

Konzultačný materiál k používaniu derivátov pri správe verejných špeciálnych fondov nehnuteľností

1. Úvod

Národná banka Slovenska je zodpovedná za dohľad nad dodržiavaním zákona o kolektívnom investovaní a iných všeobecne záväzných právnych predpisov. Okrem toho je Národná banka Slovenska aj orgánom dohľadu nad finančným trhom, ktorého cieľom je prispievať k stabilite finančného trhu ako celku, ako aj k bezpečnému a zdravému fungovaniu finančného trhu v záujme udržiavania dôveryhodnosti finančného trhu, ochrany klientov a rešpektovania pravidiel hospodárskej súťaže. V záujme plnenia týchto cieľov vydáva Národná banka Slovenska tento konzultačný materiál, ktorého zámerom je zhromaždiť názory odbornej verejnosti na problematiku používania derivátov, prípadne iných nástrojov a postupov na účel efektívneho riadenia investícií pri správe verejných špeciálnych podielových fondov nehnuteľností.

Verejné špeciálne podielové fondy nehnuteľností (ďalej len „š.p.f. nehnuteľností“) sú v zmysle zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov (ďalej len „ZKI“) subjektmi kolektívneho investovania spravovanými správcovskými spoločnosťami podľa tohto zákona. Verejné špeciálne podielové fondy nehnuteľností začali vznikať v roku 2006. V súčasnosti slovenský trh kolektívneho investovania zahŕňa päť verejných špeciálnych podielových fondov nehnuteľností spravovaných štyrmi správcovskými spoločnosťami. Ich trhový podiel je približne 14 % z celkového objemu prostriedkov spravovaných slovenskými správcovskými spoločnosťami a v roku 2013 zaznamenali najvyšší objem čistých predajov spomedzi všetkých kategórií podielových fondov.

Zákonom č. 206/2013 Z. z. ktorým sa mení a dopĺňa zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení zákona č. 547/2011 Z. z. a ktorým sa menia a dopĺňajú niektoré zákony (ďalej len „novela ZKI“) sa upravilo ustanovenie § 125 ods. 1 ZKI. Na základe toho môžu od účinnosti novely ZKI správcovské spoločnosti spravujúce š.p.f. nehnuteľností investovať majetok v týchto fondoch do derivátov uzatváraných mimo regulovaného trhu s protistranami, ktoré nie sú finančnými inštitúciami a podkladovým nástrojom týchto derivátov sú akcie realitných spoločností.¹

Zároveň novela ZKI v § 125 ods. 1 písm. d) ZKI upravuje podmienky, ktoré tieto deriváty musia spĺňať. Najmä sa ukladá, aby riziká vyplývajúce z týchto derivátov, vrátane rizika protistrany, boli primerane ošetrené v rámci systému riadenia rizík príslušného š.p.f. nehnuteľností, a riziko protistrany je primerane zabezpečené zábezpekou, ak je protistranou pri obchodoch s derivátmi uzatváranými mimo regulovaného trhu právnická osoba, ktorá nie je finančnou inštitúciou.

Novelou ZKI sa zároveň Národnej banke Slovenska zverila právomoc ustanoviť opatrením, ktoré sa vyhlasuje v Zbierke zákonov SR, dodatočné postupy merania a riadenia rizík, ktorým by mohol byť vystavený verejný špeciálny podielový fond a podmienky a požiadavky na zábezpeku, ak protistrana

¹ Realitná spoločnosť je osoba založená s osobitným cieľom (SPV), ktorá je upravená v § 128 ZKI. Jej predmet podnikania je regulovaný, rovnako ako podmienky nadobudnutia majetkovej účasti v nej do majetku v š.p.f. nehnuteľností. Investície do nehnuteľností sa spravidla realizujú na úrovni týchto SPV a nie na úrovni fondu. Preto je zväčša nehnuteľností nie sú v priamom vlastníctve fondu, ale vo vlastníctve príslušného SPV, ktoré je vo vlastníctve fondu.

pri obchodoch s finančnými derivátmi podľa § 125 ods. 1 písm. d) ZKI uzatváranými mimo regulovaného trhu, nie je finančnou inštitúciou.

