

FINANČNÉ PYRAMÍDY A ICH REGULAČNÉ PERSPEKTÍVY*

LUBOMÍR ČUNDERLÍK

Abstract: **Financial Pyramids and their Regulatory Perspectives**

It can be stated that there is no explicit regulation of the issue of financial pyramids in the legal order of the Slovak Republic or on European law level. In the legislation, it is possible to distinguish case-by-case whether it is a general prevention of financial pyramids or whether it is a regulation-specific prohibition regarding activities on the financial market. The national financial market supervisory authority in particular plays an important role in the field of protection. In the article, the author identifies the essential features of the pyramid schemes in general, subsequently in the light of financial market regulation.

Keywords: financial pyramids; Ponzi scheme; pyramids on the financial market; typology of pyramid schemes; prevention and investor protection

Kľúčové slová: finančné pyramídy; Ponziho schéma; pyramídy na finančnom trhu; typológia pyramídových schém; prevencia a ochrana investora

DOI: 10.14712/23366478.2020.22

1. ÚVOD A STRUČNÁ HISTÓRIA PYRAMÍDOVÝCH SCHÉM

V tridsiatych rokoch 17. storočia sa objavila prvá podrobne zdokumentovaná špekulatívna investičná bublina, tzv. tulipánová horúčka v Spojených nizozemských provinciách, ktorá sa týkala tulipánových cibuliek. Spočívala v spontánnom masovom správaní, ktoré akcelerovalo do nereálnych cien v rámci ponuky a dopytu po tejto komodite. Išlo o prirodzenú pyramídu, bez úmyslu organizátora obohatiť sa na obchodníkoch zapojených do tulipánovej burzy, a teda nepredstavovala vedomú trhovú manipuláciu s komoditou.

Prvú známu pyramídovú schému organizovanú konkrétnou osobou, ktorá vychádzala z podvodných investičných sľubov voči verejnosti, zosnoval v roku 1920 Charles

* Článok parciálne vychádza z obsahu všeobecnej časti prednášky autora s názvom „*Regulatory Aspects of Financial Pyramids - Supervisory Point of View*“, realizovanej na pozvanie Programového úradu OBSE v Nur-Sultane, dňa 12. júla 2019 v Almate, Kazachstane v rámci podujatia „*Identifying and countering the financial pyramids*“.

Ponzi, zakladateľ pyramídovej schémy v USA v modernom ponímaní. Ch. Ponzi, ktorého priezvisko sa stalo neskôr synonymom pre typovo obdobné zavádzajúce investičné schémy, bol vystaviteľom (emitentom) nezabezpečených dlžných úpisov, ktoré mali byť ich vlastníkom vyplácané z výnosov dosiahnutých obchodovaním s medzinárodnými kupónmi na odpovedné poštové zásielky, pričom deklaroval (sľuboval) investičný výnos vo výške úroku 50% za štvrtý rok. Jeho pôvodná schéma síce bola založená na legitímnej cenovej arbitráži medzinárodných kupónov, ale čoskoro začal rozdeľovať peniaze nových investorov na realizáciu platieb v prospech skorších investorov a seba samému. Takouto svojou činnosťou zhromaždil takmer 10 miliónov USD.¹ Pôvodná forma Ponziho schémy bola z hľadiska svojej podstaty investičným programom založeným na pevnom výnose. Napriek odstupe času, odkedy sa tento typ pyramídovej schémy objavil v moderných dejinách, je možné aj v súčasnosti považovať Ponziho schému s pevným výnosom za stále bežnú, veľmi populárnu a jednoduchú distribučnú investičnú schému, ktorá využíva nedostatočnú finančnú gramotnosť verejnosti. Odhliadnuc od klasickej fixne orientovanej schémy sa povaha a metódy pyramídových schém postupom času vyvíjali.² Napriek tomu, že investičné pyramídy sa z času na čas vyskytnú aj v priestore rozvinutých členských krajín Európskej únie, doteraz absentuje relevantná európska legislatíva ako aj harmonizácia špeciálnych (zásahových) kompetencií v tejto oblasti pre dohliadacie authority (resp. orgány dohľadu, dozoru a inšpekcie) na národnej úrovni a úrovni Európskej únie (napríklad pre európsku dohliadaciu agentúru EBA – Európsky orgán pre bankovníctvo).

