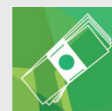


Osobitná správa

## Investičné fondy:

opatreniami EÚ sa zatiaľ nevytvoril skutočný jednotný trh v prospech investorov



EURÓPSKY  
DVOR  
AUDÍTOROV

# Obsah

	Body
<b>Zhrnutie</b>	I – X
<b>Úvod</b>	01 – 11
<b>Trh investičných fondov v Európe</b>	01 – 07
<b>Regulačný rámec</b>	08 – 10
<b>Zodpovednosti EÚ a členských štátov</b>	11
<b>Rozsah auditu a auditorský prístup</b>	12 – 15
<b>Pripomienky</b>	16 – 125
<b>Ciele zákonodarcov EÚ sa dosiahli len v obmedzenej miere</b>	16 – 33
Zákonodarcovia EÚ stanovili ambiciózne ciele pre jednotný trh s investičnými fondmi	16 – 17
Režim povolení nevytvoril skutočný jednotný trh	18 – 25
Vplyv legislatívnych iniciatív je obmedzený	26 – 31
Transpozícia nebola vždy včasná	32 – 33
<b>Orgán ESMA zintenzívnil svoje úsilie na posilnení konvergenzie dohľadu a presadzovaní účinného dohľadu, ale pokrok je obmedzený</b>	34 – 68
Orgán ESMA má nástroje na podporu konvergenzie dohľadu	39
Orgán ESMA zintenzívnil svoju prácu na konvergencii	40 – 41
Dôkazy o vplyvoch sú obmedzené a nie je zavedený mechanizmus na meranie účinnosti	42 – 60
Prácou orgánu ESMA sa odhalili nedostatky v dohľade a možné narušenia hospodárskej súťaže	61 – 68
<b>Komisia a ESMA prijali kroky na lepšiu ochranu investorov, ale náklady zostávajú vysoké</b>	69 – 92
Právne predpisy EÚ obsahujú mnohé opatrenia na ochranu investorov	70 – 72
Napriek rôznym opatreniam EÚ zostáva transparentnosť problémom	73 – 82
ESMA, Komisia a PVO pomohli zaviesť klesajúci trend pre náklady na PKIPCP	83 – 92
<b>Identifikácia systémových rizík si vyžaduje ďalší pokrok</b>	93 – 111

Posudzovanie systémových rizík a následná kontrola systémových rizík sú v počiatočnom štádiu	94 – 102
Stresové testovanie orgánmi dohľadu neexistuje a hoci sa už práca začala, následná kontrola simulácie nie je dostatočná	103 – 107
Interné usmernenia k stresovému testovaniu sú primerané, ale výsledky stresových testov sa nevyužívajú účinne	108 – 111
<b>Medzery a prekrývanie pri zbere údajov bránia identifikácii rizík pre finančnú stabilitu a investorov</b>	112 – 125
Chýbajúci harmonizovaný režim podávania správ o PKIPCP bráni orgánu ESMA posudzovať pripravenosť fondov na krízu a vykonávať stresové testy	114 – 120
Niektoré základné požiadavky na podávanie správ nie sú v smernici o správcoch AIF povinné	121 – 122
Národné centrálné banky zbierajú údaje na účely štatistického vykazovania, ale nie sú k dispozícii orgánu ESMA ani ESRB	123 – 125
<b>Záver a odporúčania</b>	126 – 138

## **Príloha**

### **Príloha – Zber údajov o AIF a PKIPCP a výmena informácií**

## **Akronymy a skratky**

## **Glosár**

## **Odpovede Komisie a ESMA**

## **Harmonogram**

## **Audítorský tím**

## Zhrnutie

**I** Investičné fondy združujú kapitál a investujú ho prostredníctvom portfólia aktív. Zohrávajú dôležitú úlohu v únii kapitálových trhov tým, že urýchľujú rast, vytvárajú pracovné miesta a zlepšujú autonómiu EÚ. Občania EÚ priamo vlastnia približne štvrtinu všetkých fondov v EÚ, ale majú aj výraznú nepriamu expozíciu voči investičným fondom prostredníctvom životného poistenia a dôchodkových zmlúv. Cieľom EÚ je vytvoriť jednotný konkurencieschopný trh, ktorý občanom EÚ poskytne širší výber menej nákladných, ale spoľahlivých investičných produktov a zabezpečí finančnú stabilitu v celej EÚ.

**II** Investičné fondy so sídlom v EÚ mali v roku 2020 aktíva vo výške 18,8 bil. EUR, z čoho takmer dve tretiny vlastnia domácnosti, čo poukazuje na potrebu účinnej ochrany spotrebiteľov. EÚ vytvorila regulačný rámec pre investičné fondy s cieľom zabezpečiť, aby sa podobné pravidlá uplatňovali na celom jednotnom trhu. Napriek úsiliu o rozvoj jednotného trhu je odvetvie investičných fondov naďalej sústredené v niekoľkých členských štátoch. Právny rámec tvoria najmä smernice, v ktorých sa od členských štátov vyžaduje, aby zaviedli vnútroštátne pravidlá, čo vedie k značným regulačným rozdielom. Orgán ESMA, agentúra EÚ, má za úlohu zabezpečiť účinný a konzistentný dohľad v celej EÚ a spolu s ESRB monitorovať riziká pre finančnú stabilitu.

**III** Naš audit sa týka obdobia od roku 2016 do júla 2021 a preskúmali sme, ako EÚ vytvorila jednotný trh s investičnými fondmi. Posúdili sme, či je regulačný rámec účinný, či práca EÚ podporila konvergenciu dohľadu medzi členskými štátmi a či EÚ účinne zmiernila riziká pre investorov, trhy a finančnú stabilitu. V rámci tohto auditu sa identifikujú nedostatky v legislatívnom prístupe Komisie a opatreniach orgánu ESMA týkajúcich sa investičných fondov a uvádzajú odporúčania na zlepšenie. Pomáha tak zvyšovať účinnosť a efektívnosť finančného dohľadu a ochrany investorov.

**IV** Dospeli sme k záveru, že opatrenia EÚ umožnili vytvorenie jednotného trhu s investičnými fondmi, najmä prostredníctvom režimu povolení, ale skutočné cezhraničné činnosti a prínosy pre investorov sú naďalej obmedzené. Okrem toho sú konzistentnosť a účinnosť dohľadu nad fondmi a ochrana investorov nedostatočné. Menšie revízie právneho rámca nebudú stačiť na dosiahnutie skutočného jednotného trhu.

**V** Orgán ESMA sa usiluje o podporu konvergence dohľadu, čo viedlo k miernemu zlepšeniu kvality dohľadu a menším rozdielom. Orgán ESMA však tento pokrok nemôže

merať a má obmedzené znalosti o tom, či sa v členských štátoch vykonáva rovnaká úroveň dohľadu. Napriek tomu sa prácou orgánu ESMA odhalili nedostatky vo vnútroštátnom dohľade a niektoré rozdielne postupy. Na dosiahnutie konzistentného dohľadu sa spolieha na dobrú vôľu vnútroštátnych orgánov dohľadu a ochotu vlastnej rady orgánov dohľadu. Zistili sme, že oba uprednostňované nástroje mäkkej konvergenie, ktorých účinnosť zatiaľ nebola preukázaná, často nevedli k účinnému a konzistentnému dohľadu.

**VI** Opatreniami EÚ sa zvýšila ochrana investorov. Napríklad zvyšujú transparentnosť pre investorov, najmä pokiaľ ide o investičné riziká, výkonnosť a náklady. Investori však stále nie sú dostatočne chránení pred neprimeranými nákladmi alebo pred zaujatým poradenstvom zo strany finančných sprostredkovateľov. V dôsledku toho investori čelia vyšším nákladom a môžu im byť predané menej vhodné produkty, ako je žiaduce.

**VII** Orgán ESMA a ESRB monitorujú systémové riziko a podávajú o ňom správy. Doteraz sa nevykonala súpis existujúcich postupov v členských štátoch na monitorovanie systémového rizika. Orgán ESMA nevykonala požadované stresové testy orgánu dohľadu, ale simuloval stres na základe trhových údajov. Účinné monitorovanie systémových rizík a rizík pre investorov závisí od dostupnosti primeraných údajov. Pre PKIPCP však neexistuje harmonizovaný režim podávania správ a v správach o AIF nie sú uvedené podrobné informácie. ESMA a ESRB doteraz úplne nepreskúmali možnosť využívať existujúce údaje zbierané centrálnymi bankami, namiesto toho sa opierajú o menej spoľahlivé údaje od komerčných poskytovateľov.

**VIII** Komisii odporúčame:

- posúdiť vhodnosť existujúceho rámca na dosiahnutie želaných cieľov,
- zväziť navrhnutie zmien riadiacej štruktúry orgánu ESMA,
- zefektívniť zber údajov a aktualizovať režimy podávania správ.

**IX** Orgánu ESMA odporúčame:

- zvýšiť účinnosť jeho práce v oblasti konvergenie,
- zlepšiť identifikáciu systémového rizika v spolupráci s ESRB.

**X** Komisia a orgán ESMA by mali:

- lepšie chrániť investorov pred neprimeranými nákladmi a zavádzajúcimi informáciami.

# Úvod

## Trh investičných fondov v Európe

**01** Investičné fondy združujú kapitál investorov a investujú ho kolektívne prostredníctvom portfólia aktív, ako sú akcie, dlhopisy a nehnuteľnosti, v súlade s vymedzenou investičnou politikou a zásadou rozloženia rizika. Zohrávajú dôležitú úlohu v únii kapitálových trhov, iniciatíve EÚ na zabezpečenie toku investícií v celej EÚ, čím urýchľujú rast, vytvárajú pracovné miesta a zlepšujú autonómiu EÚ. Cieľom je vytvoriť jednotný konkurencieschopný trh a poskytnúť investorom širší výber menej nákladných, ale spoľahlivých produktov.

**02** Na konci roka 2020 bola čistá hodnota aktív (ČHA) 64 000 investičných fondov so sídlom v EÚ 18,8 bil. EUR, čím sa EÚ stala druhým najväčším trhom s investičnými fondmi na svete, pokiaľ ide o spravované aktíva, za USA. Viac než 60 % tejto sumy (11,6 bil. EUR) bolo investovaných do podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP), ktoré boli zamerané najmä na retailových investorov. Alternatívne investičné fondy (AIF), ktoré predstavujú 7,1 bil. EUR v čistej hodnote aktív, zahŕňajú všetky fondy okrem PKIPCP (t. j. investičné fondy do nehnuteľností, fondy súkromného kapitálu, niektoré fondy peňažného trhu, hedžové fondy a iné fondy). Tento typ fondov je zameraný najmä na profesionálnych investorov.

**03** Európske investičné fondy v posledných rokoch stabilne rastú. V rokoch 2011 až 2020 sa ich čistá hodnota aktív zvýšila o 119 % (t. j. viac než 10 bil. EUR) a čistý prílev sa zaznamenával v každom roku, keďže hodnota nových nákupov neustále prevyšovala odkupy. Približne polovicu tohto rastu možno vysvetliť čistým predajom investičných fondov a druhú polovicu zhodnotením trhu (pozri *ilustráciu 1*). Od prijatia smernice o správcoch alternatívnych investičných fondov (smernica o správcoch AIF, AIFMD)<sup>1</sup> v roku 2011 čistá hodnota aktív AIF v EÚ rástla rýchlejším tempom ako čistá hodnota aktív PKIPCP, čím sa ich podiel na trhu zvýšil z 27 % fondov v EÚ na konci roka 2010 na 38 % o desať rokov neskôr.

---

<sup>1</sup> Smernica 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcoch alternatívnych investičných fondov.

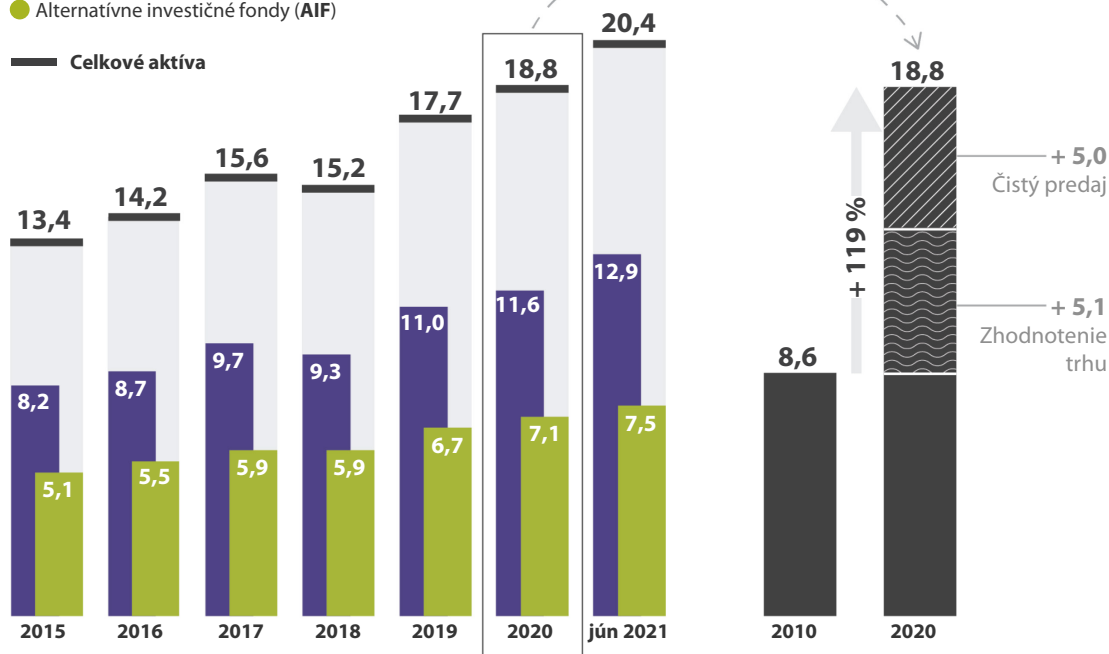
## Ilustrácia 1 – Čisté aktíva európskych investičných fondov podľa typu fondu (2015 – 2020) a rast ich čistých aktív (2009 – 2020)

**Čisté aktíva  
v rokoch 2015 – 2020**  
(bil. EUR, koniec obdobia)

● Podniky kolektívneho investovania  
do prevoditeľných cenných papierov  
(PKIPCP)

● Alternatívne investičné fondy (AIF)

— Celkové aktíva

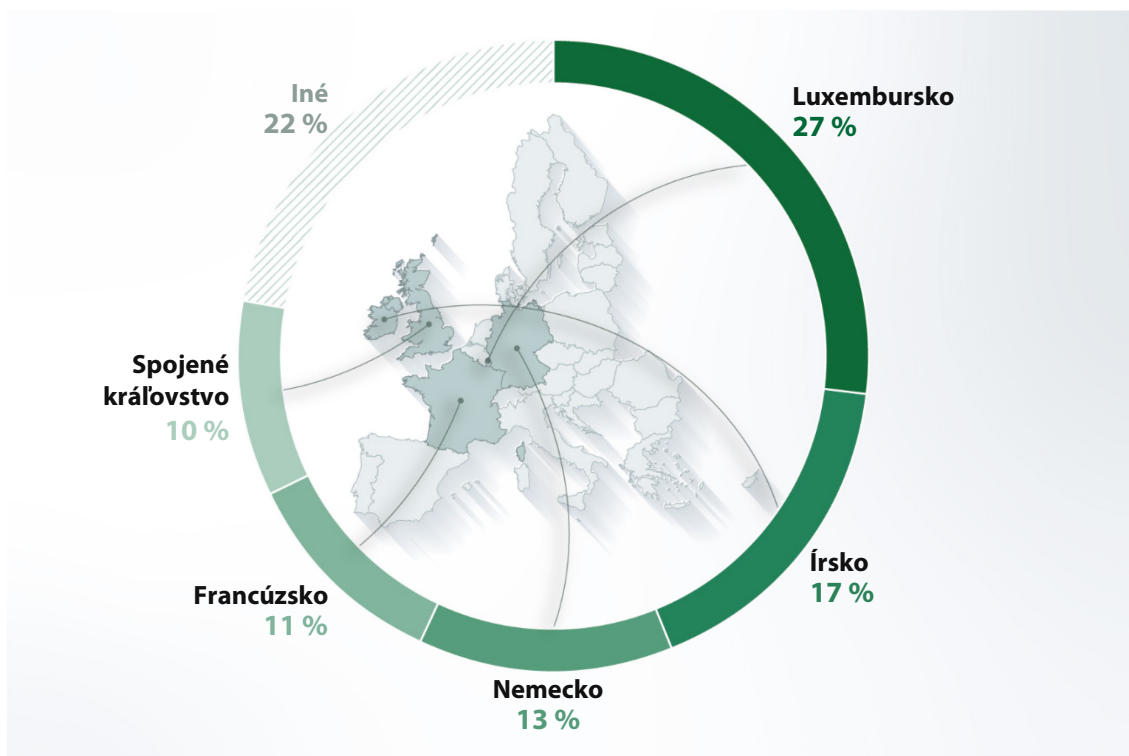


Zdroj: štatistika EFAMA za rok 2020, s. 8.

**04** Napriek tomu, že veľkosť fondov so sídlom v EÚ rástla, naďalej sú oveľa menšie ako ich ekvivalenty v USA. Okrem toho väčšina najväčších správcov aktív na svete má naďalej sídlo v USA. Len dvaja z 20 najväčších správcov aktív na svete majú sídlo v EÚ.

**05** Prevažná väčšina európskych investičných fondov má sídlo len v niekoľkých krajinách. V roku 2020 takmer 80 % všetkých čistých spravovaných aktív spravovali fondy v Luxembursku (4,70 bil. EUR), Írsku (3,08 bil. EUR), Nemecku (2,39 bil. EUR), vo Francúzsku (1,97 bil. EUR) a v Spojenom kráľovstve (1,75 bil. EUR) (pozri [ilustráciu 2](#)). V prípade PKIPCP má viac než polovica všetkých čistých aktív sídlo v Luxembursku alebo Írsku. 70 % všetkých spravovaných aktív v EÚ bolo v držbe fondov povolených alebo registrovaných na rozdelenie len v jednom členskom štáte. 37 % PKIPCP a 3 % AIF bolo zaregistrovaných na distribúciu do viac než troch členských štátov.

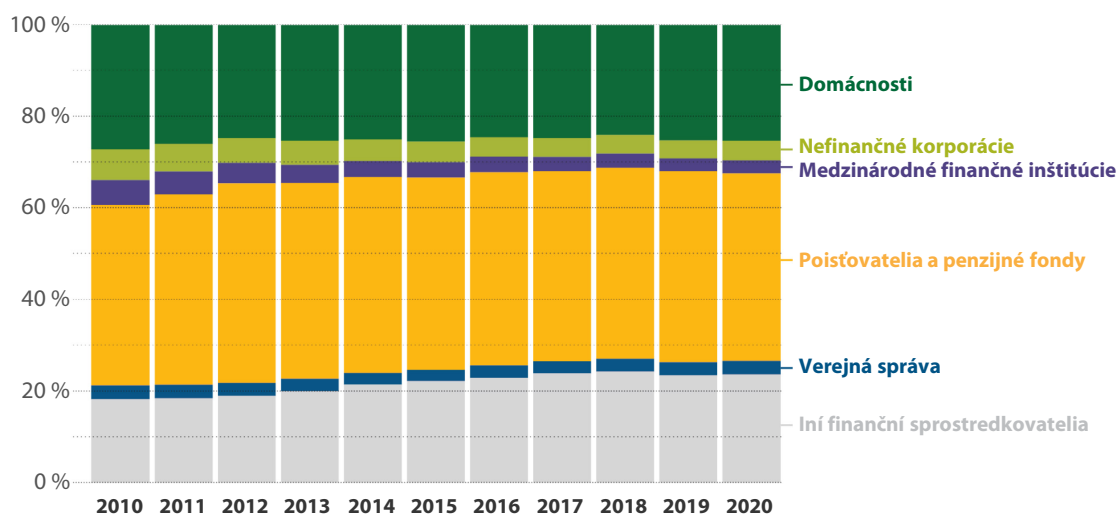
## Ilustrácia 2 – Rozdelenie čistých aktív podľa sídla v roku 2019 v EÚ



Zdroj: EDA na základe údajov EFAMA.