Zároveň správcovské spoločnosti môžu pri správe verejných š.p.f. nehnuteľností využívať aj postupy a nástroje na účel efektívneho riadenia investícií podľa § 100 ods. 2 ZKI, ktoré zahŕňajú zmluvy o pôžičkách cenných papierov alebo repo obchody a obrátené repo obchody s cennými papiermi.

Predmetom tohto materiálu je iniciovať diskusiu o možnom používaní opčných kontraktov alebo postupov a nástrojov na účel efektívneho riadenia investícií pri správe š.p.f. nehnuteľností, spôsobe použitia týchto nástrojov a podmienkach s tým spojených.

Po zhodnotení výsledkov tejto diskusie Národná banka Slovenska podnikne ďalšie legislatívne alebo nelegislatívne kroky s cieľom zabezpečenia potenciálnych rizík vyplývajúcich z používania týchto derivátov, ako aj v záujme naplňovať cieľ dohľadu nad finančným trhom.

Tento materiál je určený odbornej verejnosti – správcovským spoločnostiam, depozitárom podielových fondov ale aj iným osobám, ktoré majú profesionálnu skúsenosť s predmetnou problematikou. Prípadné pripomienky, stanoviská alebo návrhy žiadame zaslať do 20. júna 2014 na adresu tomas.ambra@nbs.sk.

2. Všeobecná charakteristika možného používania derivátov a obdobných zmlúv pri správe š.p.f. nehnuteľností

Ako už bolo uvedené vyššie, tento materiál je zameraný prednostne na potenciálne používanie opčných kontraktov a postupov a nástrojov na účel efektívneho riadenia investícií alebo iných kontraktov s rovnakým účinkom (napr. prípadná kombinácia kúpnej zmluvy a zmluvy o budúcej zmluve o predaji) pri správe š.p.f. nehnuteľností.

2.1. Opčné kontrakty

Národná banka Slovenska sa sústreďí na nasledovné modelové používanie opčných kontraktov pri správe špeciálnych podielových fondov nehnuteľností:

- opčný kontrakt sa uzatvára medzi správcovskou spoločnosťou v mene š.p.f. nehnuteľností, ktorý spravuje a protistranou, ktorá nie je finančnou inštitúciou v zmysle ZKI,
- podkladovým aktívom opčného kontraktu sú akcie realitnej spoločnosti, ktoré sú v majetku š.p.f. nehnuteľností.

Pri týchto opciách ide o dva základné typy:

1. Put opcia fondu – právo správcovskej spoločnosti odpredať z majetku fondu za vopred dohodnutú cenu akcie realitnej spoločnosti protistrane a povinnosť protistrany tieto akcie kúpiť, pričom v tomto prípade sa z majetku fondu uhradza protistrane opčná prémie.
2. Call opcia protistrany – právo protistrany odkúpiť akcie realitnej spoločnosti za vopred dohodnutú cenu a povinnosť správcovskej spoločnosti z majetku fondu tieto akcie protistrane odpredať.

2.2. Zmluvy o kúpe a spätnom odpredaji akcií realitnej spoločnosti

Okrem využívania opčných kontraktov môže dochádzať aj k uzavretiu zmluvy o kúpe a spätnom odpredaji akcií realitnej spoločnosti. V takomto modelovom prípade správcovská spoločnosť spravujúca š.p.f. nehnuteľností odkúpi do majetku vo fonde od protistrany, ktorá nie je finančnou inštitúciou akcie realitnej spoločnosti a zároveň sa zaviaže tieto akcie neskôr tejto protistrane z majetku fondu odpredať. Pokiaľ nie je uplatnenie práva na odpredaj viazané na konkrétny časový termín, ale na vyjadrenie vôle niektorej zo zmluvných strán, ide v skutočnosti o ekvivalent opčného kontraktu. Zároveň nie je vylúčené, že takáto zmluva môže obsahovať aj iné záväzky pre správcovskú spoločnosť spravujúcu š.p.f. nehnuteľnosti, ako napríklad po nadobudnutí akcií realitnej spoločnosti do majetku vo fonde poskytnúť tejto realitnej spoločnosti pôžičku.

