajú ako súčasť správy vlastného majetku, bohatstva, ktoré majú záujem aktívne zveľaďovať. Z toho vyplýva niekoľko podstatných záverov pre rozšírenie možností európskych retailových investorov investovať na kapitálových trhoch.

Fig.7 What is holding people in Europe back from investing more of their money?

i) Engagement with stocks and shares ISAs of people in the UK that have not invested in an S&S ISA but keep savings of £5,000+ in a bank account



People who never considered investing in an S&S ISA

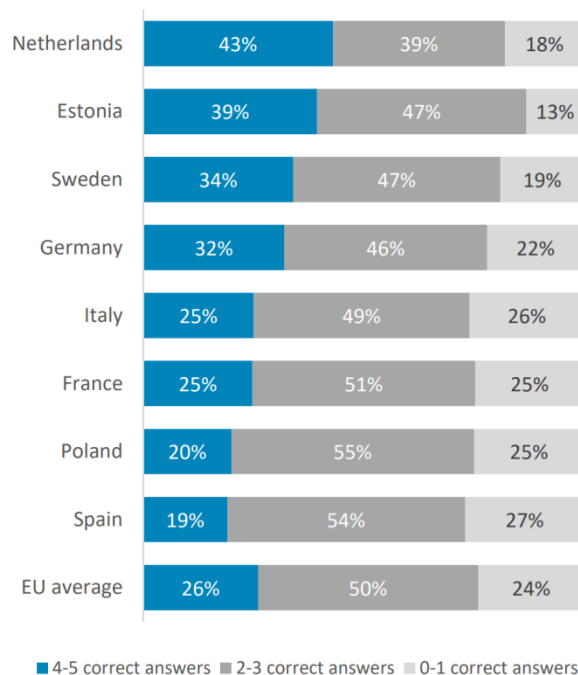
People who considered, but never searched for information on an S&S ISA

People who searched for information about S&S ISAs but did not compare options or decided not to invest

People who decided to invest in an S&S ISA but never completed the process

Source: TISA/Oxera

ii) The number of correct responses to five financial knowledge questions by EU citizens from selected member states



Source: European Commission

Zdroj: <https://newfinancial.org/report-widening-retail-participation-in-equity-markets/>

⁶⁷ <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9883609/>,
https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp71_en.pdf

Aktívne propagovanie retailového investovania

Vo všeobecnosti sa mnohé štúdie⁶⁸ zhodujú, že podpora a aktívne propagovanie investičných riešení na vnútroštátnej úrovni a na úrovni EÚ by zvýšili záujem domácnosti na participácii na finančných trhoch. Retailové investovanie navyše môže prispieť k prekonaniu medzier financovania európskych podnikov SME (small and medium enterprises). Za týmto účelom aj bola prijatá legislatíva European Crowdfunding Service Providers (ECSPR), ktorej aktívna podpora a propagovanie by určite zvýšilo záujem o retailové investovanie.

Rovnako mnohé možnosti investovania, či už prostredníctvom obchodníkov s cennými papiermi alebo cez brokerov, je málo známe. Aktívna podpora investovania cez takéto možnosti by mala patriť do marketingového mixu spolu so vzdelávaním a prípadným profesionálnym poradenstvom. Ochrana investorov by mala byť predovšetkým zameraná na mis-selling investičných produktov, s ktorými investori nemajú skúsenosti alebo nezodpovedajú ich rizikovému profilu.

Podľa štúdie „The Rate of Return on Everything, 1870–2015“⁶⁹ z marca 2019, ktorá analyzovala výnosy na peňažnom trhu, dlhopisovom, akciovom a trhu rezidenčných nehnuteľností za mnohé krajiny západnej Európy a USA, výsledky jednoznačne poukazujú na to, že aktíva sa dajú podľa reálnych a teda aj nominálnych výnosov roztriediť od najmenej výnosných po najviac. Najnižšie reálne výnosy dosahuje peňažný trh s 1,97% p.a., potom dlhopisový s 3,52% p.a., a akciový a trh nehnuteľností približne rovnako s 7,89% p.a. akcie a nehnuteľnosti 8,17% p.a.⁷⁰ Dodatočný priemerný výnos nad nízkorizikové aktívum, akým je peňažný trh, je atraktívny a v dlhodobom horizonte prináša významné zhodnotenie aj napriek vysokej rizikivosti.