2. DEFINÍCIA A CHARAKTERISTICKÉ ZNAKY PYRAMÍDOVÝCH SCHÉM

Možno konštatovať, že v právnom poriadku Slovenskej republiky ani v európskom práve neexistuje všeobecná uznávaná, resp. jednotná definícia pyramídovej schémy (ani jednotná terminológia, ktorá by sa v súvislosti s touto problematikou používala). V anglickom jazyku sa používajú rôzne označenia, ako napríklad „Ponzi scheme“, „pyramid game“, „pyramid scheme“ alebo „airplane game“. Vnútroštátne regulačné predpisy sa značne odlišujú v spôsobe pomenovania alebo opísania konania napĺňajúceho znaky pyramídovej schémy, obvykle rezignujú na vyčerpávajúci opis a obmedzia sa na generálny zákaz určitého konania, ktoré koliduje s licencovanou

¹ K tomu pozri SHILLER, R. J. *Investiční horečka - iracionální nadšení na kapitálových trzích (český překlad)*. Praha: Grada Publishing, a. s., 2010, s. 102–103, alebo heslo „Ponzi scheme“ In: Wikipedia [online]. [cit. 2020-06-03]. Dostupné na: https://en.wikipedia.org/wiki/Ponzi_scheme.

² Napríklad v súčasnosti existujú aj schémy, ktoré využívajú sociálne siete a virtuálne meny na priťahovanie investorov. V tejto súvislosti najväčšou Ponziho schémou v roku 2019 bol Token „Plus“ v Číne, Kórei a Japonsku, ktorý akumuloval bitcoiny v hodnote 185 mil. USD. Pozri ORCUTT, M. Millions of people fell for crypto-Ponzi schemes in 2019. In: *MIT Technology Review* [online]. January 30, 2020 [cit. 2020-06-05]. Dostupné na: <https://www.technologyreview.com/2020/01/30/275964/cryptocurrency-ponzi-scams-chainalysis/>. Na kapitálovom trhu ide o mediálne známy prípad prvého desaťročia 21. storočia pána Bernarda L. Madoffa.

činnosťou (napríklad na finančnom trhu) a ktoré môže v dôsledku toho viesť k zavádzaniu investorskej verejnosti a následne k strate jej investícií.

Domnievame sa, že v optike regulačného prístupu (t. j. z pohľadu dohliadacieho orgánu) v priestore Európskej únie nie je ani možné a pravdepodobne ani vhodné poskytnúť komplexnú definíciu, pretože podvodné konania sa (nielen na finančnom trhu) neustále zdokonaľujú a vyvíjajú, pričom neustále nadobúdajú rôzne podoby a formy, ktoré sa môžu vymykať štandardnej typizácii jednotlivých modelov a vybočovať z mantinelov (aj v dôsledku regulačnej arbitráže) národných predpisov. O to viac je zaujímavejšie inšpirovať sa v rôznych definíciách.

Podľa americkej autorky S. A. Winters ide o subjekt (entitu) alebo skupinu subjektov, ktoré bežne financujú svoje záväzky voči osobám majúcim zodpovedajúce pohľadávky výnosmi plynúcimi z ich novo vzniknutých záväzkov (emisie dlhov) ale podvádzajú tieto osoby, pokiaľ ide o zdroj financovania záväzku. Schéma vedie k redukcii istiny pohľadávky (zníženie sumy, s ktorou je spojený nárok na výplatu investície, poznámka autora) akéhokoľvek druhu (preklad autora).³

