



Regulácia fondov sa rozširuje

Júlia Čillíková, Tomáš Ambra
Národná banka Slovenska

Pojem „kolektívne investovanie“ sa zväčša spája s investovaním do bežných podielových fondov. Na Slovensku sa ponúka najmä retailovým investorom a je základným investičným produktom na slovenskom kapitálovom trhu. Princíp spájania majetku a kolektívneho znášania výnosov aj rizika sa považuje za jeden z najvýhodnejších pre investorov s malým objemom finančných prostriedkov. Kolektívne investovanie v súčasnosti vytvára šancu pre bežných retailových investorov profitovať z diania na kapitálovom trhu. Aj z tohto dôvodu bola regulácia kolektívneho investovania vždy zameraná najmä na ochranu retailových investorov – na obmedzovanie a rozkladanie rizika, na transparentnosť, správne konanie správcov podielových fondov a na verejnú ponuku týchto fondov retailu. Základný princíp kolektívneho investovania sa však používa vo financiách oveľa širšie ako v segmente retailu.

Pred takmer dvoma rokmi bol rekodifikovaný zákon o kolektívnom investovaní, ktorý je hlavným nástrojom regulácie tejto oblasti finančného trhu. Implementovala sa ním smernica UCITS IV a zároveň sa zaviedla moderná úprava neharmonizovaných retailových fondov. Čísla ukazujú, že regulácia išla správnym smerom. Významný rozvoj zaznamenali nové produkty na tzv. non-UCITS strane regulácie, a to tak verejné špeciálne podielové fondy, ak o aj špeciálne fondy profesionálnych investorov, ktoré sa neponúkajú verejne, ale predávajú sa prostredníctvom privátneho bankovníctva a investičných sprostredkovateľov bohatej triede investorov. Stále však ide o finančné produkty, ktorých iniciátorom je správcovská spoločnosť a orientujú sa na investovanie na klasickom finančnom trhu alebo prípadne na realitné investície. Zďaleka nejde o veľmi sofistikované a rizikové finančné produkty, ktorých rizikám by bežní investori nevedeli porozumieť.

Rekodifikácia zákona o kolektívnom investovaní bola počas uplynulých dvoch rokov významnou témou pre slovenské správcovské spoločnosti aj pre dohľad Národnej banky Slovenska. Bolo potrebné vydať viacero vykonávacích predpisov a spoločnosti mali až ročné obdobie na prispôbenie sa novej legislatíve. Počas toho, ako sa slovenský asset management pripravoval na zefektívnenie a rozvoj retailového biznisu, v Európskej únii sa pripravovala iniciatíva na opačnej strane kolektívneho investovania – v segmente fondov pre profesionálnych a inštitucionálnych investorov. V roku 2011, po relatívne krátkej príprave a o to dlhších rokovaniach, bola vydaná smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ o správcovoch alternatívnych investičných fondov. Táto smernica mala byť pôvodne zameraná len na neverejne ponúkané profesionálne investičné fondy, ako sú hedge fondy a private equity fondy. Nakoniec však pod túto smernicu spadá spravovanie alebo ponúkajú akýchkoľvek fondov, ktoré nie sú UCITS fondami, a to na území celej EÚ. Zároveň z pohľadu regulácie nie je dôležité, či sa tieto fondy ponúkajú len neverejným spôsobom (tzv. private placement) a len profesionálnym investorom.

Hlavným prezentovaným dôvodom prijatia takejto smernice bol dopad finančnej krízy a politický záväzok regulovať všetkých účastníkov finančného trhu. Okrem toho globálne môžu byť napríklad hedge fondy zdrojom systémového rizika alebo podnikanie private equity fondov môže mať dôsledky na zamestnanosť vo firmách, ktoré sa stali predmetom ich akvizícií.