Otázka č. 1: Aký je Váš všeobecný pohľad na využívanie derivátov pri správe š.p.f. nehnuteľností? Je súčasné používanie týchto nástrojov dostatočne upravené v príslušnej legislatíve?

Otázka č. 2: Národná banka Slovenska sa v tomto diskusnom materiáli sústreďuje na vyššie opísané typy finančných derivátov. Považujete za potrebné rozšírenie diskusie aj na iné typy derivátov používaných pri správe š.p.f. nehnuteľností?

3. Potenciálne výhody a riziká používania derivátov a obdobných zmlúv pri správe š.p.f. nehnuteľností

Národná banka Slovenska identifikuje pri používaní takýchto derivátov alebo obdobných zmlúv viaceré potenciálne výhody, ale aj riziká pre podielnikov fondu.

3.1. Potenciálne výhody

Stratégia exitu z investície a zabezpečenie pevnej ceny pri odpredaji akcií realitnej spoločnosti

Uzatvorenie opčného kontraktu (na opciu predať akcie realitnej spoločnosti) umožňuje správcovskej spoločnosti exit z realitnej investície. Táto investícia je spravidla financovaná z majetku v podielovom fonde, prostredníctvom ktorého sa financuje realitná spoločnosť, či už majetkovo alebo poskytnutím pôžičky. Následne realitná spoločnosť investuje tieto prostriedky do kúpy alebo stavby nehnuteľností, prípadne ich správy a údržby. Pokiaľ má fond získať investované prostriedky naspäť vo forme likvidných prostriedkov, je nutný odpredaj realitnej spoločnosti. Uzatvorenie opčného kontraktu s opciou správcovskej spoločnosti na odpredaj akcií realitnej spoločnosti umožňuje zabezpečenie možnosti odpredaja a zároveň, v závislosti od opčného kontraktu, aj fixovanie predajnej ceny.

Zabezpečenie plnenia developerského projektu

Opčný kontrakt môže zároveň obsahovať aj klauzuly, podľa ktorých má správcovská spoločnosť možnosť uplatniť opčné právo na odpredaj akcií realitnej spoločnosti v prípade, ak sa neplní dohodnutý postup developerského projektu, napríklad ak v určených termínoch nie je dokončená stavba alebo ak v určených termínoch nie sú dohodnuté nájomné alebo predajné zmluvy na rôzne nehnuteľnosti alebo ich časti v prebiehajúcim projekte. Toto sa spravidla deje v prípade, ak je protistrana derivátového kontraktu zároveň zapojená do realizácie realitného projektu.

Zabezpečuje sa stabilný cash flow pre fond

V prípade ak právo na odkúpenie akcií realitnej spoločnosti má protistrana, nemožno to považovať za stratégiu exitu z realitnej investície. Je očividné, že v takom prípade protistrana využije opčné právo len v prípade, ak predajná cena akcií realitnej spoločnosti bude nižšia ako reálna hodnota akcií realitnej spoločnosti. Na druhej strane za toto opčné právo protistrana platí opčnú prémiiu, ktorá je príjmom š.p.f. nehnuteľností. V takom prípade má príslušný fond zdroj stabilného cash flow do stanoveného termínu bez ohľadu na to, akým spôsobom sa realitný projekt vyvíja a bez ohľadu na to, či si protistrana splní svoj záväzok.

Otázka č. 3: Súhlasíte s vyššie uvedenou analýzou potenciálnych výhod, ktoré využívanie derivátov pri správe š.p.f. nehnuteľností prináša? Aké ďalšie potenciálne výhody z týchto nástrojov podľa vás existujú a analýza ich neuvádza?