Podľa Blackovho právnického slovníka (*Black's Law Dictionary, 1278, 9th ed. 2009*) ide o podvodnú investičnú schému, v ktorej peňažné príspevky vložené neskoršími investormi generujú umelo vysoké dividendy alebo výnosy predchádzajúcim investorom, a tým priťahuje ďalšie investície. Peňažné príspevky nových investorov sa používajú priamo na splatenie pohľadávok alebo vyplácanie úrokov skorším investorom, a to (zvyčajne) bez akejkolvek obchodnej prevádzky alebo príjem generujúcej činnosti inej ako nepretržité získavanie nových finančných prostriedkov a s tým súvisiacia tvorba nových peňažných fondov (preklad autora).⁴

V rozhodovacej praxi súdov USA existuje generalizované širšie vymedzenie. Podľa okresného súdu v štáte Connecticut (*U.S. District Court for the District of Connecticut*) v rámci Ponziho schémy podnik používa na realizáciu platieb investorom peniaze získané od novo pritiahnutých investorov a nie zo ziskov plynúcich z legitímnej obchodnej činnosti (preklad autora).⁵

Substiatívnym pôvodným znakom pyramídovej investičnej schémy je skutočnosť, že subjekt bežne financuje svoje záväzky svojimi novými záväzkami, zatiaľ čo svojím veriteľom prezentuje povahu svojej činnosti inak.⁶ Tento znak bol po dlhé obdobie postačujúci pre kvalifikáciu subjektu ako pyramídovej schémy.

Pre podrobnejšiu identifikáciu znakov tzv. finančnej pyramídy je dôležité vychádzať z komparácie pyramídových schém a stanoviť, čo je spoločné pre ich všetky typy, prípadne doplniť znaky typické iba pre niektoré z nich.⁷

³ WINTERS, S. A. The Law of Ponzi Payouts. *Michigan Law Review*. 2012, Vol. 111, No. 1, s. 122.

⁴ *Tamtiež.*

⁵ *Tamtiež.*

⁶ *Tamtiež.*

⁷ V tejto súvislosti je potrebné upozorniť na špecifiká spontánneho, prirodzene sa vyskytujúceho Ponziho systému, v ktorom absentuje manipulátor a rafinovaný podvodný plán, resp. jednotlivcami kontrolovaný experiment a priama manipulácia, a ktorý vychádza zo „stádového“, resp. „lavínového“ správania masy a „samo sa naplňajúceho proroctva“. Pozri SHILLER, R. J. *Investiční horečka – iracionální nadšení na kapitálových trzích (český překlad)*. Praha: Grada Publishing, a. s., 2010, s. 105. Od tejto schémy je potrebné odlišiť priamu trhovú manipuláciu, z ktorej má prospech konkrétny subjekt (napríklad šírením

V rámci nášho výskumu uvádzame tieto *prima facie* indikátory finančných pyramíd ako i špecifické indikátory niektorých finančných pyramíd:

- a) Podvodné konanie (ekonomická kriminalita),⁸ využívajúce legislatívne medzery a operačné zlyhania v preventívnej činnosti rôznych orgánov verejného práva (vrátane dohľadacích orgánov); takéto schémy nie sú licencované orgánom dohľadu (napríklad centrálnou bankou) s cieľom vyhnúť sa súvisiacim verejnoprávnym požiadavkám obozretného podnikania, informačným povinnostiam voči spotrebiteľom atď. Ak prevádzkovanie činnosti finančnej pyramídy spadá pod rámec regulovanej činnosti, s ktorou je spojená povinnosť získať príslušné verejnoprávne povolenie, nepodanie žiadosti o udelenie takého povolenia samo osebe zakladá skutkovú podstatu trestného činu neoprávneného podnikania a súčasne administratívneho deliktu podľa určitej finančno-právnej regulácie (napríklad môže ísť o porušenie zákona o bankách, zákona o cenných papieroch).
- b) Finančné pyramídy obvykle nespádajú pod regulačné predpisy finančného trhu ako verejnoprávne dohliadané subjekty. Niektoré z nich sa však pokúšajú vykonávať činnosť ako dohliadané subjekty s príslušným povolením, čím získavajú potrebnú kredibilitu u verejnosti, napríklad banky, osobitne subjekty na kapitálovom trhu. Výkon činnosti je legálny (uzavieraný kontrakt nie je *contra legem*), okrem toho, že vykonávajú skutočné obchodné operácie navyše podvádzajú aj svojich (niektorých) investorov, niekedy bez sľubu umelo (neprirodzene) vysokej návratnosti investície.
- c) Finančné pyramídy môžu súčasne vykonávať aj iné – legálne – aktivity.
- d) Prítomnosť zámeru osobného obohatenia členov štatutárneho alebo dozorného orgánu.
- e) Zneužitie dôvery investorov (organizátor poskytuje „dôveryhodný príbeh“, čím vytvára podmienky pre excitovaný stav investorov, predstavuje príklad úspešného investora v systéme a podporuje sebavedomie potenciálneho klienta); obvykle iba malá časť peňažných prostriedkov je investovaná do skutočných aktív.
- f) Existencia mechanizmu spočívajúceho v transfere vytvorených peňažných fondov od nových investorov (tzv. *regrúti*) na tých, ktorí sú v organizačnom usporiadaní schémy vyššie (starší regrúti/skorší klienti, členovia orgánov pyramídovej entity).⁹
- g) Nevyhnutnosť splatenia iniciačných vkladov investormi (v prípade viacúrovňovej marketingovej pyramídy ide o počiatočné nákupy potrebné pre vstup do schémy). Prví investori sú skeptickí a spočiatku investujú malé finančné obnosy.
- h) Deklarácia zavádzajúcich tvrdení o výške výnosu a návratnosti investície (prezentovaný príjem je nad reálne dosiahnuteľnou hranicou). Investorom sa sľubuje (v mesačnom, ročnom intervale) vysoký zisk z investície v krátkom období, čo je

zavádzajúcich informácií, klamlivými signálmi o cene spôsobenými neprirodzenými pokynmi na nákup/predaj finančného nástroja) a ktoré môžu súčasne predstavovať finančnú pyramídu na kapitálovom trhu.

⁸ Z hľadiska podielu na aktivitách s kryptomenami najviac páchaným podvodom v roku 2019 podľa spoločnosti Chainalysis bola práve Ponziho schéma. Pozri CHAINALYSIS. The 2020 State of Crypto Crime. January 2020 [online]. [cit. 2020-06-05]. Dostupné na: <https://go.chainalysis.com/rs/503-FAP-074/images/2020-Crypto-Crime-Report.pdf>.

⁹ Základnou premisou Ponziho schémy je „okradnúť B, aby sa vyplatil A“.

v príkrom rozpore so základnými princípmi štandardného investovania.¹⁰ V tejto súvislosti je však potrebné zdôrazniť, že ročná miera návratnosti vždy závisí od okolností na trhu (trhové riziko), preto hoci v niektorých pyramídových schémach sľubované sadzby neboli nízke, nemuseli byť nevyhnutne v rozpore s pevnými úrokovými sadzbami bežne dostupnými na trhu, čím sa pyramídy niekedy stávajú ťažko čitateľné aj pre priemerného investora.