**06** Inštitucionálni investori vlastnia takmer dve tretiny čistej hodnoty aktív investičných fondov. Domácnosti priamo vlastnia približne štvrtinu všetkých fondov (pozri *ilustráciu 3*), ale majú aj výraznú nepriamu expozíciu voči investičným fondom prostredníctvom životného poistenia a dôchodkových zmlúv.

## Ilustrácia 3 – Vlastníctvo investičných fondov podľa sektora (percentuálny podiel)



Zdroj: štatistika EFAMA za rok 2021.



**07** Napriek takmer nulovým úrokovým sadzbám si európske domácnosti naďalej ponechávajú veľkú časť svojich finančných aktív vo vkladoch (37 % na konci roka 2020), čo je viac než dvojnásobok ako v USA (16 %). Investičné fondy zvýšili svoj podiel z 8,3 % v roku 2011 na 12,1 % v roku 2017.

## Regulačný rámec

**08** Hlavným právnym predpisom je smernica o podnikoch kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (smernica o PKIPCP)<sup>2</sup> a smernica o správcoch alternatívnych investičných fondov (smernica o správcoch AIF, AIFMD). Tieto smernice sa líšia rozsahom pôsobnosti a podstatou. Smernica o PKIPCP je právny predpis o produktoch, zatiaľ čo smernica o správcoch AIF sa zameriava na požiadavky na správcov. Obe smernice sú smernicami minimálnej harmonizácie, ktoré vnútroštátnym zákonodarcom umožňujú stanoviť viac pravidiel a prísnejšie pravidlá, ako sú minimálne normy stanovené v právnych predpisoch EÚ. V smernici o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID II) sa stanovujú obchodné a organizačné požiadavky pre investičné spoločnosti, t. j. tie inštitúcie, ktoré predávajú fondy retailovým klientom.

**09** Pôvodná smernica o PKIPCP bola niekoľkokrát revidovaná a 25. novembra 2021 Komisia navrhla ďalšiu zmenu v rámci preskúmania smernice o správcoch AIF. V roku 2019 boli zavedené zmeny rámca PKIPCP a správcov AIF s cieľom odstrániť regulačné prekážky cezhraničnej distribúcie investičných fondov (cezhraničný balík). Okrem toho sa právne predpisy EÚ vzťahujú na osobitné typy fondov, napr. fondy peňažného trhu.

**10** Jedným z kľúčových cieľov smernice o PKIPCP a smernice o správcoch AIF je uľahčiť cezhraničné činnosti správcov fondov a investičných fondov. Zaviedli sa nimi povolenia na správu a uvádzanie na trh pre fondy a správcov fondov so sídlom v EÚ:

- o **povolenie na správu** umožňuje správcovskej spoločnosti PKIPCP alebo správcovi AIF, ktorému bolo udelené povolenie v členskom štáte, vykonávať svoju činnosť v iných členských štátoch EÚ, a to buď na základe slobody poskytovať služby alebo zriadením pobočky. Hoci takáto cezhraničná činnosť podlieha oznamovaciemu postupu medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi (PVO) v daných členských štátoch, správca fondu nemusí prejsť ďalším povoľovacím postupom,

<sup>2</sup> Smernica 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (prepracované znenie).

- o **povolenie na uvádzanie na trh** umožňuje, aby sa PKIPCP alebo AIF, ktorým príslušný vnútroštátny orgán udelil povolenie v členskom štáte EÚ, uvádzali na trh v iných členských štátoch EÚ na cezhraničnom základe bez toho, aby bolo potrebné povolenie príslušných vnútroštátnych orgánov hostiteľského členského štátu. Zatiaľ čo povolenie na uvádzanie PKIPCP na trh umožňuje uvádzať PKIPCP na trh pre retailových a inštitucionálnych investorov, povolenie na uvádzanie AIF na trh sa obmedzuje len na uvádzanie na trh pre profesionálnych investorov. Podobne ako v prípade povolenia na správu sa schválenie nahrádza oznamovacím postupom medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v rôznych členských štátoch EÚ.

## Zodpovednosti EÚ a členských štátov

**11** Európsky systém dohľadu nad fondmi pozostáva z viacerých európskych a vnútroštátnych zainteresovaných strán. Zatiaľ čo orgány EÚ sú zodpovedné za príslušnú legislatívnu a koordinačnú prácu, každý členský štát je zodpovedný za transpozíciu práva EÚ a dohľad nad investičnými fondmi na svojom území:

- o Európska komisia, konkrétne Generálne riaditeľstvo pre finančnú stabilitu, finančné služby a úniu kapitálových trhov (GR FISMA), je zodpovedná za politické iniciatívy týkajúce sa finančného sektora vrátane navrhovania smerníc a nariadení,
- o Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) je nezávislá agentúra EÚ zodpovedná za ochranu investorov a presadzovanie stabilných a riadnych finančných trhov. Medzi povinnosti orgánu ESMA patrí konvergencia dohľadu a identifikácia rizík pre finančnú stabilitu a investorov, ktoré sú porovnateľné s ostatnými európskymi orgánmi dohľadu, s ktorými má podobné organizačné štruktúry a súvisiace výzvy,
- o Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB) je zodpovedný za makroprudenciálny dohľad nad finančným systémom v EÚ. Úzko spolupracuje s ESMA a ostatnými orgánmi dohľadu,
- o zodpovednosť za dohľad nad fondmi a správcami fondov nesú príslušné vnútroštátne orgány na základe vnútroštátnych právnych predpisov, ktoré musia byť v súlade s minimálnymi normami stanovenými v právnych predpisoch EÚ alebo priamo uplatniteľných právnych predpisoch EÚ. PVO sú členmi rady ESMA s hlasovacím právom a zúčastňujú sa na práci ESRB.

## Rozsah auditu a audítorský prístup

**12** Tento audit sme vykonali s cieľom reagovať na vysoký verejný záujem o investičné fondy, ktoré sú mimoriadne dôležité pre rozvoj únie kapitálových trhov EÚ. Sú náchylné na riziká pre investorov a finančnú stabilitu. Náš audit sa týka obdobia od roku 2016 do júla 2021.

**13** V rámci auditu sme skúmali, či EÚ vytvorila skutočný jednotný trh s investičnými fondmi, ktorý zabezpečuje ochranu investorov a finančnú stabilitu. Audit sa týkal aj nasledujúcich podotázok:

- o Stanovil sa opatreniami EÚ vhodný regulačný rámec, ktorý umožní vytvorenie skutočného jednotného trhu s investičnými fondmi?
- o Podporili opatrenia EÚ konvergenciu dohľadu?
- o Chránia opatrenia EÚ investorov účinne?
- o Posudzujú a zmiernujú opatrenia EÚ riziká ohrozujúce finančnú stabilitu účinne?
- o Majú orgány EÚ k dispozícii spoľahlivé údaje na identifikáciu rizík pre finančnú stabilitu a investorov?

**14** Naše audítorské kritériá vychádzajú z medzinárodných noriem stanovených IOSCO a z právnych predpisov EÚ (najmä zo smerníc o PKIPCP a správcoch AIF, nariadenia o fondoch peňažného trhu a nariadenia o ESMA). V niektorých prípadoch porovnávame trh v EÚ s trhom v Spojených štátoch, najrozvinutejším kapitálovým trhom.

**15** Audit sa zamerail na opatrenia, ktoré prijali tri kontrolované subjekty: Komisia, ESMA a ESRB. Uskutočnili sme rozhovory so zamestnancami týchto inštitúcií a preskúmali sme príslušnú dokumentáciu. S cieľom získať dodatočný prehľad sme uskutočnili rozhovory so zástupcami piatich príslušných vnútroštátnych orgánov, niekoľkých vnútroštátnych združení pre správu aktív a troch spotrebiteľských organizácií. Stretli sme sa aj so zástupcami orgánov EBA a EIOPA. Na doplnenie týchto informácií sme uskutočnili elektronický prieskum medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi, ministerstvami financií a združeniami investičných fondov vo všetkých 27 členských štátoch s cieľom získať názory týchto kľúčových zainteresovaných strán. Nekontrolovali sme priamo príslušné vnútroštátne orgány, ale zaoberali sme sa ich úlohou ako členov orgánu ESMA.

# Pripomienky

## Ciele zákonodarcov EÚ sa dosiahli len v obmedzenej miere

### Zákonodarcovia EÚ stanovili ambiciózne ciele pre jednotný trh s investičnými fondmi

**16** Komisia a spoluzákonodarcovia EÚ stanovili ambiciózne ciele pre jednotný trh s investičnými fondmi. V roku 1985 bola prijatá prvá smernica o PKIPCP s cieľom vytvoriť podmienky umožňujúce fondom a správcom fondov so sídlom v jednom členskom štáte uvádzať ich fondy na trh v celej EÚ bez dohľadu v iných členských štátoch. Cieľom spoluzákonodarcov bolo:

- o uľahčiť uvádzanie fondov na trh v iných členských štátoch,
- o zabezpečiť účinnejšiu a jednotnejšiu ochranu investorov,
- o aproximovať podmienky hospodárskej súťaže.

**17** Očakávalo sa, že integrovanejší trh investičných fondov ponúkne investorom z EÚ väčší výber a že vytvorí nové obchodné príležitosti pre odvetvie investičných fondov. Relevantnosť týchto všeobecných zásad a význam zabezpečenia rovnakých podmienok sa zopakovali pri prijatí smernice o správcoch AIF v roku 2013<sup>3</sup>.

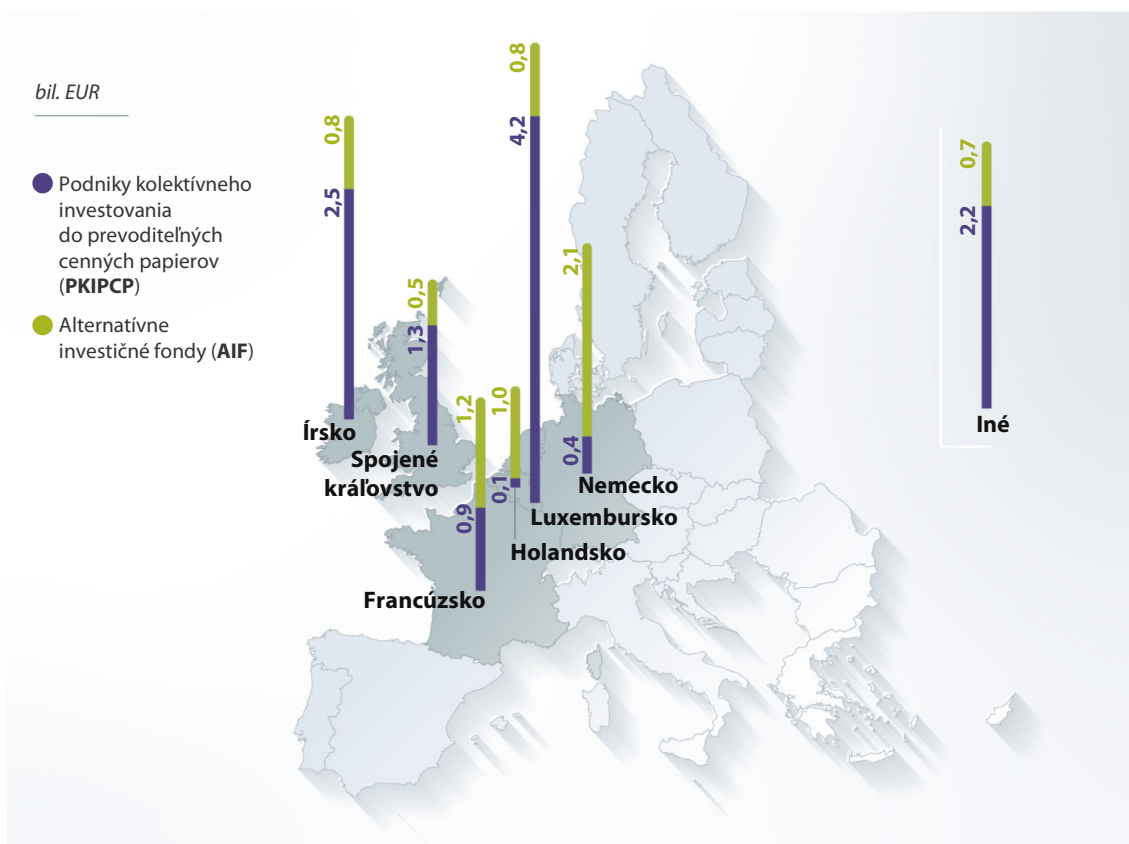
### Režim povolení nevytvoril skutočný jednotný trh

**18** Režim povolení prispel ku koncentrácii sídiel fondov. Opatreniami EÚ sa zaviedli povolenia na uvádzanie fondov na trh a správu fondov (pozri bod **10**). Napriek tomu zostáva európsky trh fondov roztrieštený a väčšina fondov má sídlo v niekoľkých krajinách (pozri *ilustráciu 4*).

---

<sup>3</sup> Smernica 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcach alternatívnych investičných fondov, odôvodnenia.

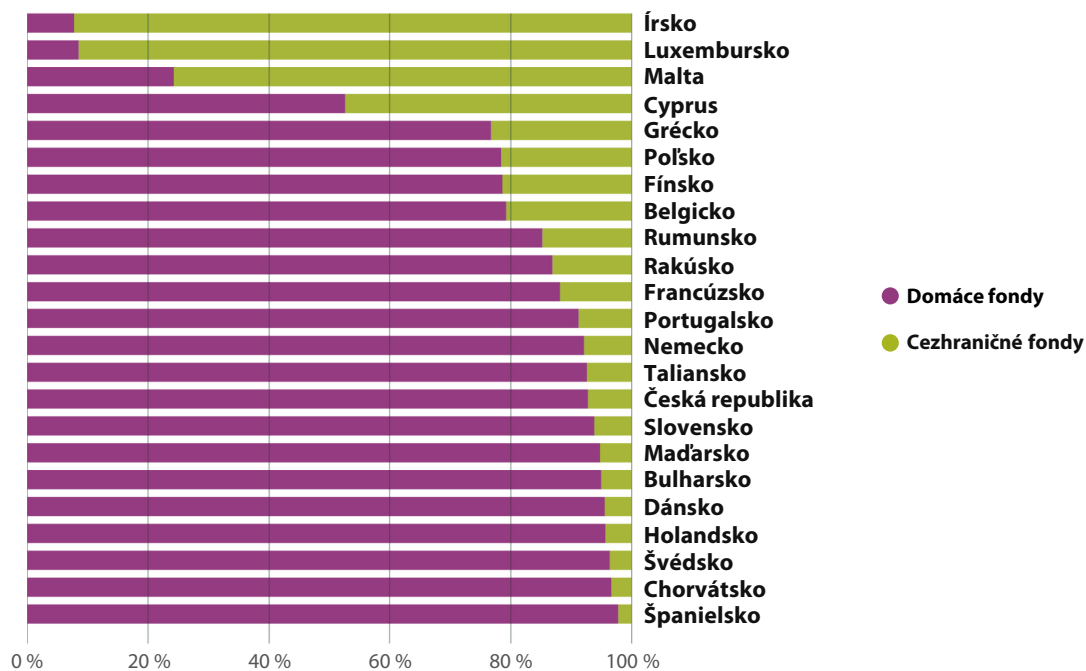
## Ilustrácia 4 – Čistá hodnota aktív PKIPCP a AIF podľa krajiny sídla (bil. EUR)



Zdroj: EDA na základe údajov EFAMA.

**19** Vo väčšine členských štátov sa fondy distribuujú najmä na ich domácom trhu. Naopak, fondy so sídlom v niekoľkých krajinách sa predávajú prevažne v zahraničí (pozri [ilustráciu 5](#)). Podľa Európskej asociácie fondov a správcovských spoločností (EFAMA) predstavujú miestne fondy 67 % vlastníctva fondov v Európe v porovnaní so 73 % pred desiatimi rokmi.

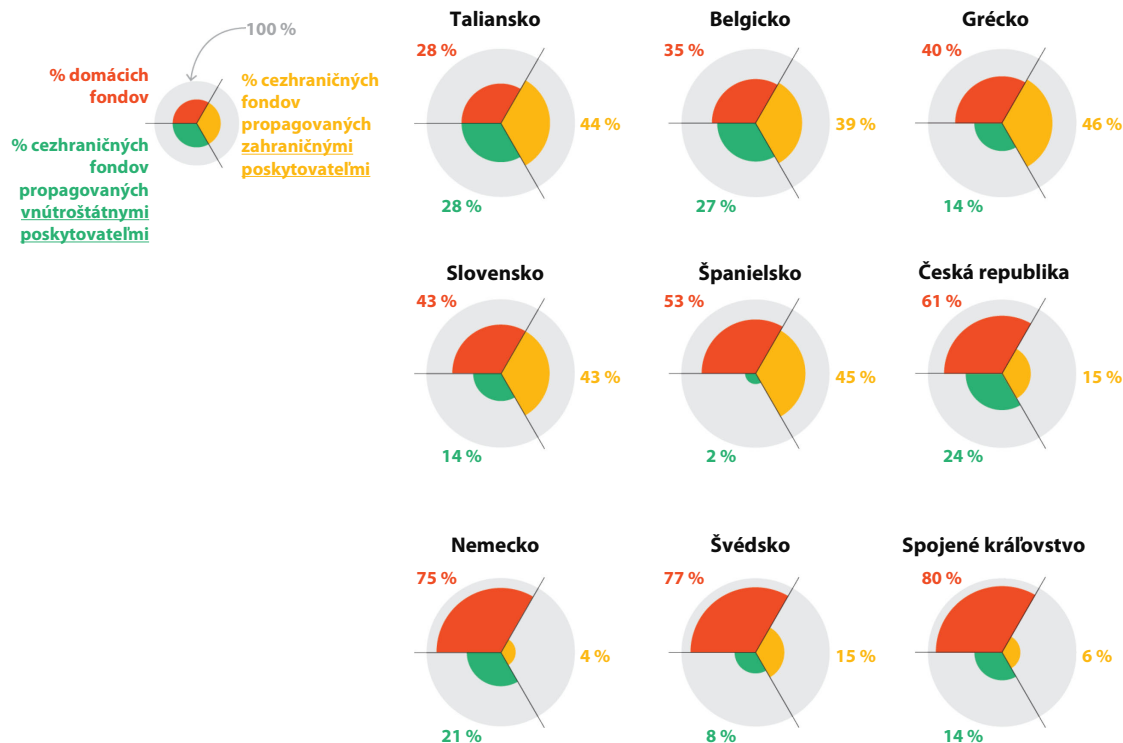
## Ilustrácia 5 – Domáce fondy verzus cezhraničné fondy



Zdroj: štatistika EFAMA za rok 2021, graf 3.16, s. 50.

**20** Vo viacerých členských štátoch EÚ väčšinu cezhraničných fondov predávajú vnútroštátni správcovia aktív, a nie zahraniční správcovia aktív. Na *ilustrácii 6* sa nachádza rozdelenie vlastníctva investičných fondov vrátane cezhraničných fondov propagovaných vnútroštátnymi poskytovateľmi.

## Ilustrácia 6 – Vlastníctvo fondu a „skutočné“ cezhraničné fondy



Zdroj: štatistika EFAMA za rok 2021, s. 45.

