

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA VPLIVA DIREKTIVE UAIS NA SPREMEMBE
V DEJAVNOSTI ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH SKLADOV**

Ljubljana, september 2017

JAKA ARKO

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Jaka Arko, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza vpliva direktive UAIS na spremembe v dejavnosti alternativnih investicijskih skladov, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Alešem Berkom Skokom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu prek Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 8.9.2017

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI SKLADI.....	3
1.1 Opredelitev alternativne naložbe.....	3
1.2 Opredelitev alternativnih investicijskih skladov	4
1.3 Analiza trga alternativnih investicijskih skladov	5
2 HEDGE SKLADI	7
2.1 Opredelitev hedge skladov	7
2.2 Analiza dejavnosti hedge skladov	8
2.3 Zgodovina hedge skladov.....	12
2.4 Razvoj regulacije hedge skladov v ZDA.....	15
2.5 Razvoj regulacije hedge skladov v EU.....	17
3 PREDSTAVITEV DIREKTIVE O UAIS	20
3.1 Časovni okvir direktive o UAIS	21
3.2 Pravni okvir direktive o UAIS	22
3.2.1 Dovoljenje za upravljanje	22
3.2.2 Splošne zahteve direktive o UAIS	23
3.2.2.1 Politika in praksa prejemkov	23
3.2.2.2 Nasprotje interesov.....	24
3.2.2.3 Obvladovanje tveganj.....	24
3.2.3 Organizacijske zahteve	25
3.2.3.1 Vrednotenje sredstev	25
3.2.3.2 Prenos funkcije na tretje osebe	26
3.2.3.3 Depozitar	26
3.2.3.4 Pravila o preglednosti delovanja UAIS	28
3.2.4 Trženje in upravljanje AIS v EU	30
3.2.4.1 Pravice EU UAIS do trženja in upravljanja EU AIS v EU	30
3.2.4.2 Pravice ne-EU UAIS do trženja in upravljanja ne-EU AIS v EU	31
4 VPLIV DIREKTIVE NA DELOVANJE UAIS.....	32
4.1 Pozitiven vidik delovanja direktive o UAIS	32
4.2 Negativen vidik delovanja direktive o UAIS	33
4.3 Odziv upravljalcev hedge skladov na direktivo o UAIS	35
4.3.1 Vpliv direktive o UAIS na manjše UAIS	40
4.3.2 Konvergenca oziroma združevanje alternativne in tradicionalne dejavnosti investicijskih skladov.....	42
4.3.3 Analiza uskladitvenega statusa z direktivo o UAIS.....	44

4.3.4 Vpliv direktive na trženje hedge skladov v EU	45
4.4 Vpliv direktive o UAIS na razvoj dejavnosti AIS v Sloveniji	49
SKLEP	51
LITERATURA IN VIRI	53
KAZALO SLIK	
Slika 1: Primerjava tradicionalnih in alternativnih sredstev v upravljanju v obdobju 2005–2013 (v bilijonih USD)	6
Slika 2: Prikaz rasti sredstev v upravljanju hedge skladov skozi zgodovino (brez sredstev v upravljanju skladov hedge skladov) v milijardah USD	9
Slika 3: Prikaz deleža sredstev v upravljanju hedge skladov glede na kraj sedeža upravitelja v letu 2015 (v %).....	11
Slika 4: Prikaz deleža upraviteljev hedge skladov po državah, kjer so ti registrirani v letih 2011 in 2015 (v %).....	12
Slika 5: Prikaz mnenja upraviteljev hedge skladov o vplivu direktive o UAIS na njihovo poslovanje v naslednjih 12 mesecih glede na kraj sedeža upravitelja (v %)	37
Slika 6: Prikaz glavnih problemov upraviteljev hedge skladov v zvezi z direktivo o UAIS glede na kraj sedeža hedge sklada (v%)	38
Slika 7: Prikaz zahtev direktive o UAIS, ki dejavnosti AIS povzročajo največ težav (v).....	39
Slika 8: Prikaz največjih koristi, ki jih po mnenju upraviteljev prinaša direktiva o UAIS (v %).....	39
Slika 9: Prikaz glavnih težav upraviteljev hedge skladov v zvezi z direktivo o UAIS glede na velikost sredstev v upravljanju hedge sklada v milijonih dolarjev (v %)....	41
Slika 10: Prikaz mnenja upraviteljev glede konvergence med tradicionalnimi in alternativnimi investicijskimi skladi v prihodnosti (v %)	43
Slika 11: Prikaz uskladitvenega statusa hedge skladov z direktivo o UAIS glede na geografsko lego upraviteljev hedge sklada (v %)	45
Slika 12: Prikaz razlogov, zakaj se tuji upravitelji hedge skladov ne odločajo za trženje v EU (v %)	46
Slika 13: Prikaz pristopa ne-EU upraviteljev hedge skladov do vlagateljev v EU v naslednjih 18 mesecih (v %)	48

UVOD

Globalna finančna kriza v letih 2007–2008 in takratni veliki škandali, kot sta Lehman Brothers in Madoffova piramidna shema, so izpostavili velike luknje v regulaciji dejavnosti alternativnih investicijskih skladov (BNY Mellon, 2012). Le razvpiti primer Madoffove ponzijske sheme je vlagatelje oškodoval za 65 milijard ameriških dolarjev (v nadaljevanju USD), odkrili pa so ga šele tedaj, ko je Madoff za prevaro povedal sinovoma, ta pa sta ga naslednji dan prijavila ameriškemu nadzornemu organu za finančne trge (U.S. Securities and Exchange Commission, v nadaljevanju SEC). Javnost se je začela resno spraševati, kdo regulira in nadzoruje upravitelje alternativnih skladov, ki upravljajo bilijone premoženja vlagateljev. Čeprav so se strokovnjaki že pred finančno krizo zavedali, da je ta dejavnost premalo regulirana, se do globalne finančne krize v letu 2008 na tem področju ni kaj bistvenega spremenilo (BNY Mellon, 2012).

Globalna finančna kriza in velike prevare so le spodbudili delo politikov in regulatorjev na obeh straneh Atlantika k celovitemu in harmoniziranemu urejanju področja alternativnih investicijskih skladov z namenom zaščite finančnega sistema in vlagateljev pred sistemskim tveganjem in javnimi goljufijami. Z novimi regulatornimi spremembami se od alternativnih upravljavcev premoženja zahteva večja preglednost njihovega delovanja, nadgradnjo upravljanja s tveganji, uvedbo tretjih oseb za skrbništvo in vodenje evidenc nad sredstvi vlagateljev ter še številne za to dejavnost nove zahteve, ki bodo za vedno spremenile delovanje te dejavnosti v prihodnosti (World Economic Forum, 2015).

V Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) so leta 2010 sprejeli Dodd-Frank reformo, ki zajema celoten spekter sprememb za namen večje stabilnosti ter varnosti finančnega sistema. Del te reforme, imenovan Private Fund Investment Advisers Registration Act (v nadaljevanju PFIARA), se nanaša na nove regulatorne zahteve nad delovanjem hedge skladov in ostalih alternativnih skladov. Nova zakonodaja pooblašča SEC za nadzor nad upravljavci alternativnih investicijskih skladov in ne omogoča več izvzetja upravljavcev alternativnih skladov iz zakonodajnih okvirjev, kot je to bilo mogoče v preteklosti. SEC bo od upravljavcev zahteval večjo preglednost poslovnih in trgovalnih aktivnosti z namenom pridobivanja kar se da veliko pomembnih informacij za prepoznavanje sistemskih tveganj in zaščito vlagateljev (Seevers & Crump, 2010).

Čeprav so spremembe v stopnji regulacije nad dejavnostjo alternativnih skladov v ZDA precejšnje, je bil odgovor Evropske unije (v nadaljevanju EU) na problematiko pomanjkanja regulacije nad alternativnimi investicijskimi skladi (v nadaljevanju AIS) še bolj celovit in obsežen. Rezultat tega je direktiva AIFMD (angl. *Alternative investment fund management directive*) ali po slovensko Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju direktiva o UAIS), ki je bila 11. novembra 2010 sprejeta v Evropskem parlamentu in je 21. julija 2011 tudi uradno vstopila v veljavo. Gre za obsežno in kompleksno direktivo, ki je v zakonodajni okvir zajela celotno dejavnost AIS, namenjenih profesionalnim vlagateljem, oziroma sklade, ki niso bili zavezani k direktivi o kolektivnih

naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (v nadaljevanju direktiva o KNPVP) oz. angl. *Undertakings for the collective investment in transferable securities directive* (v nadaljevanju UCITS direktiva).

Nad direktivo o UAIS se je zgrnil plaz polemik (Deloitte, 2012), primarno zaradi širokih pravnih okvirjev in številnih novih zahtev, ki UAIS povečujejo kompleksnost in stroške pri upravljanju skladov. Direktiva vpliva na zelo široko področje AIS, namenjenih profesionalnim vlagateljem, med katerimi so največji predstavniki skladi tveganega kapitala, hedge skladi, skladi zasebnega kapitala in nepremičninski skladi.

V magistrskem delu raziskujem, kaj prinašajo spremembe, ki jih uvaja direktiva o UAIS, v dejavnost alternativnih skladov v EU. Osredotočim se predvsem na vpliv direktive na hedge sklade, ki so po višini sredstev v upravljanju največji predstavnik med alternativnimi skladi. Ti veljajo tudi za najbolj tvegane med vsemi alternativnimi skladi, ker v svojih strategijah pogosto uporabljajo izvedene finančne instrumente oziroma derivative ter pri tem uporabljajo finančne vzvode. Pomemben mehanizem, ki povečuje tveganje hedge skladov, je tudi prodajanje na kratko (angl. *short-selling*), ki ga opišem v nadaljevanju.

Magistrsko delo vsebinsko razdelim na tri dele. V prvem delu v prvih dveh poglavjih predstavim dejavnost alternativnih investicij, alternativnih skladov in hedge skladov. V obeh poglavjih poleg teoretičnega dela dodam tudi analitičen del, v katerem analiziram aktualne podatke ter predstavim trenutno stanje v dejavnosti AIS. V prvem poglavju predstavim alternativne naložbe in AIS ter analiziram aktualno stanje v tej dejavnosti. V drugem poglavju dodatno predstavim hedge sklade in analiziram aktualno stanje v dejavnosti hedge skladov. Predstavim tudi krajšo zgodovino hedge skladov in opišem nekaj finančnih dogodkov, v katerih so se ti zaradi spornih praks oziroma tveganega načina poslovanja znašli pod večjimi kritikami in pritiski javnosti. Na koncu poglavja dodatno opišem zgodovino in povod za aktualne spremembe v regulaciji AIS tako v ZDA kot v EU. V zadnjem delu tretjega poglavja na kratko predstavim še regulatorne spremembe na področju AIS v ZDA, ki so posledica reforme Wall Streeta Dodd-Frank.

V drugem delu magistrskega dela v tretjem poglavju predstavim direktivo o UAIS, časovne okvire direktive in njene najpomembnejše člene, ki bodo imeli velik vpliv na delovanje te dejavnosti v prihodnje. Vsak člen dodatno pojasnim in podkrepim z mnenjem strokovnjakov z obravnavanega področja. Zaradi obsežnosti direktive o UAIS predstavim tiste člene direktive, ki so sprožili največ polemik s strani UAIS in strokovne javnosti.

V tretjem delu, ki zajema četrto poglavje, analiziram odziv upravljavcev in dejavnosti na direktivo o UAIS. V času od uvedbe direktive so bile že izpeljane raziskave mednarodnih finančnih hiš na temo vpliva direktive o UAIS na UAIS. Osredotočim se predvsem na odziv na direktivo s strani hedge skladov in poskušam poiskati odgovor na to, kako se dejavnost odziva na sprejem direktive o UAIS. V tem poglavju navedem pozitivne in negativne vidike uvedbe direktive, ki so jih izpostavili posamezni upravitelji in strokovnjaki s tega področja.

Osredotočim se tudi na problematiko in težave malih upraviteljev, ki so se pojavile s prihodom nove direktive, in na vpliv »potnega lista« na trženje skladov, usklajenih z direktivo o UAIS na območju EU. S tem poskušam pridobiti odgovor na zastavljeni raziskovalni vprašanji:

- raziskovalno vprašanje 1: direktiva o UAIS bo zaradi kompleksnih regulatornih zahtev, ki bodo povečale stroške in s tem otežile delovanje manjših in srednje velikih alternativnih investicijskih hedge skladov, povečala koncentracijo in zmanjšala konkurenčnost v dejavnosti hedge skladov v EU;
- raziskovalno vprašanje 2: harmonizacija pravne ureditve in uvedba potnega lista za trženje skladov, ki ga prinaša direktiva o UAIS, bosta na dolgi rok vplivali na večjo ponudbo hedge skladov profesionalnim in institucionalnim vlagateljem v posameznih državah članicah EU.

V zadnjem delu četrtega poglavja na kratko opišem še stanje dejavnosti alternativnih skladov v Sloveniji in vpliv novo sprejetega Zakona o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju ZUAIS) na delovanje te dejavnosti pri nas v prihodnosti.

1 ALTERNATIVNI INVESTICIJSKI SKLADI

1.1 Opredelitev alternativne naložbe

Alternativna naložba je relativno nov pojem, ki zajema zelo široko, heterogeno in konstantno spreminjajoče se področje investiranja, zato definiranje tega področja povzroča težave mnogim strokovnjakom. Osnovna definicija predstavi alternativno naložbo kot vse tisto, kar ni »tradicionalna naložba«, s katero je mišljena naložba v delnice, obveznice ali denar na razvitih trgih. Po združenju CAIA, ki velja za vodilno organizacijo za izobraževanje na področju AIS, bi lahko alternativne naložbe razdelili na naložbe v: hedge sklade, nepremičnine, zasebni kapital podjetij, surovine in izvedene finančne instrumente (Anson, 2012). Obstaja še mnogo drugih alternativnih naložb, kot so naložbe v emisijske kupone, luksuzne zbirateljske predmete (umetnine, vina), znamke ali filmske produkcije, vendar te predstavljajo nepomemben delež v primerjavi s prej naštetimi alternativnimi naložbami.