- i) Nadmerná výplata výnosov z investície má dočasný charakter a je spojená s morálnym hazardom investorov, ktorí očakávajú kontinuitu rovnakých platieb.
- j) Trvalo neudržateľný systém vedúci ku kolapsu. Činnosť zakladajúca podvodné konanie nie je založená na reálnom obchodnom pláne (pyramídové schémy nie sú navrhnuté tak, aby vytvorili životaschopný subjekt, a preto všetky skrachovali).
- k) Nedostatok podrobných informácií dostupných pre investora, na základe ktorých by bolo možné overiť si uskutočniteľnosť podnikateľského zámeru v schéme. Tento stav zakladá následne pochybnosti o tvrdení investičnej stratégie.
- l) Klamlivá reklama a publicita. Regulačné ustanovenia pre subjekty finančného trhu, typicky v kolektívnom investovaní, preto obsahujú v rámci prevencie povinnosť, aby akákoľvek propagácia regulovaného investovania obsahovala výrazné upozornenie, že hodnota investície sa môže aj znížiť a návratnosť pôvodne investovanej sumy nie je zaručená alebo že s investíciou je spojené aj riziko.¹¹
- m) Podozrivé okolnosti akvizície klientov pre investíciu, napríklad prostredníctvom telefonických hovorov, internetu apod.
- n) Pravdepodobnosť úspechu pre nových účastníkov pyramídovej schémy úmerne klesá s veľkosťou pyramídy bez ohľadu na úkony jednotlivých účastníkov.

Obdobne americká Komisia pre cenné papiere a burzy (*U.S. Securities and Exchange Commission/SEC*) pomenúva sedem varovných signálov pre investora („red flags“), ktoré v sebe zahŕňajú vzájomne spoločné znaky Ponziho schém (vysoká návratnosť investície s malým alebo žiadnym rizikom, pravidelné vyššie kladné výnosy bez ohľadu na trhový vývoj, výkon činnosti bez verejnoprávnej registrácie/licencie, zahmlievane zložité investičné stratégie, komplikácie v písomnej komunikácii s klientom, ťažkosti s vyplácaním výnosov).¹² Osobitne by sme mohli identifikovať ďalšie znaky finančných pyramíd na trhu cenných papierov (adresnosť skupiny klientov, nie ciele na masu). Detekcia pyramíd môže byť napriek tomu komplikovaná, pretože niektoré znaky nie sú na prvý pohľad zrejme.

¹⁰ Trojuholník investora na finančnom trhu s vrcholmi: riziko – výnos – likvidita, ktoré nie sú dosiahnuteľné kumulatívne vo svojom maxime.

¹¹ V Slovenskej republike pozri napríklad § 151 ods. 2 zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov.

¹² U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Ponzi Schemes. October 9, 2013 [online]. [cit. 2020-06-13]. Dostupné na: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersponzihtm.html#RedFlags>

3. FINANČNÉ PYRAMÍDY VERZUS PYRAMÍDY NA FINANČNOM TRHU A ĎALŠIA TYPOLÓGIA FINANČNÝCH PYRAMÍD

Ponziho schémy môžu pôsobiť *na finančnom trhu* a poskytovať služby inak podliehajúce finančno-právnej regulácii, alebo vykonávajú svoju činnosť *mimo regulačného rámca finančného trhu ako bežný podnikateľský zámer*. Niekedy, najmä pri finančných inováciách, je však pomerne zložité determinovať hranice medzi verejnoprávnou a súkromnoprávnou reguláciou, keďže častokrát nové obchodné modely využívajú „šedé“ legislatívne zóny a pôsobia na hrane existujúcich verejnoprávných obmedzení. V rámci kategorizácie finančných pyramíd na finančnom trhu považujeme za významné zaužívané členenie na tieto typy (modely) podľa postavenia investora:¹³

1. model založený na pevnom výnose (*fixed-income scheme*) ako sporiaci program,
2. model založený na vlastníctve a investovaní finančného aktíva (*equity-type scheme*) s investičným rizikom.

V modeli ad 1 má investor postavenie veriteľa v klasickom obligačnom vzťahu s príslubom vyplatenia istiny a pravidelného úroku. Jeho výskyt bol typický aj v bankovníctve, no môže sa vyskytovať aj na kapitálovom trhu v rámci emisie dlhových cenných papierov s pevným úrokom.

V modeli ad 2 investor zverí finančné prostriedky do úschovy správcu (*custodián, investment operator*) investičnej schémy na účely ich investovania v mene investora. Príslušný kontrakt namiesto príslubu výplaty istiny a pevného výnosu obsahuje príslub výplaty zhodnotenia investície (výnosov, ktoré vyvstanú z investície), pričom je možné aj jej znehodnotenie (neexistencia dlžníckeho vzťahu). Investovaná suma je však spreneverená organizátorom tejto schémy.