**21** Komisia tento jav nazýva „fondy spätného obehu“, čo je kategória fondov, ktorú nepovažuje za „skutočné“ cezhraničné fondy. Podľa orgánu ESMA sa fondy často oznamujú na účely cezhraničného uvádzania na trh, ale nevyhnutne sa neuvádzajú na trh. Skutočné cezhraničné uvádzanie na trh je teda obmedzenejšie, ako naznačujú číselné údaje. Vo svojom posúdení vplyvu, ktoré je sprievodným dokumentom k návrhom týkajúcim sa cezhraničných balíkov z roku 2018, Komisia dospela k záveru, že fondy „spätného obehu“ nepredstavujú skutočné prehĺbenie jednotného trhu, ani zvýšenie výberu investorov, a považuje prípady, keď sa fond uvádza na trh aspoň v jednom členskom štáte mimo domáceho trhu svojho správcu a sídla, za lepší ukazovateľ cezhraničnej činnosti<sup>4</sup>.

**22** Na základe posúdenia vplyvu vypracovaného Komisiou, ktoré je sprievodným dokumentom k cezhraničnému balíku<sup>5</sup>, spoluzákonodarcovia identifikovali rozdielne prístupy v oblasti regulácie a dohľadu ako dôvod roztrieštenosti trhov s fondmi v EÚ. Takisto poznamenali, že prekážky cezhraničného uvádzania na trh bránili tomu, aby sa

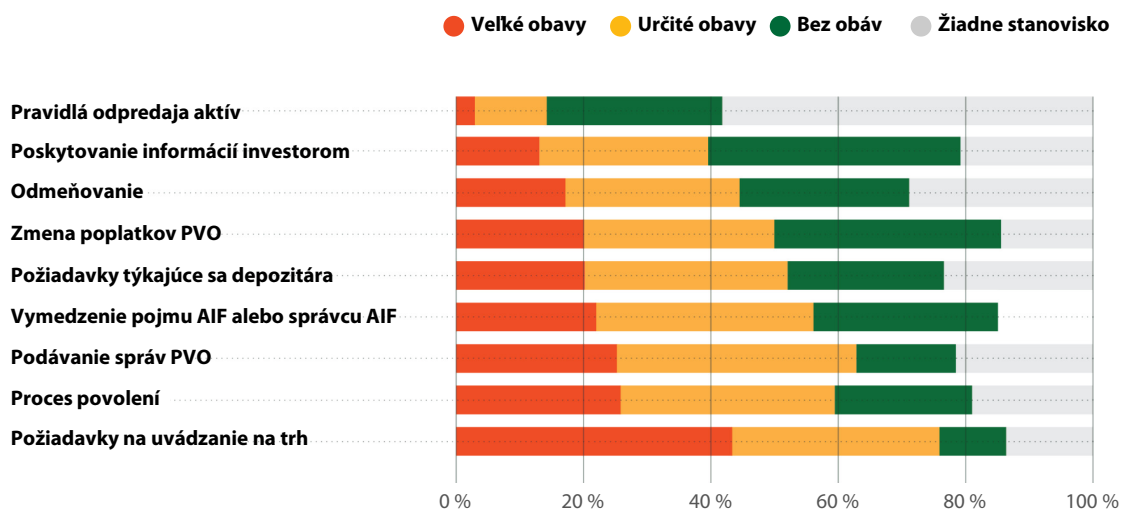
<sup>4</sup> SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 12.

<sup>5</sup> SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 7 a 14.

fondy uvádzali na trh v iných členských štátoch<sup>6</sup>. Legislatívny balík sa preto zameriaval na riešenie rozdielnych vnútroštátnych požiadaviek a regulačných postupov, pokiaľ ide o používanie povolení EÚ vrátane požiadaviek na uvádzanie na trh, regulačných poplatkov a administratívnych a oznamovacích požiadaviek.

**23** Hoci rozdielne prístupy pretrvávajú, zistili sme, že Komisia nepreukázala, že výsledné prekážky vstupu na trh sú skutočne hlavnou príčinou roztrieštenosti trhu a nízkeho počtu skutočných cezhraničných fondov. Poznamenávame, že v správe z roku 2018 o fungovaní smernice o správcoch AIF takmer polovica účastníkov prieskumu uviedla, že smernica o správcoch AIF sa neuplatňuje jednotne v celej EÚ. Problémom teda nie sú právne predpisy, ale ich uplatňovanie v členských štátoch. Tento nesúlad však nebol hlavným problémom väčšiny účastníkov prieskumu z tej správy (pozri [ilustráciu 7](#)).

### Ilustrácia 7 – Obavy ohľadom nejednotného uplatňovania smernice o správcoch AIF



Zdroj: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)<sup>7</sup>.

**24** Ako legislatívny nástroj, ktorý používajú spoluzákonodarcovia, sa v smerniciach stanovujú minimálne normy. V príslušných smerniciach EÚ sa výslovne stanovuje, že domovský členský štát môže vo všeobecnosti stanoviť pravidlá, ktoré sú prísnejšie

<sup>6</sup> Nariadenie (EÚ) 2019/1156 z 20. júna 2019, ktorým sa uľahčuje cezhraničná distribúcia podnikov kolektívneho investovania, odôvodnenie 1.

<sup>7</sup> FISMA/2016/105(02)/C, 10. december 2018.



ako pravidlá stanovené v tejto smernici<sup>8</sup>. V de Larosièrovej správe sa zdôraznilo, že smernicami sa nedosahuje potrebná úroveň harmonizácie a odporúčalo sa vyhnúť sa budúcim právnym predpisom, ktoré umožňujú nejednotnú transpozíciu a uplatňovanie<sup>9</sup>. Polovica príslušných vnútroštátnych orgánov, ktoré odpovedali na náš prieskum, uviedla, že právne predpisy v ich členských štátoch skutočne ukladajú prísnejšie pravidlá. Poznnamenávame, že jednotné pravidlá vo forme nariadení by mohli byť vhodnejšie na vytvorenie rovnakých podmienok v celej EÚ.

**25** Okrem toho poznamenávame, že smernice vyvolali preteky ku dnu. Prax „*gold plating*“ (t. j. stanovenie prísnejších noriem) a naše diskusie so zainteresovanými stranami naznačujú, že krajiny, ktoré jednoducho transponujú minimálne požiadavky stanovené v smerniciach, majú konkurenčnú výhodu ako krajiny sídla v porovnaní s krajinami s prísnejšími normami. Spolu s priaznivým daňovým režimom a možnosťou prevodu ziskov to vytvára silné stimuly pre odvetvie investičných fondov, aby taktizovalo pri výbere sídla (tzv. *forum-shopping*), čo vedie k narušeniu hospodárskej súťaže.

### Vplyv legislatívnych iniciatív je obmedzený

**26** Zistili sme, že vo vlastnej analýze Komisie sa uznáva obmedzenie vplyvu jej legislatívnych návrhov. Komisia identifikovala významné stimulujúce faktory, ako sú zdaňovanie, miestny dopyt a distribučná sieť, ktoré ovplyvňujú, či sa správcovia aktív rozhodnú distribuovať svoje investičné fondy, ktoré však právne predpisy EÚ nemôžu riešiť.

**27** Okrem toho poznamenávame, že hlavným problémom, ktorý zistila sama Komisia, nie je samotný právny rámec, ale že hostiteľské krajiny vytvárajú prekážky vstupu na trh. Komisia má nástroje na riešenie prípadov, keď členské štáty vytvárajú prekážky vstupu na trh alebo keď príslušné vnútroštátne orgány potenciálne porušujú právo EÚ, konkrétne jej právomoc strážkyne zmlúv začať postupy v prípade nesplnenia povinnosti alebo požiadať orgán ESMA, aby začal postup „porušenia práva Únie“. Komisia však dospela k záveru, že zostávajúce prekážky možno najúčinnnejšie riešiť (právnymi predpismi) na úrovni EÚ<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Smernica o PKIPCP, odôvodnenie 15; smernice o správcoch AIF, odôvodnenie 17.

<sup>9</sup> *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25. február 2009, odôvodnenie 100 – 109 a odporúčanie 10.

<sup>10</sup> SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 14.

**28** Posúdenia vplyvu, napríklad posúdenie cezhraničného balíka, často zahŕňajú *ex post* hodnotenie ustanovení, ktorých sa iniciatíva týka. Preskúmanie smernice o PKIPCP, ktoré sa pôvodne očakávalo do septembra 2017, sa však oneskorilo.

**29** Komisia nikdy nevykonala komplexnú kontrolu vhodnosti úplného právneho rámca upravujúceho investičné fondy. V blízkej budúcnosti sa takáto kontrola neplánuje. Jedinou kontrolou vhodnosti, ktorá sa čiastočne vzťahovala na investičné fondy, bola kontrola vhodnosti požiadaviek EÚ v oblasti dohľadu, ktorú Komisia vykonala v rokoch 2017 – 2019<sup>11</sup>.

**30** Komisia vypracúva viacročné strategické plány a ročné plány riadenia a podáva správy o dosahovaní svojich cieľov. Zistili sme nedostatky v meraní výkonnosti Komisiou. Napríklad hlavným ukazovateľom výsledkov pre PKIPCP v strategickom pláne na roky 2016 – 2020 bol podiel cezhraničných fondov PKIPCP na celkovom počte predaných fondov v EÚ. Poznamenávame, že Komisia neskôr znížila latku pre to, čo predstavuje cezhraničný fond, z fondov predaných najmenej v piatich členských štátoch na tri.

**31** Strategický plán na roky 2020 – 2024 obsahuje najmä konkrétne horizontálne ciele a súvisiace ukazovatele výsledkov. Zistili sme, že väčšina priebežných čiastkových cieľov a cieľových hodnôt stanovených pre ukazovatele výsledkov v strategickom pláne na roky 2020 – 2024 nie je špecifická. Ukazovatele musia byť relevantné, akceptované, dôveryhodné, ľahko monitorovateľné a spoľahlivé a založené na rámci vnútornej kontroly Komisie. Používajú sa pojmy ako „zvýšenie“, „pozitívny trend“ a „zníženie“, ale bez upresnenia, aké zvýšenie alebo zníženie by sa považovalo za uspokojivé. Ciele niektorých ukazovateľov výsledkov sú navyše neambiciózne. Napríklad zníženie nákladov retailových investorov bolo splnené už pri stanovovaní cieľovej hodnoty.

### Transpozícia nebola vždy včasná

**32** Komisia kontroluje včasnosť, úplnosť a súlad transpozície smerníc členskými štátmi. Neskorá a/alebo nesprávna transpozícia môže zabrániť vytvoreniu rovnakých podmienok a brániť riadnemu fungovaniu jednotného trhu a Komisia by mala začať postupy v prípade nesplnenia povinnosti s cieľom naliehať na členské štáty, aby konali v prípade neskorého prijatia požadovaných opatrení.

<sup>11</sup> Európska komisia, *Fitness check of EU supervisory requirements*, SWD (2019) 402 a 403.

**33** Pokiaľ ide o smernicu o PKIPCP a smernicu o správcoch AIF, len 12 členských štátov oznámilo transpozíciu v stanovených lehotách. Okrem toho trvalo ďalších osem rokov, kým Komisia považovala transpozíciu smernice o správcoch AIF za úplnú.

### **Orgán ESMA zintenzívnil svoje úsilie na posilnení konvergenzie dohľadu a presadzovaní účinného dohľadu, ale pokrok je obmedzený**

**34** Ako už bolo uvedené (pozri bod **08**), príslušné vnútroštátne orgány vykonávajú dohľad nad investičnými fondmi a ich správcami, ako aj investičnými spoločnosťami a inými finančnými sprostredkovateľmi na základe harmonizovaných vnútroštátnych právnych predpisov, ale nie na základe jednotných noriem. Právne požiadavky a regulačné postupy sa teda môžu v jednotlivých členských štátoch stále líšiť.

**35** V tejto súvislosti zákonodarcovia EÚ poverili orgán ESMA:

- o prispievať k zaisteniu konzistentného, efektívneho a účinného uplatňovania príslušných právnych predpisov EÚ,
- o podporovať konvergenciu postupov dohľadu s cieľom ďalej posilniť konzistentnosť výsledkov dohľadu medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi s cieľom vytvoriť spoločnú kultúru dohľadu<sup>12</sup>.

**36** Konvergencia dohľadu neznamena univerzálny prístup, ale skôr konzistentné a účinné vykonávanie a uplatňovanie rovnakých pravidiel a dostatočne podobné prístupy k podobným rizikám. Celkovým cieľom je usilovať sa o porovnateľné výsledky v oblasti regulácie a dohľadu. To však neznamena, že stačí, aby sa dosiahli porovnateľné výsledky bez ohľadu na použité prístupy v oblasti dohľadu.

**37** V de Larosièrovej správe sa zdôraznil význam konvergenzie pre finančné trhy EÚ<sup>13</sup>. V roku 2014 MMF, Komisia a Parlament uverejnili správy o fungovaní Európskeho systému finančného dohľadu. Uznali, že orgán ESMA prispel k vytvoreniu jednotného súboru pravidiel, ale navrhli zvýšiť dôraz na konvergenciu dohľadu<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Článok 1 nariadenia o ESMA.

<sup>13</sup> *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25. február 2009.

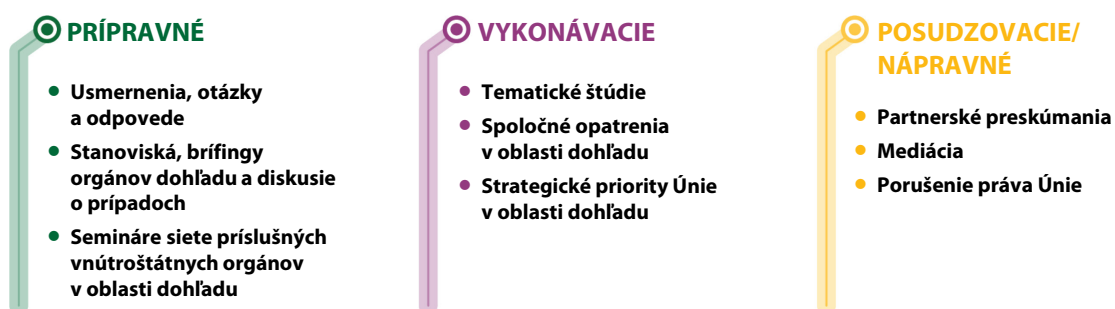
<sup>14</sup> *ESMA Strategic Orientation 2016-2020*, ESMA/2015/935, s. 3.

**38** Komisia takisto zdôraznila, že účinnejší a konzistentnejší dohľad je nevyhnutný na odstránenie možností regulačnej arbitráže a že ESMA zohráva kľúčovú úlohu pri podpore integrácie kapitálových trhov<sup>15</sup>. Toto vyhlásenie sa zopakovalo v kontexte revízií nariadení o ESA v roku 2019. Zákondarcovia EÚ zdôraznili, že „pre dobudovanie únie kapitálových trhov je preto zvlášť nalievavý ďalší pokrok pri konvergencii dohľadu“<sup>16</sup>.

## Orgán ESMA má nástroje na podporu konvergencie dohľadu

**39** Na podporu konvergencie má orgán ESMA k dispozícii mnoho nástrojov, ktoré možno zoskupiť do troch kategórií: prípravné, vykonávacie a hodnotiace/nápravné nástroje. Prehľad je uvedený na *ilustrácii 8*. Orgán ESMA vytvoril ďalšie nástroje, napríklad diskusie o jednotlivých prípadoch a spoločné opatrenia v oblasti dohľadu.

### Ilustrácia 8 – Prehľad nástrojov konvergencie dohľadu orgánu ESMA



Zdroj: EDA na základe nariadenia o ESMA.

## Orgán ESMA zintenzívnil svoju prácu na konvergencii

**40** Orgán ESMA zintenzívnil svoje úsilie v oblasti konvergencie dohľadu. Vo svojom strategickom smerovaní na roky 2016 – 2020 sa orgán ESMA zaviazal vyčleniť viac zdrojov na presadzovanie konvergencie dohľadu, objasnil svoje ciele a zameril sa na niekoľko konkrétnych oblastí svojej práce v oblasti konvergencie. Orgán ESMA odvtedy zvýšil počet svojich zamestnancov pracujúcich na konvergencii v tejto oblasti z 5 (5,7 FTE) na 8 v roku 2020 (8,7 FTE).

**41** V roku 2020 orgán ESMA vytvoril rámec pre prístup k svojim činnostiam v oblasti konvergencie dohľadu, ktorý je viac založený na riziku. V teplotnej mape sa identifikujú

<sup>15</sup> COM(2017)292 final, 8.6.2017, kapitola 4.1.

<sup>16</sup> Odôvodnenie 7 nariadenia (EÚ) 2019/2175 z 18. decembra 2019.

príslušné riziká, ale obsahuje málo informácií o nerovnomernom uplatňovaní pravidiel a rozdielnych postupoch. Napriek tomu je teplotná mapa pozitívnym krokom. Bola účinná pri identifikovaní oblastí dohľadu založeného na riziku v celej EÚ, ale menej pri určovaní tém pre ďalšiu prácu v oblasti konvergencie. Zistili sme tiež, že orgán ESMA úspešne zaviedol systematickejší prístup k práci na konvergencii založený na dôkazoch.

## Dôkazy o vplyvoch sú obmedzené a nie je zavedený mechanizmus na meranie účinnosti

### Účinnosť usmernení nie je preukázaná

**42** V minulosti boli prípravné nástroje, ako sú usmernenia, najdôležitejšími nástrojmi konvergencie orgánu ESMA. Usmernenia podliehajú mechanizmu „dodržiavaj alebo vysvetli“, t. j. príslušné vnútroštátne orgány musia oznámiť orgánu ESMA, či ich majú v úmysle vykonať alebo nie. Orgán ESMA uverejňuje tabuľky súladu pre každé usmernenie, ktoré sa pravidelne aktualizujú<sup>17</sup>.

**43** Zistili sme, že dodržiavanie súladu príslušnými vnútroštátnymi orgánmi nie je vždy zabezpečené. V interných usmerneniach orgánu ESMA<sup>18</sup> sa vyžaduje, aby overil a posúdil uplatňovanie usmernení. Hoci sa orgán ESMA každoročne pýta príslušných vnútroštátnych orgánov na dodržiavanie usmernení, skutočné dodržiavanie usmernení zo strany PVO skontroloval len raz prostredníctvom partnerského preskúmania. Ukázalo sa, že usmernenia boli neúčinné pri podpore konvergencie dohľadu a že vo všeobecnosti príslušné vnútroštátne orgány dodržali súlad tak, ako to oznámili, len v obmedzenej miere (pozri [rámček 1](#)).

---

<sup>17</sup> [ESMA Notifications of Compliance with Guidelines - Overview Table](#).

<sup>18</sup> [Internal Guidance - Guidelines compliance notification process](#), ESMA42-110-888, body 35 a 38.

## Rámček 1

### Zistenia z partnerského preskúmania usmernení o ETF a iných PKIPCP

Partnerské preskúmanie sa týkalo šiestich hlavných sídiel fondov v EÚ a zistilo sa ním, že ani jeden z nich nevykonával usmernenia v plnej miere. Dva príslušné vnútroštátne orgány dodržali usmernenia čiastočne alebo nedostatočne. V týchto krajinách orgán ESMA dokonca kvalifikoval postupy dohľadu ako „porušenie usmernení a nesúladi s rovnakými podmienkami pre PKIPCP na jednotnom trhu“. Celkovo sa v ňom zistili výrazné rozdiely v uplatňovaní usmernení a viaceré oblasti, v ktorých sa nedosiahol cieľ konvergencie dohľadu.

### **Spoločné opatrenia v oblasti dohľadu podporili pravidelné výmeny medzi orgánmi dohľadu a umožnili orgánu ESMA koordinovať činnosti dohľadu príslušných vnútroštátnych orgánov**

**44** Spoločné opatrenia v oblasti dohľadu sú nástrojom konvergencie, ktorý vyvinul orgán ESMA, ako aj koordinačné siete dohľadu a výmeny s príslušnými vnútroštátnymi orgánmi na základe sťažností. Orgán ESMA oceňuje tieto nástroje vzhľadom na ich výhľadovú povahu a preto, že pomáhajú identifikovať problémy s konvergenciou. Orgán ESMA už zaviedol niekoľko spoločných opatrení v oblasti dohľadu týkajúcich sa PKIPCP a MiFID II.