Alternativne naložbe so namenjene predvsem institucionalnim vlagateljem ali premožnim profesionalnim vlagateljem, saj je v povprečju višina vstopne naložbe precej višja kot v tradicionalnih naložbah, ročnost naložb daljša, njihova likvidnost pa manjša. Pomembno je poudariti, da investiranje v to vrsto sredstev lahko prinaša visoke donose, lahko pa se odraža tudi v visokih izgubah, kar pomeni, da je tveganost alternativnih naložb v povprečju višja od tradicionalnih naložb.

Medtem ko ima vsaka vrsta alternativne naložbe svoje specifične lastnosti, ima celotna skupina nekaj skupnih značilnosti, kot so (Leitner, Mansour, & Naylor, 2007):

- možnost višjih donosov;
- relativno nizka korelacija s tradicionalnimi naložbami;
- v večini alternativnih sektorjev se s sredstvi ne trguje dnevno na transparentnih javnih trgih. Transakcije so relativno redke. Donosi so lahko odvisni od individualnih vrednotenj;
- omejen vpogled v zgodovino uspešnosti naložb;
- možnost uporabe vzvodov, nakupno-prodajnih opcij in uporaba izvedenih finančnih instrumentov (derivatov);
- manjša likvidnost od tradicionalnih naložb;
- dolgoročneje naložbe in daljša časovna omejitev naložb;
- višji trgovalni stroški;
- težje dosegljive neprofesionalnim oziroma »malim« vlagateljem;
- nižja stopnja regulacije kot pri tradicionalnih naložbah.

Nekatere zgoraj naštetе značilnosti očitno ne veljajo za vse alternativne naložbe. Hedge sklad lahko na primer investira le v sredstva, kot so izvedeni finančni instrumenti, s katerimi se javno in dnevno trguje na finančnih trgih. Na drugi strani naložba v nepremičnine predstavlja povsem drugo vrsto naložbe, ki nima skoraj nobenih skupnih točk z naložbo v izvedene finančne instrumente. Kljub temu bi lahko zgoraj navedene značilnosti v večini pripisali vsem alternativnim naložbam, na drugi strani pa te niso značilne za tradicionalne naložbe, kot je nakup delnic ali obveznic (Leitner et al., 2007).

Alternativne naložbe so pogosto izpostavljene tudi tveganjem, ki niso značilna za tradicionalne naložbe. Ta tveganja bi lahko razdelili na likvidnostno tveganje (daljša ročnost naložbe), kreditno tveganje oziroma tveganje neplačila in tveganje nestanovitnosti (volatilitnost). Višja tveganja na drugi strani pomenijo višje pričakovane donose s strani vlagateljev (Géhin & Vaissié, 2006).

1.2 Opredelitev alternativnih investicijskih skladov

Skladi, ki upravljajo z alternativnimi naložbami, se imenujejo alternativni investicijski skladi. V primerjavi z vzajemnimi skladi ti v svojih naložbenih portfeljih tako držijo predvsem netradicionalne naložbe in uporabljajo bolj kompleksne trgovalne strategije. Zaradi vrste sredstev, v katera ti vlagajo, in specifičnih strategij, ki jih uporabljajo, so AIS namenjeni predvsem profesionalnim vlagateljem oziroma premožnim posameznikom.

Vlaganje v alternativne naložbe prinaša dve glavni prednosti (BlackRock Investments, 2016):

- razpršitev: alternativna sredstva imajo nizko korelacijo z javnimi delniškimi in obvezniškimi trgi. To pomeni, da se premiki na delniških oziroma obvezniških trgih ne bodo v enaki meri prenesli na trg alternativnih sredstev ali obratno. Lahko pride tudi do

negativne korelacije. Poznan primer je cena plemenitih kovin, kot je zlato, ki najbolj raste takrat, ko je nezaupanje v delniške in obvezniške trge najvišje. To za vlagatelje predstavlja odlično možnost razpršitve tveganja v svojem naložbenem portfelju;

- alternativne investicijske strategije: upravitelji AIS uporabljajo alternativne investicijske strategije, ki niso dovoljene za upravitelje s tradicionalnimi naložbami. Tu mislimo na uporabo izvedenih finančnih instrumentov in finančnih vzvodov.

AIS najlažje ločimo po vrstah alternativnih naložb, ki jih ti upravljajo. Največji in najbolj poznani predstavniki dejavnosti AIS so: hedge skladi, nepremičninski skladi in skladi zasebnega kapitala (angl. *private equity funds*), med katere spadajo tudi skladi tveganega kapitala (angl. *venture capital funds*). Znani so tudi drugi AIS, kot so kmetijski skladi, surovinski skladi, energetski skladi, ki so se v zadnjih dveh desetletjih močno razvili. Kljub temu da je večina teh namenjena profesionalnim in premožnim vlagateljem, so se v zadnjem desetletju močno razvili tudi AIS, namenjeni neprofesionalnim oziroma manj premožnim vlagateljem, kot so alternativni vzajemni skladi (Mckinsey & Company, 2014). Več o tem v nadaljevanju.

1.3 Analiza trga alternativnih investicijskih skladov

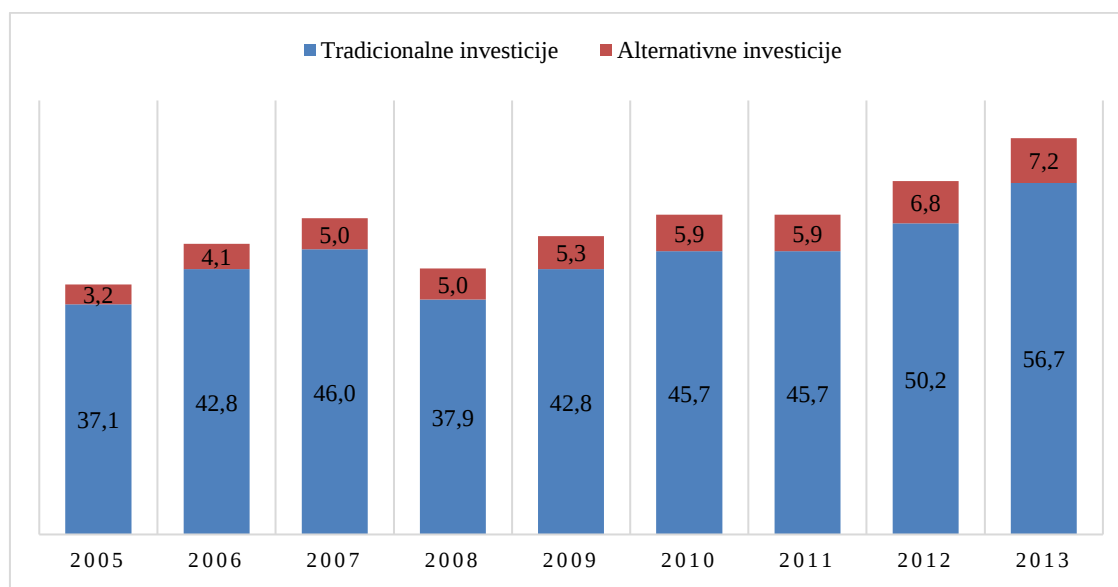
Trg alternativnih naložb se je v zadnjih treh desetletjih močno razvil in postal pomemben del finančnega sistema in globalne ekonomije. AIS skupaj upravljajo že z bilijoni premoženja institucionalnih vlagateljev, med katerimi so največji predstavniki banke, zavarovalnice, pokojninski skladi, fundacije in sami upravitelji teh skladov. V alternativne sklade vlagajo tudi premožni posamezniki, z razvojem te panoge v zadnjih letih pa so ti skladi postali dostopni pravzaprav vsem »malim« vlagateljem (Mckinsey & Company, 2012).

Če je dejavnost alternativnih naložb v 20. stoletju predstavljala majhen delež v finančnem sistemu, je ta v 21. stoletju z visoko rastjo postala pomembna dejavnost v globalni ekonomiji. Z rastjo te dejavnosti so AIS pridobili na pomembnosti, zato igrajo pomembno vlogo pri podpiranju globalnih kapitalskih trgov in prerazporejanju tveganja na globalni ravni (World Economic Forum, 2015). V raziskavi, ki jo je opravilo finančno svetovalno podjetje Mckinsey & Company, so alternativna sredstva v upravljanju leta 2013 znašala 7,2 bilijona USD (število bilijon v Evropi pomeni tisoč milijard, v ZDA pa se za to število uporablja izraz trilijon) in so se v primerjavi z letom 2005, ko so znašala 3,2 bilijona USD, več kot podvojila. Alternativna sredstva v upravljanju so tako od leta 2005 do 2013 rastla s povprečno stopnjo 10,7 % in kar dvakrat preseгла rast tradicionalnih sredstev v upravljanju.

Ta so v enakem obdobju dosegla letno povprečno rast 5,4 % (Baghai, Erzan, & Kwek, 2015). Kljub temu je bilo tradicionalnih sredstev v upravljanju v letu 2013 skupaj 56,7 bilijona USD, kar je še vedno 7,9-krat več kot alternativnih sredstev v upravljanju. To razmerje pa je mnogo nižje kot v letu 2005, ko je bilo razmerje med tradicionalnimi sredstvi v upravljanju in alternativnimi sredstvi v upravljanju 11,6-krat večje.

Po raziskavah finančne hiše Mckinsey & Company so alternativna sredstva v upravljanju konec leta 2013 znašala 7,2 bilijona USD, kjer so z 2,6 bilijona USD upravljali hedge skladi in z 2,1 bilijona USD skladi zasebnega kapitala. Preostala 2,5 bilijona USD so v večini upravljali nepremičninski, zemljiški ali surovinski skladi (Baghai et al., 2015). Iz Slike 1 je razvidna višina alternativnih in tradicionalnih sredstev v upravljanju v obdobju 2005–2013.

Slika 1: Primerjava tradicionalnih in alternativnih sredstev v upravljanju v obdobju 2005–2013 (v bilijonih USD)



Vir: P. Baghai, O. Erzan, & J. Kwek, *The \$64 trillion question: Convergence in asset management*, 2015.

Z raziskavo pri družbi Mckinsey & Company so med letoma 2013 in 2014 anketirali in intervjuvali skoraj 300 največjih institucionalnih vlagateljev, ki upravljajo 2,7 bilijona USD premoženja. Večina teh vlagateljev je potrdila, da nameravajo v alternativnih skladih v prihodnjih letih obdržati ali celo povečati višino vloženih sredstev (Baghai et al., 2015).

Raziskava, ki jo je opravilo finančno-raziskovalno podjetje PWC, potrjuje velik potencial panoge alternativnih naložb v prihodnosti. Ta naj bi po letih visoke rasti sredstev v upravljanju doživela transformacijo in v prihodnosti postala še bolj organizirana, razvila naj bi bolj prefinjene tržne strategije, se bolj osredotočila na posamezne distribucijske kanale in več sredstev namenila gradnji ugleda svojih blagovnih znamk. Podjetje PWC je v svoji raziskavi »Alternative asset management 2020« optimistično napovedalo celo podvojitev sredstev v upravljanju alternativnih skladov do leta 2020, in sicer na 15 bilijonov USD (PWC, 2015).

Globalna finančna kriza je v letih 2007–2009 vplivala predvsem na spremembo strukture vlagateljev v alternativne naložbe. Zlom finančnih trgov in nestanovitnost trga zaradi negotovih makroekonomskih razmer sta s trga odgnala vlagatelje, ki so iskali ekstremno

visoke donose, in privabila predvsem institucionalne vlagatelje, ki želijo konstantno, tveganju prilagojeno in s trgom nekorelirano naložbo (World Economic Forum, 2015).

2 HEDGE SKLADI

2.1 Opredelitev hedge skladov

Hedge skladi so največji in najbolj tvegani predstavnik med alternativnimi skladi, zato so z regulatornega vidika tudi najpomembnejši člen alternativne dejavnosti. Čeprav so po svetu že zelo razširjeni, univerzalne definicije zaradi svoje raznolikosti nimajo. Hedge sklad je definiran kot aktivno voden investicijski sklad, ki išče absolutni donos. Hedge skladi s težnjo po doseganju absolutnega donosa uporabljajo širok nabor naložbenih strategij in finančnih instrumentov. Namenjeni so manjšemu številu bolj premožnih vlagateljev, kjer upravitelj sklada prejme del ustvarjenih donosov sklada (Jaeger, 2003).

Za razliko od vzajemnih skladov, katerih cilj je doseganje pozitivnega donosa za vlagatelje oziroma donosa, podobnega donosu specifičnega tržnega indeksa (kar se v finančnem svetu označi z grško črko beta (β)), hedge skladi ciljajo na absoluten donos, ki ga v finančnem svetu poznamo pod grško črko alfa (α). Za doseganje absolutnega donosa pogosto uporabljajo izvedene finančne instrumente in finančne vzvode, kar lahko pomeni večje tveganje za vlagatelje, vendar na drugi strani tudi višje donose. Svojim vlagateljem pogosto poleg provizije za upravljanje zaračunavajo še provizijo za uspešnost, ki v povprečju znaša med 10 in 20 %, lahko pa tudi 50 % ustvarjenega dobička vlagateljev (Lhabitant, 2009).