Ako poznáme z nedávnej minulosti aj v Slovenskej republike, obidva typy (modely) finančných pyramíd sa môžu vyskytnúť na finančnom trhu (prípady DEVÍN BANKA alebo PDSI HOLDING) i mimo neho (AGW, B.M.G INVEST, DRUKOS VÝNOS).

4. FINANČNÉ PYRAMÍDY A OCHRANA INVESTORA

Pre preventívnu právnu ochranu investorov je dôležitý regulačný prístup zákonodarcu, či sa rozhodne niektoré znaky konania typického pre finančné pyramídy postaviť *contra legem*. V legislatíve podľa nášho názoru možno rozlišovať, či ide o všeobecnú prevenciu pred finančnými pyramídami, ktoré využívajú právnym poriadkom uznané formy obchodných spoločností (resp. družstvo) alebo iné formy účasti na podnikaní (tiché spoločenstvo), alebo či ide o špecifické zákazy, ktoré subsumujú protiprávnu činnosť takých investičných schém, ktoré pôsobia na finančnom trhu a usilujú sa získať dôveryhodnosť ako licencované subjekty pod verejným dohľadom konkrétnych autorít.

¹³ WINTERS, S. A. The Law of Ponzi Payouts. *Michigan Law Review*. 2012, Vol. 111, No. 1, s. 123–124 a 137–138.

Všeobecnú prevenciu v Slovenskej republike predstavujú najmä kogentné ustanovenia Obchodného zákonníka (zákon č. 513/1991 Zb. v znení neskorších predpisov) upravujúce

1. zmluvu o tichom spoločenstve (§ 675 v spojení § 263 ods. 1 v znení zákona č. 500/2001 Z. z.¹⁴), ktorých obsahom je právo kontroly tichého spoločníka (dozvedieť sa o spôsobe hospodárenia so svojím vkladom) a zodpovedajúce informačné povinnosti podnikateľa voči spoločníkovi,
2. zákaz vráťania vkladu spoločníkovi (§ 67j v znení zákona č. 87/2015 Z. z., § 123 ods. 3 v znení zákona č. 87/2015 v úprave spoločnosti s ručením obmedzeným, § 179 ods. 2 v znení zákona č. 500/2001 Z. z. v úprave akciovej spoločnosti),
3. zákaz vyplácania úrokov z vkladov do spoločnosti a preddavkov na dividendu/podiel na zisku (§ 123 ods. 2 v úprave spoločnosti s ručením obmedzeným, § 179 ods. 5 v úprave akciovej spoločnosti, § 223 ods. 8 v úprave družstva; všetky v znení zákona č. 500/2001 Z. z.); navyše v úprave akciovej spoločnosti existuje od prijatia Obchodného zákonníka aj zákaz vydávania akcií, s ktorými by bolo spojené právo na určitý úrok nezávisle od hospodárskych výsledkov spoločnosti (§ 159 ods. 2).

V právnej regulácii finančného trhu existuje viacero osobitných ustanovení, ktoré slúžia ako prevencia pred vytváraním pyramídových schém. Základnou právnou prevenciou pred pyramídovou schémou na finančnom trhu je ustanovenie legislatívneho zákazu poskytovať pôžičky (resp. úvery) a prijímať vklady bez príslušného právoplatného povolenia udeleného regulátorom trhu.¹⁵ Medzi všeobecnú prevenciu možno zaradiť aj ustanovenia o ochrane označení dohliadaných subjektov a ich cudzojazyčných prekladov (napríklad slová „banka“, „sporiteľňa“, „poisťovňa“) pred používaním v obchodných menách nelicencovaných subjektov. V rámci licenčného procesu orgán dohľadu preskúmava reálnosť (životoschopnosť) predloženého obchodného plánu, ktorý tvorí prílohu žiadosti o udelenie príslušného povolenia.¹⁶ Okrem toho možno identifikovať prevenčné ustanovenia imanentné konkrétnemu finančnému produktu¹⁷ alebo

