

# Konzultačný materiál Ministerstva financií Slovenskej republiky a Národnej banky Slovenska k implementácii smernice o správcoch alternatívnych investičných fondov (AIFMD)

## Úvod

Smernica 2011/61/EÚ o správcoch alternatívnych investičných fondov (ďalej len „AIFMD“)<sup>1</sup> upravuje správu akýchkoľvek subjektov kolektívneho investovania, ktoré si nevyžadujú povolenie podľa smernice UCITS. Pritom pojem „subjekt kolektívneho investovania“ je definovaný veľmi široko, ako subjekty „ktoré získavajú kapitál od viacerých investorov s cieľom investovať ho v súlade so stanovenou investičnou politikou v prospech týchto investorov“.<sup>2</sup> Keďže nie je podstatná právna forma takého subjektu, pod úpravu smernice spadá v podmienkach Slovenskej republiky správa súčasne regulovaných špeciálnych podielových fondov,<sup>3</sup> verejné ponuky majetkových hodnôt,<sup>4</sup> ako aj doteraz neregulované subjekty podnikajúce v oblasti private equity a venture capital, ktoré nepôsobia na báze verejnej ponuky.

Termín implementácie do právneho poriadku Slovenskej republiky je 22. júla 2013. Samotná smernica bude doplnená rozsiahlym delegovaným aktom Európskej Komisie vo forme Nariadenia EK, ktoré bude priamo účinné bez ďalšej implementácie. Implementácia by sa mala vykonať pomerne rozsiahlou novelou zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní (ďalej len „ZKI“) . Tento spôsob implementácie v rámci jedného právneho predpisu umožní, aby všetky dotknuté subjekty boli regulované jednotne, aj keď z pohľadu odlišnosti obsahu smerníc AIFMD a UCITS vznikne istá „dvojkoľajnosť“ regulácie a zákon o kolektívnom investovaní sa stane zložitejší a komplexnejší, keďže pribudne mnoho osobitných ustanovení vo vzťahu k správe iných ako štandardných podielových fondov.

Tento materiál predstavuje návrh technického spôsobu implementácie smernice AIFMD z pohľadu útvaru dohľadu NBS a MF SR. Podporujeme, aby niektoré hlavné problémy, ktoré tento materiál naznačuje boli predmetom verejnej diskusie s odbornou verejnosťou a podnikateľskými subjektmi, ktorých sa táto právna úprava dotkne. Ide nám najmä o otázky potreby iných ako súčasne upravených právnych foriem slovenských subjektov kolektívneho investovania a s tým súvisiace možné dopady na podielové družstvá, iné formy verejnej ponuky majetkových hodnôt a ďalej o reguláciu súčasných špeciálnych podielových fondov profesionálnych investorov. Podľa nášho názoru je verejná diskusia o rámcových problémoch implementácie v tejto fáze potrebná a nevyhnutná pre prispôbenie budúcej legislatívy potrebám podnikania a klientov.

## **Otázky:**

- ***Aké sú Vaše všeobecné námety a pripomienky k procesu implementácie smernice AIFMD?***

---

<sup>1</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:SK:PDF>

<sup>2</sup> Recitál 6 AIFMD

<sup>3</sup> § 119 a nasl. zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní (ZKI).

<sup>4</sup> § 126 a nasl. zákona č. 566/2011 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách (ZoCP).

## **Regulácia alternatívnych investičných fondov v podmienkach finančného trhu SR**

### **A. Špeciálne podielové fondy**

AIFMD neupravuje alternatívne investičné fondy (ďalej len „AIF“) a mali by sa preto naďalej mali regulovať na národnej úrovni, kde sa nad nimi naďalej má vykonávať aj dohľad.<sup>5</sup>

Hlavnou kategóriou AIF v zmysle definície AIFMD v podmienkach SR sú v súčasnosti špeciálne podielové fondy (ďalej len „ŠPF“) upravené v ZKI, určené tak retailu (verejné ŠPF) ako aj profesionálnym investorom (ŠPF profesionálnych investorov).

Úprava verejných ŠPF vychádza z princípov produktovej regulácie UCITS a je upravená na špecifiká slovenského kapitálového trhu. Okrem toho zásadne rozširuje ponuku fondov pre retailových klientov v oblastiach do ktorých nemôžu investovať UCITS fondy (reality, komodity, private equity....) pri zachovaní vysokého štandardu ochrany investora.

Právna úprava ŠPF profesionálnych investorov je v súčasnosti nastavená tým spôsobom, že rozsah prípustných investorov je širší ako definícia profesionálneho investora podľa smernice AIFMD.<sup>6</sup> Ponúkajúce týchto fondov tomuto rozsahu investorov je možné na základe výnimky podľa článku 43 ods. 1 smernice AIFMD. Táto výnimka by mala byť využitá aj pre všetky verejné špeciálne podielové fondy podľa zákona o kolektívnom investovaní. Alternatívou je revidovanie úpravy špeciálnych podielových fondov profesionálnych investorov tak, aby na ich vytvorenie už nebolo potrebné akékoľvek povolenie, avšak na to by sa mal obmedziť rozsah prípustných investorov len v rozsahu definície profesionálneho investora podľa smernice AIFMD.