3.2. Riziká vyplývajúce z derivátových kontraktov a obdobných zmlúv

Kreditné riziko protistrany

Ak v rámci opčného kontraktu má opčné právo správcovská spoločnosť spravujúca príslušný š.p.f. nehnuteľností, v prvom rade je potenciálnym rizikom pre podielnikov v š.p.f. nehnuteľností riziko protistrany, t.j. že v prípade uplatnenia opcie zo strany správcovskej spoločnosti nebude protistrana schopná alebo ochotná dodržať svoje záväzky. Toto riziko je významnejšie v prípade protistrán, ktoré nie sú finančnými inštitúciami podľa ZKI, a teda nepodliehajú dohľadu nad obozretným podnikaním ani nepodliehajú akejkolvek regulácii týkajúcej sa kapitálovej primeranosti. Vzhľadom na to, že rozdiel medzi dohodnutou opčnou cenou a reálnou hodnotou podkladových akcií realitnej spoločnosti vchádza do ocenenia majetku v š.p.f. nehnuteľností, v prípade nedodržania záväzkov zo strany protistrany dochádza k okamžitej strate fondu.

Určenie dohodnutej ceny opčného kontraktu

Naopak, ak má opčné právo na kúpu akcií realitnej spoločnosti protistrana, je kľúčové určenie dohodnutej ceny týchto akcií, za ktorú ich bude mať protistrana právo kúpiť tak, aby táto zohľadňovala najlepší záujem investorov a možnú trhovú hodnotu akcií realitnej spoločnosti v stanovenom termíne pre opčné právo a stanovenie opčnej prémiiu. V prípade nesprávneho určenia budúcej ceny týchto akcií môže nastať situácia, keď protistrana na základe uplatnenia svojho kúpneho práva odkúpi akcie realitnej spoločnosti za výrazne nižšiu cenu ako bola stanovená ich trhovú hodnotu. V takom prípade dochádza k strate na strane fondu a to napriek tomu, že táto strata je znížená prijatými opčnými prémiami.

Konflikt záujmov a konanie s odbornou starostlivosťou v záujme podielnikov

Ďalšími rizikami v prípade požívania vyššie opísaných derivátov pri správe v š.p.f. nehnuteľností sú riziká vyplývajúce s konfliktu záujmov, z nedodržania odbornej starostlivosti a z konania, ktoré nie je v záujme podielnikov. Takéto riziká sú opodstatnené v prípade, ak je protistrana členom skupiny s úzkymi väzbami, do ktorej patrí správcovská spoločnosť, prípadne ak protistrana má iné obchodné vzťahy s členmi tejto skupiny. Ďalej môže dochádzať k situáciám, pri ktorých má protistrana lepší prístup k informáciám o realitnej spoločnosti, k nehnuteľnostiam vo vlastníctve realitnej spoločnosti

alebo k realitným projektom, ktoré sú na realitnú spoločnosť viazané. V týchto prípadoch je kľúčové dodržanie odbornej starostlivosti v pred uzavretím derivátového kontraktu ale aj počas jeho trvania.

Otázka č. 4: Súhlasíte s vyššie uvedenou analýzou rizík, ktoré sú spojené s využívaním derivátov pri správe š.p.f. nehnuteľností? Aké ďalšie potenciálne riziká z týchto nástrojov existujú a materiál ich neuvádza?

4. Potenciálne nástroje na pokrytie uvedených rizík

Nástroje na meranie a riadenie rizika protistrany

Správčovské spoločnosti majú všeobecnú povinnosť zriadiť a udržiavať systém riadenia rizík umožňujúci priebežné sledovanie a meranie rizika pozícií a ich vplyv na celkové riziko spojené s investovaním majetku v podielovom fonde a používať postupy na presné a objektívne ocenenie finančných derivátov uzatváraných mimo regulovaného trhu. Riziko protistrany je špecifickým rizikom pri používaní derivátov pri správe š.p.f. nehnuteľností. Toto riziko je potrebné primerane merať a riadiť. Národná banka Slovenska má v ZKI oprávnenia v rámci viacerých splnomocňovacích ustanovení ustanoviť opatrením špecifické postupy merania a riadenia tohto rizika. Ako možná alternatíva sa ukazuje nastavenie špecifických postupov, ktoré správčovská spoločnosť musí vyhodnotiť pred vstupom do derivátového kontraktu alebo počas jeho trvania, ktorých cieľom je sledovať finančnú situáciu protistrany, aby bolo zabezpečené, že táto je schopná plniť záväzky vyplývajúce zo zmluvy.