¹⁴ S účinnosťou tohto zákona od 1. januára 2002, teda následne ako reakcia na krach prvých „nebankoviek“. Podľa dôvodovej správy k novelizačným bodom 281 a 298 návrhu tohto zákona cieľom úpravy „je zamedziť zneužívaniu tohto inštitútu nebankovými subjektami vykonávajúcimi služby ekvivalentné bankovým bez príslušného povolenia.“ Pozri Dôvodová správa osobitná časť k zákonu č. 500/2001 Z. z. z 3. októbra 2001, ktorým sa mení a dopĺňa Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov, dostupné zo systému ASPI [cit. 2020-06-05].

¹⁵ V Slovenskej republike porovnaj s § 3 ods. 1 a 2 zákona č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov:

„(1) Bez bankového povolenia nemôže nikto prijímať vklady, ak osobitný predpis neustanovuje inak. Bez bankového povolenia nemôže nikto poskytovať z vkladov úroky alebo iné odplaty, ktoré sú daňovým výdavkom podľa osobitného predpisu.

(2) Bez bankového povolenia nemôže nikto poskytovať úvery a pôžičky v rámci predmetu svojho podnikania alebo predmetu inej svojej činnosti, z návratných peňažných prostriedkov získaných od iných osôb na základe verejnej výzvy, ak osobitný predpis neustanovuje inak.“

¹⁶ Pozri napríklad § 7 ods. 2 písm. g) zákona č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

¹⁷ Najmä zákaz pre emitenta používať pri propagácii vydávania svojich cenných papierov nepravdivé alebo zavádzajúce informácie alebo zamlčovať skutočnosti dôležité pri rozhodovaní o nadobúdaní cenných papierov, najmä ponúkať výhody, ktorých splnenie nemôže zaručiť alebo ktoré nie sú v súlade so zákonom, alebo uvádzať nesprávne údaje o svojej hospodárskej situácii, ktorý súvisí s plnením si tzv. prospektovej

priame zákazy vytvárania mechanizmov v podobe odmien, cieľov predaja, alebo iných nástrojov, ktoré môžu predstavovať stimul, aby sa klientovi odporučal určitý finančný produkt, a to pri výkone finančného sprostredkovania prostredníctvom siete finančných agentov.¹⁸ Následná ochrana sa prejavuje v represívnej možnosti orgánu dohľadu porušenia týchto zákazov administratívnoprávne sankcionovať (osobitne vo vzťahu k porušeniu spotrebiteľských práv),¹⁹ ktorá je ustanovená v každom zákone regulujúcom finančný trh osobitne.

Národne špecifickým ochranným inštitútom na finančnom trhu bola *verejná ponuka majetkových hodnôt*,²⁰ ktorý mal slúžiť v čase prijatia zákona o cenných papieroch ako prevenčný nástroj na čiastočnú reguláciu rozličných investičných aktivít neslávne známych nebankových subjektov z konca deväťdesiatych rokov. Koncepcne neupravoval konkrétny regulovaný spôsob zhromažďovania peňažných prostriedkov, schváleniu Národnej banky Slovenska však podliehal prospekt investície. Pre propagáciu investície platilo pravidlo, že v prostriedkoch zverejnenia nesmela byť publikovaná taká verejná ponuka, ktorá pre investora obsahovala zjavnú alebo skrytú podmienku získania ďalších investorov. Z takto získaných verejných prostriedkov sa súčasne nesmeli poskytovať úvery a pôžičky.²¹

Väčšina finančných pyramíd na finančnom trhu nie je zúčastnená na garančnej schéme ochrany investícií. Na druhej strane, investor sám musí byť ostrážitý a reflektovať varovné signály investície. Pokiaľ ide o faktickú kategorizáciu investorov, u finančných pyramíd môžeme rozdeliť v určitom životnom cykle zúčastnenej osoby na víťazov (osoby, ktoré podvod zorganizovali a niekedy aj prví investori v schéme, ktorí získajú okrem istiny aj výnos) a porazených (obete). Porazenými sú pritom ostatní investori, ktorých je väčšina a ktorí prišli o istinu alebo jej väčšiu časť.