Finančné nástroje a cenné papiere

Vo všeobecnosti sú emisné podmienky cenných papierov a nástrojov na finančných trhoch EÚ cielené na profesionálnych klientov ako veľkoobchodné nástroje. Samozrejme nie je možné emitentov a tvorcov týchto cenných papierov nútiť, aby vytvárali nástroje pre retailových investorov, no **aktívna podpora a propagovanie retailového investovania sa dajú dosiahnuť**

⁶⁸ https://www.ecmi.eu/sites/default/files/tfaa_executive_summary_ecmi.pdf

⁶⁹ <https://economics.harvard.edu/files/economics/files/ms28533.pdf>

⁷⁰ Table A.14: Global real returns for a US-Dollar investor, <https://economics.harvard.edu/files/economics/files/ms28533.pdf>

aj prispôsobením emisných podmienok a povinností emitenta (zjednodušenie požiadaviek a administrácie).

Zároveň by štátne agentúry riadenia štátneho dlhu a likvidity mali aktívne podporovať **retailový segment investorov vlastnou ponukou cenných papierov**. V spojených štátoch majú najčastejšie retailové emisie dlhopisov nominálnu hodnotu 1000 USD s tým, že pri emisii je minimálna ponuka 2 000 USD v nominálnej hodnote s nárastom o 1 000 USD. Nie je nutné mať emisie v centoch, či s nominálnou hodnotou 1 EUR. Zlacnenie a zjednodušenie služieb centrálného vysporiadania obchodov ako aj služieb depozitárov by zvýšilo ekonomickú atraktivitu pre retailových investorov v EÚ.

Dlhodobé investovanie – penzijný systém

V rámci reformy a prípravy regulácie aj na úrovni EU (EIOPA – European Insurance and Occupational Pension Authority) je nutné otvoriť otázku možnosti samostatnej správy aktív penzijných fondov. **Regulácia IORP II neumožňuje, aby si retailový investor v rámci penzijného zabezpečenia mohol sám spravovať svoje aktíva.** Toto sa týka predovšetkým III. piliera dôchodkového zabezpečenia, ale vedie sa diskusia, či by takáto možnosť nemala byť aj v prípade II. piliera dôchodkového zabezpečenia.

V Spojených Štátoch takúto formu umožňujú práve 401(k)⁷¹ plány penzijného sporenia a IRA⁷² (Individual Retirement Account) a SDIRA (Self-Directed IRA), ktoré ponúkajú americké korporácie a zamestnávateľia, ktorí majú možnosť prispievať ku kontribúciám zamestnanca. Navyiac tento druh sporenia je daňovo zvýhodnený a zamestnanec si môže sám spravovať prostriedky (SDIRA a 401(k)) alebo ich správu zveriť regulovanej inštitúcii s príslušnou licenciou. Zároveň úspory nemôže sporiteľ čerpať pred dosiahnutím dôchodkového veku, resp. 59 1/2 roku života.

Podľa dát EIOPA⁷³ na konci roku 2021 mali správcovské spoločnosti v správe 2 771 mld. eur aktív podľa IORP II regulácie. Umožnenie samostatnej správy týchto aktív individuálnym investorom by výrazne zvýšilo podiel retailových investorov v Európskej únii a ich participáciu na finančných trhoch.

⁷¹ [https://www.irs.gov/retirement-plans/401k-plans#:~:text=A%20401\(k\)%20is%20a,can%20contribute%20to%20employees%27%20accounts.](https://www.irs.gov/retirement-plans/401k-plans#:~:text=A%20401(k)%20is%20a,can%20contribute%20to%20employees%27%20accounts.)