Smernica pokrýva veľmi veľký počet veľmi rôznych typov investičných fondov a regulácia, ktorú prináša, je masívna. Ide o pokus o reguláciu aktivít, ktoré doteraz neboli regulované. Mohli ju vykonávať tak regulované subjekty, napríklad správcovské spoločnosti, ako aj doteraz neregulované subjekty. Smernica upravuje všetky otázky správy alternatívnych investičných fondov – od požiadaviek na vlastné zdroje správcov cez organizačné požiadavky a úpravu konfliktu záujmov, pravidiel činnosti pri správe až po pravidlá pre transparentnosť voči investorom. Okrem toho zavádza do tohto podnikania prvky, ktoré sú bežné skôr v regulácii retailových fondov – požiadavku na existenciu depozitára fondu.

Špeciálne sa sústreďuje na dve problematiky – používanie finančnej páky (leverage) vo fondoch a na nadobúdanie kontrolných podielov v iných obchodných spoločnostiach prostredníctvom fondov. Cieľom týchto opatrení je na jednej strane kontrola systémového rizika a na druhej strane opatrenia v záujme zamestnanosti a stability podnikania spoločností, ktoré sa stali predmetom akvizície.

Smernica zároveň myslí na skutočnosť, že správcovia malých špecializovaných alternatívnych investičných fondov by boli neprimerane zasiahnutí takouto reguláciou. Preto ak správca spravuje len fondy, ktorých spoločná hodnota nepresahuje 100 miliónov EUR, nie je potrebné získať povolenie na činnosť a podliehať regulácii. Namiesto toho je postačujúca formálna registrácia a vykazovanie orgánu dohľadu na ročnej báze.

Smernica zároveň zavádza európsky pas, ktorý správcom umožní spravovať a ponúkať ich fondy na území celej EÚ, ale len profesionálnym investorom. Na ponuku retailu je stále potrebné povo-



lenie regulátora príslušného členského štátu EÚ. Keďže ide o globálny biznis, taký istý pas by sa mal umožniť aj správcovi a fondom z krajín mimo EÚ, najskôr však od roku 2015.

Čo bude táto zmena znamenať pre slovenský trh? V prvom rade ide o dopad na súčasne regulované subjekty – správcovské spoločnosti a ich depozitárov. Pre tieto spoločnosti je v prvom rade problém, že tak skoro po zavedení poslednej veľkej zmeny – rekodifikovaného zákona o kolektívnom investovaní – je potrebné implementovať ďalšiu zmenu. Smernica je v mnohých požiadavkách veľmi podobná smernici UCITS, s ktorou sú už dnes správcovské spoločnosti v súlade, pravidlá sa však v niektorých detailoch mierne odlišujú. Je úlohou správnej implementácie do slovenského právneho poriadku zabezpečiť, aby dohliadané subjekty mali jasne nastavené pravidlá svojej činnosti. Ak Národná rada SR schváli vládou predložený návrh novely zákona o kolektívnom investovaní, dopad na správcovské spoločnosti by nemal byť veľmi veľký:

- Bude potrebné, aby správcovské spoločnosti získali osobitné povolenie na spravovanie alternatívnych investičných fondov, medzi ktoré spadajú aj všetky špeciálne podielové fondy, ktoré už väčšina z nich spravuje. Keďže mnohé z podmienok povolenia sú preukázané už dnes, malo by ísť o relatívne formálny proces.
- Bude potrebné, aby sa prispôbili novým požiadavkám zákona, z ktorých najväčšou zmenou je zavedenie regulácie odmeňovania zamestnancov a manažérov v správcovských spoločnostiach. Podobná regulácia sa na Slovensku zaviedla už v bankách.

Na depozitárov bude mať novela zákona o niečo zásadnejší dosah. Zavádza sa nová úprava povinností pri depozitárskej úschove (custody) a zároveň sa zavádzajú aj pravidlá pre druhotnú úschovu (sub-custody). Zároveň sa upravuje aj zodpovednosť depozitára – depozitári budú zodpovední za stratu akýchkoľvek finančných nástrojov v custody alebo v sub-custody s malou, ale existujúcou možnosťou liberácie. Tieto pravidlá budú platiť tak pre depozitárov štandardných (UCITS) podielových fondov, ako aj pre depozitárov špeciálnych podielových fondov, prípadne iných alternatívnych investičných fondov. Je otázkou, ako sa táto zodpovednosť prenesie do trhovej reality – či zostane ponuka depozitárskych služieb nezmenená a ako sa zmení výška odplaty za výkon činnosti depozitára, keďže toto podnikanie bude pre banku spojené s vyšším rizikom.