5. ZÁVER

Ako bolo v príspevku naznačené, finančno-právna regulácia činností, ktoré zavádzajú investora (nielen na finančnom trhu) podvodným spôsobom s cieľom vylákať jeho investičný vklad, nie je na úrovni Európskej únie právne riešená a zodpovednosť za postih takéhoto konania je prevažne v rukách orgánov činných v trestnom konaní.

povinnosti pri verejnej ponuke cenných papierov (§ 112 ods. 1 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov).

¹⁸ Pozri § 32 ods. 6 zákona č. 186/2009 Z. z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení zákona č. 282/2017 Z. z. Fakticky ide o zákaz viacúrovňového marketingu pri predaji konkrétnych finančných produktov.

¹⁹ KORONCZIOVÁ, A. Sankcie v oblasti ochrany finančného spotrebiteľa. In: *Banskobystrické zámocké dni práva na tému: Identifikácia únosnej miery autonómie právnych odvetví a súčasnej potreby ich synergie. Zborník*. Banská Bystrica: Belianum, 2018, s. 164–172.

²⁰ Obsiahnutá v § 126 až 130 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení do 21. júla 2013 (do účinnosti zákona č. 206/2013 Z. z.)

²¹ ČUNDERLÍK, E. – ČUNDERLÍK ČERBOVÁ, V. – DAUDRIKH, Y. – HESEKOVÁ, S. – KATKOVČIN, M. – MAZÚR, J. *Inovatívne a atypické modely správy majetku na finančnom trhu a súvisiace otázky*. Praha: Leges, 2019, s. 91–92.

Právna úprava finančného trhu (v rámci tzv. práva finančného trhu)²² je v tomto smere skôr reziduálna a založená na regulácii postavenej na pravidlách (*rules based regulation*) t. j. na konkrétnych kogentných normách upravujúcich zákazy určitého konania kazuistickým spôsobom (ako bezprostredná legislatívna reakcia). Činnosť národného orgánu dohľadu v podobe priebežného publikovania „warningov“ na podozrivé subjekty je iba doplnkový prevenčný nástroj. Súčasnou výzvou je podľa nášho názoru zavádzanie finančných inovácií (osobitne založených na technológiách, tzv. FinTech), ktoré sa snaží orgán regulácie a dohľadu nad finančným trhom identifikovať a potenciálne usmerniť v regulácii.²³ O to väčšiu úlohu tohto orgánu preto vidíme v rovine všeobecných sankčných kompetencií,²⁴ ktorými sa postihujú konania síce explicitne nepomenované, avšak spočívajúce v akýchkoľvek porušeníach spotrebiteľských práv.

Doc. JUDr. Lubomír Čunderlík, PhD.
Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave
lubomir.cunderlik@flaw.uniba.sk

²² MRKÝVKA, P. *Determinace a diverzifikace finančního práva*. Brno: Masarykova univerzita, 2012, s. 197.

²³ SROKOSZ, W. Law and Innovations on the Financial Market. In: MRKÝVKA, P. – GLINIECKA, J. – TOMÁŠKOVÁ, E. - JUCHNIEWICZ, E. - SOWIŃSKI, T. - RADVAN, M. (ed). *The financial law towards challenges of the XXI century: (conference proceedings)*. Brno: Masaryk University, Faculty of Law, 2020, s. 635 a nasl.

²⁴ BOHÁČ, R. Následky porušení finančního práva. In: KARFÍKOVÁ, M. a kol. *Teorie finančního práva a finanční vědy*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2018, s. 105 a nasl.