Hedge skladi med seboj uporabljajo zelo raznolike investicijske stile in strategije, kar pomeni, da so tveganja in potencialni donosi precej raznoliki. Zaradi širokega nabora naložbenih strategij, kot so prodajno-nakupne opcije, so hedge skladi priljubljeni kot nekorelirana naložba s tradicionalnimi naložbami. Kot ostale alternativne naložbe tudi naložba v hedge sklad ponuja prednosti, kot so (Lhabitant, 2009):

- tveganju prilagojen donos;
- razpršitev;
- nizka korelacija z ostalimi naložbami;
- (pri večini) nizka nestanovitnost.

To so glavne prednosti hedge skladov, ki so tudi razlog za priljubljenost dejavnosti hedge skladov, v zadnjih letih predvsem med institucionalnimi vlagatelji. Večina trgovalnih strategij hedge skladov je kompleksnih, kjer uporabljajo več različnih kombinacij trgovalnih pozicij, s katerimi želijo dosegati zastavljene cilje.

Hedge skladi so tako za vlagatelje privlačna naložba, ker lahko generirajo visoke donose in imajo nizko korelacijo z gibanjem tržnih indeksov. To pa jim daje možnost doseganja

donosov tudi v času negativnih tržnih razmer, zato hedge skladi v finančnih krizah v povprečju dosegajo višje donose oziroma manjše izgube kot naložbe v tradicionalna sredstva. Hedge skladom pripisujejo tudi lastnost, da lahko hitro in učinkovito vstopijo in izstopijo iz tržnih pozicij, brez strahu, da bi pri tem izgubili vlagatelje. Uporaba vzvodov in možnost svobodne razpršitve naložbenega portfelja omogočata hedge skladom večjo uspešnost kot na primer bolj reguliranim vzajemnim skladom (Sperlich, 2010).

Med normalnimi tržnimi razmerami hedge skladi zagotavljajo pomembne koristi za finančne trge, saj omogočajo porazdelitev tveganja, povečujejo likvidnost in prispevajo k učinkovitemu oblikovanju cen vrednostnih papirjev. Hedge skladi pogosto aktivno trgujejo in uporabljajo širok spekter različnih strategij. Aktivna trgovalna dejavnost prispeva k učinkovitemu delovanju finančnih trgov ter z večjo likvidnostjo vpliva na pravočasno oblikovanje cene sredstev na finančnih trgih. Prednosti večje likvidnosti na trgu se kažejo v nižjih transakcijskih stroških, kot so nižji vstopni stroški pri vstopu v trgovalne pozicije vlagateljev. Ker upravitelji hedge skladov vedno iščejo nove priložnosti za doseganje donosov, pogosto tudi z nasprotnimi pozicijami, kot so prodaje na kratko, pri tem pomagajo vrednotiti cene podcenjenih ali precenjenih vrednostnih papirjev na realne vrednosti.

Kljub splošno priznanim koristim hedge skladov lahko ti predstavljajo tveganje za finančni sistem in prispevajo k finančni nestabilnosti. Velikost finančnih vzvodov in medsebojna povezanost z bankami in borznimi posredniki lahko v nepredvidljivih razmerah povzročita še večjo nestabilnost na finančnih trgih. V nekaterih okoliščinah, zlasti na manj razvitih trgih, lahko njihova dejanja vplivajo na še večjo nestabilnost trga ter povzročijo tržno paniko kot v primeru azijske finančne krize v letu 1998. Pri takih poslih hedge skladov je težko oceniti, ali gre za tržne manipulacije ali racionalno ekonomsko obnašanje (Dixon, Clancy, & Kumar, 2012).

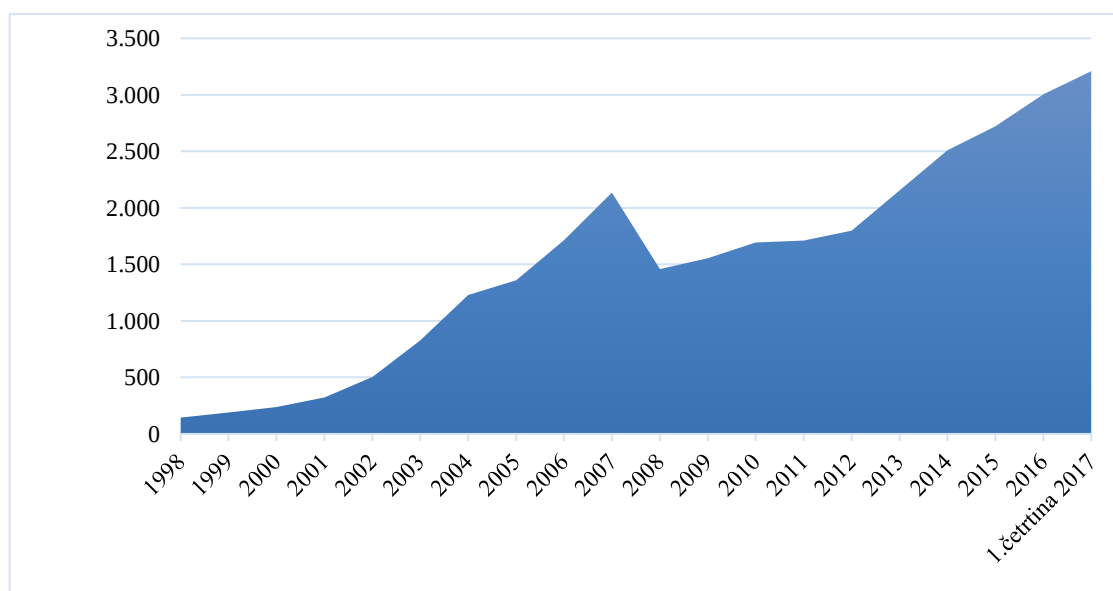
Dejavnost hedge skladov je bila v preteklosti nizko regulirana, zato so številni hedge skladi brez večjih omejitev lahko posegali po zelo tveganih in spornih strategijah z željo doseganja kar se da visokih donosov. Ker so bili upravitelji bogato nagrajeni za doseganje višjih donosov, so bili ti zelo tolerantni do takšnih tveganj. To je vodilo v visoko izpostavljenost hedge skladov določenim vrstam finančnim instrumentov, ki so ob nastanku nepredvidljivih finančnih dogodkov povzročili odmevne zlome hedge skladov v preteklosti, kot sta Long Term Capital Management (v nadaljevanju LTCM) v letu 1998 in Bear Stearns v letu 2007. Ti dogodki so močno zamajali stabilnost finančnega sistema in regulatorje opomnili na pomanjkljivosti v regulaciji teh skladov. Več o tem v poglavju o zgodovini hedge skladov (Ang, Gorovyy, & van Inwegen, 2011).

2.2 Analiza dejavnosti hedge skladov

Dejavnost hedge skladov je v zadnjih dveh desetletjih postala ena od najbolj kreativnih in konstantno rastočih dejavnosti v finančni dejavnosti. Po podatkih finančno-raziskovalne hiše BarclayHedge, ki vodi največjo podatkovno bazo hedge skladov, sem analiziral rast te

dejavnosti od leta 1990 do 1. četrtnine leta 2017. Sredstva v upravljanju hedge skladov so od leta 1990 s 34 milijard USD do leta 2000 narasli na 237 milijard USD. Visoka rast sredstev v upravljanju se je nadaljevala vse do leta 2007, ko so hedge skladi upravljali že z 2,14 bilijona USD premoženja. Globalna finančna kriza je vplivala na zmanjšanje sredstev v upravljanju na 1,5 bilijona USD v letu 2008. Kljub preplahu na finančnem trgu so se sredstva v upravljanju po krizi začela ponovno višati in v letu 2013 že presegla predkrizno vsoto. Slika 2 prikazuje višino sredstev v upravljanju hedge skladov v milijardah USD od leta 1998 do 1. četrtnine leta 2017, po podatkih finančnega podjetja BarclayHedge, ki je vodilno svetovno podjetje za merjenje uspešnosti in velikosti dejavnosti hedge skladov. Na sliki opazimo strmo rast sredstev v upravljanju od leta 1998 naprej. Opazimo tudi, da nizki donosi hedge skladov po finančni krizi 2007–2008, niso negativno vplivali na rast višine sredstev v upravljanju hedge skladov.

Slika 2: Prikaz rasti sredstev v upravljanju hedge skladov skozi zgodovino (brez sredstev v upravljanju skladov hedge skladov) v milijardah USD



Vir: BarclayHedge, Hedge Fund Industry – Assets Under Management, 2017.

Za to imajo zasluge predvsem institucionalni vlagatelji, kot so pokojninski skladi, zavarovalnice, finančne institucije in razne fundacije, ki so zaradi velikih izgub v času finančne krize svoje portfelje bolj razpršili, kar so jim strategije hedge skladov tudi omogočile. V zaključku leta 2016 so se sredstva v upravljanju hedge skladov prvič v zgodovini presegla mejo treh bilijonov USD. Poudariti je treba, da so v podatkovni bazi BarclayHedge sredstva v upravljanju skladov hedge skladov ločena od sredstev hedge skladov. Če bi jih sešteli skupaj, bi sredstva v upravljanju hedge skladov presegla 3 bilijone že sredi leta 2015 in bi v prvi polovici leta 2016 znašala že 3,3 bilijona dolarjev (BarclayHedge, 2017).

Hedge skladi so izjemno rast dosegli v obdobju po globalni finančni krizi, ko je njihova donosnost precej zaostajala za večino borznih indeksov. Če pogledamo obdobje od leta 2009 do 2014, ko so sredstva v upravljanju hedge skladov narasla z 1,5 bilijona dolarjev na 2,5 bilijona dolarjev, je globalni indeks hedge skladov (angl. *Global hedge fund index*, v nadaljevanju HFRX) vsako leto precej zaostal za donosi najbolj poznane delniškega indeksa S&P 500. Tudi leto 2015 je HFRX končal z –3,6 % izgubo, medtem ko je indeks S&P dosegel 1,4 % rast, kar pomeni, da je bil indeks HFRX 7 let zapored nižji od indeksa S&P. Nizki donosi hedge skladov že pošteno skrbijo vlagatelje, z večjo regulacijo pa bo doseganje višjih donosov še bolj oteženo. Skeptiki trdijo, da se bo trend rasti v hedge sklade ustavil, če bodo donosi teh skladov še naprej zaostajali za tradicionalnimi naložbami (Swedroe, 2015).

Koncentracija dejavnosti se z leti povečuje. Po podatkih raziskav agencije Preqin naj bi bilo leta 2015 že več kot 570 hedge skladov, kar predstavlja 11 % vseh hedge skladov, z več kot 1 milijardo dolarjev sredstev v upravljanju. Upravitelji s sredstvi nad milijardo dolarjev tako upravljajo že z 92 % vseh sredstev v tej dejavnosti.

Nove regulacije na področju UAIS naj bi v prihodnosti vplivale na še večjo koncentracijo panoge, kar v nadaljevanju raziskovalnega dela dodatno pojasnim. Raziskave so pokazale tudi, da imajo institucionalni vlagatelji kar 97 % vseh naložb v največjih hedge skladih, ki upravljajo z več kot milijardo sredstev. Med manjšimi skladi, ki upravljajo pod 100 milijonov dolarjev sredstev, pa prevladujejo individualni vlagatelji, med katerimi je le 28 % sredstev s strani institucionalnih vlagateljev (Preqin, 2015a).

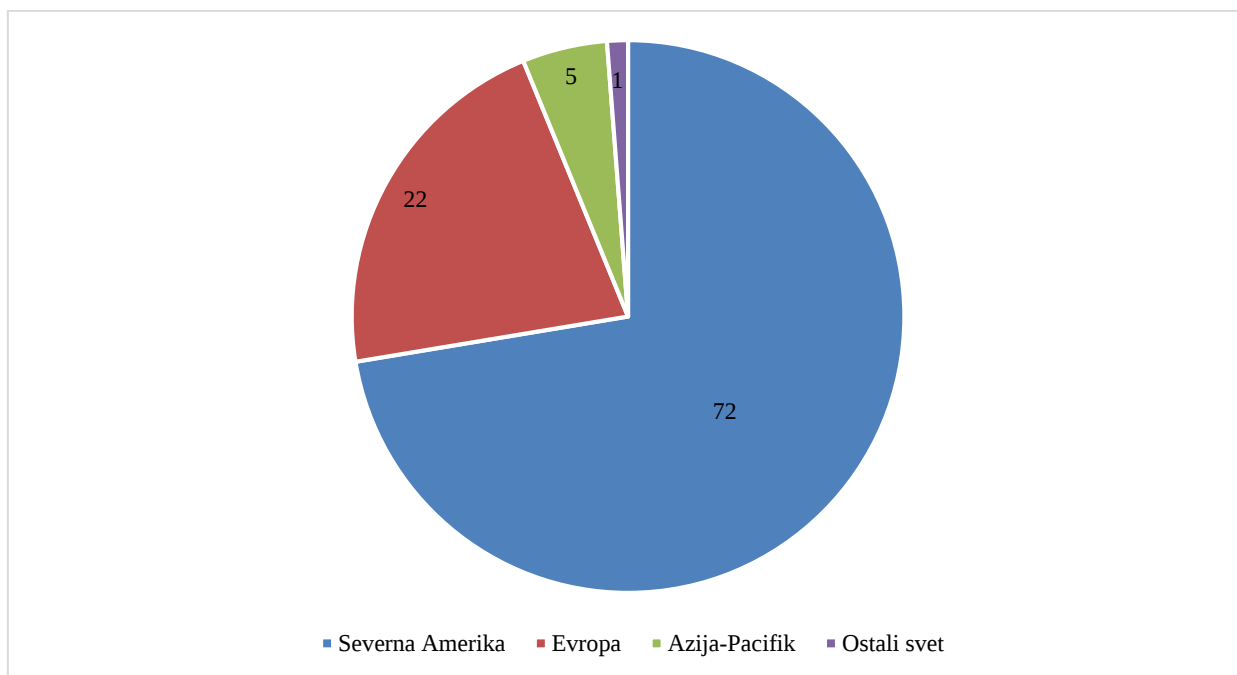
Med institucionalnimi vlagatelji v hedge sklade prevladujejo javni in zasebni pokojninski skladi s 40 % vseh sredstev v upravljanju, ki jim sledijo razne fundacije, skladi hedge skladov, zavarovalnice itd. Institucionalni vlagatelji predstavljajo 66 % vseh vlagateljev, drugo predstavljajo neinstitucionalni vlagatelji, kot so premožni posamezniki, manjša družinska podjetja in zadnje čase vedno več ostali srednje in manj premožni vlagatelji (»mali vlagatelji«) (Preqin, 2015a).