Zároveň sa novela zákona o kolektívnom investovaní dotkne aj vyhlasovateľov verejnej ponuky majetkových hodnôt. Tento čisto slovenský inštitút bude v rámci zákona o cenných papieroch zrušený a pokiaľ budú tieto osoby mať záujem naďalej ponúkať svoje služby, tak už len pod reguláciou kolektívneho investovania. To znamená, že tieto subjekty už nebudú môcť naďalej zhromažďovať peňažné prostriedky od investorov bez toho, aby získali registráciu alebo príslušné povolenie podľa novelizovaného zákona. Registrácia

im však umožní len spravovanie obmedzeného objemu aktív a ponuku len profesionálnym investorom. Spravovanie a ponuka retailových produktov budú možné len na základe príslušného povolenia a len formou podielových fondov.

Zavedenie novej regulácie sa však dotkne aj subjektov, ktoré doteraz neboli regulované – ide primárne o akékoľvek súkromné investičné fondy, zamerané najmä na financovanie konkrétneho projektu alebo podnikania. Aj takéto subjekty budú spadať pod reguláciu a ich správcovia budú potrebovať registráciu alebo povolenie Národnej banky Slovenska. V opačnom prípade pôjde o nepovolené podnikanie.

Okrem vplyvu na trhové subjekty sa nová regulácia dotkne aj výkonu dohľadu Národnej banky Slovenska. Okrem nevyhnutnej potreby prelicencovania bude potrebné vydať novú sekundárnu legislatívu k zákonu a množstvo usmernení s cieľom efektívnej praktickej implementácie. Taktiež bude potrebné upraviť výkazníctvo. Najväčšou výzvou je však monitorovanie, identifikácia a zavedenie efektívneho dohľadu nad novými, doteraz neregulovanými subjektmi, ktoré sa svojou podstatou odlišujú od štandardných finančných inštitúcií, ktoré Národná banka Slovenska dohliada.

Ako teda vcelku hodnotiť klady a zápory novej regulácie? Z pohľadu v súčasnosti regulovaných subjektov sa toho mnoho nezmení. Pravidlá ich podnikania a ochrana investorov, najmä tých retailových, sú zabezpečené už dávno a prešli reformou pred dvoch rokov. Na doteraz neregulované subjekty bude dopad oveľa väčší, nie je však zrejmé, aké benefity budú mať tieto subjekty z regulácie. Budú mať ich investori vyššiu ochranu? Z pohľadu legislatívy áno, ale keďže ide zväčša o finančne zabezpečené profesionálne osoby, títo investori si vedia správnu mieru svojej ochrany zabezpečiť aj sami.

Idie skôr o pohľad na možný rozvoj, ktorý očividne na Slovensku chýba. O novele zákona o kolektívnom investovaní neprebehla širšia odborná diskusia a pripomienky z finančného sektora zaslali len Slovenská asociácia správcovských spoločností a Slovenská asociácia bánk. Princíp spájania kapitálu a kolektívneho znášania výnosov aj rizika je uplatniteľný aj pre iné odvetvia, ako sú úspory domácností. Cez fondy je možné financovať vznikajúce malé a stredné podniky alebo projekty zamerané na rozvoj zamestnanosti a sociálneho zabezpečenia. Skutočnosť, že táto oblasť sa stáva regulovanou nielen na Slovensku, ale v celej Európe, prináša možnosti pre poskytovateľov finančných služieb – od správcov cez distribútorov až po osoby poskytujúce administratívne služby, ako napríklad účtovníctvo, právne služby alebo oceňovanie – a to na celom jednotnom trhu EÚ. Široká diskusia o rozvoji a efektívnejšom fungovaní fondového biznisu, ale aj širšieho kapitálového trhu a o možnostiach, ako by mal podporovať slovenskú ekonomiku, zatiaľ neprebehla. Je možné, že až zavedenie novej regulácie a chyby, ktoré sa v nej nevyhnutne ukážu, takúto diskusiu naštartujú.