**45** Spoločné opatrenia v oblasti dohľadu a koordinačné siete sú nástroje, ktoré orgánom dohľadu umožňujú vymieňať si skúsenosti a navzájom sa od seba učiť, čo vedie k záveru, že by mali časom prispievať k spoločnej kultúre dohľadu. Spoločné opatrenia v oblasti dohľadu takisto pomáhajú orgánu ESMA identifikovať rozdiely v postupoch dohľadu a možné nedostatky v dohľade vykonávanom príslušnými vnútroštátnymi orgánmi a poskytovať usmernenia pri praktickom uplatňovaní práva EÚ, napr. v prípadoch, keď jednotlivé spoločné opatrenia v oblasti dohľadu ešte nemajú spoľahlivú metodiku.

**46** Spoločné opatrenia v oblasti dohľadu umožňujú orgánu ESMA zamerať pozornosť dohľadu na konkrétne riziká a podporovať a koordinovať činnosti dohľadu. To môže viesť k vysokému pracovnému zaťaženiu, čo je obava, ktorú v našom prieskume vyjadrilo niekoľko príslušných vnútroštátnych orgánov.

## **Hodnotiace a nápravné nástroje sa používajú len veľmi zriedka, a to aj napriek ich potenciálne väčšiemu vplyvu**

**47** Partnerské preskúmania sú potenciálne účinným nástrojom, ale len zriedka sa využívajú v oblasti investičných fondov. Orgán ESMA ich plánuje v blízkej budúcnosti využívať viac, ale takisto zdôraznil obmedzenia zdrojov a potrebu zachovať rovnováhu vo všetkých odvetviach v rámci svojho mandátu. Partnerské preskúmanie sa odlišuje od iných nástrojov konvergencie tým, že sa v ňom vyžaduje, aby orgán ESMA vykonal a zverejnil oficiálne posúdenie nielen úrovne konvergencie dosiahnutej z hľadiska postupov dohľadu a presadzovania, ale aj kapacity dohľadu. Umožňuje orgánu ESMA vydávať usmernenia a odporúčania na riešenie akýchkoľvek zistených nedostatkov. Orgán ESMA od svojho zriadenia v roku 2011 vykonal len dve partnerské preskúmania investičných fondov: jedno sa týkalo usmernení k fondom peňažného trhu z roku 2013 a druhé sa týkalo usmernení k fondom obchodovaným na burze a iným otázkam o PKIPCP z roku 2018<sup>19</sup>.

**48** Orgán ESMA má tiež k dispozícii dva nápravné nástroje: postupy mediácie a postupy v prípade „porušenia práva Únie“, ktoré ho oprávňujú vyšetrovať a naprávať údajné porušenia práva Únie alebo urovnávať spory medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi. V jednom prípade orgán ESMA úspešne pomohol dvom príslušným vnútroštátnym orgánom dosiahnuť urovnanie sporu. V niekoľkých prípadoch sa neformálne začalo vyšetrovanie porušenia práva Únie. Vyskytol sa jeden oficiálny postup v prípade „porušenia práva Únie“, ktorý viedol k zmene postupov príslušného vnútroštátneho orgánu.

### **Orgán ESMA čelí výzvam pri účinnom využívaní svojich nástrojov**

**49** Pokiaľ ide o efektívne a účinné využívanie týchto právomocí, orgán ESMA čelí viacerým výzvam. Orgán ESMA závisí od ochoty príslušných vnútroštátnych orgánov poskytovať vstupy, technické odborné znalosti a zamestnancov, ktorí sa zúčastňujú na konvergenčnej práci orgánu ESMA. To isté platí pre EBA a EIOPA, ako vyplynulo z našich auditov týchto agentúr<sup>20</sup>. Orgán ESMA prijal kroky na zabezpečenie potrebných odborných znalostí účastníkov z príslušných vnútroštátnych orgánov. Účasť príslušných vnútroštátnych orgánov na konvergenčných činnostiach orgánu ESMA je však do veľkej miery dobrovoľná – okrem partnerských preskúmaní, mediácie a postupov v prípade „porušenia práva Únie“, a to niekedy brzdí účinnosť práce orgánu ESMA.

<sup>19</sup> ESMA/2013/476 z 15. apríla 2013 a ESMA42-111-4479 z 30. júla 2018.

<sup>20</sup> Osobitná správa EDA č. 29/2018 a osobitná správa EDA č. 10/2019.

**50** Zistili sme, že väčšina príslušných vnútroštátnych orgánov sa zúčastňuje na práci orgánu ESMA a podieľa sa na nej, ale niektoré príslušné vnútroštátne orgány sú zdráhavejšie. Napríklad v prípade spoločných opatrení v oblasti dohľadu sú menšie príslušné vnútroštátne orgány pri predkladaní prípadov zvyčajne aktívnejšie, zatiaľ čo niektoré väčšie príslušné vnútroštátne orgány uprednostňujú pasívnejší prístup. Niektoré príslušné vnútroštátne orgány nereagovali na výzvy zamestnancov orgánu ESMA na aktívnu účasť a nepredložili prípady, napr. príslušné vnútroštátne orgány, ktoré nikdy nevyužili svoje sankčné právomoci, sa nezapojili na príslušnom seminári orgánu ESMA v roku 2020.

**51** Rozhodovací orgán ESMA pozostáva zo zástupcov príslušných vnútroštátnych orgánov. Hoci sa od nich vyžaduje, aby konali vo výlučnom záujme EÚ ako celku, nie je to vždy zabezpečené. Návrh Komisie na riešenie tejto otázky správy a riadenia orgánu v kontexte preskúmania ESA bol zamietnutý. Riešil sa najzjavnejší konflikt záujmov: PVO sa už nemôžu zúčastňovať na diskusii a hlasovať o odporúčaní týkajúcom sa porušenia práva Únie, ktoré sa ich týkajú. Pravidlá mediácie orgánu ESMA podobne riešia konflikty záujmov. Všetky práce na konvergencii sa však týkajú príslušných vnútroštátnych orgánov, keďže sa zameriavajú na ich postupy dohľadu a výsledky. Platí to aj pre úsilie orgánu ESMA o podporu efektívnosti a účinnosti dohľadu.

**52** Orgán ESMA závisí od ochoty príslušných vnútroštátnych orgánov. Jedným z príkladov sú povinnosti domovských a hostiteľských orgánov v cezhraničnom kontexte – významný a opakujúci sa bod v konvergenčnom programe orgánu ESMA (pozri [rámček 2](#)). Orgán ESMA bol len čiastočne účinný pri podpore hladkého fungovania povolení EÚ na uvádzanie na trh a správu, a preto orgán ESMA nedokázal odstrániť postupy dohľadu, ktoré vytvárajú prekážky vstupu na trh.

## Rámček 2

### Povinnosti hostiteľských orgánov sú stále predmetom diskusie

V roku 2017 orgán ESMA a v roku 2019 spoločný výbor európskych orgánov dohľadu objasnili existujúce pravidlá a príslušné úlohy. V roku 2020 sa uskutočnili ďalšie diskusie v rôznych pracovných okruhoch a na seminároch. Režim udeľovania povolení, v ktorom sa stanovuje, že domovské orgány sú výlučne zodpovedné za dohľad nad správcami fondov a fondmi, sa však v plnej miere nedodržiava, zatiaľ čo úloha hostiteľských orgánov sa obmedzuje na zabezpečenie súladu s pravidlami miestneho správania.



**53** Poznamenávame tiež, že všetky otázky konvergenzie, ktoré orgán ESMA zdôraznil vo svojom liste Komisii v súvislosti s preskúmaním smernice o správcoch AIF<sup>21</sup>, boli vo veľkej miere zahrnuté v práci na konvergencii. To dokazuje, že úsilie orgánu ESMA bolo účinné len v obmedzenej miere.

**54** Ďalším príkladom je delegovanie. Smernica o PKIPCP aj smernica o správcoch AIF umožňujú správcovským spoločnostiam delegovať funkcie na tretie strany. Prístupy a výsledky dohľadu sa však naďalej líšia, pokiaľ ide o rozsah povoleného delegovania, ako aj funkcií, ktoré možno delegovať (pozri [rámček 3](#)).

### Rámček 3

#### Rozsah delegovania

Orgán ESMA zdôraznil, že správa portfólia v niektorých členských štátoch je vo veľkej miere alebo dokonca úplne delegovaná na tretie strany v rámci alebo mimo skupiny správcu AIF alebo správcovskej spoločnosti PKIPCP, ktorá je potenciálne mimo EÚ. V týchto prípadoch väčšina prevádzkových zamestnancov vykonávajúcich správu portfólia/riadenie rizika, administratívne a iné funkcie pracuje na základe delegovania pre príslušné fondy, a preto podľa orgánu ESMA nie sú priamo zamestnaní správcom AIF, ktorému bolo udelené povolenie, ani správcovskou spoločnosťou PKIPCP, a veľká časť poplatkov za správu sa platí delegovaným subjektom. Podľa ESMA, takéto (trhové) postupy v niektorých členských štátoch vyvolávajú otázku, či tieto AIF a PKIPCP môžu byť stále účinne riadené správcami AIF s licenciou alebo správcovskými spoločnosťami PKIPCP.

*Zdroj: ESMA Letter on AIFMD Review, ESMA34-32-550, 18. august 2020.*

**55** Takisto sme zaznamenali, že orgán ESMA čelí určitému odporu zo strany príslušných vnútroštátnych orgánov v jeho úsilí o zvýšenie transparentnosti. Povinné publikácie, ako je výročná správa o sankciách alebo výročná štatistická správa o výkonnosti a nákladoch retailových investičných produktov EÚ, poskytujú cenné informácie vrátane prehľadu o rozdieloch medzi členskými štátmi, pokiaľ ide o situáciu na trhu a invazívnosť dohľadu. Existuje však značná rezistencia príslušných vnútroštátnych orgánov, pokiaľ ide o uverejňovanie výsledkov spoločných opatrení v oblasti dohľadu. Záverečné správy o spoločných opatreniach v oblasti dohľadu neboli nikdy uverejnené.

<sup>21</sup> *ESMA Letter on AIFMD Review, ESMA34-32-550, 18. august 2020.*

## **PVO uprednostňujú menej invazívne prípravné nástroje, ktoré nie sú natoľko účinné**

**56** V minulosti orgán ESMA v prvom rade používal usmernenia, stanoviská a otázky a odpovede. Zistili sme dôkazy, že tieto prípravné nástroje nie sú veľmi účinné pri podpore konvergenzie dohľadu. Orgán ESMA sa nedávno viac zamerával na vykonávacie nástroje, ako sú koordinačné siete a spoločné opatrenia v oblasti dohľadu.

**57** Takmer polovica príslušných vnútroštátnych orgánov zastávala názor, že invazívnejšie nástroje, ako sú postupy v prípade „porušenia práva Únie“ a mediácia, nie sú užitočné a jasne uprednostňujú prípravné nástroje. Orgán ESMA ich takmer nikdy nepoužil. Tieto právomoci by však orgánu ESMA umožnili priamo ovplyvniť opatrenia a výsledky dohľadu v jednotlivých prípadoch alebo riešiť prípady neuplatňovania alebo nesprávneho uplatňovania práva EÚ.

## **Orgán ESMA nemá zavedený mechanizmus na meranie účinnosti**

**58** V ročných plánoch práce orgánu ESMA sa stanovujú ciele, avšak opisujú sa najmä plánované činnosti namiesto vymedzenia konkrétnych výstupov alebo overiteľných cieľov. Pokiaľ ide o nástroje, preukazne sa uprednostňuje podpora výmeny skúseností medzi odborníkmi v oblasti dohľadu o postupoch dohľadu prostredníctvom diskusie o konkrétnych reálnych prípadoch alebo o novozavedených spoločných opatreniach v oblasti dohľadu. Ide o užitočný prístup k lepšiemu pochopeniu postupov dohľadu, čo môže časom prispieť k rozvoju spoločnej kultúry dohľadu.

**59** Skutočnosť, že rôzne príslušné vnútroštátne orgány dohľadu navzájom komunikujú, vymieňajú si skúsenosti a potenciálne sa navzájom učia, je samo o sebe dôležitým úspechom. Zistili sme, že orgán ESMA dosiahol určitý úspech pri presadzovaní spoločných prístupov a zvyšovaní kvality dohľadu, keď inicioval, koordinoval a podporoval osobitné činnosti dohľadu s cieľom riešiť jednotlivé riziká v celej EÚ, napr. prostredníctvom spoločných opatrení v oblasti dohľadu. Orgán ESMA má však len málo dôkazov o tom, že jeho činnosti výrazne znížili existujúce rozdiely.

**60** Uznávame zložitosť merania vplyvu práce orgánu ESMA v oblasti konvergenzie. Súčasné meranie výkonnosti zamerané na výstupy (vrátane nových kľúčových ukazovateľov výkonnosti zameraných na výsledky zavedených v roku 2019) však neumožňuje zmerať rozsah, v akom prispel k zníženiu existujúcich rozdielov v postupoch a výsledkoch dohľadu. Orgán ESMA nie je schopný posúdiť úroveň rozdielov až na niektoré oblasti, v ktorých vykonal partnerské preskúmania alebo diskusie o prípadoch a spoločné opatrenia v oblasti dohľadu. Orgán ESMA má okrem

toho neúplný obraz o tom, ako príslušné vnútroštátne orgány uplatňujú právo EÚ v praxi. Tento obraz je do veľkej miery založený na informáciách, ktoré poskytujú príslušné vnútroštátne orgány. Orgán ESMA nemá priamy prehľad o činnostiach dohľadu príslušných vnútroštátnych orgánov, ani nemá prístup k skutočným dôkazom, napr. vo forme spisov týkajúcich sa dohľadu.

## Prácou orgánu ESMA sa odhalili nedostatky v dohľade a možné narušenia hospodárskej súťaže

**61** Dôrazné a dôsledné presadzovanie právnych predpisov o cenných papieroch má podľa základných zásad IOSCO<sup>22</sup>, t. j. všeobecných noriem pre reguláciu cenných papierov, zásadný význam pre posilnenie dôvery investorov. Smernica o PKIPCP a smernica o správcoch AIF obsahujú ucelený súbor regulačných právomocí na riešenie porušení regulačných požiadaviek zo strany fondov a správcov fondov. Ide o opatrenia od administratívnych sankcií až po príkazy na zastavenie činnosti a dokonca odoberanie licencií a umožňujú účinné presadzovanie práva.

**62** Z práce orgánu ESMA vyplýva, že kvalita dohľadu sa v jednotlivých členských štátoch líši. Orgán ESMA účinne zvyšoval zameranie príslušných vnútroštátnych orgánov na monitorovanie a zabezpečil, aby existovali spoločné prístupy, pokiaľ ide o zhromažďovanie informácií (vrátane identifikácie nedodržiavania regulačných požiadaviek zo strany odvetvia). Dobrým príkladom je práca orgánu ESMA na kopírovaní indexu (*closet indexing*) a na nákladoch a poplatkoch, ako aj spoločné opatrenia v oblasti dohľadu týkajúce sa riadenia rizika likvidity.

**63** Okrem toho sme zistili, že orgán ESMA mal oveľa menší vplyv na postupy a výsledky dohľadu týkajúce sa následných opatrení zo strany príslušných vnútroštátnych orgánov v prípadoch, keď jeho činnosti odhalili nedodržiavanie regulačných požiadaviek. Poznatky, ktoré orgán ESMA získal zo svojej práce v oblasti konvergencie, ukazujú, že vo všeobecnosti chýbajú činnosti v oblasti presadzovania pri všetkých príslušných vnútroštátnych orgánoch v EÚ, aj keď v rôznej miere.

**64** Zistili sme, že príslušné vnútroštátne orgány sa vo všeobecnosti zdráhajú využívať oficiálne právomoci v oblasti dohľadu napriek úsiliu orgánu ESMA podporovať ich využívanie. Z našej analýzy interných dokumentov orgánu ESMA vyplýva, že správcovia

---

<sup>22</sup> *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, máj 2017, oddiel C. Zásady týkajúce sa presadzovania, 1. Preambula, s. 63.

fondov, ktorí porušia regulačné požiadavky, len riskujú, že dostanú žiadosť o splnenie požiadaviek od príslušného vnútroštátneho orgánu, budú požiadaní, aby vrátili poplatky, ktoré boli vybrané nezákonne, alebo v najhoršom prípade dostanú malú pokutu.

**65** Napríklad vo výročných správach orgánu ESMA o používaní sankcií pre PKIPCP sa uvádza, že právomoci ukladať sankcie nevyužívajú príslušné vnútroštátne orgány rovnako a že s výnimkou niektorých príslušných vnútroštátnych orgánov je počet a výška sankcií vydaných na vnútroštátnej úrovni pomerne nízka<sup>23</sup>. V roku 2020 neuložilo 13 príslušných vnútroštátnych orgánov žiadne sankcie. Uvedené činnosti orgánu ESMA odhaľujú podobné nedostatky pri presadzovaní.

**66** Z nášho preskúmania interných správ orgánu ESMA vyplýva, že sa vyskytli prípady nedostatočného presadzovania zo strany príslušných vnútroštátnych orgánov, čím si nespĺnili svoje povinnosti. Zistili sme, že orgán ESMA nebol napriek svojmu úsiliu úspešný pri presadzovaní účinného presadzovania práva Únie. V niektorých prípadoch príslušné vnútroštátne orgány vysvetlili, že právne požiadavky v ich krajine nie sú dostatočne jasné, čo poukazuje na problémy s transpozíciou alebo uplatňovaním smerníc v príslušných členských štátoch. Podľa nášho názoru by sa prípady mohli potenciálne riešiť postupmi v prípade „porušenia práva Únie“ s využitím kontrolnej úlohy orgánu ESMA.

**67** Jedným z cieľov podpory konvergencie dohľadu je zabrániť narušeniam hospodárskej súťaže a regulačnej arbitráži vyplývajúcim z rôznych postupov dohľadu a zabezpečiť, aby sa finančná činnosť nepresunula do krajín s laxným dohľadom. Orgán ESMA identifikoval rozdielne postupy v oblastiach, ako je delegovanie, ktoré môžu viesť k takýmto narušeniam.

**68** Takéto obavy mal orgán ESMA pri práci týkajúcej sa brexitu. V tejto súvislosti sme zistili, že orgán ESMA dokázal stanoviť spoločné normy v oblasti dohľadu pre povoľovanie (aj delegovanie) fondov a správcov fondov, ktorí už nemali prístup na jednotný trh. Orgán ESMA zriadil koordinačnú sieť pre dohľad, ktorá diskutovala o 250 jednotlivých prípadoch v rôznych sektorových oblastiach vrátane riadenia investícií. Zistili sme, že prostredníctvom rozsiahlej angažovanosti pred prijatím rozhodnutí v oblasti dohľadu orgán ESMA prispel k zabráneniu vzniku takýchto narušení hospodárskej súťaže.

---

<sup>23</sup> Tlačová správa ESMA.

## Komisia a ESMA prijali kroky na lepšiu ochranu investorov, ale náklady zostávajú vysoké

**69** Investičné produkty sú zložité a môže byť ťažké ich porovnať alebo úplne pochopiť riziká, ktoré s nimi súvisia, najmä pre neprofesionálnych (retailových) investorov. Retailoví investori by preto mali byť primerane informovaní o potenciálnych rizikách. Právny rámec EÚ sa zameriava na zníženie rizika nekalého predaja, pri ktorom sa retailovým investorom predávajú finančné produkty, ktoré nevyhovujú ich potrebám alebo očakávaniam<sup>24</sup>.