Otázka č. 5: Aké nástroje a postupy by mal obsahovať systém riadenia rizík správčovskej spoločnosti, pokiaľ sa používajú vyššie uvedené deriváty pri správe š.p.f. nehnuteľností?

Otázka č. 6: Akým spôsobom by malo byť merané a riadené riziko protistrany pri využívaní týchto nástrojov?

Otázka č. 7: Akým spôsobom by mala správčovská spoločnosť preverovať finančnú situáciu protistrany či už pred uzavretím derivátového kontraktu alebo počas jeho trvania?

Zabezpečenie plnenia záväzkov zo strany protistrany

Podľa § 125 ods. 1 písm. d) ZKI je jednou z podmienok na uzatváranie derivátových kontraktov s protistranami, ktoré nie sú finančnými inštitúciami podľa ZKI, že riziko protistrany musí byť primerane zabezpečené zábezpeku. Zákon však nevymedzuje to, čo sa rozumie primeraným zabezpečením, t. j. neurčuje ani výšku a ani kvalitu prípadnej zábezpeky. Podľa § 130 ods. 11 ZKI môže Národná banka Slovenska ustanoviť opatrením aj požiadavky na zábezpeku, ak protistrana pri obchodoch s finančnými derivátmi podľa § 125 ods. 1 písm. d) ZKI uzatváranými mimo regulovaného trhu nie je finančnou inštitúciou.

Navýše podľa Nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov (ďalej len „EMIR“) správčovské spoločnosti a š.p.f. nehnuteľností, spadajú pod vymedzenie „finančnej protistrany“ (článok 2 ods. 8 EMIR), na ktoré sa vzťahujú aj ustanovenia článku 11 EMIR týkajúce sa postupov zmierňovania rizika OTC derivátových kontraktov (uzatvorených mimo regulovaného trhu), nezúčtovaných centrálnou protistranou (ďalej len „CCP“).

Podľa článku 11 ods. 1 EMIR finančná protistrana, ak uzatvorí OTC derivátový kontrakt **nezúčtovaný cez CCP**, má povinnosť so všetkou starostlivosťou zabezpečiť zavedenie primeraných postupov a mechanizmov na **meranie, monitorovanie a zmierňovanie prevádzkového rizika a kreditného rizika protistrany**, minimálne vrátane:

- a) **včasného potvrdenia** podmienok príslušného OTC derivátového kontraktu elektronickými prostriedkami, ak sú dostupné,
- b) **formalizovaných postupov**, ktoré sú spoľahlivé, odolné a kontrolovateľné na **zosúladovanie portfólií, riadenie súvisiacich rizík, včasné zisťovanie sporov medzi stranami a ich riešenie a na monitorovanie nesplatených kontraktov**.

Podľa článku 11 ods. 2 EMIR finančné protistrany **majú povinnosť denne určovať trhovú hodnotu OTC derivátových kontraktov nezúčtovaných cez CCP**, ktoré ešte neboli vyrovnané. Ak trhové podmienky neumožňujú určovanie trhovej hodnoty, používa sa spoľahlivý a obozretný model určovania hodnoty.

Podľa článku 11 ods. 3 EMIR **má finančná protistrana povinnosť mať postupy riadenia rizík**, ktoré si vyžadujú **včasnú, presnú a primerane oddelenú výmenu zábezpeky** (kolaterálu) v súvislosti s OTC derivátovými kontraktmi, ktoré sa **uzatvoria 16. augusta 2012 alebo po tomto dni**.

Postupy riadenia rizika vrátane úrovne a typu kolaterálu a podmienok oddelenia, ktoré sú požadované na dosiahnutie súladu s článkom 11 ods. 3 EMIR sa v súčasnosti pracuje na spoločnom návrhu regulačného technického štandardu (EBA, ESMA EIOPA), ktorý by mal byť vydaný v roku 2014 (zatiaľ sa prediskutoval a zverejnil len Consultation Paper). Do nadobudnutia účinnosti tohto pripravovaného regulačného technického štandardu si môžu finančné protistrany uplatňovať postupy riadenia rizík podľa svojich vnútorných predpisov.

