

1 FINANČNÝ TRH, PREDPOKLADY JEHO VZNIKU, INVESTOVANIE, NÁSTROJE A KLASIFIKÁCIE FINANČNÉHO TRHU, FINANČNÉ SLUŽBY

1.1 Historický exkurz

Finančný trh fakticky existoval už na starovekom Blízkom východe v podmienkach rozvinutých spoločenských vzťahov prvých civilizácií v Mezopotámii a Egypte, aj keď bez peňazí v súčasnom zmysle slova,¹ pretože existovali materiálne podmienky na jeho vznik a fungovanie. Podrobne sú napríklad zdokumentované obchodné činnosti bankového domu z obdobia novobabylonskej ríše u židovskej obchodníckej rodiny Egibi, a to za roky 600 – 482 pred n. l.,² hoci jeho zakladateľ Egibi pôsobil už skôr za vlády Asýrčanov v Babylónii, počas panovania asýrskeho kráľa Tiglatpilegara III. (druhá polovica 8. st. pred n. l.).³ Bankový dom Egibi udeľoval pôžičky, prijímal vklady, poskytoval prostriedky medzinárodnému obchodu, pôsobil bez ohľadu na zmenu politickej situácie na Prednom a Blízkom východe po 180 rokov.⁴ Obchodovanie s derivátmi sa podľa záznamov Aristotela prisudzuje už Tálesovi z Milétu, žijúcom v 6. st. pred n. l.

Ďalším míľnikom vo finančníctve staroveku bola razba mincí s pravdepodobnými počiatkami v 7. st. pred n. l., ktorá sa vyvinula buď v Lýdskej ríši (s centrom v Sardách) alebo Frýgii (s centrom v Gordiu), prvá lokalita v západnej časti Malej Ázie, druhá v jej strednej časti (obidve v súčasnom Turecku), a to z dôvodu, že prvenstvo býva starovekou historiografiou pripisované viacerým osobám v tomto regióne.⁵ Niekedy sa za pôvodcu

¹ K tomu pozri bližšie kapitolu „Peňažníctvo bez peňazí – Mezopotámia a staroveký Egypt“. In HORBULÁK, Z. *Finančné dejiny Európy*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015, s. 28 a nasl.

² VALACHOVIČ, P., HABAJ, M. *Staroveké civilizácie – Chetiti a Peržania*. Trnava : Univerzita sv. Cyrila a Metoda, 2014, s. 157.

³ HORBULÁK, Z. *Finančné dejiny Európy*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2015, s. 135.

⁴ Tamže.

⁵ Tamže, s. 38. Ako prví sa uvádzajú polomýtický lýdsky kráľ Gýges, alebo fryžský kráľ Midas, ale zvyknú sa uvádzať aj ďalšie osoby. Podobne ako lokalitu pôvodu prvých mincí uvádza územie súčasného stredného Turecka napríklad GRÚŇ, Ľ. *Menové, bankové a devízové právo*. Bratislava : VO PraF UK, 1996, s. 20.

ani implicitné záruky štátu nemusia byť dostatočné na úplnú elimináciu paniky, ako ukázali prípady finančnej paniky v Írsku, či na Islande počas globálnej finančnej krízy.¹³⁹ Extrémnym regulatórny opatrením je v tomto smere aj **obmedzenie alebo zákaz výberu finančných prostriedkov** z bánk počas určitej doby, pokiaľ sa neobnoví dôvera, resp. ak sa nepodarí vyriešiť dočasný problém s likviditou danej banky.

Dohľad nad finančným trhom

V nadväznosti na povoľovanie poskytovania určitých služieb na finančných trhoch, dohľad nad finančným trhom spočíva v následnom dohľade nad činnosťou týchto poskytovateľov, najmä **v získavaní informácií o ich činnosti, udeľovaní rôznych povolení, ak dochádza k zmene podmienok ich pôsobenia, či sankcionovaní poskytovateľov, ak porušia podmienky ich činnosti**. Dohľad je spravidla vykonávaný **na diaľku** (cez informačnú povinnosť, predchádzajúci súhlas) a **na mieste** (dohľad vykonávaný priamo v priestoroch dohliadaného subjektu). V tomto prípade hovoríme o **mikroprudenciálnom dohľade**. Regulátor, ktorý vykonáva dohľad, tak vykonáva činnosť vo verejnom záujme, aby naplnil celkové ciele regulácie finančných trhov, ktoré sme popísali skôr.

Reštrikcie úrokových sadzieb

Regulácia úrokových sadzieb prostredníctvom **priamych stropov úrokových sadzieb a poplatkov**, no taktiež v širšom zmysle úverových vzťahov cez rôzne informačné povinnosti a iné právne inštitúty, má za cieľ zabrániť úžere a neprímeranému riziku bankrotov a spravidla tak chrániť slabšie strany úverových vzťahov – spotrebiteľov.