### Právne predpisy EÚ obsahujú mnohé opatrenia na ochranu investorov

**70** Právne predpisy EÚ na ochranu investorov sú rozptýlené vo vysokom počte nariadení, smerníc, delegovaných aktov Komisie a usmernení orgánu ESMA. Niektoré z týchto opatrení sú zahrnuté v smernici o PKIPCP a smernici o správcoch AIF, iné v MiFID/MiFIR a PRIIP.

**71** Pre retailových investorov ponúka rámec EÚ pomerne vysoký stupeň ochrany a zároveň inherentne znižuje schopnosť investorov investovať do fondov mimo EÚ, ktoré majú často nižšie náklady.

**72** Všetky príslušné vnútroštátne orgány a združenia pre správu aktív, ktoré sa zúčastnili nášho prieskumu, súhlasili alebo rozhodne súhlasili s tým, že regulačný rámec EÚ je účinný pri presadzovaní vysokých noriem ochrany investorov. Významná menšina príslušných vnútroštátnych orgánov, vrátane niektorých hlavných domicilov PKIPCP, však zastávala názor, že retailoví investori do fondov PKIPCP stále nie sú dostatočne chránení pred rizikami:

- nedostatočného alebo nesprávneho zverejnenia daňových dôsledkov (39 %),
- nadmerných nákladov a poplatkov (34 %),
- nesprávneho ocenenia aktív (26 %),
- nedostatočného alebo nesprávneho zverejnenia alokácie aktív (18 %).

---

<sup>24</sup> Odsek 48 uznesenia EP z 8. októbra 2020.

## Napriek rôznym opatreniam EÚ zostáva transparentnosť problémom

### Investori majú teraz prístup k viacerým informáciám o PKIPCP

**73** V smernici o PKIPCP sa vyžaduje, aby PKIPCP vydávali tri správy: prospekt, výročnú a polročnú správu<sup>25</sup>. Komisia pri kontrole vhodnosti podávania správ orgánmi dohľadu<sup>26</sup> v roku 2019 zistila, že hoci sa v smernici o PKIPCP vyžaduje minimálny obsah týchto dokumentov, mnohé z nich zostávajú na uvážení príslušných vnútroštátnych orgánov. To znamená, že podávanie správ sa môže v jednotlivých členských štátoch líšiť.

**74** Cieľom dokumentu s kľúčovými informáciami pre investorov, ktorý bol zavedený v roku 2011, je poskytnúť retailovým investorom lepšie informácie a obsah, ktorý je zrozumiteľnejší, a uľahčiť porovnávanie produktov. V nariadení o dokumente s kľúčovými informáciami pre investorov<sup>27</sup> sa vyžaduje, aby sa vzťahovalo na tie základné prvky PKIPCP, o ktorých by mal byť investor informovaný, a aby sa (potenciálnym) investorom poskytovali presné, pravdivé, jasné a nezavádzajúce predzmluvné informácie.

**75** Presnosť a spoľahlivosť informácií zverejnených v dokumente s kľúčovými informáciami pre investorov je sporná. Centrálna banka Írska<sup>28</sup> zistila prípady, keď časť dokumentu s kľúčovými informáciami pre investorov týkajúca sa výkonnosti v minulosti neobsahovala relevantné referenčné hodnoty. V roku 2019 orgán ESMA vydal otázky a odpovede týkajúce sa zverejňovania referenčných hodnôt, v ktorých objasnil tieto záležitosti.

**76** Ako poukázali niektorí respondenti v prieskume EDA, informácie o nákladoch v súčasnom dokumente o PKIPCP s kľúčovými informáciami pre investorov sú neúplné a mohli by investorov viesť do omylu tým, že by sa domnievali, že náklady sú nižšie, ako sú v skutočnosti. Do pomeru celkových nákladov nie sú zahrnuté najmä transakčné náklady.

---

<sup>25</sup> Články 68 – 74 smernice 2009/65/ES.

<sup>26</sup> SWD(2019) 402 final.

<sup>27</sup> Nariadenie Komisie (EÚ) č. 583/2010 z 1. júla 2010, ktorým sa vykonáva smernica 2009/65/ES, pokiaľ ide o kľúčové informácie pre investorov.

<sup>28</sup> Centrálna banka Írska, *Thematic review of closet indexing* (list pre odvetvie z 18. júla 2019).

**77** Nariadením o PRIIP<sup>29</sup>, ktoré nadobudlo účinnosť v roku 2018, sa zaviedol jednotný dokument s kľúčovými informáciami uplatniteľný na širokú škálu retailových investičných produktov. PKIPCP a AIF však boli dočasne oslobodené od tejto požiadavky. Po zdĺhavých konzultáciách so zainteresovanými stranami spoločný výbor európskych orgánov dohľadu v januári 2021 dosiahol kompromis o zahrnutí výkonnosti v minulosti do dokumentu s kľúčovými informáciami a Komisia prijala nariadenie o delegovaní v septembri 2021.

### **Orgán ESMA zvýšil transparentnosť nákladov a poplatkov, ale problémy s údajmi pretrvávajú**

**78** Od roku 2019 orgán ESMA uverejňuje výročnú správu o výkonnosti a nákladoch retailových investičných produktov v EÚ. Jej cieľom je upozorniť investorov na významný vplyv nákladov na konečnú návratnosť ich investícií. Správa orgánu ESMA poskytuje dobrý prehľad o výkonnosti a nákladoch rôznych typov fondov, ale má viacero nedostatkov:

- vykazujú sa v nej náklady podľa triedy aktív (kapitál/dlhopisy/zmiešané/alternatívne), podľa typu správy (aktívne alebo pasívne) a podľa sídla fondu, ale nie podľa krajiny distribúcie, čo sťažuje posúdenie, či jednotný trh znížil rozdiely v nákladoch medzi vnútroštátnymi trhmi,
- existuje obmedzené členenie (napr. poplatky za správu) alebo žiadne členenie (napr. rozdelenie, stimul) nákladov podľa typu. Súvisí to s nedostatkom podrobných dostupných údajov a spoliehaním sa na prieskumy vykonané s príslušnými vnútroštátnymi orgánmi a obmedzuje vysvetlenia dôvodov, prečo sú náklady vyššie v niektorých sídlach fondov než v iných,
- správa vychádza z údajov, ktoré sú staršie ako jeden rok, to isté platí pre výročnú správu ESMA o AIF.

---

<sup>29</sup> Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1286/2014 z 26. novembra 2014 o dokumentoch s kľúčovými informáciami pre štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení (PRIIP).

**79** Orgán ESMA vo svojich metodických prílohách poukazuje na to, že „posúdeniu výkonnosti a nákladov investičných produktov v pôsobnosti ESMA štrukturálne bráni nedostatok príslušných regulačných údajov:

- o údaje o fondoch PKIPCP nie sú dostupné na úrovni EÚ a komerčne dostupné údaje poskytujú obmedzenú úroveň podrobnosti a presnosti,
- o regulačné údaje na základe smernice o správcoch AIF nezahŕňajú podrobné dôkazy o nákladoch fondov“.

### **ESMA a Komisia zatiaľ nevytvorili nástroje na porovnanie pre retailových investorov**

**80** Hoci sa pozornosť zameriava na poskytovanie dostatočných informácií investorom o jednotlivých fondoch, stále je ťažké získať prehľad o všetkých ponúkaných fondoch a porovnať produkty. Európsky parlament<sup>30</sup> vyzval k vyvíjaniu „iniciatív osobitne zameraných na retailových investorov vrátane uľahčenia rozvoja nezávislých webových porovnávacích nástrojov EÚ s cieľom pomôcť retailovým investorom určiť najvhodnejšie produkty z hľadiska rizika, návratnosti investícií a hodnoty pre ich osobitné potreby a preferencie“.

### **Environmentálne klamlivé tvrdenia predstavujú rastúce riziko**

**81** Čoraz vyšší počet PKIPCP sa uvádza na trh ako fondy ESG, čím vzniká riziko environmentálne klamlivých tvrdení. Nariadenie o zverejňovaní informácií o udržateľnosti v sektore financií sa vzťahuje na investičné fondy; jeho cieľom je zvýšiť transparentnosť a bojovať proti environmentálne klamlivým tvrdeniam. Keďže väčšina povinností zverejňovania informácií sa začala uplatňovať až od 10. marca 2021, je príliš skoro na posúdenie jeho vplyvu. Na základe svojej [reakcie](#) na konzultáciu Komisie o obnovení stratégie udržateľného financovania orgán ESMA nedávno vyzval na prijatie legislatívnych opatrení týkajúcich sa ratingov ESG a nástrojov hodnotenia<sup>31</sup>.

**82** Trh s ratingmi ESG a inými nástrojmi hodnotenia je v súčasnosti neregulovaný a nepodlieha dohľadu. V kombinácii s rastúcimi regulačnými požiadavkami

<sup>30</sup> Uznesenie Európskeho parlamentu z 8. októbra 2020 o ďalšom budovaní únie kapitálových trhov (ÚKT): zlepšenie prístupu k financovaniu na kapitálovom trhu, najmä pre MSP, a ďalšia podpora účasti retailových investorov (2020/2036(INI)).

<sup>31</sup> *Letter from ESMA's Chair Steven Maijor to Commissioner Mairead McGuinness*, 28. január 2021, ESMA30-379-423.



na zohľadnenie ESG informácií existuje zvýšené riziko environmentálne klamlivých tvrdení, nevhodného umiestňovania kapitálu a nesprávneho predaja produktov.

## ESMA, Komisia a PVO pomohli zaviest' klesajúci trend pre náklady na PKIPCP

### Náklady zostávajú vysoké

**83** Po tom, ako náklady na PKIPCP zostali dlhé roky stabilné na vysokej úrovni, od roku 2017 mierne klesli. Zostávajú však oveľa vyššie ako v prípade priemerného fondu so sídlom v USA. Zvyčajne sa to pripisuje menšej veľkosti fondov v EÚ (pozri bod 04) a nižšiemu trhovému podielu pasívnych fondov a ETF (8,3 %). Okrem iného fondy so sídlom v Luxembursku a Írsku účtujú nadpriemerné náklady<sup>32</sup>.

**84** Aktívne spravované kapitálové fondy v hrubom vyjadrení tesne prekonalí výkonnosť pasívne spravovaných fondov, ale v dôsledku vyšších nákladov bola ich výkonnosť v čistom vyjadrení nižšia. Vďaka úsporám z rozsahu pri správe fondov orgán ESMA zistil, že väčšie fondy mali nižšie náklady. Pokiaľ ide o kapitálové fondy, náklady boli v priemere 1,4 % v prípade najväčších fondov a 1,8 % v prípade najmenších fondov.

### Prax kopírovania indexu sa znížila, ale pretrváva

**85** Prieskum orgánu ESMA, ktorý sa začal v roku 2019, ukázal, že pretrvávajú rozdiely v spôsobe výkladu pojmu „neprimerané náklady“ v celej EÚ a v prístupe orgánov dohľadu k ustanoveniam týkajúcim sa nákladov. Podľa orgánu ESMA<sup>33</sup> táto nedostatočná konvergencia nielenže ponecháva priestor na regulačnú arbitráž a hrozí, že naruší hospodársku súťaž na trhu EÚ, ale môže viesť aj k rôznym úrovniam ochrany investorov v závislosti od toho, kde má fond sídlo.

**86** Kopírovanie indexu (*closet indexing*) je postup, pri ktorom správcovia aktív tvrdia, že svoje fondy spravujú aktívnym spôsobom, pričom cieľom je dosiahnuť lepšie výsledky ako referenčný index. V skutočnosti však zostávajú veľmi blízko referenčnej hodnoty, čo si od investičného manažéra vyžaduje menej vstupov. Zvyčajne účtujú

<sup>32</sup> *Performance and Costs of EU Retail Investment Products ESMA Annual Statistical Report 2021.*

<sup>33</sup> ESMA, *Supervisory briefing on the supervision of costs*, 2020.

vyššie poplatky za správu ako za pasívne spravované fondy<sup>34</sup>. Z analýzy, ktorú vykonal orgán ESMA pred piatimi rokmi, vyplynulo, že 5 % až 15 % kapitálových fondov EÚ, ktoré tvrdia, že sú aktívne spravované, by v skutočnosti mohlo kopírovať indexy (pozri aj [rámček 4](#)). Novšie údaje z roku 2020 naznačujú, že tento percentuálny podiel klesol na 2 % až 6 %.

## Rámček 4

### Kopírovanie indexu

V rokoch 2018 – 2019 vykonala Centrálna banka Írska tematické preskúmanie kopírovania indexu<sup>35</sup>, ktoré sa vzťahovalo na všetky [fondy PKIPCP](#), ktorým bolo udelené povolenie v Írsku, klasifikované ako aktívne spravované. Hlavné zistenia preskúmania:

- investorom neboli vždy poskytnuté dostatočné alebo presné informácie o investičnej stratégii fondu v prospekte a dokumente s kľúčovými informáciami pre investorov,
- prípady zlej správy a kontroly,
- prípady, keď mal fond cieľovú vyššiu výkonnosť v porovnaní s indexom nižšiu ako účtovaný poplatok, čo znamená, že poplatok zruší akúkoľvek dosiahnutú vyššiu výkonnosť,
- v niektorých prípadoch v časti dokumentu s kľúčovými informáciami pre investorov týkajúcej sa výkonnosti v minulosti nebola zahrnutá žiadna porovnávací hodnota, čo znamená, že investori do týchto fondov nedokázali určiť, či fond predstavoval dobrú hodnotu vo vzťahu k jeho referenčnej hodnote.

**87** V roku 2021 orgán ESMA začal spoločné opatrenia v oblasti dohľadu týkajúce sa nákladov s cieľom preskúmať, či správcovia fondov: 1. dodržiavajú ustanovenia o zverejňovaní informácií súvisiacich s nákladmi pri vykonávaní svojich obchodných činností s náležitými zručnosťami, starostlivosťou a dôkladnosťou a v najlepšom záujme fondu, ktorý spravujú; 2. konajú čestne a spravodlivo; a 3. neúčtujú investorom neprimerané náklady<sup>36</sup>. Spoločné opatrenia v oblasti dohľadu sa vzťahujú na PKIPCP

<sup>34</sup> *ESMA Statement, Supervisory work on potential closet index tracking*, 2. február 2016, ESMA/2016/165. Pozri tiež TRV č. 1/2021.

<sup>35</sup> Centrálna banka Írska, *Thematic review of closet indexing* (list odvetviu z 18. júla 2019).

<sup>36</sup> ESMA 34-45-970 metodika spoločných opatrení v oblasti dohľadu týkajúca sa nákladov a poplatkov.

aj AIF uvádzané na trh pre retailových investorov a má sa nimi overiť, či správcovia majú zavedené cenové politiky, ktoré umožňujú jasnú identifikáciu a vyčíslenie všetkých nákladov účtovaných fondu, a či sa politiky uplatňujú v praxi správne. Výsledky sa očakávajú v roku 2022.

### **EÚ neprijala dostatočné opatrenia proti stimulom**

**88** To, či sú potenciálni investori do fondov dobre chránení a či si môžu vybrať investíciu, ktorá najlepšie vyhovuje ich potrebám, závisí nielen od požiadaviek kladených na fondy a správcov fondov, ale aj od poradenstva, ktoré dostávajú od svojich finančných sprostredkovateľov.

**89** Až polovicu nákladov tvoria stimuly, ktoré sú vo väčšine členských štátov stále povolené. V právnych predpisoch<sup>37</sup> sa len stanovuje, že stimuly by nemali vytvárať konflikt záujmov a musia sa zverejniť. Mali by byť navrhnuté tak, aby zvyšovali kvalitu príslušnej služby pre klienta a nemali by narúšať plnenie povinnosti spoločnosti konať čestne, spravodlivo a profesionálne v súlade s najlepšími záujmami svojich klientov. Niektoré členské štáty, napríklad Holandsko, zaviedli zákaz stimulov, ktoré predstavujú približne polovicu opakujúcich sa nákladov mnohých PKIPCP.

**90** Komisia poukázala na to, že distribučný model v kontinentálnej Európe stále vo veľkej miere vychádza z modelu odmeňovania založeného na províziách, pričom najčastejšími distribútormi koncových klientov sú banky a poisťovatelia<sup>38</sup>. Zo štúdie takisto vyplýva, že v krajinách, ktoré zaviedli zákaz stimulov, sú priebežné poplatky za dlhopisy, akcie a zmiešané fondy oveľa nižšie. Keďže hlavnou hnacou silou je provízia, pasívne fondy (vrátane ETF), ktoré zriedkavo vyplácajú províziu, banky tradične zanedbávajú, pretože nie sú ochotné uvádzať na trh výroby s nízkymi poplatkami<sup>39</sup>.

**91** Orgán ESMA vo svojom technickom poradenstve Komisii<sup>40</sup> z marca 2020 nezaujal jasné stanovisko k úplnému zákazu stimulov pre všetky investičné služby podľa

<sup>37</sup> Smernica 2014/65/EÚ o trhoch s finančnými nástrojmi.

<sup>38</sup> Európska komisia, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, záverečná správa, 2018, s. 26.

<sup>39</sup> Apostolos Thomadakis, *The European ETF Market: What can be done better?*, komentár ECMI, č. 52, 24. apríl 2018.

<sup>40</sup> *ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II*, 31. marec 2020, ESMA35-43-2126.

smernice MiFID. Spotrebiteľské organizácie, s ktorými sme uskutočnili rozhovory, takýto zákaz podporujú. Komisia sa teraz touto otázkou zaoberá v kontexte svojej stratégie EÚ pre retailových investorov.

**92** V roku 2017 vykonal súkromný dodávateľ fiktívne nakupovanie v mene Komisie a zistil, že „v každom členskom štáte nezávislí poradcovia v bankách a poisťovniach navrhli takmer výlučne (jeden alebo výber niekoľkých) interných produktov“<sup>41</sup>. Na druhej strane väčšina robo-poradcov má tendenciu poradiť ETF. Pri fiktívnom nákupe zo strany francúzskeho príslušného vnútroštátneho orgánu sa poukázalo na to, že produkty, ako sú ETF (alebo iné nízkonákladové investičné fondy), sa retailovým investorom neponúkajú napriek tomu, že zjavne zodpovedajú ich investičným potrebám<sup>42</sup>.

## Identifikácia systémových rizík si vyžaduje ďalší pokrok

**93** Systémové riziko je riziko narušenia finančného systému s potenciálom spôsobiť vážne negatívne dôsledky pre vnútorný trh a hospodárstvo v širšom zmysle. Od ESMA sa vyžaduje, aby v spolupráci s ESRB<sup>43</sup> vypracoval spoločný prístup a kritériá na identifikáciu a meranie systémového rizika, ktoré predstavujú kľúčoví účastníci finančného trhu, ako aj primeraný režim stresového testovania, ktorý umožní hodnotenie systémového rizika. Účastníci finančného trhu, ktorí predstavujú systémové riziko, podliehajú posilnenému dohľadu.

## Posudzovanie systémových rizík a následná kontrola systémových rizík sú v počiatočnom štádiu

**94** Ani ESMA, ani ESRB nevykonali súpis existujúcich postupov monitorovania systémového rizika v členských štátoch. PVO sú však zastúpené v riadení ESMA aj ESRB, ako aj v technických pracovných skupinách.

---

<sup>41</sup> Európska komisia, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, záverečná správa, 2018, s. 22.

<sup>42</sup> AMF: *Risk and Trend Mapping No 17, 2016 Risk Outlook*.

<sup>43</sup> ESRB bol vytvorený v roku 2009 a bol poverený makroprudenciálnym dohľadom nad finančným systémom v rámci EÚ s cieľom prispieť k predchádzaniu systémovým rizikám ohrozujúcim finančnú stabilitu alebo k ich zmierňovaniu.