⁷² <https://www.irs.gov/retirement-plans/individual-retirement-arrangements-iras>

⁷³ https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/occupational-pensions-statistics_en

Legislatívna úprava v USA (IRA, 401(k)) môže byť z tohto hľadiska inšpiratívna a práve najväčší podiel retailových investorov v USA sú majitelia SDIRA účtov a 401(k) účtov.

Vytlačanie drobných investorov

Zákonná možnosť povinného odpredaja minoritných podielov⁷⁴ v legislatíve krajín EÚ minoritných akcionárov spoločnosti vedie k zániku možnosti držania a investovania retailových investorov v mnohých spoločnostiach. Aj keď rôzne krajiny majú rôzne upravenú túto legislatívu, prevažne ak 90%, prípadne 95% akcií s hlasovacími právami (alebo majetkovým podielom) akcionárov vlastní jeden subjekt, má právo odkúpiť zvyšné akcie spoločnosti (účasti). Prípadne minoritní akcionári majú právo ponúknuť a majoritný akcionár, spoločnosť, má povinnosť odkúpiť ich akcie, podiel. Predovšetkým pri akvizíciách sú tieto možnosti využívané a minoritní akcionári sú vytlačaní zo spoločností. Tejto téme sa venovala aj EÚ⁷⁵ a je naším názorom, že povinný odpredaj a vytlačanie minoritných akcionárov je škodlivé z hľadiska rozvoja retailového investovania. **Členské krajiny by tieto zákonné možnosti mali eliminovať a zároveň ponechať tieto otázky na rozhodnutie manažmentu a valného zhromaždenia pri akvizíciách a fúziách.**

Európska komisia a príprava legislatívy by mala mať holistický pohľad na fungovanie spoločného trhu retailového investovania

Pri príprave legislatívy, smerníc a regulácií spoločného trhu by European Securities and Markets Authority (ESMA) a iné orgány regulujúce bankovníctvo, poisťovníctvo, správcovské spoločnosti či penzijné spoločnosti, depozitárov a zúčtovacie strediská mali mať ucelený „holistický“ pohľad a cieľ podpory retailového investovania.

Podpora a tvorba priestoru pre retailové investovanie by mala byť prierezová cez sústavu regulácií a inštitúcií pôsobiacich na finančných a kapitálových trhoch.

⁷⁴ <https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/global-public-ma-guide/comparison?n=Global+Public+M%26A+Guide>

⁷⁵ <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf>

Finančné vzdelávanie už od útleho veku a budovanie finančnej gramotnosti

Proces finančného vzdelávania by mal byť integrovaný už na základných školách a mal by pokračovať na ďalších stupňoch ako aj vo forme celoživotného vzdelávania o finančných inováciách.

Vzdelávanie by malo byť aj integrálnou súčasťou služieb, poskytovaných finančnými inštitúciami, ktoré pôsobia na finančných trhoch a poskytujú služby retailovým investorom.

Podľa štúdie „Rozširovanie participácie retailových investorov na akciových trhoch“⁷⁶, spoločnosti New Financial, schopnosť správne odpovedať na 5 (alebo 4 z 5) otázok z finančnej gramotnosti má v priemere iba 26% populácie EÚ, pričom 24% odpovie nesprávne na všetky alebo správne iba na jednu z otázok.

Nikto sa nerodí s „finančným talentom“ ale disciplinovaný prístup ku finančnému vzdelávaniu a budovaniu finančnej gramotnosti určite povedie k nárastu záujmu o participáciu retailových investorov na finančných trhoch.

Problémy jednotného trhu EÚ a možnosti zlepšenia

Základným problémom investovania na finančných a kapitálových trhoch EÚ nie je nejednotnosť pravidiel, ale pretrvávajúce rozdiely v kvalite služieb v jednotlivých krajinách EÚ, cenovej dostupnosti služieb a rovnako daňové a iné legislatívne rozdiely medzi jednotlivými krajinami, ktoré komplikujú a sťažujú investovanie retailových investorov.