Riadenie rizika

Okrem mikroprudenciálneho dohľadu a riadenia rizík na úrovni individuálnych finančných inštitúcií, rozoznávame aj **makroprudenciálny dohľad**. V ostatných rokoch, najmä v kontexte nedávnej finančnej a hospodárskej krízy a prehĺbenia systémového rizika v dôsledku prepojenosti

¹³⁹ MAYER, C. Economic Development, Financial Systems, and the Law. In MOLONEY et al. *The Oxford Handbook of Financial Regulation*. Oxford : Oxford University Press, 2015, s. 59.

vyučovacích kritérií. Samotné vylučovacie kritériá hodnotíme ako vynikajúci metodický nástroj na orientáciu pre investorov, ktorí chcú investovať v súlade s etickými kritériami.

Príklad vylučovacích kritérií, ktoré je potrebné sledovať a podľa ktorých je potrebné zvažovať a zhodnocovať každú jednu investíciu:

Dodržiavanie vnútornej dôstojnosti ľudského života	Vyhýbanie sa deštruktívnemu správaniu	Rozpoznanie globálnych a udržateľných vplyvov	Udržanie a ochrana životného prostredia
Potrat	Návykové látky a služby	Porušovanie pracovného práva	Hrozby zmeny klímy
Zbrojenie	Dehumanizácia počítačových hier a hračiek	Korupcia	Vykorisťovateľské negatívne externality
Jadrové zbrane	Pornografia	Diskriminácia	Odmietnutie dostupnosti potravín pre zraniteľných
Trest smrti		Porušovanie ľudských práv	Genetické inžinierstvo
Antikoncepčia		Porušovanie práv domorodých obyvateľov	Nebezpečné chemikálie
Výskum embryonálnych kmeňových buniek		Totalitné režimy	Ťažba a nerastné suroviny
Experimentovanie na zvieratách, týranie zvierat		Nekalé obchodné praktiky	Neprístupnosť nezávadnej pitnej vody

3 PRÁVO KAPITÁLOVÉHO TRHU

3.1 Pojem a predmet

Predmetom regulácie práva kapitálového trhu sú vo všeobecnosti trhy finančných nástrojov a správanie účastníkov týchto trhov. Takéto trhy označujeme aj pojmom kapitálové trhy. Medzi trhy s finančnými nástrojmi, ktoré sú tradičnými kapitálovými trhami, zaradujeme predovšetkým burzové trhy, na ktorých sa obchoduje s dlhopismi a najmä s akciami (*equity capital markets*). Kapitálový trh sa môže chápať ako súhrn subjektov, infraštruktúry a činností, ktoré sa podieľajú na výmene kapitálu za finančné nástroje kapitálového trhu, t. j. za užšiu skupinu finančných nástrojov ako tých, ktorých výpočet nájdeme v § 5 ZCP. Kapitálový trh môžeme charakterizovať podľa ekonomicko-teoretického kritéria doby splatnosti ako trh so stredno a dlhodobými úvermi a finančnými nástrojmi, ktorých doba splatnosti je dlhšia ako jeden rok (úverové cenné papiere) alebo ktoré nemajú stanovenú dobu splatnosti (majetkové cenné papiere).³⁵¹ Súhrnne ich možno označiť ako **nástroje kapitálového trhu**, ktoré predstavujú širšiu množinu nástrojov ako finančné nástroje kapitálového trhu.³⁵² Vychádzajúc z ťažiska právnej úpravy kapitálového trhu sa budeme ďalej zmeriavať na vzťahy súvisiace s obchodovaním s finančnými nástrojmi.

Najvyšší stupeň regulácie kapitálového trhu z pohľadu autorizácie vstupu na trh a výkonu svojej činnosti vo vzťahu ku klientovi sa dotýka tých účastníkov trhu s finančnými nástrojmi, ktorí poskytujú investičné služby vo vzťahu k finančnému nástroju (najmä obchodníci s cennými papiermi a investičné banky). **Právna regulácia poskytovania investičných služieb** je vedená **zásadou ochrany investora** na kapitálovom trhu, ktorá sa

³⁵¹ POLOUČEK, S. a kol. *Peniaze, banky, finančné trh*. Bratislava : Iura Edition, spol. s r. o., 2010, s. 258.

³⁵² Legálny výpočet finančných nástrojov kapitálového trhu je v § 5 písm. f) ZoB (akcie, dočasné listy, podielové listy a iné cenné papiere prijaté na trh burzy cenných papierov s dobou splatnosti nad jeden rok a ich výnosy). Bližšie k finančným nástrojom kapitálového trhu pozri všeobecnú časť Finančný trh a právo finančného trhu, prvú kapitolu Finančný trh, predpoklady jeho vzniku, investovanie, nástroje a klasifikácie finančného trhu, finančné služby, v časti výkladu klasifikácie finančného trhu.