**95** Rada pre finančnú stabilitu (FSB)<sup>44</sup> identifikovala nasledujúce kategórie systémového rizika:

- likvidná medzera medzi aktívami investičných fondov a podmienkami odkupu,
- pákový efekt v rámci investičných fondov,
- operačné riziko,
- riziká vyplývajúce z pôžičiek cenných papierov<sup>45</sup>.

**96** Zistili sme, že na prvú kategóriu sa vzťahujú usmernenia orgánu ESMA a monitorovanie v kontexte stresovej simulácie (pozri body **104 – 106**) sa začalo. Na druhú kategóriu sa vzťahujú usmernenia pre AIF, zatiaľ čo riziko pákového efektu pre PKIPCP je obmedzené legislatívnym rámcom. Orgán ESMA vypracoval aj návrh príručky analýzy rizík pre príslušné vnútroštátne orgány týkajúce sa AIF. ESRB okrem toho vydal dve odporúčania týkajúce sa prvkov prvých dvoch rizikových kategórií<sup>46</sup> a dospel k celkovému záveru, že orgán ESMA ich v plnej miere dodržiava. Súvisiace odporúčania ESRB z roku 2017 (lehota na vykonanie: 31. 12. 2020) o legislatívnych zmenách (napr. nástroje riadenia likvidity, likvidná medzera a vykazovanie PKIPCP) Komisia zatiaľ neriešila. Komisia nás informovala, že navrhne legislatívne zmeny v rámci prebiehajúceho preskúmania smernice o správcoch AIF.

**97** V legislatívnom rámci sú všeobecné ustanovenia o riadení rizík a kontinuite činnosti<sup>47</sup>. Na prevádzkové riziko (vrátane kontinuity činnosti, prevodu aktív klientov za stresových podmienok a rizika poškodenia dobrého mena) sa však nevzťahujú aktuálne usmernenia orgánu ESMA.

**98** V roku 2017 FSB odporučila, aby orgány dohľadu monitorovali odškodnenie poskytované sprostredkovateľom/veriteľom s cieľom identifikovať riziká alebo

---

<sup>44</sup> FSB je medzinárodným orgánom, ktorý monitoruje globálny finančný systém a vydáva odporúčania týkajúce sa tohto systému.

<sup>45</sup> FSB (12. január 2017): *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.

<sup>46</sup> ESRB/2017/6 a ESRB 2020/4.

<sup>47</sup> Napríklad článok 57 ods. 3 delegovaného nariadenia (EÚ) č. 231/2013 úrovne 2 smernice AIFMD a článok 4 ods. 3 smernice Komisie 2010/43/EÚ úrovne 2 PKIPCP.

regulačnú arbitráž, ktoré môžu nepriaznivo ovplyvniť finančnú stabilitu<sup>48</sup>. Takéto služby nie sú uvedené v rámci AIFMD/PKIPCP.

**99** Činnosť orgánu ESMA v oblasti posudzovania rizík v súvislosti s investičnými fondmi sa odráža najmä v štyroch kľúčových správach:

- o prehľad rizík (uverejňuje sa dvakrát ročne),
- o správa o trendoch, rizikách a zraniteľnosti,
- o výročná štatistická správa o výkonnosti a nákladoch na retailové investičné produkty v EÚ,
- o výročná štatistická správa o alternatívnych investičných fondoch v EÚ.

**100** Hoci sa v prehľade rizík orgánu ESMA používa ucelený súbor ukazovateľov a poskytuje krátka a stručná analýza, zistili sme, že sa v ňom systematicky neuvádzajú riziká súvisiace s jednotlivými krajinami, ktoré by sa zas mohli použiť na makroprudenciálne účely.

**101** Zistili sme, že monitorovanie rizík nebankového finančného sprostredkovania (NBF1) ESRB poskytuje dobrú analýzu sektora investičných fondov pomocou prístupov založených na subjektoch, činnostiach a produktoch s cieľom poskytnúť presné rozdelenie fondov podľa typu. Zatiaľ čo typy fondov a aktíva sú podrobne rozdelené podľa krajiny, riziká nie sú.

**102** Zistili sme, že ucelenejší pohľad a spoľahlivosť analýzy sú obmedzené:

- o nedostupnosťou/použiteľnosťou niektorých údajov o AIF (pozri body **121** a **123**),
- o oneskoreniami pri používaní FPT/ťažkosťami s použitím niektorých údajov na základe smernice o správcoch AIF (pozri body **111** a **121 – 122**).

---

<sup>48</sup> FSB (12. január 2017): *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, odporúčanie 14.

## Stresové testovanie orgánmi dohľadu neexistuje a hoci sa už práca začala, následná kontrola simulácie nie je dostatočná

**103** Stresovým testovaním orgánmi dohľadu by sa mali identifikovať tie fondy, ktoré predstavujú systémové riziko, a mali by sa rozpoznať modely systémových rizík s cieľom zabezpečiť ich zmiernenie<sup>49</sup>. Orgán ESMA je v spolupráci s ESRB poverený začať a koordinovať stresové testy v celej EÚ s cieľom posúdiť odolnosť účastníkov finančných trhov na nepriaznivý vývoj na trhu.

**104** Orgán ESMA zatiaľ neuskutočnil stresový test investičných fondov, ale v roku 2019 vykonal stresovú simuláciu s cieľom posúdiť odolnosť odvetvia fondov EÚ a identifikovať potenciálne zraniteľné miesta. Simulácia sa vzťahovala na 6 600 fondov PKIPCP s celkovou čistou výškou aktív 2 490 mld. EUR<sup>50</sup>. Na fondy sa uplatnil otras súvisiaci s odkupom a vplyv na trh bol simulovaný. Použili sa obchodné údaje, keďže orgán ESMA považoval údaje príslušných vnútroštátnych orgánov za príliš heterogénne.

**105** Rámec simulácie stresu predstavuje dobrý východiskový bod. Súčasný nástroje, technická infraštruktúra a kvalita údajov majú nedostatky. Výsledky simulácie stresu sa systematicky nesledovali; boli poskytnuté 11 príslušným vnútroštátnym orgánom na dobrovoľnom základe, ale len päť z nich sa rozhodlo pre následnú diskusiu s orgánom ESMA. Jeden príslušný vnútroštátny orgán s významným odvetvím fondov nechcel viesť následnú diskusiu s orgánom ESMA. V kontexte výročných štatistických správ orgán ESMA zaslal príslušným vnútroštátnym orgánom aj zoznamy fondov, ktoré vykazovali riziká, ale v súvislosti s poskytnutými informáciami sa neuskutočnili osobitné následné opatrenia a získané poznatky sa neprediskutovali.

**106** V máji 2020 ESRB odporučil, aby orgán ESMA riešil riziko likvidity investičných fondov<sup>51</sup>. Orgán ESMA tak urobil vo svojej správe z novembra 2020 a v tejto súvislosti sa použil rámec simulácie stresu. Všetky výsledky boli poskytnuté príslušným vnútroštátnym orgánom v decembri 2020 vrátane totožnosti fondov, ktoré sa považovali za potenciálne rizikové. Zamestnanci orgánu ESMA sa o šesť mesiacov neskôr dohodli s členmi IMSC na podaní správ o následných opatreniach prijatých príslušnými vnútroštátnymi orgánmi vrátane zoznamu potenciálne rizikových fondov. PVO museli v októbri 2021 podať správu orgánu ESMA s komplexnou odpoveďou.

<sup>49</sup> Článok 22 ods. a článok 23 nariadenia o ESMA.

<sup>50</sup> *ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds 2019.*

<sup>51</sup> *Recommendation of the ESRB on liquidity risk in investment funds (ESRB/2020/4).*

Napriek tejto pauze ide o výrazné zlepšenie. Jednotlivé názvy fondov, ktoré sa považovali za potenciálne rizikové, neboli poskytnuté ESRB.

**107** Koncepčná práca na stresovom testovaní zhora nadol<sup>52</sup>, ako aj komplexný model, ktorý by zachytával vzájomné prepojenie bankového sektoru, sektoru fondov a sektoru poisťovníctva s cieľom poskytnúť ucelený obraz o systémovom riziku, zatiaľ nevedol k systematickému projektovému plánu orgánu ESMA. Takáto činnosť by mohla zahŕňať aj hedžové fondy a fondy, nad ktorými nie je v EÚ<sup>53</sup> vykonávaný dohľad, ale predstavujú hrozbu pre finančný systém.

### **Interné usmernenia k stresovému testovaniu sú primerané, ale výsledky stresových testov sa nevyužívajú účinne**

**108** Cieľom stresového testu likvidity investičných fondov je posúdiť ich odolnosť voči otrasom súvisiacim s odkupom na úrovni jednotlivých fondov alebo na úrovni odvetvia. Stresové testovanie môžu vykonať buď samotné fondy (interné stresové testovanie) alebo orgán dohľadu (stresové testovanie orgánom dohľadu). Pokiaľ ide o interné stresové testovanie, právny rámec je odlišný pre AIF, PKIPCP a FPT. Na **ilustrácii 9** sú znázornené prepojenia medzi typmi fondov, právnymi predpismi a súvisiacimi usmerneniami.

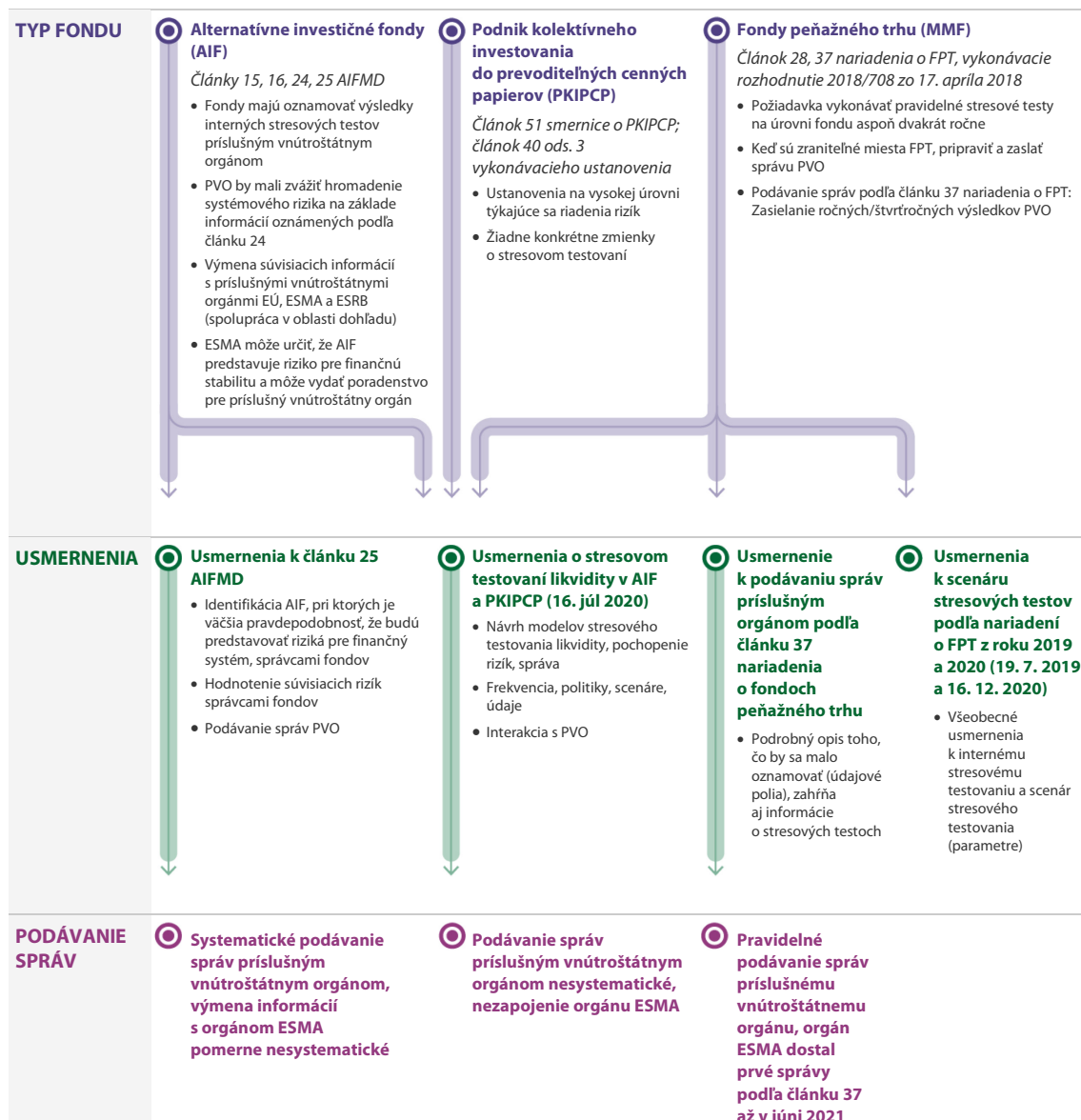
---

<sup>52</sup> Napr. Gourdel, Maqui and Sydow (2019): *Investment funds under stress, ECB Working Paper 2323*.

<sup>53</sup> Fondy, nad ktorými sa v EÚ nevykonáva dohľad, môžu predstavovať hlavné triedy aktív pre investorov vrátane finančných inštitúcií.



## Ilustrácia 9 – Režimy stresového testovania pre AIF, FPT a PKIPCP



Zdroj: EDA.

**109** Zistili sme, že orgán ESMA vypracoval primerané usmernenia týkajúce sa interných stresových testov pre PKIPCP aj AIF. Úroveň kontroly výsledkov interných stresových testov – ak existuje – je však v plnej miere na uvážení príslušných vnútroštátnych orgánov a orgán ESMA nemá v tejto súvislosti žiadne informácie. Okrem toho PKIPCP vykonávajú interné stresové testovanie a musia podávať správy svojim príslušným vnútroštátnym orgánom len v prípade významných rizík; príslušné vnútroštátne orgány by potom museli informovať orgán ESMA. K tomu však ešte nedošlo. Hoci má orgán ESMA prístup k výsledkom stresových testov AIF, príslušná metodika je na uvážení správcu fondu, a preto ESMA neporovnáva ani nepoužíva výsledky.

**110** V prípade FPT sa v nariadení o FPT stanovuje, že ESMA musí uverejniť usmernenia so spoločnými referenčnými parametrami stresového testovania. V tejto súvislosti orgán ESMA vymedzil silný otras súvisiaci s odkupom (miera odkupov vo výške 30 – 40 %), ale riadil sa kalibráciou parametrov ESRB (napr. úrokových sadzieb a výmenných kurzov) namiesto toho, aby sám stanovil závažnosť týchto parametrov. Orgán ESMA nepožiadala o *ex ante* analýzy citlivosti parametrov s cieľom lepšie pochopiť rizikové faktory. Orgán ESMA však vykonáva *ex post* analýzy vplyvu parametra po získaní výsledkov.

**111** Vzhľadom na právny rámec, s výnimkou FPT, sa údaje o stresovom testovaní PKIPCP systematicky neagregujú, neanalyzujú ani nevykazujú. Takéto údaje by sa mohli použiť na vypracovanie stresového testovania orgánom dohľadu alebo spätné testovanie výsledkov stresových simulácií. V prípade FPT boli vykázané údaje doručené veľmi neskoro a orgán ESMA začal analyzovať údaje za prvý štvrtrok 2020 – doručené v polovici roka 2021 – až koncom uvedeného roka.

## **Medzery a prekryvanie pri zbere údajov bránia identifikácii rizík pre finančnú stabilitu a investorov**

**112** Účinné monitorovanie systémových rizík a rizík pre investorov závisí od dostupnosti primeraných údajov. Údaje musia byť dostatočne podrobné, kvalitné a porovnateľné medzi krajinami, aby bolo možné vykonať zmysluplné analýzy rizík. V záujme efektívnosti by zber údajov nemal zbytočne zaťažovať odvetvie a mal by spĺňať potreby všetkých orgánov, ktoré potrebujú prístup k informáciám, aby mohli plniť svoje mandáty.

**113** V smernici o PKIPCP, smernici o správcoch AIF a nariadení o FPT sa vyžaduje, aby fondy alebo správcovia fondov oznamovali údaje príslušným vnútroštátnym orgánom. Druh údajov, formát a úroveň podrobnosti, ktoré je potrebné vykazovať, sa však líšia podľa typu investičného fondu a príslušné vnútroštátne orgány nie sú vždy povinné poskytovať údaje ESMA alebo ESRB. Požiadavky odrážajú úroveň rizika vyplývajúceho z príslušného fondu, ale aj vek príslušného právneho predpisu. Režim podávania správ o FPT je rozsiahlejší ako režim stanovený smernicou o správcoch AIF a smernicou o PKIPCP. Vychádza z podrobných údajov s použitím medzinárodných identifikátorov.

## Chýbajúci harmonizovaný režim podávania správ o PKIPCP bráni orgánu ESMA posudzovať pripravenosť fondov na krízu a vykonávať stresové testy

**114** V smernici o správcoch AIF sa stanovujú oznamovacie povinnosti, ktoré musia správcovia AIF plniť voči svojim domovským príslušným vnútroštátnym orgánom. Zahŕňa to požiadavku poskytnúť podrobné informácie o fondoch, ktoré riadi konkrétny správca AIF, vrátane investičných stratégií, ako aj o najdôležitejších trhoch, čistých hodnotách aktív a profile likvidity portfólia<sup>54</sup>. Od príslušných vnútroštátnych orgánov sa vyžaduje, aby tieto údaje pravidelne poskytovali orgánu ESMA (pozri [prílohu](#))<sup>55</sup>.

**115** Na rozdiel od toho v súčasnosti neexistuje harmonizovaný rámec podávania správ o PKIPCP na úrovni EÚ. Hoci sa v smernici o PKIPCP stanovuje minimálny obsah niektorých kľúčových dokumentov, ktoré musí každý PKIPCP vydať, iné podrobnosti podávania správ zostávajú na uvážení príslušných vnútroštátnych orgánov. V dôsledku toho sa postupy podávania správ medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi značne líšia z hľadiska frekvencie podávania správ, zahrnutých PKIPCP a vykazovaných údajov<sup>56</sup>. Generované údaje nie sú porovnateľné.

**116** Nedostatočne podrobné požiadavky na podávanie správ o PKIPCP sťažili orgánu ESMA vykonávať analýzy potrebné na posúdenie pripravenosti investičných fondov na krízu s významnou expozíciou voči podnikovému dlhu a nehnuteľnostiam v súvislosti s krízou spôsobenou ochorením COVID-19<sup>57</sup>. Takisto sa tým obmedzila schopnosť orgánu ESMA vykonávať stresové simulácie a stresové testy orgánom dohľadu.

**117** Okrem toho sa v smernici o PKIPCP výslovne nevyžaduje, aby príslušné vnútroštátne orgány poskytli orgánu ESMA údaje zozbierané na účely dohľadu, ale ESMA môže požadovať informácie na plnenie svojich povinností<sup>58</sup>. Ak príslušný vnútroštátny orgán nemôže primerane vyhovieť jeho žiadosti, orgán ESMA sa môže obrátiť na iné vnútroštátne orgány vrátane národných centrálnych bánk a štatistických úradov alebo priamo osloviť účastníkov trhu. Podľa orgánu ESMA si takéto žiadosti

<sup>54</sup> Smernica o správcoch AIF, článok 24.

<sup>55</sup> Smernica o správcoch AIF, článok 25 ods. 2.

<sup>56</sup> ESRB/2017/6.

<sup>57</sup> ESRB/2020/4.

<sup>58</sup> Nariadenie (EÚ) č. 1095/2010, článok 35.

o údaje stále vyžadujú súhlas rady orgánov dohľadu, a preto sa predkladajú len výnimočne.