### **B. Verejná ponuka majetkových hodnôt**

Okrem ŠPF napĺňajú definičné znaky AIF aj štruktúry, vznikajúce a základe verejnej ponuky majetkových hodnôt podľa zákona o cenných papieroch. V tejto súvislosti je však potrebné uviesť že tento inštitút nie je v podmienkach finančného trhu SR príliš rozšírený a v praxi sa neosvedčil. Implementácia AIFM vytvára priestor na zásadnú revíziu tohto inštitútu buď vo forme jeho zrušenia alebo prispôsobenia štandardom vyžadovaným AIFMD.

Podľa nášho názoru by inštitút verejnej ponuky majetkových hodnôt mal byť zrušený. Existujúce subjekty by sa mali považovať za samospravované alternatívne investičné fondy, avšak môžu spadnúť pod niektoré z prechodných ustanovení AIFMD. V takom prípade by mali výnimku spod právnej úpravy. V ZoCP bude potrebné zrušiť ustanovenia § 126 a nasl. a doplniť prechodné špecifické ustanovenia pre tieto subjekty.

V prípade zachovania tohto inštitútu bude potrebné vysporiadať sa s rozličnou úrovňou produktovej regulácie podľa ZKI (ŠPF) a podľa súčasnej úpravy verejnej ponukovej hodnoty a predísť rizikám regulačnej arbitráže a zníženia štandardu ochrany retailového investora.

### **C. Nové právne formy alternatívnych investičných fondov**

Keďže implementácia AIFMD bude mať dopad na rôzne podnikateľské subjekty, ktoré sa budú kvalifikovať ako alternatívne investičné fondy, prípadne ako správcovia alternatívnych

---

<sup>5</sup> Recitál 10 AIFMD

<sup>6</sup> Podľa § 136 ods. 1 je možné podielového listy š.p.f. profesionálnych investorov vydať aj kvalifikovanému investorovi podľa ZoCP alebo investorovi, ak je investovaná suma aspoň 50 000 eur.

investičných fondov, bude potrebné zväžiť potrebu v rámci legislatívy rozoznávať aj iné právne formy ako súčasne jedinú – podielový fond bez právnej subjektivity.

Jedným z bežných typov, ktoré sú upravené v zahraničných legislatívach je akciová spoločnosť s premenlivým základným imaním.<sup>7</sup> V prípade zavedenia takejto právnej formy by zákon musel osobitne upraviť založenie a následne vydávanie a odkupovanie akcií takejto spoločnosti. Išlo by o osobitnú právnu úpravu vo vzťahu k Obchodnému zákonníku. Taktiež by bolo potrebné zväžiť, aké ďalšie osobitné ustanovenia odkláňajúce sa od Obchodného zákonníka by zákon musel obsahovať.

Právne formy spoločnosti s ručením obmedzeným a komanditnej spoločnosti sú už v súčasnosti upravené v samotnom Obchodnom zákonníku takým spôsobom, aby bolo možné túto právnu úpravu považovať za vhodnú pre uzavreté neverejné fondy.

Zavedenie nových korporátnych právnych foriem by si vyžadovalo aj riešenie vzťahu fondu s právnou subjektivitou a jeho správcu (alebo administrátora). Tento vzťah by mal byť založený na zmluve o obhospodarovaní / zmluve o správe investičného fondu (angl. „appointment“), ktorej povaha je odlišná od zmluvy o zverení výkonu činnosti (angl. „delegation“). Pri zmluve o obhospodarovaní by investičný fond na zmluvnom základe prenášal povinnosti a zodpovednosť za správu na správcu, a teda by išlo o nesamosprávovaný investičný fond. Pri zmluve o zverení výkonu činností ide len o bežný outsourcing výkonu a zodpovednosť zostáva u samospravovaného investičného fondu.<sup>8</sup>

#### **Otázky:**

- ***Akým spôsobom vnímate súčasnú úpravu špeciálnych podielových fondov? Ak by mala byť vykonaná zmena právnej úpravy, tak akým spôsobom?***
- ***Podľa Vášho názoru, ktoré typy fondov by mali mať retailový charakter, a teda by sa na ne vzťahovala osobitná produktová regulácia a ktoré typy fondov by mohli vzniknúť aj bez povolenia a produktová regulácia by pri nich nastavená nebola?***
- ***Považovali by ste za účelné obmedzenie kategórie alternatívnych investičných fondov určených retailu len na súčasné verejné špeciálne podielové fondy upravené v ZKI ? Ak nie, ktoré z vyššie uvedených nových právnych foriem považujete za vhodné pre verejné fondy (fondy distribuované najmä retailu prostredníctvom verejnej ponuky)?***
- ***Ktoré z vyššie uvedených nových právnych foriem považujete za vhodné pre privátne fondy (fondy ponúkané výhradne profesionálnym investorom prostredníctvom privátnej ponuky) okrem už existujúcich špeciálnych podielových fondov profesionálnych investorov už upravených v ZKI ?***
- ***Akým spôsobom vnímate navrhovanú zmenu (zrušenie) inštitútu verejnej ponuky majetkových hodnôt? Resp. Akým spôsobom by sa mala nová právna úprava vysporiadať s inštitútom verejnej ponuky majetkových hodnôt?***
- ***Akým spôsobom by mala nová právna úprava pristupovať k družstvám?***