Aplikačná prax zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia je len jeden okruh problémov, s ktorými sa retailový investor stretáva. Zároveň signifikantne rozdielna cenová úroveň, či už depozitných služieb, poplatkov za obchodovanie s cennými papiermi a niekedy menové riziko znižujú atraktivitu spoločného trhu v porovnaní s konkurenčnými trhmi USA, Japonska či iných krajín sveta. Zároveň rozdielna legislatíva (obchodný zákonník a ekvivalent inej členskej krajiny) zvyšuje náročnosť znalosti retailového investora v priestore EÚ.

⁷⁶ <https://newfinancial.org/wp-content/uploads/2023.09-Widening-retail-participation-in-equity-markets-New-Financial.pdf>

Zmena distribučných modelov a skryté poplatky pri retailových produktoch

Biznis model mnohých distribučných spoločností v oblasti investičných služieb, ako aj poisťovníctva, bol dlhé roky založený na existencii pre klientov prakticky neviditeľných provízií. Tí žili v ilúzii, že investičné “rady” sú zadarmo.

Dôsledkom boli ťažké finančné straty pre retailových investorov, ktorí napríklad celkovo platia o 60 mld. € ročne viac za investičné a penzijné fondy oproti tomu, čo platia inštitucionálni investori. Často ide o produkty, ktoré nie sú pre nich vhodné, sú zle navrhnuté až stratové.

Pokiaľ sa návrh Omnibus smernice schváli, tak retailoví investori uvidia, že služby bez poradenstva budú zrazu drahšie a ich ochota investovať sa môže znížiť, pokiaľ sa poplatky zvýšia. Inými slovami, príťažlivosť kapitálového trhu pre retailových investorov sa môže znížiť ako dôsledok dodatočných poplatkov, ktoré predtým boli skryté, no po tejto legislatívnej zmene sa objavia.

PRÍLOHA 1

Indikátory EK pre oblasť retailových investícií

#	Indikátor	Výpočet	Hodnota (EU27, 2020)	Trend
1	Priame investície domácností	(Objem dlhopisov a akcií vo vlastníctve domácností)/(Objem dlhopisov a akcií vo vlastníctve domácností + objem hotovosti + objem vkladov v bankách)	16,2%	pokles
2	Sprostredkované investície domácností	(Objem investičných fondov, pohľadávok voči poisťovniam a penzijným fondom)/(Objem investičných fondov, pohľadávok voči poisťovniam a penzijným fondom + hotovosť + objem vkladov)	55,7%	stabilný
3	Priame a sprostredkované investície domácností	Obdobne ako 1 a 2	59,2%	pokles
4	Podiel domácností, ktoré priamo vlastnia dlhopisy alebo akcie	Počet domácností, ktoré vlastnia priamo dlhopisy alebo akcie / Celkový počet domácností	5.9%*	pokles
5	Podiel domácností, ktoré vlastnia pohľadávku voči investičnému fondu, poisťovni alebo penzijnému fondu	Počet domácností, ktoré vlastnia pohľadávku voči investičnému fondu, poisťovni alebo penzijnému fondu / Celkový počet domácností	19.3%*	pokles
6	Celkové náklady akciových UCITS fondov	Celkové náklady na investíciu vrátane vstupných a výstupných poplatkov spriemernené pre 1, 3 a 7-ročný investičný horizont/objem investície (ESMA)	1.7%	pokles

7	Podiel emitovaných tzv. zelených dlhopisov na celkovom objeme emitovaných dlhopisov (ide o dlhopisy, ktorých celý výnos ide na projekty na spomalenie klimatických zmien, prispôsobenie sa klimatickej zmene alebo iné enviromentálne udržateľné projekty (podľa Bloomberg)	A: Emisie emitentov zo súkromného sektoru B: Emisie emitentov verejného sektoru (Objem tzv. zelených dlhopisov)/(celkový objem emitovaných dlhopisov v danom sektore)	A: 4.1% B: 1.3%	rast
8	Crowdfunding	(Objem úverov a akcií emitovaných cez crowdfundingové platformy) / HDP	0.05%	rast