Dejavnost hedge skladov je najbolj razvita v Severni Ameriki, kjer po raziskavah družbe Preqin v letu 2015 upravitelji upravljajo kar 72 % vseh sredstev v tej dejavnosti, sledi Evropa z 22 % vseh sredstev v upravljanju, 5 % sredstev v upravljanju predstavlja Azija – Pacifik s tremi večjimi centri za hedge sklade v Avstraliji, Hongkongu in Singapurju, le 1 % pa preostali svet (Preqin, 2016).

Hedge skladi so večinoma registrirani v davčno prijaznih državah oziroma »davčnih oazah«, to so države, kjer so davčne stopnje bistveno nižje kot v večini ostalih držav ali jih sploh ni. V letu 2015 je bilo kar 27,7 % vseh hedge skladov registriranih na Kajmanskih otokih, sledi ameriška zvezna država Delaware z 21,7 % vseh registriranih hedge skladov. Slika 3 prikazuje delež sredstev v upravljanju hedge skladov glede na to, kje je kraj sedeža upravitelja v letu 2017.

V EU sta hedge skladom najbolj davčno in poslovno prijazni državi Luksemburg, kjer je registriranih 15,6 % vseh hedge skladov, in Irska z 12,7 % (PWC, 2016). Ravno tema dvema evropskima državam je uspelo v zadnjih 4 letih privabiti največ novih upraviteljev hedge skladov. Luksemburg je v zadnjih letih postala najbolj priljubljena država za registracijo AIS.

Slika 3: Prikaz deleža sredstev v upravljanju hedge skladov glede na kraj sedeža upravitelja v letu 2015 (v %)



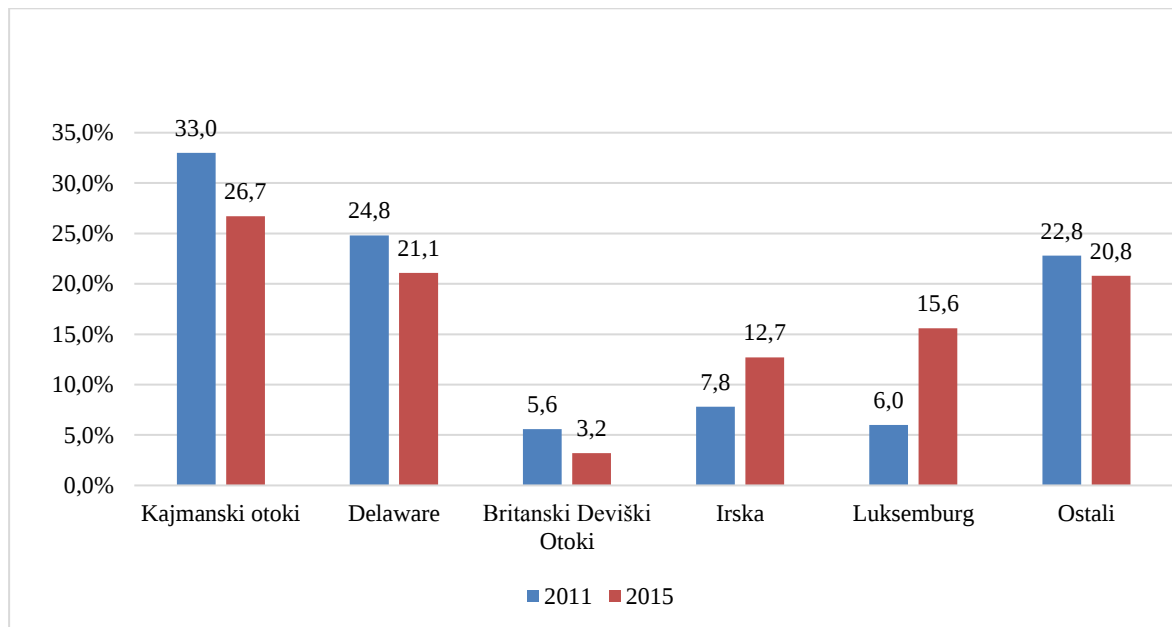
Vir: Preqin, Global Hedge Fund Report, 2016.

Ugodni davčni, pravni in poslovni pogoji v kombinaciji z ekonomsko in s politično stabilnostjo Luksemburga so privabili upravitelje z vsega sveta. K visoki rasti novo registriranih hedge skladov na Irskem in v Luksemburgu sta veliko prispevali tudi direktiva o UAIS in UCITS direktiva, ki sta privabili ne-EU sklade k registraciji skladov na območju EU.

Ne glede na to, da so hedge skladi registrirani v davčno prijaznih državah, ima večina teh sedeže v finančnih središčih. Za daleč največje upravljavsko središče hedge skladov velja mesto New York, kjer so hedge skladi v letu 2015 upravljali 1,024 bilijona dolarjev sredstev, kar predstavlja tretjino vseh sredstev v upravljanju dejavnosti hedge skladov na globalni ravni. Drugo največje središče za upravljavce hedge skladov je London, kjer upravitelji hedge skladov upravljajo 395 milijard dolarjev sredstev, kar je več kot polovica vseh sredstev v upravljanju hedge skladov v Evropi. V Aziji za največji središči dejavnosti hedge skladov veljata Hongkong in Singapur (Preqin, 2016).

Slika 4 prikazuje delež hedge skladov po državah, kjer so ti registrirani v letu 2011 in 2015, po raziskavi, katero je opravilo podjetje PWC.

Slika 4: Prikaz deleža upraviteljev hedge skladov po državah, kjer so ti registrirani v letih 2011 in 2015 (v %)



Vir: PWC, *Hedge funds Luxembourg*, 2016.

2.3 Zgodovina hedge skladov

Prvi hedge sklad je ustanovil Alfred Winslow Jones leta 1948, ki je kot prvi uporabljal »kratko pozicijo« pri trgovanju z delnicami in pri tem uporabljal tudi finančni vzvod. Njegov namen je bil, da z uporabo »kratke opcije« in finančnega vzvoda zmanjša tveganost celotnega portfelja in odvisnost portfelja od splošnega tržnega gibanja. Prav tako je Jones imel še dve ideji, ki jih večina upraviteljev uporablja še danes: za pridobitev zaupanja vlagateljev je vsa svoja zasebna sredstva vložil v sklad, ki ga je upravljal, in namesto fiksnih upravljaljskih provizij uvedel 20 % provizije od ustvarjenega dobička. Tak pristop je omogočil združitev skupnih interesov vlagateljev in upraviteljev (Stefanini, 2010).

Do leta 1968 je obratovalo že 140 hedge skladov, donosi teh skladov pa so močno presegali donose vzajemnih skladov in ostalih tradicionalnih naložb. V želji po vedno višjih donosih so skladi iz primarno varnih strategij začeli uporabljati bolj tvegane strategije z višjimi finančnimi vzvodi. Te strategije so vodile v visoke izgube v letih 1969–1970, kar je privedlo do propada velikega števila hedge skladov v času medvedjega trenda na borzah v letih 1973–1974. Novi val rasti za hedge sklade se je začel leta 1986, ko so ti začeli dosegati izjemne donose in s tem prepričali mnoge vlagatelje. Ti so takrat lahko že izbirali med velikim številom hedge skladov in za tiste čase eksotičnimi strategijami, ki so obsegale

valutno trgovanje in izvedene finančne instrumente, kot so terminske pogodbe in opcije (Cohen, 2013).

S priljubljenostjo panoge so se začeli povečevati tudi zaslužki upraviteljev hedge skladov, kar je v 90. letih 20. stoletja vodilo v prestopanje mnogih uspešnih upraviteljev iz tradicionalnih vzajemnih skladov v alternativne hedge sklade. Kljub vmesnim krizam v 90. letih, na začetku 21. stoletja in zadnji finančni krizi v letih 2007–08 dejavnost hedge skladov ni izgubila svoje priljubljenosti med vlagatelji.

Od 90. let prejšnjega stoletja so se v javnosti pojavili številni finančni dogodki, v katerih so bili hedge skladi zaradi svojega tveganega poslovanja in spornih praks negativno zaznamovani. Dva pomembna dogodka sta se zgodila v letu 1998 in sprožila mnoge očitke javnosti ter opomnila regulatorje, da so strožje regulatorne zahteve v tej dejavnosti nujne.

Prvi tak dogodek je bila vzhodnoazijska finančna kriza v letih 1997–1998, ki se je začela s kolapsom tajske valute baht. V takratni krizi so mnogi ameriške hedge sklade obtožili špekulacij na valutnih trgih nerazvitih azijskih držav, ki naj bi z visokimi finančnimi vzvodi in prodajami (angl. *short selling*) bahta na kratko povzročili sunkovit padec te valute. To je nadalje vplivalo na razvoj vzhodnoazijske krize. Pri prodaji na kratko trgovelec zasluži v primeru, ko finančni instrument oziroma v tem primeru valuta izgubi vrednost. Samo v letu 1997 so hedge skladi na tajskem deviznem trgu opravili za 15 milijard dolarjev poslov prodaje bahta na kratko, kar je imelo precejšen vpliv na oblikovanje cene valute v takratnih nestabilnih razmerah (De Brouwer, 2001).

V letu 1998 so hedge skladi nadaljevali z velikimi prodajami na kratko na borzi Hang Seng Stock Exchange (borza v državi Hongkong) ter z uporabo špekulativnih izvedenih finančnih instrumentov, kot so terminski posli (angl. *futures*), negativno vplivali tudi na hongkonški dolar. Skupina MDSG (angl. *Marker Dynamics Study Group*) je na forumu finančne stabilnosti leto po tem predstavila podatke finančnih nadzornih organov v Hongkongu, ki so pokazali, da so prodaje hedge skladov na kratko predstavljale vsaj 50 % vseh prodaj na kratko v poletju leta 1998 (Rankin, 1999). Oba dogodka sta močno povečala negotovanje in pritožbe javnosti nad delovanjem hedge skladov, ki so po njihovem mnenju z visokimi finančnimi vzvodi manipulirali in destabilizirali finančne razmere v državah v razvoju (De Brouwer, 2001).

Najbolj kritičen do hedge skladov v tej finančni krizi je bil nekdanji predsednik malezijske vlade dr. Mathathir Bin Mohamed, ki je ameriške hedge sklade obtožil napada na azijske valute in jih označil za pohlepne poslovneže, ki so z valutnimi manipulacijami spravili na kolena že tako revne azijske države. Kljub mnogim obtožbam raziskave niso potrdile odgovornosti hedge skladov na razvoj vzhodnoazijske krize (Khatr, 2011). Kot je že bilo napisano, je pri poslih hedge skladov težko oceniti, ali gre za tržne manipulacije ali racionalno ekonomsko obnašanje. Še vedno pa obstaja vprašanje, ali bi se vzhodnoazijska

kriza tako poglobila, če hedge skladi takrat ne bi špekulirali s prodajanjem azijskih valut z namenom doseganja dobičkov.

Drugi večji dogodek, ki je imel velik vpliv na dejavnost hedge skladov, je propad hedge sklada LTCM, največjega in najbolj uglednega hedge sklada na svetu, v letu 1998. Hedge sklad je ustanovil John W. Meriwether, nekdanji direktor sporne investicijske banke Salomon Brothers, skupaj z Myron S. Scholes in Robert C. Merton, prejemnikoma Nobelove nagrade v letu 1997. Nobelovo nagrado sta prejela za novo metodo merjenja vrednosti izvedenih finančnih instrumentov. Hedge sklad je bil ustanovljen leta 1994 in se je ukvarjal s trgovanjem z obveznicami. Pri tem je uporabljal takrat inovativne izvedene finančne instrumente z visokimi finančnimi vzvodi. Donosi sklada so bili na začetku izjemni. Sklad je že prvo leto dosegel 21 % donos, v drugem letu je donos zrastel že na 43 %, v tretjem letu pa je bil donos 41 % (donos po prispevkih za upravljanje). Bilančno razmerje dolga in kapitala je bilo pred izbruhom krize takšno: 4,72 milijarde dolarjev kapitala, 129 milijard dolarjev dolga, kar pomeni razmerje 25 proti 1 med dolgom in kapitalom. Kar je bilo še bolj skrb vzbujajoče, je bila zunajbilančna postavka sklada v višini 1,25 bilijona dolarjev vrednosti izvedenih finančnih instrumentov, kar nakazuje na to, kako visoke finančne vzvode je sklad uporabljal (Fleming & Liu, 2013).