<sup>7</sup> tzv. spoločnosti „SICAV“ fungujúce v krajinách Beneluxu, Nemecku a Francúzku.

<sup>8</sup> Ide o ten istý koncept, ktorý sa už v súčasnosti bežne nachádza v zahraničných právnych úpravách, napr. v ČR.

#### D. Správa a administrácia investičných fondov

Administrácia fondov je inak upravená v smernici AIMFD a inak v smernici UCITS. Pri smernici UCITS je administrácia definovaná ako neoddeliteľná súčasť činnosti správcu, v smernici AIFMD len ako možná súčasť činnosti správcu. Na druhej strane však AIFMD nevyklučuje, aby správca vykonával aj administráciu fondov bez toho, aby táto činnosť bola vykonávaná inou osobou..

Preto minimálne pre alternatívne investičné fondy by bolo možné upraviť osobitne činnosť administrátora fondu. Administrátor fondu by mohol vykonávať len činnosti podľa odseku 2 prílohy I k smernici AIFMD a len na základe zmluvy (o administrácii) s fondom (nie správcom) alebo na základe zmluvy o delegovaní (so správcom). V prvom prípade by zodpovednosť prechádzala na administrátora, v druhom prípade by ju niesol správca.

Rozsah výnimiek z režimu AIFMD<sup>9</sup> vo vzťahu k veľkosti finančného trhu upozorňuje na potrebu citlivosti pri zavádzaní a regulácií nových typov finančných inštitúcií. V súčasnosti už niektoré slovenské správcovské spoločnosti uvedené limity pri správe ŠPF (100 mil. eur pri portfóliách otvorených ŠPF) prekračujú. Pri začínajúcich správcovských spoločnostiach, ktoré by spravovali najmä verejné ŠPF by sa v zmysle AIFMD vyžadovala len ich registrácia, nie povolenie NBS, tak ako v súčasnosti. Ak by sa umožnilo vytváranie a spravovanie verejných ŠPF len na základe registrácie, otvoril by sa síce priestor pre vstup nových hráčov na trh, na druhej strane by však vzrástlo riziko regulačnej arbitráže a ohrozenie súčasných vysokých štandardov ochrany investora. Z uvedených dôvodov navrhujeme, v zmysle možnosti poskytnutých AIFMD,<sup>10</sup> aby spravovanie verejných ŠPF s kumulatívnou čistou hodnotou do 100 resp. 500 mil. eur naďalej podliehalo povoleniu NBS na vznik a činnosť správcovskej spoločnosti a doterajším požiadavkám na činnosť správcovskej spoločnosti.

Na druhej strane v prípade správcov, ktorí spravujú len alternatívne investičné fondy určené len profesionálnym investorom a mimo doterajšieho rámca ZKI (fondy rizikového kapitálu), považujeme stanovovanie nových regulačných podmienok (napr. povinnosť mať depozitára) za neprimerané rozsahu a charakteru ich činnosti a preto navrhujeme pre tieto subjekty v plnej miere využiť len režim registrácie v zmysle AIFM bez ďalších požiadaviek na ich činnosť.

#### **Otázky:**

- ***Myslíte si, že zavedenie osobitnej regulovanej osoby – administrátora fondov – by bolo vhodné pre rozvoj slovenského podnikateľského prostredia v sektore kolektívneho investovania? Je reálne, aby prípadní slovenskí administrátori vykonávali tieto služby aj pre zahraničné fondy na cezhraničnej báze?***
- ***Považujete za potrebné zachovať v záujme ochrany podielnikov súčasný vysoký štandard regulácie správcov ŠPF, aj keď spravujú objem majetku spadajúci pod výnimku podľa AIFMD ?***
- ***Vyžaduje si správa alternatívnych investičných fondov (iných ako ŠPF) určených len profesionálnym investorom pokiaľ spravujú objem majetku spadajúci pod výnimku podľa AIFMD aby boli okrem režimu registrácie podľa AIFM podriadené prísnejším dodatočným požiadavkám ?***

---

<sup>9</sup> Čl. 3 ods. 2 AIFMD

<sup>10</sup> Čl. 43 ods. 1 druhý pododsek AIFMD