**118** Z výsledkov prieskumu orgánu ESMA týkajúceho sa 10 príslušných vnútroštátnych orgánov v roku 2021 vyplýva, že hoci väčšina príslušných vnútroštátnych orgánov zbiera údaje o PKIPCP a správcovských spoločnostiach PKIPCP, režimy podávania správ sa výrazne líšia. Z dôvodu nedostatočného priameho prístupu a konzistentnosti pri podávaní správ ich orgán ESMA doteraz nepožiadala o oznamovanie takýchto údajov.

**119** ESMA a ESRB sa preto pri vykazovaní a analýze PKIPCP spoliehajú na iné, najmä komerčné zdroje údajov (pozri [prílohu](#)). Podľa orgánu ESMA a zainteresovaných strán, s ktorým sme uskutočnili rozhovory, hoci fondy často podávajú správy komerčným poskytovateľom, spoliehanie sa na komerčné údaje prináša problémy týkajúce sa úplnosti a kvality údajov.

**120** ESRB v roku 2017 odporučil, aby zákonodarcovia EÚ iniciovali harmonizovaný režim podávania správ o PKIPCP<sup>59</sup>. Toto odporúčanie zatiaľ nebolo zohľadnené. Väčšina príslušných vnútroštátnych orgánov a združení pre správu aktív, ktoré sa zúčastnili nášho prieskumu, súhlasili alebo rozhodne súhlasili s tým, že regulačnému rámcu pre investičné fondy by prospeli zlepšené požiadavky na podávanie správ. Navrhujú, aby sa budúci režim podávania správ o PKIPCP zosúladiť s režimom podávania správ podľa smernice o správcoch AIF, pričom by sa zohľadnili rozdiely medzi týmito dvoma typmi investičných fondov.

### **Niektoré základné požiadavky na podávanie správ nie sú v smernici o správcoch AIF povinné**

**121** Hoci smernica o správcoch AIF obsahuje harmonizovaný režim podávania správ, jej užitočnosti bráni skutočnosť, že neukladá správcovi fondov povinnosť oznamovať niektoré kľúčové údaje. Konkrétne, zatiaľ čo v smernici o správcoch AIF a delegovanom nariadení Komisie (EÚ) č. 231/2013 sa vyžaduje, aby správcovia AIF poskytovali identifikačné kódy právneho subjektu na identifikáciu seba a fondov, ktoré spravujú, vykazovanie identifikačných kódov právneho subjektu na ďalších úrovniach podrobností (napr. primárnych brokerov AIF) zostáva nepovinné. V usmernení sa takisto vyžaduje, aby správcovia AIF poskytovali kódy medzinárodného identifikačného

---

<sup>59</sup> ESRB/2017/6, odporúčanie D.

čísla cenných papierov (ISIN) a iné medzinárodné kódy, ktoré AIF môžu mať, ale len ak sú k dispozícii.

**122** Výsledkom súčasnej úpravy je nízky percentuálny podiel správcov AIF a AIF, ktorí skutočne vykazujú spoločné identifikátory, ako sú identifikačné kódy právneho subjektu a ISIN. Naproti tomu vykazovanie identifikačných kódov právneho subjektu v prípade fondov s derivátmi je nadpriemerné. Dôvodom je, že na rozdiel od smernice o správcoch AIF sa v nariadení o infraštruktúre európskych trhov priamo vyžaduje, aby protistrany oznamovali všeobecné identifikátory subjektov a ISIN. Väčšie vykazovanie identifikačných kódov právneho subjektu a ISIN by orgánu ESMA a ESRB umožnilo účinnejšie prepojiť rôzne údaje o správcoch AIF a AIF a identifikovať systémové riziká<sup>60</sup>.

### **Národné centrálné banky zbierajú údaje na účely štatistického vykazovania, ale nie sú k dispozícii orgánu ESMA ani ESRB**

**123** Orgán ESMA v súčasnosti nemá k dispozícii údaje o portfóliu fondov za PKIPCP a AIF. Údaje na tejto úrovni by však boli potrebné na vykonávanie zmysluplných analýz rizík a stresového testovania orgánmi dohľadu na základe regulačných, a nie komerčných údajov.

**124** Národné centrálné banky sú už povinné zbierať podrobné údaje o investičných fondoch – vrátane AIF a PKIPCP, ale nie FPT – jednotným spôsobom pre štatistické vykazovanie ECB<sup>61</sup>. Údaje zahŕňajú údaje o fondoch na úrovni ISIN. Národné centrálné banky však tieto údaje sprístupňujú ECB len agregovaným spôsobom, keďže režim dôvernosti zavedený Radou v roku 1998 vo veľkej miere obmedzuje používanie dôverných údajov zozbieraných národnými centrálnymi bankami „na vykonávanie úloh ESCB“<sup>62</sup>. Niektoré agregované údaje zhromaždené ECB sú už sprístupňované orgánu ESMA a ESRB, ale nie sú dostatočne podrobné na to, aby umožnili náležité monitorovanie systémového rizika.

---

<sup>60</sup> ESRB, *The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk*, séria príležitostných štúdií, č. 18 (september 2021).

<sup>61</sup> Nariadenie ECB/2013/38.

<sup>62</sup> Nariadenie Rady (ES) č. 2533/98, článok 8 ods. 5.

**125** ESMA a ESRB plne nepreskúmali možnosti prístupu k podrobnejším údajom na úrovni portfólia, ktoré národné centrálné banky zbierajú, a ich využívania (pozri bod **117**), pričom sa odvolávali na právne a prevádzkové problémy. Poznávame, že v niektorých prípadoch sú národné centrálné banky tiež orgánmi zodpovednými za dohľad nad investičnými fondmi.

## Závery a odporúčania

**126** Celkovo sme dospeli k záveru, že hoci opatrenia EÚ umožnili vytvorenie jednotného trhu s investičnými fondmi, zatiaľ sa nimi nedosiahli želané výsledky, pretože skutočné cezhraničné činnosti a prínosy pre investorov sú naďalej obmedzené. Okrem toho sú konzistentnosť a účinnosť dohľadu nad fondmi a ochrana investorov nedostatočné.

**127** Komisia a spoluzákonodarcovia EÚ stanovili ambiciózne ciele pre jednotný trh s investičnými fondmi, konkrétne umožniť efektívnu distribúciu fondov v iných členských štátoch, zabezpečiť účinnú a podobnú ochranu investorov a vytvoriť rovnaké podmienky pre konkurencieschopnosť (pozri body 16 – 17). Dospeli sme k záveru, že Komisia a spoluzákonodarcovia umožnili cezhraničné podnikanie prostredníctvom režimu „povolení“, ale boli účinné len v obmedzenej miere pri zvyšovaní počtu skutočných cezhraničných fondov (t. j. fondov uvádzaných na trh vo viacerých členských štátoch), čo bolo hlavným cieľom. Ich počet sa zvýšil len okrajovo (pozri body 18 – 21).

**128** Zistili sme, že očakávané zisky pre investorov, ako sú nižšie poplatky prostredníctvom hospodárskej súťaže a inovácií alebo prístup k viacerým produktom, sa nenaplnili. Náklady sú naďalej vysoké a v jednotlivých členských štátoch sa výrazne líšia (pozri bod 83). Okrem toho stále neexistujú rovnaké podmienky, keďže postupy a výsledky dohľadu sa v jednotlivých členských štátoch výrazne líšia a prekážky vstupu na trh pretrvávajú (pozri body 22 – 23). Poznamenávame, že niektoré trhové skutočnosti a politické rozhodnutia, ako je zdaňovanie, miestny dopyt a prípady, keď sa správcovia aktív rozhodnú distribuovať svoje investičné fondy, nemožno riešiť právnymi predpismi EÚ.

**129** Zatiaľ čo počiatočné nastavenie právneho rámca EÚ bolo krokom vpred, následné opakované revízie nevedli k odlišným výsledkom a nemusia byť vhodným nástrojom na prehĺbenie jednotného trhu. Komisia nevykonala komplexnú kontrolu vhodnosti celkového právneho rámca vzťahujúceho sa na investičné fondy s cieľom posúdiť, do akej miery sa dosiahli rôzne ciele. Dospeli sme k záveru, že Komisia nedokázala vždy preukázať prínos alebo účinnosť svojich legislatívnych iniciatív na posilnenie existujúcich pravidiel. V posúdeniach vplyvu *ex ante* sa mohli nadhodnotiť potenciálne vplyvy nových právnych predpisov a hodnotenia *ex post* musia byť dôkladnejšie (pozri body 26 – 30). A napokon, meranie výkonnosti Komisiou nie je v súlade s jej vlastnými kritériami (pozri bod 31).

## Odporúčanie 1 – Posúdiť vhodnosť existujúceho rámca na dosiahnutie želaných cieľov

---

Komisia by mala:

- a) vykonať komplexnú kontrolu vhodnosti právnych predpisov týkajúcich sa investičných fondov; a v závislosti od jej výsledku prijať opatrenia na účinnejšie dosiahnutie cieľov jednotného trhu;
- b) zlepšiť svoje meranie výkonnosti stanovením vhodných ukazovateľov.

**Termín: do roku 2024.**

**130** Orgán ESMA zintenzívnil svoje úsilie v oblasti konvergencie dohľadu. Vytvoril napríklad rámec na identifikáciu kľúčových rizík dohľadu a zameranie sa na ne (pozri body 40 – 41). Pri účinnom využívaní svojich nástrojov však čelí výzvam, ako je napríklad jeho vlastná štruktúra riadenia a závislosť od spolupráce príslušných vnútroštátnych orgánov. PVO jasne uprednostňujú nástroje konvergencie, ktoré sú „neinvazívne“ (pozri body 56 – 57).

**131** Orgán ESMA používa najmä prípravné nástroje, ako sú usmernenia a otázky a odpovede. Zistili sme, že účinnosť týchto nástrojov nie je preukázaná, keďže orgán ESMA nemeria účinok všetkých svojich konvergenčných opatrení (pozri body 42 – 43). Orgán ESMA nedávno zaviedol nové nástroje a využíva ich v prioritných oblastiach. Zameral sa viac na nástroje, ako sú spoločné opatrenia v oblasti dohľadu, ktoré vytvárajú priestor pre zúčastnené príslušné vnútroštátne orgány na výmenu a diskusiu o postupoch (pozri body 44 – 46). Orgán ESMA však len zriedka využíva svoju kontrolnú úlohu (pozri body 42 – 48).

**132** V dôsledku toho malo úsilie orgánu ESMA len obmedzený účinok na vytvorenie konzistentného a podobného dohľadu. Zistili sme prípady, keď sa prácou orgánu ESMA zlepšila kvalita vnútroštátneho dohľadu a znížili sa rozdiely v postupoch. Orgán ESMA zatiaľ nedokáže preukázať svoj pokrok, keďže nemeria dosahovanie svojich cieľov (pozri body 58 – 60). Orgán ESMA odhalil aj niektoré nedostatky v dohľade na vnútroštátnej úrovni, najmä pokiaľ ide o presadzovanie práva (pozri body 61 – 68).



## Odporúčanie 2 – Zvýšiť účinnosť práce orgánu ESMA v oblasti konvergenencie

---

Komisia by mala:

- a) zvážiť navrhnutie zmien štruktúry riadenia orgánu ESMA, ktoré by orgánu ESMA umožnili využívať jeho právomoci účinnejšie, a to vrátane povinného zapojenia príslušných vnútroštátnych orgánov do činnosti orgánu ESMA v oblasti konvergenencie a poskytnutia operatívneho vedenia zamestnancom orgánu ESMA.

Orgán ESMA by mal:

- b) zaviesť štruktúrovanejší prístup k výberu nástrojov konvergenencie, posilniť následnú kontrolu a v prípade potreby využívať nápravné nástroje vrátane postupov v prípade „porušenia práva Únie“;
- c) posilniť svoju kapacitu monitorovať pokrok mapovaním postupov v oblasti dohľadu, posudzovaním účinnosti nástrojov a revíziou merania výkonnosti.

**Termín: do roku 2024.**

**133** Komisia a ESMA zvýšili transparentnosť investičných fondov a ich rizík a nákladov. Hlavnými nástrojmi bolo zavedenie dokumentu s kľúčovými informáciami pre investorov a uverejňovanie výročnej správy o výkonnosti a nákladoch. Stále však existujú nedostatky v informáciách poskytovaných investorom a pre investorov je naďalej veľmi ťažké porovnávať fondy (pozri body 73 – 80).

**134** Náklady pre investorov sa v posledných rokoch pomaly znižovali, ale investori stále nie sú dostatočne chránení pred neprimeranými nákladmi účtovanými správcami fondov (napr. prostredníctvom kopírovania indexu) alebo pred zaujatým poradenstvom od finančných sprostredkovateľov, ktorí naďalej dostávajú stimuly vo väčšine členských štátov (pozri body 83 – 92). Okrem toho ratingy environmentálneho, sociálneho a správneho dosahu sú do veľkej miery neregulované a nepodliehajú dohľadu (pozri body 81 – 82).

### Odporúčanie 3 – Lepšie chrániť investorov pred neprimeranými nákladmi a zavádzajúcimi informáciami

---

Komisia by mala:

- a) lepšie chrániť retailových investorov, najmä prostredníctvom prísnejších pravidiel týkajúcich sa stimulov.

Orgán ESMA by mal:

- b) spresniť svoju analýzu výkonnosti a nákladov retailových investičných produktov, najmä podľa krajiny distribúcie a typu nákladov;
- c) vytvoriť nástroj, ktorý investorom umožní získať informácie o všetkých ponúkaných fondoch, ktoré zodpovedajú určitým kritériám, a porovnať náklady a výkonnosť týchto fondov.

**Termín: do roku 2024.**

**135** Orgán ESMA monitoruje systémové riziko pravidelným a *ad hoc* externým a interným podávaním správ, ale riziká nie sú rozdelené podľa krajín. Zatiaľ nebol vypracovaný oficiálny súpis existujúcich postupov monitorovania systémového rizika v členských štátoch (pozri body **94** a **99 – 102**). Rada pre finančnú stabilitu identifikovala riziká, ktoré predstavujú činnosti v oblasti správy aktív. Orgán ESMA sa zaoberal dvoma hlavnými rizikami: pákový efekt a likvidita, zatiaľ čo všeobecné ustanovenia sú v právnych predpisoch, zistili sme, že na operačné riziko sa nevzťahujú aktuálne usmernenia ESMA (pozri body **95 – 98**).

**136** Orgán ESMA nevykonával stresové testy v oblasti dohľadu, hoci sa s nimi počítalo v nariadení o jeho zriadení. Uskutočnil len simulácie stresu založené na trhových údajoch a až teraz sa začínajú následne kontrolovať výsledky, i keď pomaly. Koncepčná práca na stresovom testovaní v oblasti dohľadu sa zatiaľ nezačala. Zistili sme, že orgán ESMA vypracoval primerané usmernenia pre interné stresové testy. S výnimkou údajov o stresovom testovaní fondov peňažného trhu sa údaje o stresovom testovaní nevykazujú systematicky. Vykázané údaje sa zatiaľ nevyužili na vypracovanie stresových testov orgánom dohľadu alebo spätné testovanie výsledkov stresových simulácií (pozri body **103 – 111**).

## Odporúčanie 4 – Zlepšiť identifikáciu systémového rizika

---

Orgán ESMA by mal v spolupráci s ESRB vymedziť, pre ktoré druhy fondov je potrebné stresové testovanie orgánom dohľadu; preskúmať, ako možno účinnejšie využiť výsledky existujúcich stresových testov a simulácií, a vypracovať komplexný model, ktorý umožní analýzu vzájomného prepojenia.

**Termín: do roku 2025.**

**137** V súčasnosti neexistuje harmonizovaný režim podávania správ pre podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov na úrovni EÚ. V dôsledku toho nie sú údaje z dohľadu zbierané príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v členských štátoch porovnateľné. Podávanie správ o alternatívnych investičných fondoch je harmonizované na úrovni EÚ, ale rámec podávania správ neukladá ich správcom povinnosť vykazovať spoločné identifikátory a podrobnosti na úrovni portfólia. Nedostatočná kvalita, dostupnosť a používanie údajov nepriaznivo ovplyvňujú monitorovanie rizík a vykonávanie súvisiacich stresových testov (pozri body [112](#) – [122](#) a bod [102](#)).

**138** Národné centrálné banky na účely štatistického vykazovania už zbierajú podrobné informácie o podnikoch kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov a alternatívnych investičných fondoch na úrovni portfólia. Tieto údaje však poskytujú len na agregovanom základe ECB, ktorá poskytuje podsúbor týchto informácií orgánu ESMA a ESRB. Hoci podľa ich príslušného nariadenia o zriadení majú právo požadovať informácie *ad hoc*, nevyužili túto právomoc na získanie existujúcich údajov. Vo všeobecnosti si takéto žiadosti vyžadujú schválenie ich radou a nemusia byť vhodné na pravidelné monitorovanie systémových rizík (pozri body [117](#) a [124](#) – [125](#)).

## Odporúčanie 5 – Zjednodušiť zber údajov a aktualizovať režimy podávania správ

---

Komisia by mala:

- a) podporovať orgán ESMA a ESRB v prístupe k potrebným informáciám o fondoch, ktoré sú k dispozícii príslušným vnútroštátnym orgánom a centrálnym bankám Eurosystemu, a navrhnúť harmonizovaný režim podávania správ o PKIPCP;
- b) posúdiť, aké dodatočné údaje o fondoch sú potrebné a ako by sa mali zbierať, aby sa lepšie monitorovali riziká a aby sa minimalizovalo zaťaženie odvetvia spojené s podávaním správ.

**Termín: do roku 2024.**

Túto správu prijala komora IV, ktorej predsedá Mihails KOZLOVS, člen Dvora audítorov, v Luxemburgu dňa 18. januára 2022.