V letu 1998 je zgoraj omenjeni sklad po vzhodnoazijski finančni krizi in ruski finančni krizi v prvih 8 mesecih ustvaril 1,85 milijarde kapitalske izgube. Ker je sklad postal kapitalsko neustrezen, je bil prisiljen zapirati ostale pozicije v zelo neprimernem času in tako ustvarjal dodatne izgube. Sklad, ki je od ustanovitve naprej ustvarjal letno skoraj 40 % donos, je po izbruhu krize v letu 1998 v nekaj mesecih postal nelikviden. V prvih 3 tednih septembra tega leta je kapital LTCM padel z 2,3 milijarde dolarjev na le 400 milijonov dolarjev. Z obveznostmi še vedno nad 100 milijardami dolarjev je to pomenilo razmerje 250 proti 1 med kapitalom in dolgom. Takoj je postalo jasno, da bo sklad potreboval takojšno pomoč finančnih institucij, saj propad tako velikega hedge sklada ne bi vplival le na poslovne udeležence in vlagatelje hedge sklada, ampak ob zaprtju vseh odprtih pozicij na celoten finančni sistem. S skupno pomočjo je hedge sklad pod vodstvom Ameriške centralne banke rešilo 16 bank upnic, ki so skupaj prispevale 3,625 milijarde dolarjev nujne denarne pomoči za preprečitev takojšnjega propada LTCM. Kapitalska injekcija je zaustavila krizno prodajo sredstev v že tako turbulentnih časih in omogočila normalno likvidacijo sredstev hedge sklada v začetku leta 2000 (Fleming & Liu, 2013).

Ta primer prikazuje tvegano delovanje hedge skladov, ki je lahko z visokimi finančnimi vzvodi in majhnim kapitalom ustvarjalo zelo visoke donose. Vendar pa lahko v nepredvidljivih razmerah, kot sta bili ruska in azijska finančna kriza, hedge sklade privede do ogromnih izgub ne le za vlagatelje, ampak za vse ostale udeležence v finančnem sistemu. Regulatorje je ta dogodek opozoril na to, kakšno tveganje hedge skladi pomenijo ne le za vlagatelje, ampak za celotni finančni sistem. Kot rezultat vpletenosti hedge skladov v številne krizne finančne dogodke se je po letu 1998 zvrstilo kar nekaj konferenc in srečanj vodilnih predstavnikov držav, kjer so prišli do sklepa, da je regulacija tega področja nujna.

Nekateri izmed pomembnih predlogov regulatorjev so bili krepitev obvladovanja tveganj nasprotnih strank (trgovalnih posrednikov, bank, zavarovalnic itd.), obvezna dodatna razkritja pozicij hedge skladov do nasprotnih strank, uvajanje zakonskih omejitev pri uporabi vzvodov v povezavi z višino kapitala hedge skladov ter novi likvidnostni standardi za hedge sklade (Porter, 2000).

Sprejemanje ustreznih ukrepov je močno otežilo dejstvo, da so imeli regulatorji zelo malo razpoložljivih informacij o višini vzvodov in kompleksnih strategijah, ki so jih uporabljali hedge skladi, zato do konkretnih sprememb v njihovi regulaciji ni prišlo (U.S. Department of the Treasury, 1999). Po raziskavah sodeč, pa je dogodek LTCM močno zmanjšal kreditno izpostavljenost in višine vzvodov med hedge skladi in nasprotnimi strankami, saj so ti pri svojem poslovanju postali bolj previdni (Eichengreen & Park, 2001).

Po mnenju strokovnjakov so hedge skladi odigrali pomembno vlogo tudi v zadnji globalni finančni krizi v letih 2007–2009. Centralna banka ameriške zvezne države San Francisco je v letu 2014 objavila rezultate raziskave, ki jo je vodil Rein Gropp, na temo vpliva hedge skladov na razvoj globalne finančne krize v letih 2007–2009. Raziskava je pokazala, da so standardne metode merjenja pred globalno finančno krizo močno podcenjevale tveganja v finančnem sistemu. Eden izmed razlogov je bil ta, da predhodne metode niso upoštevale, kako močno so med seboj povezane poslovne banke, investicijske banke, hedge skladi in zavarovalnice. Ko se finančno stanje poslabša v eni izmed finančnih dejavnosti, se učinek prenese na druge. Ta učinek se imenuje »učinek prelivanja« (angl. *spillover effect*). Raziskave, objavljene v letu 2014, pri katerih so uporabili bolj natančne metode merjenja »učinka prelivanja«, so pokazale, da so ravno hedge skladi povzročili največji učinek prelivanja v zadnji finančni krizi in tako imeli pomembno vlogo pri povečanju sistemskega tveganja in močno vplivali na poglobitev finančne krize (Gropp, 2014).

2.4 Razvoj regulacije hedge skladov v ZDA

Dejavnost hedge skladov je bila od samega nastanka v ZDA oblikovana tako, da se je bilo skladom mogoče izogniti večini regulatornim zahtevam, kot so: zahteve javne registracije sklada pod zakonodajo Securities Act iz leta 1933, zahtevam za tekoče poročanje skladov pod zakonodajo Securities Exchange Act iz leta 1934 in zahtevam o registraciji pod zakonodajo Investment Company Act in Investment Advisers Act iz leta 1940. To izvzetje iz zakonodajnih okvirjev je hedge skladom v ZDA omogočalo precejšno svobodo pri njihovi investicijski dejavnosti (Wulf & Oesterle, 2016).

SEC si je vse od leta 1980, ko se je začela občutna rast dejavnosti hedge skladov, prizadeval za registracijo upraviteljev hedge skladov. Po padcu hedge sklada LTCM leta 1998 in reševanju, ki ga je vodila newyorška centralna banka (ang. *New York Federal Reserve Bank*), je postalo postopoma vsem jasno, da hedge skladi ne predstavljajo tveganja samo za vlagatelje v te sklade, ampak predstavljajo tveganje celotnemu finančnemu sistemu zaradi učinka okužbe oziroma prelivanja v druge povezane finančne sektorje.

Skrb po uporabi prevelikih finančnih vzvodov in pomanjkanju preglednosti je vodila do povečanja potreb po novi regulaciji. Centralne banke in mednarodne regulatorne komisije so začele sodelovati pri raziskavah, s katerimi bi potrdili vpliv hedge skladov na tveganje, ki ga ti vnašajo v finančni sistem. Številne izmed teh raziskav so ugotovile, da obstajajo potrebe po večjih razkritjih hedge skladov, kar bi povečalo preglednost in tržno disciplino v tej dejavnosti.

Decembra 2004 je SEC uspel sprejeti novo pravilo za registracijo hedge skladov pod Investment Advisery Act iz leta 1940, kar je sklade zavezalo k registraciji pod SEC. S tem je SEC pridobil možnost pregleda in nadzora nad vodenjem poslovnih knjig in evidenc hedge skladov. Registracija pod SEC omogoča tudi pregled upraviteljev hedge skladov za pretekla sporna delovanja in druge kršitve poklicnih pravil. Pravilo je na drugi strani naletelo na velik odpor dejavnosti hedge skladov. S tožbo julija 2006 proti SEC, ki jo je vodil Goldstein, je dejavnosti hedge skladov uspelo pravno izpodbiti pravilo, sprejeto v letu 2004. S tem je SEC ponovno izgubil večino pravic pri nadzoru dejavnosti hedge skladov (Wulf & Oesterle, 2016).

Nedavna globalna finančna kriza v letih 2007–2008 je prinesla bistvene spremembe v regulativno okolje finančnih trgov in institucij po vsem svetu. V ZDA so kot odgovor na sprejeli Dodd-Frank Wall Street zakon, ki je pričel veljati 21. julija 2010. Ta je prinesel največje zakonodajne in regulatorne spremembe na finančnem področju po spremembah, ki so sledile veliki finančni depresiji v letih 1929–1930 (Markovich, 2013). Gre za zelo obsežne in kompleksne zakonodajne spremembe na finančne področju, skupen obseg zakonodaje pa presega 2.000 strani. Poglavitni cilj te reforme je bil povečati zaupanje in preglednost finančnega sistema v ZDA, izboljšati upravljanje s tveganji in integriteto na finančnem trgu ter zaščititi davkoplačevalce in vlagatelje pred zavajajočimi finančnimi storitvami z namenom izogniti se finančnim krizam v prihodnje (Ernst & Young, 2015).

S Title IV pri Dodd-Frank Wall Street zakonu, imenovanem PFIARA, iz leta 2010 so izpodbili sporno odločitev Goldsteina in ponovno zavezali hedge sklade k neposredni registraciji in poročanju pri SEC. Dodd-Frank zakon tako odpravlja izjeme zasebnih svetovalcev (upraviteljev skladov) iz postopka registracije pri SEC (angl. *private adviser exemption*), ki ga je omogočal predhodni zakon Advisers Act iz leta 1940.

PFIARA pooblašča SEC za regulacijo in neposreden nadzor nad upravitelji hedge skladov in skladov zasebnega kapitala. V okviru novo sprejetega zakona se morajo vsi upravitelji hedge skladov, ki upravljajo več kot 150 milijonov dolarjev sredstev vlagateljev, registrirati pri SEC. Dodd-Frank Act prav tako nalaga SEC, da vzpostavi pravila za registracijo in poročanje upraviteljev hedge skladov, ki so bili pred tem izvzeti iz pravil o registraciji. Z registracijo upraviteljev hedge skladov bo SEC lahko zbiral podatke, potrebne za nadzor nad tistimi, ki so do sedaj delovali zunaj zakonskih okvirov finančnih trgov in s tem lahko

preprečili finančne goljufije, omejili sistemsko tveganje in zagotovili informacije za vlagatelje (Seevers & Crump, 2010).

V okviru sprememb, ki jih je prinesla PFIARA, so tudi nova poročila Form PF. Ta so po obsežnosti in zahtevnosti precej podobna poročevalskim pravilom, ki jih prinaša direktiva o UAIS. V teh so upravitelji alternativnih skladov dolžni poročati svoje naložbene strategije ter finančne produkte, ki jih uporabljajo pri svojem poslovanju. Med drugim so po novi zakonodaji hedge skladi dolžni poročati še poslovne rezultate in spremembe v rezultatih, finančne informacije, matrike tveganj, poslovno in kreditno izpostavljenost, velikost pozicije upraviteljev hedge skladov v skladu, delež sredstev, s katerimi trgujejo računalniški algoritmi, razmerje med kapitalom in dolgom skladov ter številne druge podatke (Wulf & Oesterle, 2016).

Poročila Form PF v ZDA prejema in pregleduje SEC. Poročila regulatorjev v ZDA in EU sedaj pregledujejo in uporabljajo tudi mednarodne organizacije, kot sta Odbor za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*) in Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje (angl. *International Organization of Securities Commissions*) z namenom ugotavljanja sistemskega tveganja, ki ga predstavlja dejavnost hedge skladov, ter za merjenje ostalih tveganj, povezanih s to dejavnostjo. Organizacije te podatke koristijo za sprejemanje ustreznih ukrepov pri omejevanju sistemskih tveganj v finančnem sistemu (Ernst & Young, 2015).

Pred letom 2010 je imel SEC relativno omejen vpogled v delovanje upraviteljev hedge skladov. Imeli niso niti točnega podatka, koliko teh skladov obstaja, in tudi ne pravih orodij za analiziranje podatkov hedge skladov. Zakonodaja PFIARA jim je to omogočila, kar vodi v bolj celovit pregled nad to dejavnostjo. Pet let po sprejetju Dodd-Frank reforme je predsednica SEC Mary Jo White poudarila, da jim podatki, ki jih zdaj pridobivajo od skladov, omogočajo bistveno boljše razumevanje ne samo tveganj posameznih upravljaljskih družb, kot so hedge skladi, ampak tveganj celotne dejavnosti za finančni sistem kot celoto (White, 2015).

2.5 Razvoj regulacije hedge skladov v EU

Regulatorno okolje investicijskih skladov v EU šteje že več kot 30 let. Za reguliranje investicijskih skladov je bila leta 1985 sprejeta direktiva UCITS oziroma po slovensko direktiva o KNPVP, namenjena reguliranju vzajemnih skladov oziroma likvidnih investicijskih skladov, namenjenih neprofesionalnim vlagateljem. Na podlagi te direktive je bil leta 1994 v Sloveniji sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 31/15, 81/15 in 77/16, v nadaljevanju ZISDU), ki se je v Sloveniji od sprejetja nadgradil že trikrat, nazadnje v letu 2015 v ZISDU-3, ki je sedaj usklajen z UCITS V, torej s peto nadgradnjo direktive UCITS.

Direktiva o KNPVP je že uspešno uveljavljena evropska direktiva, ki se je od začetka delovanja od leta 1985 do leta 2016 nadgradila že petkrat. V tem času je direktiva o KNPVP postala svetovno uveljavljena blagovna znamka za trženje investicijskih skladov, ki slavijo po preglednosti, varnosti in stabilnosti, zato je priljubljenost skladov, usklajenih z direktivo o KNPVP (UCITS skladi), močno narasla ravno po globalni finančni krizi, tudi s strani upraviteljev hedge skladov.

Na drugi strani hedge skladi oziroma upravitelji hedge skladov ter ostalih alternativnih skladov, namenjenih profesionalnim vlagateljem, pred globalno finančno krizo niso bili regulirani na ravni EU. Predmet zakonodaje EU so bile le nekatere posredne aktivnosti hedge skladov, ki so jih urejale Direktiva o trgih finančnih instrumentov (angl. *Markets in Financial Instruments directive – MIFID*), ki je stopila v veljavo leta 2007, Direktiva o transparentnosti (angl. *Transparency directive*), sprejeta v letu 2005, in Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala (angl. *Market Abuse directive*), sprejeta leta 2003. V letu 2007 je bila s strani Evropske centralne banke izdana tudi regulacija, ki zadeva poročanje o statističnem razmerju med sredstvi in obveznostmi investicijskih skladov. Glede na to regulacijo, ki je bila izdana sredi globalne finančne krize, so bili vsi investicijski skladi, vključno s hedge skladi, primorani poročati informacije nacionalnim centralnim bankam (Quaglia, 2009).