Existuje však predpoklad, že pripravovaný regulačný technický štandard nebude špecificky zohľadňovať povahu OTC derivátových kontraktov uzatváraných pri správe š.p.f. nehnuteľností, ktoré sú predmetom tohto materiálu. Preto otázky týkajúce sa určenia výšky zábezpeky a jej kvalitatívnych kritérií je možno považovať napriek budúcemu regulačnému technickému štandardu k EMIR za relevantné.

Otázka č. 8: Ako by mala byť určená výška zábezpeky, ktorá je povinná pri vyššie uvedených derivátoch v š.p.f. nehnuteľností?

Otázka č. 9: Z akých nástrojov by mala zábezpeka pozostávať a aká by mala byť kvalita týchto nástrojov?

Otázka č. 10: Aké ďalšie požiadavky by mali byť ustanovené na predmetné zábezpeky?

Ocenenie derivátov v š.p.f. nehnuteľností

Vyššie uvedené deriváty sú z definície deriváty uzatvárané mimo regulovaného trhu, a preto sa oceňujú teoretickou cenou. Okrem toho ich podkladovým aktívom sú akcie realitných spoločností, pre ktoré tiež neexistuje trhovú cenu. Pritom podľa súčasných pravidiel vchádza do ocenenia derivátu historická volatilita podkladového cenného papiera. Vzhľadom na frekvenciu a kvalitu oceňovania

podkladových akcií realitných spoločností vzniká otázka, či by Národná banka Slovenska na oceňovanie derivátov v š.p.f. nehnuteľností nemala ustanoviť osobitné spôsoby určovania ich hodnoty na základe splnomocňovacieho ustanovenia podľa § 161 ods. 4 ZKI.

Otázka č. 11: Aký je Váš pohľad na problematiku oceňovania vyššie uvedených derivátov?

Otázka č. 12: Sú súčasné pravidlá pre oceňovanie dostatočné alebo by mala Národná banka Slovenska ustanoviť osobitné postupy oceňovanie pre tieto špecifické deriváty v š.p.f. nehnuteľností?

Vymedzenie osobitných podmienok pre zabránenie konfliktu záujmov a konanie s odbornou starostlivosťou v záujme podielnikov

Vyššie uvedené riziká vyplývajúce z možných konfliktov záujmov, z nedodržania odbornej starostlivosti a z konania, ktoré nie je v záujme podielnikov sú ošetrené viacerými ustanoveniami ZKI, ktoré však majú všeobecnú povahu. Národná banka Slovenska môže podľa § 48 ods. 11 ZKI ustanoviť opatrením podrobnosti o tom, čo sa rozumie konaním v najlepšom záujme podielnikov a o tom, čo sa rozumie konaním s odbornou starostlivosťou a spôsob preukazovania týchto konaní správcovskou spoločnosťou. V prípade, že takéto splnomocňovacie ustanovenie by sa ukázalo ako nedostatočné, Národná banka Slovenska môže navrhnúť Ministerstvu financií SR prípravu legislatívnych zmien priamo na úrovni samotného ZKI.

Otázka č. 13: Považujete súčasnú právnu úpravu pre konflikt záujmov, konanie s odbornou starostlivosťou a v záujme podielnikov za dostatočnú pre špecifické riziká vyplývajúce z používania vyššie uvedených derivátov v š.p.f. nehnuteľností?

Otázka č. 14: Aké prípadné požiadavky by mohli byť nastavené v týchto oblastiach v rámci opatrení Národnej banky Slovenska?

Otázka č. 15: Považujete za potrebné iniciovať zmenu základnej legislatívy na úrovni ZKI v súvislosti s používaním vyššie uvedených derivátov v š.p.f. nehnuteľností?

Svoje názory a odpovede na otázky prosím pošlite na e-mail

tomas.ambra@nbs.sk v termíne do 20. júna 2014.

20. máj 2014

Vypracoval:

Oddelenie regulácie trhu cenných papierov a dôchodkového sporenia, Odbor regulácie Národnej banky Slovenska