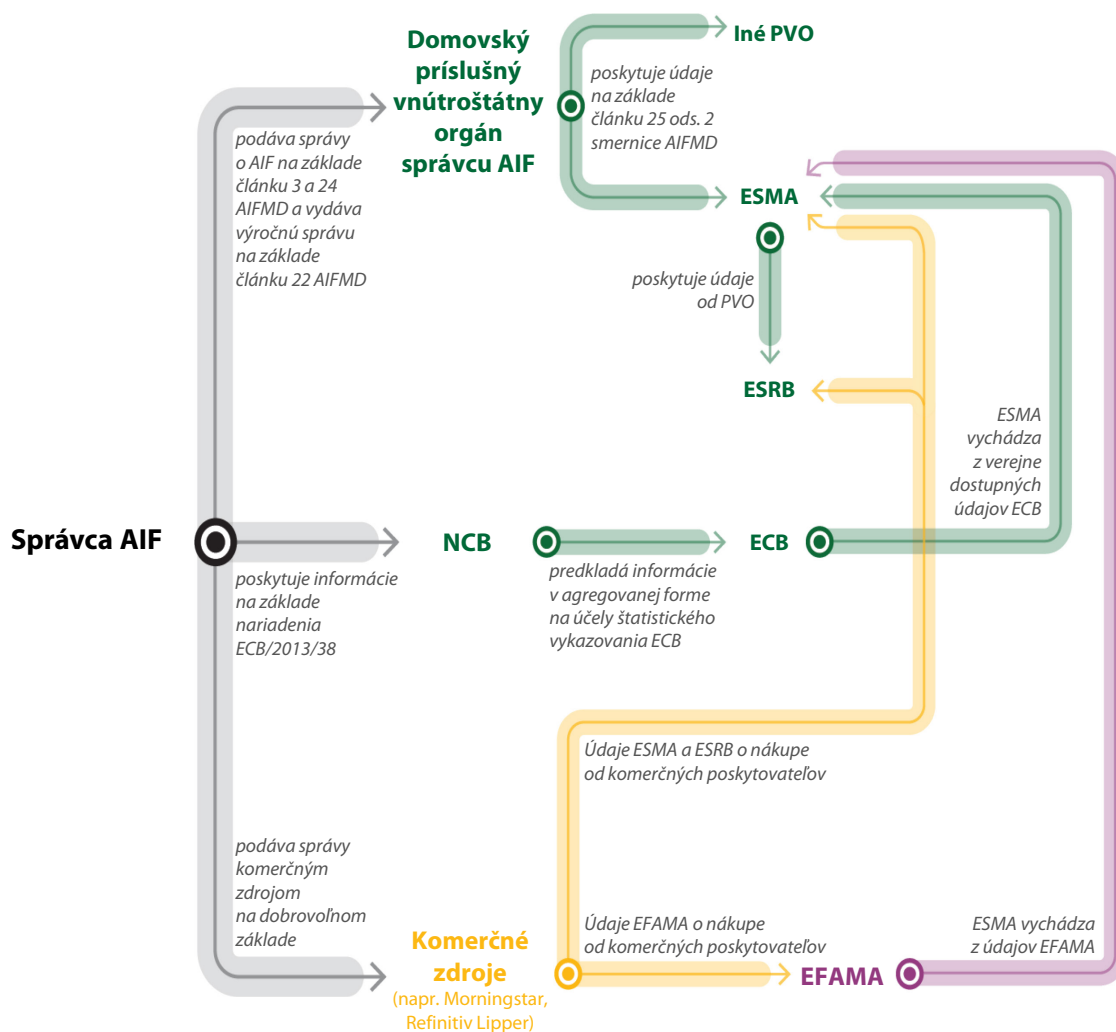
*Za Dvor audítorov*

Klaus-Heiner Lehne  
*predseda*

# Príloha

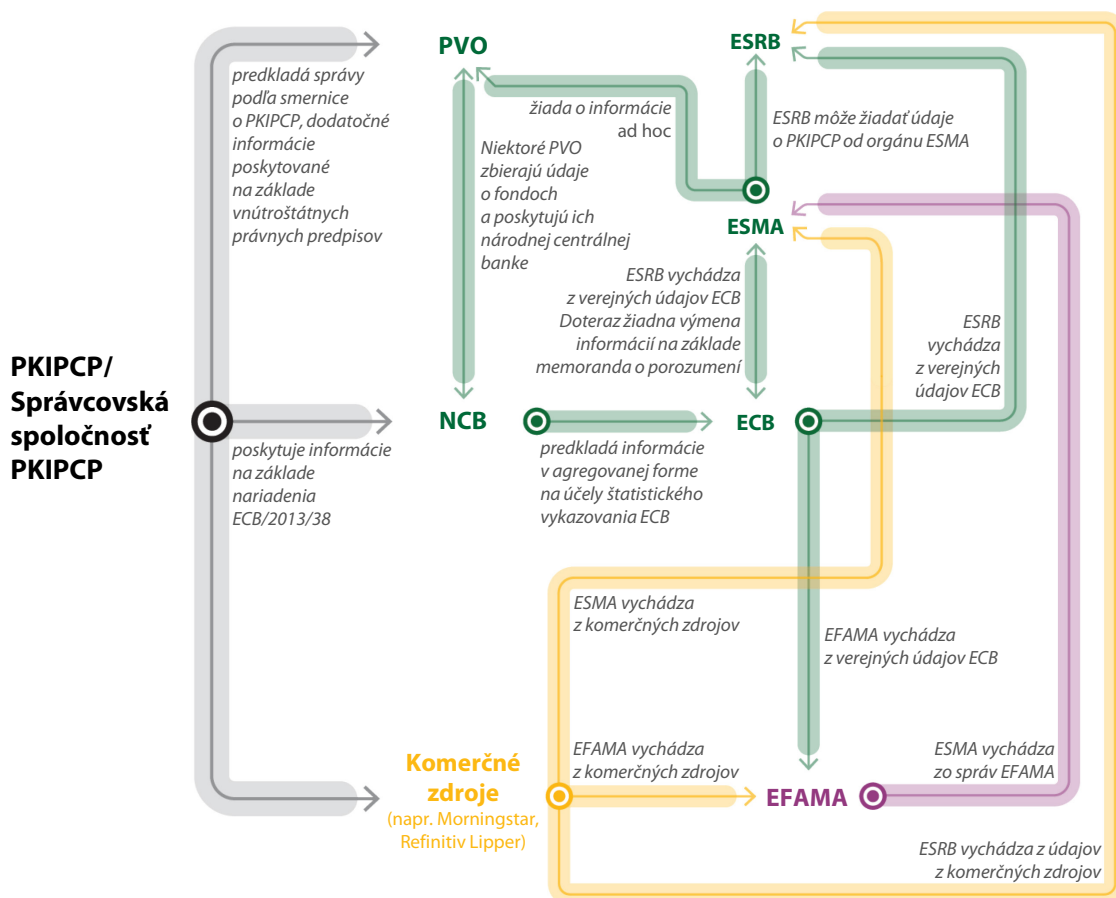
## Príloha – Zber údajov o AIF a PKIPCP a výmena informácií

### Zber údajov o AIF a výmena informácií



Zdroj: EDA.

## Zber údajov o PKIPCP a výmena informácií



Zdroj: EDA.

# Akronymy a skratky

**AIF:** alternatívny investičný fond

**AIFMD:** smernica o správcoch alternatívnych investičných fondov

**AMF:** orgán pre finančné trhy

**ČHA:** čistá hodnota aktív

**EBA:** Európsky orgán pre bankovníctvo

**ECB:** Európska centrálna banka

**EDA:** Európsky dvor audítorov

**EFAMA:** Európska asociácia fondov a správcovských spoločností

**EIOPA:** Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov

**EMIR:** nariadenie o infraštruktúre európskych trhov

**ESA:** európsky orgán dohľadu

**ESG:** environmentálny, sociálny a správny

**ESMA:** Európsky orgán pre cenné papiere a trhy

**ESRB:** Európsky výbor pre systémové riziká

**ETF:** fond obchodovaný na burze

**FSB:** Rada pre finančnú stabilitu

**FTE:** ekvivalent plného pracovného času

**IF:** investičný fond

**IOSCO:** Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere

**ISIN:** Medzinárodné identifikačné číslo cenných papierov

**KID:** dokument s kľúčovými informáciami (v rámci PRIIP)

**KIID:** dokument s kľúčovými informáciami pre investorov (v rámci PKIPCP)

**MiFIR:** nariadenie o trhoch s finančnými nástrojmi



**MMF(R):** nariadenie o fondoch peňažného trhu

**MMF:** Medzinárodný menový fond

**NCB:** národná centrálna banka

**PRIP:** štrukturalizovaný retailový investičný produkt a investičný produkt založený na poistení

**PVO:** príslušný vnútroštátny orgán

**Smernica MiFID (I / II):** Smernica o trhoch s finančnými nástrojmi

**Správcovia AIF:** správcovia alternatívnych investičných fondov

**UCITS:** podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov

**ÚKT:** únia kapitálových trhov

**ZFEÚ:** Zmluva o fungovaní Európskej únie

# Glosár

**Alternatívny investičný fond (AIF):** všetky investičné fondy, na ktoré sa nevzťahuje smernica EÚ o PKIPCP, patria do pôsobnosti smernice o správcoch alternatívnych investičných fondov (AIFMD). Patria sem hedžové fondy, fondy rizikového kapitálu, fondy súkromného kapitálu a fondy nehnuteľností.

**Dohody o delegovaní:** dohody, pri ktorých niektoré funkcie nevykonáva samotný oprávnený subjekt, a preto podliehajú monitorovaniu delegovania. Využívanie dohôd o delegovaní môže byť účinným spôsobom vykonávania niektorých funkcií alebo činností. Takéto opatrenia však nie sú bez rizika a musia podliehať primeranému dohľadu.

**Európske orgány dohľadu (ESA):** spoločný termín pre tri orgány zodpovedné za dohľad nad finančným sektorom: Európsky orgán pre bankovníctvo, Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov a Európsky orgán pre cenné papiere a trhy.

**Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA):** regulačná agentúra EÚ, ktorej úlohou je zabezpečiť účinnú a jednotnú prudenciálnu reguláciu a prudenciálny dohľad v celom európskom bankovom sektore. Medzi jej úlohy patrí iniciovanie a koordinácia stresových testov finančného sektora EÚ. Stanovuje takisto príslušné normy.

**Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA):** regulačná agentúra EÚ, ktorá prispieva k stabilite finančného systému EÚ posilňovaním ochrany investorov a presadzovaním stabilných a riadnych finančných trhov. Medzi jej úlohy patrí podpora konvergenzie dohľadu medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi členských štátov zodpovednými za dohľad nad cennými papiermi a kapitálovými trhmi.

**Fiktívne nakupovanie:** prístup utajeného výskumu, ktorý používajú príslušné vnútroštátne orgány alebo spoločnosti vykonávajúce prieskum trhu, ktoré mohli využiť, na meranie kvality zákazníckych služieb a/alebo zhromažďovanie informácií o finančných produktoch a službách a o správaní finančných sprostredkovateľov voči spotrebiteľom.

**Finančný sprostredkovateľ:** subjekt pôsobiaci ako spojenie medzi správcom finančného nástroja a konečnými príjemcami.

**Fond obchodovaný na burze (ETF):** je typ cenného papiera, ktorý sleduje index, sektor, komoditu alebo iné aktívum, ale ktorý možno kúpiť alebo predať na burze cenných papierov.

**Fond peňažného trhu:** fondy investujúce do krátkodobého dlhu.

**Hedžový fond:** typ AIF, ktorý sa snaží dosiahnuť pozitívnu návratnosť využívaním pružnejších investičných stratégií, často využívaním pákového efektu (inými slovami pôžičkami na zvýšenie investičnej expozície, ako aj rizika), predajom nakrátko a inými špekulatívnymi investičnými postupmi, ktoré sa často nepoužívajú v iných typoch fondov.

**Jednotný súbor pravidiel:** súbor legislatívnych textov, ktoré musia dodržiavať všetky finančné inštitúcie v EÚ.

**Kľúčový ukazovateľ výkonnosti:** vyčísliteľná miera vyjadrujúca výkonnosť vo vzťahu ku kľúčovým cieľom.

**Kontrola vhodnosti:** hodnotenie, ktorého cieľom je identifikovať akékoľvek prekrytia, medzery, nezrovnalosti alebo zastarané opatrenia v regulačnom rámci danej oblasti politiky.

**Kontrola zhody:** kontrola, či príslušné ustanovenia smernice EÚ boli presne prenesené do vnútroštátnych vykonávacích opatrení.

**Konvergencia dohľadu:** konvergencia postupov a výsledkov dohľadu opisuje proces presadzovania konzistentného a účinného vykonávania a uplatňovania harmonizovaných, ale nie jednotných pravidiel príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v celej EÚ. Konvergencia neznamená univerzálny prístup. Celkovým cieľom je usilovať sa o porovnateľné výsledky v oblasti regulácie a dohľadu.

**Odkup:** výmena podielu vo fondoch za hotovosť.

**Podnik kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP):** investičná spoločnosť, ktorá združuje kapitál investorov a investuje ho kolektívne do portfólia finančných nástrojov, ako sú akcie, dlhopisy a iné cenné papiere. PKIPCP, na ktoré sa vzťahuje smernica EÚ, sa môžu verejne distribuovať retailovým investorom v celej EÚ na základe jediného povolenia od jedného členského štátu.

**Postup v prípade nesplnenia povinnosti:** postup, ktorým Komisia prijíma opatrenia proti členskému štátu EÚ, ktorý si neplní svoje povinnosti vyplývajúce z práva EÚ.

**Posúdenie vplyvu:** analýza pravdepodobných (*ex ante*) alebo skutočných (*ex post*) účinkov iniciatívy alebo iného opatrenia politiky.

**Povolenie na správu:** umožňuje správcovskej spoločnosti PKIPCP alebo správcovi AIF, ktorému bolo udelené povolenie v členskom štáte, vykonávať svoju činnosť v iných členských štátoch EÚ, a to buď na základe slobody poskytovať služby alebo zriadením

pobočky. Hoci takáto cezhraničná činnosť podlieha oznamovaciemu postupu medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v daných členských štátoch, správca fondu nemusí prejsť ďalším povoľovacím postupom.

**Povolenie na uvádzanie na trh:** umožňuje, aby sa PKIPCP alebo AIF, ktorým príslušný vnútroštátny orgán udelil povolenie v členskom štáte EÚ, uvádzali na trh v iných členských štátoch EÚ na cezhraničnom základe bez toho, aby bolo potrebné povolenie príslušných vnútroštátnych orgánov hostiteľského členského štátu. Zatiaľ čo povolenie na uvádzanie PKIPCP na trh umožňuje uvádzať PKIPCP na trh pre retailových a inštitucionálnych investorov, povolenie na uvádzanie AIF na trh sa obmedzuje len na uvádzanie na trh pre profesionálnych investorov. Podobne ako v prípade povolenia na správu sa schválenie nahrádza oznamovacím postupom medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v rôznych členských štátoch EÚ.

**Príslušný vnútroštátny orgán:** vnútroštátny orgán zodpovedný za bankový dohľad a/alebo dohľad nad trhom s cennými papiermi.

**Skutočný cezhraničný fond:** fond uvedený na trh aspoň v 3 resp. 5 krajinách.

**Smernica o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID):** právny rámec EÚ na reguláciu finančných trhov a zvyšovanie ochrany investorov. MiFID II nahradila pôvodnú smernicu v roku 2018.

**Správca fondu:** subjekt alebo osoba zodpovedná za vykonávanie investičnej stratégie a spravovanie portfólia investícií súvisiacich s finančným nástrojom.

**Stimuly:** platby tretej strane za poskytovanie služieb.

**Stresové testovanie:** simulácia na posúdenie schopnosti finančnej inštitúcie znášať rôzne krízové scenáre.

**Stresový test orgánu dohľadu:** stresový test, ktorý vykonal orgán dohľadu.

**Systémové riziko:** riziko narušenia finančného systému s potenciálom spôsobiť vážne negatívne dôsledky pre vnútorný trh a hospodárstvo v širšom zmysle.

**Transpozícia práva EÚ:** postup, ktorým členské štáty EÚ začleňujú smernice EÚ do svojho vnútroštátneho práva s cieľom priamo uplatniť ich ciele, požiadavky a lehoty.

**Zásady IOSCO:** zásady stanovené Medzinárodnou organizáciou Komisie pre cenné papiere (IOSCO). Sú založené na troch cieľoch regulácie cenných papierov: ochrana investorov; zabezpečenie, aby boli trhy spravodlivé, efektívne a transparentné; a zníženie systémových rizík.

**Zelené vymývanie mozgov (environmentálne klamlivé tvrdenia):** je proces vyvolávania falošného dojmu alebo poskytovania zavádzajúcich informácií o tom, ako sú produkty spoločnosti šetrnejšie k životnému prostrediu.

## Odpovede Komisie a ESMA

<https://www.eca.europa.eu/sk/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

## Harmonogram

<https://www.eca.europa.eu/sk/Pages/DocItem.aspx?did=60837>

## Audítorský tím

V osobitných správach EDA predkladajú výsledky jeho auditov, ktoré sa týkajú politik a programov EÚ alebo tém riadenia súvisiacich s konkrétnymi rozpočtovými oblasťami. EDA vyberá a navrhuje tieto audítorské úlohy tak, aby mali maximálny vplyv, pričom sa zohľadňujú riziká z hľadiska výkonnosti či zhody, výška súvisiacich príjmov alebo výdavkov, budúci vývoj a politický a verejný záujem.

Tento audit výkonnosti vykonala audítorská komora IV Regulácia trhov a konkurencieschopné hospodárstvo, ktorej predsedá člen EDA Mihails Kozlovs. Audit viedol člen EDA Rimantas Šadžius, podporu mu poskytol Mindaugas Pakštys, vedúci kabinetu a Matthias Blaas, ataše kabinetu; Ioanna Metaxopoulou, riaditeľka; Paul Stafford, hlavný manažér, Eddy Struyvelt, vedúci úlohy a audítori a audítorky Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska a Nadiya Sultan. Jazykovú podporu poskytol Mark Smith.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

## AUTORSKÉ PRÁVA

© Európska únia, 2022.

Politika týkajúca sa opakovaného použitia materiálov Európskeho dvora audítorov (EDA) je stanovená v [rozhodnutí Európskeho dvora audítorov č. 6/2019](#) o politike otvoreného prístupu a opakovanom použití dokumentov.

Pokiaľ sa nestanovuje inak (napr. v osobitnom upozornení o autorských právach), obsah materiálov EDA vo vlastníctve EÚ podlieha licencií [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). To znamená, že opakované použitie je povolené pod podmienkou, že sa náležite uvedie zdroj a označia prípadné zmeny. Používateľ nesmie skresliť pôvodný význam či myšlienku dokumentov. EDA nenesie zodpovednosť za žiadne dôsledky opakovaného použitia.

V prípade, že konkrétny materiál zobrazuje alebo opisuje identifikovateľné súkromné osoby, napr. fotografie zamestnancov EDA, alebo ak obsahuje prácu tretej strany, používateľ je povinný získať dodatočné povolenie. Ak je súhlas udelený, ruší a nahrádza sa ním uvedené všeobecné povolenie a jasne sa vymedzí každé prípadné obmedzenie týkajúce sa použitia.

V prípade použitia či šírenia obsahu materiálov, ktoré EÚ nevlastní, je potrebné žiadať povolenie priamo od držiteľov autorských práv.

Politika EDA týkajúca sa opakovaného použitia materiálov sa nevzťahuje na softvér ani dokumenty, ktoré podliehajú právam priemyselného vlastníctva, ako sú patenty, ochranné známky, zapísané dizajny, logá a názvy, a používateľovi sa na ne licencia neposkytuje.

V súbore webových sídiel inštitúcií Európskej únie v rámci domény europa.eu sa uvádzajú odkazy na sídla tretích strán. Keďže sú mimo kontroly EDA, odporúčame Vám oboznámiť sa s ich politikami ochrany osobných údajov a autorských práv.

### Použitie loga Európskeho dvora audítorov

Logo Európskeho dvora audítorov sa nesmie použiť bez predchádzajúceho súhlasu Európskeho dvora audítorov.

PDF	ISBN 978-92-847-7537-8	ISSN 1977-5776	doi:10.2865/077268	QJ-AB-22-029-SK-N
HTML	ISBN 978-92-847-7509-5	ISSN 1977-5776	doi:10.2865/627768	QJ-AB-22-029-SK-Q



Investičné fondy zohrávajú kľúčovú úlohu v európskej únii kapitálových trhov a pomáhajú investorom efektívne alokovať svoj kapitál. Posúdili sme vhodnosť regulačného rámca, úsilie EÚ vytvoriť podobný a účinný dohľad vo všetkých členských štátoch, ako aj jej činnosť v oblasti ochrany investorov a finančnej stability.

Zistili sme, že opatrenia EÚ umožnili vytvorenie jednotného trhu s investičnými fondmi, ale zatiaľ sa nimi nedosiahli želané výsledky, pretože skutočné cezhraničné činnosti a prínosy pre investorov sú naďalej obmedzené. Konzistentnosť a účinnosť dohľadu nad fondmi a ochrana investorov sú nedostatočné. Odporúčame prepracovanie právneho rámca, účinnejšiu prácu v oblasti konvergencie, lepšiu ochranu investorov a zjednodušený rámec podávania správ.

Osobitná správa EDA podľa článku 287 ods. 4 druhého pododseku ZFEÚ.



EURÓPSKY  
DVOR  
AUDÍTOROV



Úrad pre vydávanie publikácií  
Európskej únie

EURÓPSKY DVOR AUDÍTOROV  
12, rue Alcide De Gasperi  
1615 Luxemburg  
LUXEMBURSKO

Tel. +352 4398-1

Otázky: [eca.europa.eu/sk/Pages/ContactForm.aspx](https://eca.europa.eu/sk/Pages/ContactForm.aspx)

Webová stránka: [eca.europa.eu](https://eca.europa.eu)

Twitter: @EUAuditors