Razlike v zakonodaji regulacije hedge skladov in ostalih alternativnih skladov so bile med državami EU pred sprejemom direktive o UAIS velike. Vsaka država posebej je imela svoje zakonodajne okvire, s katerimi je iskala pravo razmerje med koristmi in tveganji alternativne investicijske dejavnosti. Nekatere države, med njimi tudi Slovenija, zakonodajne ureditve za AIS, namenjene profesionalnim vlagateljem, sploh niso imele.

Že pred finančno krizo so nekatere članice izrazile željo po harmonizirani regulaciji hedge skladov v EU. Največ prizadevanj za vzpostavitev regulacije hedge skladov in ostalih alternativnih skladov na ravni EU je imela Nemčija. Leta 2006 je Evropska komisija sestavila skupino strokovnjakov za diskusijo predloga regulacije alternativnih investicijskih skladov, s poudarkom na hedge skladih na ravni EU. Skupina je izdala poročilo z naslovom »Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe« (2006), v kateri so prišli do zaključka, da je regulacija hedge skladov in ostalih alternativnih skladov na ravni EU zadostna in večja regulacija ni potrebna (European Commission, 2016b). Ne glede na priporočila svetovalne skupine strokovnjakov je Evropski parlament zahteval nadaljnjo raziskavo o tem, ali bi morala biti dejavnost zasebnega kapitala in hedge skladov regulirana. V letu 2006 je tako Evropski parlament izdal resolucijo (European Parliament resolution on asset management 2006/2037), s katero poziva Evropsko komisijo, naj usmeri pozornost na ne-UCITS naložbe, saj hedge skladi in skladi zasebnega kapitala niso predmet regulacije na ravni EU. Stranka evropskih socialistov (angl. *Party of European Socialists*) je celo zavrnila raziskavo svetovalne skupine strokovnjakov, ki naj bi bila usmerjena v deregulacijo te dejavnosti, saj so v raziskavi sodelovali strokovnjaki z osebnimi interesi v tej dejavnosti (Campbell, 2011).

Znotraj EU so se že kazala velika nesoglasja med Veliko Britanijo, kjer ima sedež več kot polovica hedge skladov v EU, ter državami članicami, kot sta Nemčija in Francija, ki sta podpirali strožjo regulacijo hedge skladov na ravni EU. Velika Britanija je znana po enostavni in nizki regulaciji za hedge sklade, zato ni želela uvajati kompleksnih regulatornih zahtev s strani EU, saj bi to lahko negativno vplivalo na dejavnost teh skladov v njihovi državi. Na drugi strani so imele države, kot so Nemčija, Francija in Italija, že strogo nacionalno zakonodajo na področju hedge skladov, zato so si te bolj prizadevale za uvedbo strožjih regulatornih zahtev hedge skladov na ravni EU (IOSCO, 2009).

Pred finančno krizo sta Evropska komisija in komisar za notranji trg Charles McCreevy zavrnili spremembe v zakonodaji hedge skladov v EU. Po intervjujih Barrosove komisije in komisarja McCreevysa so si v Komisiji bolj prizadevali za regulacijo finančnih storitev kot neposredno upraviteljev hedge skladov, kar bi imelo le posreden oziroma nobenega vpliva ne delovanje teh skladov. Politična klima ob prihodu globalne finančne krize pa se je spremenila. Takratni dogodki, kot so ponzijska shema Bernarda Madoffa, stečaj ene največjih ameriških investicijskih bank Lehman Brothers ter sunkovit padec hedge skladov Bear Stearns, so vodili v spremembo miselnosti voditeljev v EU. Vodilni v Evropski komisiji, ki jo je vodi predsednik José Manuel Barroso, so začeli spodbujati ukrepe za vzpostavitev novih regulatornih okvirjev za upravitelje alternativnih investicijskih skladov z namenom zmanjšanja sistemskega tveganja in zaščito vlagateljev (Quaglia, 2009).

Resolucija Evropskega parlamenta, izdana 23. septembra 2008, je pozvala Evropsko komisijo, naj predloži zakonodajni predlog oziroma predloge za regulacijo AIS, ki zajemajo vse ustrezne akterje in udeležence na finančnem trgu, vključno s hedge skladi in skladi zasebnega kapitala. V decembru 2008 je Evropska komisija izdala dokument za posvetovanje o regulativnih ukrepih za hedge sklade. O rezultatih posvetovanja se je razpravljalo na konferenci na visoki ravni v Bruslju konec februarja 2009, nadalje pa so izsledke razprave prenesli na mednarodno raven skupine G-20. Ključne točke v razpravi, ki jo je vodila EU, so se nanašale na sistemsko tveganje AIS na finančnem trgu, morebitna tveganja, ki ga predstavljajo AIS v zvezi z integriteto in učinkovitostjo trga, vlogo (če sploh kakšno) javnih organov pri upravljanju s tveganji AIS in potrebo po ustreznih pravilih za povečanje preglednosti in zaščito vlagateljev (Quaglia, 2009).

Večina sodelujočih v posvetovanju z Evropsko komisijo je bila mnenja, da bi bil mednarodni ali globalni odziv na obširne spremembe v regulaciji, ki jih je predlagala Evropska komisija, spodbuden ali celo bolj pozitiven od odziva v EU. Vendar so se motili, saj je večina vprašanih v mednarodnem okolju menila, da ne želijo nadaljevati s tako obširnimi in strogimi regulatornimi spremembami, kot jih je predlagala EU. Kljub temu sta predvsem Francija in Nemčija trdili, da mora Evropa imeti ključno vlogo pri oblikovanju globalnega regulativnega režima za hedge sklade in ostale alternativne sklade z vzpostavitvijo »evropske znamke«. Menili so, da bi lahko okvir regulacije EU služil kot referenca in ugled za globalno ureditev alternativne dejavnosti upravljanja naložb profesionalnih vlagateljev v

prihodnosti, kot jim je to uspelo z direktivo o KNPVP za investicijske sklade, namenjene neprofesionalnim vlagateljem (Quaglia, 2009).

3 PREDSTAVITEV DIREKTIVE O UAIS

Junija 2009 je Evropska komisija predstavila svoj osnutek Direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, ki v svoj zakonodajni okvir zajema zelo široko področje alternativnih skladov, namenjenih profesionalnim vlagateljem. Z direktivo o UAIS so regulatorji v EU želeli pokriti regulatorno vrzel za sklade, ki niso bili zavezani z direktivo o KNPVP, in tako v celoti urediti dejavnost investicijskih skladov v EU (KPMG International, 2014a). Direktiva o UAIS ne bo vplivala samo na delovanje UAIS, ampak tudi na delovanje vseh posrednikov v verigi alternativne dejavnosti. Z vstopom direktive v veljavo morajo vsi UAIS pridobiti dovoljenje za upravljanje s strani nacionalnih organov nadzora, ki bodo vodili konstantno regulacijo in nadzor nad poslovanjem upraviteljev.

Glavni namen direktive o UAIS je ustvariti celovit in varen regulatorni okvir za nadzor UAIS na območju EU. Z Direktivo o UAIS so regulatorji želeli doseči naslednje cilje (European Commission, 2016a):

- povečati preglednost delovanja UAIS do vlagateljev, nadzornih organov ter zaposlenih v podjetjih, v katera UAIS vlagajo ali z njimi poslujejo;
- omogočiti nacionalnim organom nadzora, Evropski agenciji za vrednostne papirje in trge (ESMA) ter Evropskemu odboru za sistemsko tveganje (ESRB) pridobivanje informacij in orodij, potrebnih za spremljanje in odzivanje na tveganja za stabilnost finančnega sistema, ki bi jih lahko povzročila dejavnost AIS;
- uvesti skupen in zanesljiv pristop k zaščiti vlagateljev v AIS;
- okrepiti delovanje notranjega trga in tako ustvariti pogoje za večjo konkurenčnost AIS znotraj EU, kar bi lahko vodilo v večjo izbiro visoko reguliranih skladov za vlagatelje v EU;
- povečati odgovornost UAIS, ki držijo kontrolne deleže v podjetjih (skladi zasebnega kapitala), do zaposlenih v teh podjetjih in širše javnosti.

Evropska komisija je pri sestavljanju regulacije alternativnih skladov podobno kot pri direktivi o KNPVP ubrala strategijo »korenčka in palice«. Na eni strani je Evropska komisija trdila, da čezmejna razsežnost tveganj, ki jih predstavljajo alternativni skladi, zahteva skladen visoko regulativni okvir v EU, na drugi strani pa bo skupen regulativni okvir odpravil pravne in regulativne ovire med posameznimi državami EU, kar bo omogočilo učinkovito čezmejno trženje AIS v EU. To pomeni, da bo alternativnemu skladu, usklajenemu z direktivo o UAIS v eni izmed držav članic, omogočeno prosto trženje sklada profesionalnim vlagateljem v vseh državah članicah EU (IFI Global, 2014).

Za razliko od direktive o KNPVP direktiva o UAIS ne regulira produktov (investicijskih skladov), ampak neposredno podjetja, ki upravljajo AIS, oziroma UAIS. V tem pogledu je direktiva o UAIS podobna ameriškemu Title IV iz Dodd-Frank Wall Street reforme, ki neposredno regulira upravitelje investicijskih skladov (angl. *private advisors*). Tako ZDA kot EU so po globalni finančni krizi v obdobju 2007–2008 sprejele zelo obsežne spremembe v regulativnem okolju hedge skladov in ostalih AIS. Z uvedbo številnih novih regulativnih zahtev tako v EU kot v ZDA je poslovno okolje za delovanje hedge skladov postalo mnogo bolj kompleksno in zahtevno. Na eni strani je EU sprejela direktivo o UAIS, ki uvaja obširna nova pravila na področju dovoljenj za upravljanje, upravljanja s tveganji, vrednotenja sredstev, pravila na področju likvidnosti, kapitala, uporabe vzvodov in trženja skladov. Na drugi strani so alternativni skladi v ZDA sprejeli obsežne spremembe na področju poročanja in razkrivanja informacij nadzornim organom z namenom večje preglednosti delovanja te dejavnosti (Ernst & Young, 2015).

Čeprav imata obe regulaciji kar nekaj skupnih točk, gre direktiva o UAIS korak naprej z zahtevami od sorodne ameriške regulative. Direktiva o UAIS je uvedla strožje in obsežnejše zahteve na področju pridobivanja dovoljenja za upravljanje hedge skladov ter zaščite vlagateljev, kot je uvedba depozitarja, medtem ko sta obe regulaciji na področju preglednosti delovanja in poročanja nadzornim organom sprejeli podobne zahteve (Ernst & Young, 2015).

Kljub temu je prestop ameriških hedge skladov na trg EU in obratno zaradi številnih novih regulatornih razlik težaven in stroškovno obremenjujoč, kar bo za številne hedge sklade pomenilo previsoko oviro za dostopanje do tujih vlagateljev. Razdrobljenost globalne regulatorne finančne politike ustvarja le še dodatno težavo za dejavnost alternativnih skladov, ki si želi skupno globalno usklajeno regulatorno okolje namesto trenutnega prilagajanja posameznim pravnim okoljem med različnimi celinami (Ernst & Young, 2015).

3.1 Časovni okvir direktive o UAIS

Evropski parlament je direktivo o UAIS izglasoval 11. novembra 2010, uradno pa je stopila v veljavo 21. julija 2011. Države EU so morale direktivo uskladiti z nacionalno zakonodajo do 22. julija 2013. Rok za uskladitev UAIS z zahtevami direktive in pridobitev dovoljenja od nacionalnih organov je bil postavljen na 22. julij 2014. Zaradi hitrega in obsežnega postopka uvedbe direktive o UAIS je imelo veliko držav, med njimi tudi Slovenija, težave s pravočasno implementacijo zahtev direktive. Podatki iz raziskave podjetja KPMG kažejo, da je bilo 30. aprila 2014 usklajenih 22 od 28 držav članic EU (KPMG International, 2014b). Slovenija je ZUAIS sprejela šele 24. aprila 2015, torej skoraj z dvoletno zamudo. Razlog za večje zamude držav EU pri implementaciji direktive v nacionalno zakonodajo so številne nove zahteve direktive, ki niso vodile samo do sprememb v nacionalni zakonodaji, ampak tudi do sprememb v strukturi nacionalnih organov nadzora v posameznih državah EU (Staff, 2014).

3.2 Pravni okvir direktive o UAIS

V tem poglavju predstavim širok pravni okvir direktive o UAIS. Ta prinaša za dejavnost UAIS v EU številne nove operativne in organizacijske zahteve, nove zahteve na področju preglednosti, uvaja obveznost depozitarja oziroma skrbnika sredstev vlagateljev ter nova pravila na področju trženja AIS.

Kot navaja 2. člen direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (Ur.l. EU, L 174) so iz okvira te direktive izvzeti vsi skladi, usklajeni z direktivo o KNPVP, in posamezne izjeme, kot so: holdinške družbe, pokojninski skladi, institucije EU (kot so Evropska centralna banka, Evropska investicijska banka itd.), varčevalne sheme (sheme soodločanja delavce), nacionalne centralne banke in nacionalne institucije, ki upravljajo sklade, ki podpirajo sisteme socialne varnosti in pokojninske sisteme (Evropski parlament in Svet, 2011).

Dodatno, kot navaja 17. uvodni člen direktive o UAIS, direktiva zagotavlja milejši režim za UAIS, kjer kumulativni upravljani AIS ne dosegajo praga 100 milijonov evrov (v nadaljevanju EUR), in za UAIS, ki upravljajo le AIS brez finančnih vzvodov ter vlagateljem v obdobju 5 let ne izdajajo odkupnih pravic in pri katerih kumulativni upravljani AIS ne dosegajo praga 500 milijonov EUR.