* údaj z roku 2017 Kritérium 7 - údaj z roku 2020 nie je k dispozícii

Príloha 2

Prehľad hlavných prínosov a nákladov Omnibus smernice

a. Prínosy

Prínos	Ocenenie (mil. €)
Obmedzenie provízií a striktnějšíe pravidlá budú viesť k lepšej kvalite poradenstva, znížia sa skryté motivácie poradcov, zlepši sa kvalita poradenstva.	Vychádza sa z toho, že len pri UCITS fondoch boli provízie v roku 6,1 mld. €. Veľká časť z týchto zdrojov ostane klientom.
Zvýšenie transparentnosti nákladov produktov.	N/A
Lepšia zrozumiteľnosť produktov pre retailových klientov aj prostredníctvom ročného prehľadu výnosov a nákladov.	N/A
Vyradenie produktov, ktoré majú nízku hodnotu za peniaze kvôli nadmerným nákladom.	Nedá sa stanoviť.
Širší rozsah produktov pre retailových investorov ako výsledok zníženia prahu pre profesionálnych (skúsených) investorov ako aj ponuka celého spektra produktov vhodných na naplnenie potrieb klientov (ETF a pod.)	N/A
Lacnejšie a kvalitnejšie produkty pre retailových investorov, viac konkurencie (aspoň na niektorých trhoch)	Odhaduje sa 4,4 až 22 mld. €, podľa toho ako sa prejaví tlak konkurencie.

Prínos	Ocenenie (mil. €)
Vyššia finančná gramotnosť	N/A
Rast počtu retailových investorov na finančných trhoch, efektívnejšie zhodnotenie zdrojov na post-produktívny vek a iné účely	Nedá sa stanoviť.

b. Náklady

Dôvod	Investori	Biznis	Regulátori
Zverejňovania a marketingová komunikácia - priame náklady	Žiadne	<p>Jednorazové: Poskytovanie ročných prehľadov nákladov a výnosov klientských investícií - 19 až 67,5 mil. €, náklady na osnovu pre zverejňovanie nákladov, zmeny v KID pre PRIIPS a zmeny v marketingovej komunikácii (všetky sa ťažko odhadujú)</p> <p>Opakujúce sa: Poskytovanie ročných prehľadov nákladov a výnosov klientských investícií - cca 5 € na klienta</p>	Žiadne
Zverejňovania a marketingová komunikácia - nepriame náklady	Možný čiastočný prenos nákladov na klientov	žiadne relevantné	Nové nástroje dohľadu, tréning zamestnancov, náklady na dohľadanie nových marketingových techník
Provízie - priame	Žiadne	Náklady na prispôsobenie biznis modelov u sprostredkovateľov: Na základe skúseností zo Spojeného kráľovstva celkovo 14 - 15 mld. €	Žiadne
Provízie - nepriame	Investori budú musieť platiť dopredu za investičné služby a investičné poradenstvo, nebude to však znamenať rast celkových nákladov	Zmena štruktúry príjmov pre sprostredkovateľov, samozrejme, že prostriedky, čo ušetrili retailoví investori sa neobjavia medzi výnosmi u sprostredkovateľov.	Žiadne

Dôvod	Investori	Biznis	Regulátori
Hodnota za peniaze - priame	Žiadne	<p>Niektoré produkty bude nutné vyradiť, resp. znížiť ich náklady, čo znamená pokles výnosov.</p> <p>Prispôsobenie vykazovania voči orgánom dohľadu: 13 - 252 mil. € jednorázové náklady a 2,3 - 22,6 mil. € ročne opakujúce sa náklady.</p>	Prispôsobenie sa novým povinnostiam pri dohľade hodnoty za peniaze.
Nové pravidlá hodnotenia vhodnosti produktov	Klienti budú potrebovať viac času pri vyplňaní dotazníkov	<p>Jednorázové: 12,5 - 48,5 mil. € na prispôsobenie IT systémov a tréning zamestnancov</p> <p>Opakujúce sa: 7 - 19 mi. € pretože bude treba viac času na posúdenie vhodnosti</p>	