8 DOHĽAD NAD FINANČNÝM TRHOM A JEHO REGULÁCIA

8.1 Právna regulácia finančného trhu a regulačná činnosť NBS

Príslušná legislatíva Slovenskej republiky v súčasnosti neupravuje le-gálnu definíciu pojmu regulácia. Uvedená medzera je však čiastočne na-hradená teoretickými východiskami prezentovanými v odbornej právnej li-teratúre, ktorá ponúka viaceré interpretačné prístupy k obsahu tohto pojmu. Vychádzajúc z uvedených poznatkov možno vo všeobecnosti konštatovať, že regulácia predstavuje precízny a odborne overený mechanizmus slúžia-ci na ochranu subjektov pôsobiacich na finančnom trhu.⁶⁴⁹

Regulácia plní predovšetkým preventívnu a korektívnu funkciu vo vzťahu k trhovým zlyháním, čím sa zároveň zabezpečuje stabilita a integ-rita finančného systému. Nevyhnutným predpokladom efektívneho výkonu regulačných právomocí je inštitucionálna nezávislosť regulátora, a to naj-mä voči účastníkom trhu.

Zlyhávanie trhu sa prejavuje viacerými formami, pričom dominantnými sú **informačná asymetria** a **negatívne externality**. Informačná asymetria sa prejavuje ako nepriaznivý výber a morálny hazard:

- **nepriaznivý výber** vzniká v predzmluvnej fáze, resp. pred uzavretím príslušnej transakcie, a spočíva v tom, že jedna zo zmluvných strán, spravidla veriteľ, nedisponuje úplnými alebo pravdivými informáciami o hospodárskej situácii druhej strany, ktorou je dlžník. Napríklad, ak banka pri posudzovaní žiadosti o úver vychádza z nepresných alebo zavádzajúcich údajov predložených klientom, môže dôjsť k alokácii finančných prostriedkov do vysoko rizikových aktív. Tým sa zvyšuje pravdepodobnosť nesplatenia úveru, pričom banka v konečnom dôsled-ku znáša vyššie úverové riziko, než pôvodne predpokladala;
- **morálny hazard** vzniká po uzatvorení zmluvy, resp. po realizácii tran-sakcie, a spočíva v presvedčení subjektu, že za svoje negatívne roz-hodnutia nebude niesť plnú zodpovednosť. Morálny hazard sa môže

⁶⁴⁹ KRÁLIK, J., JAKUBOVIČ, D. *Finančné právo*. Bratislava : Veda, 2004, s. 385.

Na regulácii a dohľade *crowdfundingu* sa v EÚ ďalej podieľa Európska komisia, ktorá má právomoc prijímať delegované akty (čl. 44), ESMA, ktorá zbiera informácie o fungovaní nariadenia, a EBA, ktorá spolupracuje s ESMA na tvorbe regulačných technických predpisov podľa nariadenia.

9.2 Blockchain, distribuované databázy transakcií, kryptoaktíva

Inováciou s veľkým významom sú **taktiež decentralizované, resp. distribuované databázy transakcií** (ang. *distributed ledger*, DLT), ktoré predstavujú záznam o informáciách, ktoré sú zdieľané naprieč sieťou (online). Najznámejšou takou databázou je **blockchain**. Ich revolučnosť spočíva v decentralizovanej podobe uchovávanía a overovania informácií, čím sa potenciálne upúšťa od potreby existencie centralizovaného sprostredkovateľa transakcií, burzy, depozitára alebo klíringového domu, keďže informácie sú distribuované priamo do siete.⁸²⁸ Taktiež sa zvyšuje odolnosť systému úschovy takýchto informácií voči kyberútokom.⁸²⁹

Konsenzus o užitočnosti *blockchainu* a DLT je v akademickej aj regulačnej literatúre zatiaľ len čiastočný. *Blockchain* a DLT nie sú univerzálne užitočné pre všetky odvetvia, ale má svoje miesto v prípadoch, kde je kľúčová **nezávislosť od centrálného sprostredkovateľa, nemennosť a transparentnosť záznamov**. Vo väčšine tradičných oblastí sa však ukázalo, že klasické databázové technológie ostávajú efektívnejšie. Skutočnosť, že k radikálnemu riešeniu zo strany *blockchainu* dosiaľ neprišlo, ironicky skomentoval komentátor Jesse Frederik slovami: „Blockchain je riešenie, ktoré hľadá problém. Blockchain, skvelé riešenie pre takmer nič.“⁸³⁰ Hoci tento komentár napísal v roku 2020, je stále aktuálny, keďže

⁸²⁸ TABATABAEI, S. A., VITENBERG, R., VEERARAGAVAN, K. Understanding Blockchain: definitions, architecture, design, and system comparison. *arXiv preprint arXiv:2207.02264* [online]. 2022, p. 3. Dostupné na: <<https://arxiv.org/pdf/2207.02264>>.

⁸²⁹ Technológia však nie je absolútne odolná voči útokom, ako ukázala krádež bitcoinov z burzy Mt. Gox. <<https://www.wired.com/2014/03/bitcoin-exchange/>>.

⁸³⁰ FREDERIK, J. *Blockchain, the amazing solution for almost nothing* [online]. 2020. Dostupné na: <<https://thecorrespondent.com/655/blockchain-the-amazing-solution-for-almost-nothing>>.