Eden izmed najbolj kontroverznih vidikov direktive o UAIS je, da ne diferencira med EU upravitelji in ne-EU upravitelji AIS. Upravitelji alternativnih skladov, ki se nahajajo zunaj EU, so izvzeti iz kompleksnih zahtev direktive UAIS samo, če svojih produktov ne tržijo vlagateljem v EU. Če bodo skladi s sedežem zunaj EU želeli pridobivati stranke v EU s pomočjo »potnega lista« za trženje, bodo morali biti usklajeni z zahtevami direktive o UAIS (Sudbury, 2014).

3.2.1 Dovoljenje za upravljanje

Kot navaja 7. člen direktive o UAIS je izmed ciljev direktive vzpostaviti skupne zahteve za ureditev dovoljenj in nadzora nad upravitelji AIS v EU. Direktiva tako od UAIS, ki niso izvzeti iz okvira direktive o UAIS, zahteva, da vložijo zahtevo za dovoljenje za upravljanje pri pristojnih organih svoje matične države članice. Vloga zahteva od UAIS številne informacije, kot so informacije:

- o osebah, ki dejansko upravljajo AIS;
- o identiteti neposrednih ali posrednih lastnikov z deležem v UAIS ali lastnikov, ki imajo občuten vpliv na upravljanje alternativnega sklada;
- o organizacijski strukturi UAIS, vključno z informacijami o tem, kako se bo UAIS uskladił z zahtevami direktive o UAIS;

- o politikah in praksah UAIS, kot so politiki v zvezi z uporabo finančnega vzvoda, ter o profilu tveganja in drugih značilnostih AIS, ki ga upravlja ali namerava upravljati, vključno z informacijami o državah članicah ali tretjih državah, v katerih so taki AIS ustanovljeni ali bodo ustanovljen.

Dodatno 7. člen direktive o UAIS navaja, da morajo pristojni organi vsako četrtoletje obvestiti Evropski organ za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities and Markets Authority*, v nadaljevanju ESMA) o odobrenih ali odvzetih dovoljenjih za UAIS. Enkrat, ko sklad prejme dovoljenje za upravljanje v skladu z direktivo o UAIS, mora vedno izpolnjevati v direktivi oziroma skladni lokalni zakonodaji določene pogoje.

Čeprav je registracija upraviteljev skladov že uveljavljena praksa, so nova pravila za pridobitev dovoljenja za upravljanje AIS mnogo bolj zahtevna in kompleksna od predhodno obstoječih pravil v EU in tudi pravil, ki jih zahteva Dodd Frank Act od AIS na drugi strani Atlantika (Sudbury, 2014).

Poleg mnogih »birokratskih« zahtev direktiva uvaja za UAIS tudi nove kapitalske zahteve, in sicer 9. člen direktivo o UAIS navaja, da morajo UAIS z notranjim upravljanjem imeti najmanj 300.000 EUR ustanovitvenega kapitala, UAIS z zunanjim upraviteljem AIS pa ustanovitveni kapital v višini najmanj 125.000 EUR.

3.2.2 Splošne zahteve direktive o UAIS

Direktiva od upraviteljev zahteva številna splošna načela, ki se jih morajo ti pri upravljanju alternativnega sklada vedno držati, kot so: poštenost, skrbnost, pravičnost, racionalnost, delovanje v najboljšem interesu sklada in njihovih vlagateljev, kot jih navaja 12. člen direktive o UAIS. Splošna načela se bolj podrobno nanašajo na v nadaljevanju opisane člene.

3.2.2.1 Politika in praksa prejemkov

UAIS bodo morali točno določiti politiko in prakso prejemkov alternativnih skladov, s katerimi želi direktiva povečati nadzor, omejiti tveganja in povečati preglednost nad prejemki hedge skladov. Hedge skladi v povprečju zahtevajo 2 % sredstev v upravljanju kot upravljavsko provizijo in 20 % provizije od dobička kot nagrado za uspešnost. Visoke nagrade za uspešnost vodijo v pretirano tvegane strategije, zato direktiva o UAIS želi te omejiti.

Direktiva nalaga osnovne zahteve za vzpostavitev take politike prejemkov, ki zaposlenih ne spodbuja k pretiranemu tveganju pri upravljanju skladov. Poleg tega bodo morali AIS celotne prejemke zaposlenih ter politiko prejemkov razkriti v letnem poročilu sklada.

Za omejevanje izplačevanja nagrad upraviteljev (variabilnega dela) so pri direktivi o UAIS posegli po naslednjih ukrepih (Tabone, Ly, Fauvel, & Deloitte, 2013):

- politika prejemkov mora določati primerno razmerje med fiksnim in variabilni delom izplačila;
- variabilno nagrajevanje se mora zmanjšati v primeru slabših rezultatov upraviteljev (vse do nič, ko niso bili doseženi minimalni pogoji za variabilen del). Pogoji za ocenjevanje uspešnosti in nagrajevanja morajo biti določeni vnaprej in morajo vsebovati fiksen in variabilen del prejemkov;
- vsaj 50 % variabilnih prejemkov mora biti izplačanih v lastniških deležih AIS;
- 40–60 % variabilnega izplačila mora biti zadržanega za obdobje minimalno 3–5 let.

3.2.2.2 Nasprotje interesov

Upravitelji bodo morali nadgraditi standarde za preprečevanje nasprotja interesov. Kot navaja 14. člen direktive o UAIS, morajo države članice od UAIS zahtevati, da sprejmejo vse ustrezne ukrepe za prepoznavanje nasprotja interesov, ki se pojavijo med upravljanjem AIS. Do nasprotja interesov lahko prihaja znotraj UAIS, med upraviteljem in vlagatelji v AIS ali med UAIS in poslovnimi partnerji. To bo pomenilo novo obveznost za upravitelje, ki bodo morali oceniti tveganja nasprotja interesov in sprejeti vse ustrezne ukrepe za njihovo preprečevanje. Prav tako bodo morali v letnem poročilu sklada razkriti politiko nasprotja interesov.

Upravitelji bodo morali organizacijsko strukturo oblikovati tako, da bodo ločili opravila in obveznosti zaposlenih, pri katerih bi lahko prišlo do nasprotja interesov. Razdelitev delovnih funkcij zaradi nasprotja interesov lahko močnejše prizadene manjše alternativne sklade z manjšim številom zaposlenih (InfraRed Capital Partners, 2015).

3.2.2.3 Obvladovanje tveganj

Eden od pomembnejših členov direktive je 15. člen direktive o UAIS, ki govori o obvladovanju tveganja, ki nalaga upraviteljem celo vrstno novih strogih zahtev glede merjenja tveganj ter vzpostavitve kvantitativnih in kvalitativnih omejitev tveganj. Regulatorji so bili še posebno pozorni na to področje, ker so menili, da je ravno pomanjkljiv nadzor nad tveganji v hedge skladih prispeval k poglobitvi finančne krize in povečanju sistemskega tveganja.

Ena od pomembnejših zahtev 15. člena direktive o UAIS je funkcionalna in hierarhična ločitev naloge upravljanja s tveganji od naloge upravljanja z naložbami. Tako mora biti UAIS vedno sposoben dokazati nadzornim organom države članice, da veljajo posebni zaščitni ukrepi za neodvisno izvajanje dejavnosti obvladovanja tveganj pri UAIS in pri tem ne prihaja do nasprotja interesov. Tako oseba, ki je zadolžena za upravljanje s tveganji, ne more upravljati funkcije upravitelja naložb in obratno.

AIF so izpostavljeni številnim tveganjem, najpomembnejša so tržna tveganja, kreditna tveganja, poslovna tveganja, tveganja nasprotne stranke in likvidnostna tveganja. Direktiva

o UAIS nalaga upraviteljem, da prepoznajo vsa mogoča tveganja za vsak AIF, ki ga upravljajo, ter vzpostavijo primerne mehanizme za merjenje, spremljanje in obvladovanje tveganj ob vsakem trenutku (KPMG International, 2013).

Prav tako 15. člen direktive o UAIS določa, da mora UAIS določiti najvišjo raven finančnega vzvoda, ki ga lahko uporabijo za vsak AIS glede na strukturo in strategijo sklada, in finančne podatke iz tega naslova tudi konstanto poročati nacionalnim regulatorjem.

Zaradi likvidnostnih težav mnogih AIS med finančno krizo je obvladovanje likvidnostnega tveganja ena od pomembnejših nalog vsakega posameznega AIS sklada. Za nadzor nad likvidnostnimi tveganji, kot jih določa 16. člen direktive o UAIS, mora UAIS sprejeti ustrezen sistem za upravljanje likvidnostnih tveganj in postopke, ki jim bodo omogočali konstantno spremljanje likvidnostnega tveganja v AIS. Eden izmed obveznih postopkov, s katerimi bodo ocenili likvidnostno tveganje AIS, je preizkus izjemnih situacij pod običajnimi in izjemnimi likvidnostnimi pogoji.

3.2.3 Organizacijske zahteve

Glede organizacijskih zahtev 18. člen direktive o UAIS od upraviteljev zahteva, da vedno uporabljajo primerne in ustrezne človeške in tehnične vire, ki so potrebni za stalno pravilno upravljanje AIS. Pristojni organi od UAIS zlasti zahtevajo, da ima UAIS zanesljive upravne in računovodske postopke, nadzorno in varnostno ureditev za elektronsko obdelavo podatkov in zadostne mehanizme notranjega nadzora.

Za organe nadzora je predvsem pomembno, da je vsako transakcijo, pri kateri sodeluje AIS, mogoče rekonstruirati do njenega izvora, sodelujočih strank, njenih lastnosti ter časa in kraja izvedbe in da se sredstva AIS, ki jih upravlja UAIS, vlagajo v skladu s pravili upravljanja. Direktiva na področju organizacijskih zahtev uvaja tudi pomembne spremembe glede vrednotenja sredstev, prenosa funkcij in depozitarja, ki jih podrobneje opišem v nadaljevanju.

3.2.3.1 Vrednotenje sredstev

UAIS mora zagotoviti ustrezne in skladne postopke za izvajanje neodvisnega in ustreznega vrednotenja sredstev za vsak AIS posebej. Za vrednotenje sredstev in izračun vrednosti sredstev se uporablja zakonodaja države, v kateri ima AIS sedež. Direktiva o UAIS v 19. členu določa, da je potrebno vrednotenje sredstev in čiste vrednosti sredstev izračunati in vrednotiti najmanj enkrat na leto.

Na temo nepravilnega vrednotenja sredstev in tveganj, povezanih s to problematiko, je potekalo veliko pogovorov. Če ima upravitelj možnost, da sam oceni vrednost svojih sredstev, obstaja vedno možnost previsoke ali prenizke ocene glede na pozicijo upravitelja.

Na drugi strani bi bilo najmanjše zunanjih ocenjevalcev vrednosti za ocenjevanje vsakega posameznega sredstva zelo stroškovno obremenjujoče za celotno dejavnost AIS.

Tako so regulatorji prišli do sklepa, da si UAIS lahko sam ocenjuje vrednost sredstev ali najame zunanje ocenjevalce sredstev. Če sam ocenjuje vrednost sredstva, je treba pred tem dokazati neodvisnost ocenjevalca od upravljanja naložb podjetja in plačilnih funkcij in to, da ne prihaja do nasprotja interesov, ki bi lahko vplivali na rezultate vrednotenja. Regulatorji oziroma organi nadzora imajo moč od UAIS zahtevati pregled njihovih ocenjevalnih metod ali vrednosti sredstev s tem, ko naročijo zunanje ocenjevalce vrednosti ali revizorje (Matheson, 2016).

3.2.3.2 Prenos funkcije na tretje osebe

Pri prenosu nalog upravljanja funkcij na tretje osebe se direktiva o UAIS poslužuje podobnih zakonodajnih okvirov kot direktiva o KNPVP. Pred direktivo je bil prenos funkcij na tretje osebe zelo pogosta praksa, o kateri je prosto odločal UAIS. Direktiva o UAIS pa postavlja nova pravila in omejitve pri prenosu določenih funkcij na tretjo osebo.

Direktiva o UAIS je še posebej omejila prenos dveh ključnih funkcij alternativnih skladov, upravljanja premoženja in obvladovanja tveganj. Pod določenimi kriteriji bo mogoče le delni prenos teh funkcij in ne več celoten prenos na zunanje izvajalce, kot je bilo mogoče pred uvedbo direktive. UAIS bo moral vse funkcije, ki jih je prenesel na zunanje izvajalce, pojasniti in z navedbo objektivnih razlogov upravičiti pri domačih nadzornih organih, poleg tega pa še dokazati, da je zunanji izvajalec sposoben in kvalificiran za upravljanje prenesenih dejavnosti (Mason Hayes & Curran, 2013). Člen 20 direktive o UAIS navaja da, če je funkcija prenesena na tretjo osebo zunaj območja EU, je treba dodatno zagotoviti sodelovanje matične države članice UAIS in nadzornih organov zadevnega podjetja v tujini.

Prav tako 20. člen direktive o UAIS navaja, da funkcije upravljanja premoženja in obvladovanja tveganj ni mogoče prenesti na depozitarja ali izbranega zastopnika depozitarja in na katerikoli subjekt, pri katerem bi lahko prišlo do nasprotja interesov. Z uvedbo tega člena v direktivi so želeli regulatorji preprečiti, da bi alternativni skladi delovali po načelu »poštinih nabiralnikov«, torej kot podjetja, ki bi bila prijavljena v določeni državi, večino svojih dejavnosti pa bi opravljali v tretjih državah, kot je bila praksa mnogih upraviteljev pred uvedbo direktive (Mason Hayes & Curran, 2013).

3.2.3.3 Depozitar

Uvedba člena o depozitarju v direktivi predstavlja eno od pomembnejših in zahtevnejših novosti, za upravljavce pa enega izmed najbolj problematičnih in težavnih členov direktive, saj pomeni veliko stroškovno obremenitev za že tako obremenjeno novo regulacijsko okolje alternativne dejavnosti v EU. V skladu z direktivo o UAIS mora vsak UAIS določiti svojega depozitarja za varovanje sredstev svojih vlagateljev.

Bolj natančno direktiva nalaga upravljavcem, da vsakemu posameznemu AIS določijo svojega depozitarja. Pred uvedbo direktive večina AIS ni imela depozitarja, nekateri so imeli le depozitarja za skrbništvo nad sredstvi sklada, zato je privajanje na nove zahteve še toliko bolj težavo. Po novem direktiva nalaga depozitarjem številne nove naloge, kot so (Walkers, 2013a):

- ustrezno spremljanje denarnih tokov AIS za zagotavljanje pravilnega knjiženja denarnih sredstev in gotovine vlagateljev;
- varovanje sredstev AIS v skladu s postopki, določenimi v direktivi UAIS;
- zagotavljanje, da se vrednotenje, prodaja, izdaja, ponoven odkup in izplačilo sredstev izvedejo v skladu z direktivo o UAIS in ustavnimi listi AIS;
- izvajanje navodil UAIS, razen če so v nasprotju z veljavno zakonodajo ali ustavnim dokumentom AIS;
- zagotavljanje, da se prihodek AIS uporabi v skladu z direktivo o UAIS.

Direktiva o UAIS prav tako uvaja stroge standarde odgovornosti za depozitarje, ki bodo odgovorni za AIS in njihove vlagatelje, za morebitne izgube ali izgube tretje osebe, ki upravljajo s finančnimi instrumenti pod nadzorom depozitarja. Če bodo finančni instrumenti izgubljeni, je depozitar zavezan izgubljene instrumente oziroma vrednost izgubljenih instrumentov vrniti AIS, če ne more dokazati, kot navaja 21. člen direktive, da je izguba nastala kot posledica zunanega dogodka, ki ga razumno ni mogel nadzorovati, posledice pa so bile ne glede na vsa razumna prizadevanja neizogibne. Depozitar je odgovoren vlagateljem v AIS za vsako izgubo, ki jo ti utrpijo zaradi malomarnosti ali neizvajanja obveznosti v skladu s to direktivo.

Kot navaja 21. člen direktive o UAIS lahko delo depozitarja opravlja:

- kreditna institucija, ki je registrirana v EU in ima dovoljenje v skladu z Direktivo o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij iz leta 2006;
- investicijsko podjetje, ki ima registriran sedež v EU in upošteva 20. člen o kapitalski ustreznosti Direktive o kapitalski ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij;
- druge vrste institucij, za katere veljajo pravila varnega in skrbnega poslovanja in stalen nadzor ter izpolnjujejo pogoje depozitarja v skladu s členom 23 direktive o KNPVP.

Depozitarji bodo morali pregledati obstoječe pogodbe s skrbniki (angl. *custodian*), trgovalnimi posredniki (angl. *trading broker*) za vsaki AIS posebej in te prilagoditi tako, da bodo usklajeni z novimi zahtevami direktive o UAIS. Večje zahteve in višja odgovornost depozitarjev pomenijo precej višje stroške za UAIS. Poleg tega upravitelje dodatno bremenijo zahteve, ki določajo, da njihov trgovalni posrednik ne more opravljati funkcije depozitarja oziroma jo lahko le v primeru, ko dokažejo neodvisnost obeh funkcij, kar pomeni

ločitev teh dveh funkcij in dodatno breme in kompleksnost za upravitelje (Hatfield & Weiner, 2014).¹

3.2.3.4 Pravila o preglednosti delovanja UAIS

Eden od večjih očitkov, ki so ga deležni AIS, med njimi predvsem hedge skladi, se nanaša na temo preglednosti delovanja hedge skladov. Hedge skladi in tudi ostali AIS so bili v preteklosti znani, da so izdajali kar se da malo informacij o njihovih naložbah, stroških, prihodkih in strategijah. Preveč izdanih informacij bi lahko zmanjšalo njihove konkurenčne prednosti ali po možnosti negativno vplivalo na njihov ugled pri vlagateljih (Gross, 2015).

EU je pri osnovanju direktive zavzela stališče, da je treba preglednost bistveno povečati. Delegirane uredbe Komisije (EU) št. 231/2013 z dne 19. decembra 2012 o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom (Evropska komisija, 2012), ki dopolnjuje direktivo o UAIS, v 123. členu navaja: »Bistveno je, da vlagatelji dobijo vsaj potrebne minimalne informacije o posameznih UAIS in AIS ter njihovi strukturi, da bi lahko sprejeli pravilno naložbeno odločitev, prilagojeno njihovim potrebam in pripravljenosti za tveganje«.

Direktiva o UAIS tako prinaša minimalne zakonske zahteve na treh področjih: področju letnega poročila sklada, razkrivanja informacij vlagateljem in obveznega razkrivanja informacij pristojnim organom.

Na podlagi direktive morajo UAIS za vsak sklad, ki ga upravljajo in tržijo znotraj EU, izdati revidirano letno poročilo v roku šestih mesecev po preteku finančnega leta. Kot navaja 22. člen direktive o UAIS, mora letno poročilo vsebovati podatke o bilanci stanja in izkazu prihodkov in izdatkov v poslovnem letu, poročilo o dejavnostih v poslovnem letu ter vse vsebinske spremembe informacij iz člena 23 (razkrivanje informacij vlagateljem, opisan v spodnjem odstavku) med poslovnim letom, skupen znesek prejemkov v poslovnem letu, razdeljen na stalne in spremenljive prejemke, ki jih izplača UAIS svojemu osebju, število upravičencev in po potrebi spodbujevalno provizijo, ki jo je plačal AIS, in skupen znesek prejemkov, razdeljen na višje vodstvo in člane osebja UAIS, katerega delovanje pomembno vpliva na profil tveganja AIS.

Prav tako bodo morali UAIS razkrivati določene informacije vlagateljem, preden se ti odločijo za naložbo v AIS, kot so: informacije o naložbeni strategijah in ciljih sklada, o višini vzvoda in zavarovanjih dolgov, identiteti ponudnikov storitev (UAIS, depozitar, cenilec, revizor, trgovalni posrednik in njihove obveznosti), podatke o provizijah in stroških

¹ Depozitar (angl. *depository*) in skrbnik (angl. *custodian*) sta si med seboj zelo podobni finančni ustanovi po načinu delovanja in nalogah, ki jih opravljata. Razlika med njima je, da je naloga skrbnika le skrbništvo nad sredstvi in finančnimi papirji, medtem ko ima depozitar poleg skrbništva nad sredstvi še druge pravne obveznosti in odgovornosti za sredstva, ki jih hrani, kot je na primer izpolnjevanje zahtev direktive o UAIS.

vlagateljev, informacije o kraju centralnega sadeža AIS, informacije o izpolnjevanju zahtev kapitalske ustreznosti, informacije o vrednosti neto sredstev AIS in zgodovinske podatke o uspešnosti sklada, če ti obstajajo, ter zadnje revidirano letno poročilo (Walkers, 2013a). Če začetna dokumentacija AIS ne vsebuje vseh podatkov, ki jih zahteva direktiva, bodo morali to dopolniti.

Nadalje, kot navaja 4. točka 23. člena direktive o UAIS, je upravitelj zavezan za vsak AIS, ki ga upravlja v EU, vlagateljem redno razkrivati: odstotek sredstev AIS, ki so predmet posebnih ureditev, ki izhajajo iz nelikvidne narave, vsako novo ureditev za upravljanje likvidnosti AIS, trenutni profil tveganja AIS in sisteme obvladovanja tveganj, ki jih UAIS uporablja za upravljanje navedenih tveganj.

Če sklad uporablja finančni vzvod, mora redno razkrivati spremembe najvišje dovoljene meje finančnega vzvoda kot tudi novih zavarovanj in garancij v okviru finančnih vzvodov ter celotni znesek finančnega vzvoda, ki ga uporablja AIS (Walkers, 2013a).

Tretji del novih zahtev na področju preglednosti delovanja UAIS se poleg prvih dveh, ki se nanašajo na letno poročilo in razkrivanje informacij vlagateljem, nanaša na obvezna razkritja informacij pristojnim organom, o čemer govori 24. člen direktive o UAIS. Ta člen direktive zahteva od UAIS, da zagotovi spodaj navedene informacije ustreznim pristojnim organom EU. Če so UAIS usklajeni z direktivo o UAIS, so to nadzorni organi matične države članice EU, v primeru, da AIS niso usklajeni z direktivo o UAIS, pa nadzorni organi držav članic, kjer bodo UAIS tržili enote svoji AIS. UAIS bodo tako morali zagotoviti informacije o glavnih finančnih instrumentih, s katerimi poteka trgovanje, vključno z razčlenitvijo finančnih instrumentov in drugih sredstev v upravljanju, zagotoviti informacije o naložbenih strategijah ter razkriti geografsko in sektorsko usmerjenostjo vlaganja. Dodatno bodo morali UAIS zagotoviti informacije o trgih, na katerih so člani in na katerih aktivno trgujejo, razpršitev portfelja naložb ter največjo izpostavljenost in koncentracijo naložb (Walkers, 2013a).

Kot navaja 24. člen direktive o UAIS, mora upravitelj za vsak posamezen AIF sporočati nadzornim organom še: odstotek sredstev AIS, ki so predmet posebnih ureditev, ki izhajajo iz nelikvidne narave, tekoči profil tveganja AIS in orodja, ki jih UAIS uporablja za sistem obvladovanja tržnega tveganja, likvidnostnega tveganja, tveganja izpostavljenosti do nasprotna stranke in drugih tveganj, vključno z operativnim tveganjem, vsako novo ureditev za upravljanje likvidnosti AIS, informacije o glavnih kategorijah sredstev, v katere je AIS vlagal, ter rezultate rednih preizkusov izjemnih situacij v okviru običajnih in izrednih okoliščin.

ESMA je v svojem končnem poročilu z naslovom »Guidelines on Reporting Obligations under AIFMD« določil tudi, kako pogosto morajo AIS zgoraj navedene zahteve poročati domačim pristojnim organom nadzora. Kako pogosto so upravitelji dolžni poročati organom nadzora, je odvisno od skupne velikosti sredstev v upravljanju UAIS. Tako morajo

upravitelji, ki upravljajo od 100 milijonov do 1 milijarde EUR sredstev, poročati na vsake pol leta, vsako četrletja pa UAIS, ki upravljajo nad 1 milijardo EUR sredstev. Prav tako mora UAIS četrletno poročati za vsak AIS, ki upravlja več kot 500 milijonov EUR sredstev. Enkrat na leto lahko poročajo le UAIS, ki pri upravljanju skladov ne uporabljajo finančnih vzvodov in v skladu s svojo investicijsko politiko vlagajo v podjetja, ki ne kotirajo na borzi (Walkers, 2013b).

Zagotoviti tako velik obseg informacij v tako kratkih časovnih intervalih za upravitelje vsekakor ne bo lahka naloga. Predvsem bo poročanje številnih kazalnikov tako nadzornim organom kot vlagateljem stroškovno in časovno močno bremenilo predvsem manjše upravljavce, ki nimajo dobro razvitih informacijskih sistemov in strokovnega osebja za poročanje (Walkers, 2013b).

Po podatkih globalne raziskave podjetja KPMG, s sodelovanjem z AIMA (angl. *Alternative Investment Management Association*) in z MFA (angl. *Managed Funds Association*), v katero je bilo zajetih več kot 200 hedge skladov vseh velikostnih skupin, se je kar 67 % vseh hedge skladov odločilo za prenos funkcije poročanja na zunanje izvajalce z namenom doseganje zahtev direktive o UAIS (KPMG International, 2013). Kljub večjemu bremenu za UAIS je povečanje preglednosti po mnenju mnogih strokovnjakov pomemben in nujen ukrep za zaščito in zaupanje vlagateljev in na splošno povečanje varnosti v finančnem sistemu.

3.2.4 Trženje in upravljanje AIS v EU

Ena od največjih prednosti, ki jo direktiva o UAIS predstavlja skladom AIS, je »potni list« za trženje, s pomočjo katerega bodo AIS lažje dostopali do držav EU in tržili svoje produkte profesionalnim vlagateljem zunaj države, kjer so registrirani. Regulatorji so pri oblikovanju direktive sledili predhodni direktivi o KNPVP, kjer so uspešno uvedli »potni list« za trženje investicijskih skladov malim vlagateljem po območju EU.

Kljub temu se na področju trženja AIS pojavljajo številni izzivi in problemi tako za regulatorje kot za upravljavce. Eden od večjih problemov je področje pridobivanja dovoljenja za trženje s »potnim listom« za ne-EU UAIS, ki še vedno niso dobili pravice za prosto trženje AIS na območju EU. Dodatno med državami EU prihaja do »regulatorne arbitraže«, kjer države postavljajo dodatne zahteve skladom AIS, kar otežuje prosto trženje na območju EU. Več o tem v nadaljevanju.

3.2.4.1 Pravice EU UAIS do trženja in upravljanja EU AIS v EU

Kot navaja 32. člen direktive o UAIS, morajo države članice zagotoviti, da lahko EU UAIS, ki ima dovoljenje, trži enote ali deleže EU AIS, ki jih upravlja, profesionalnim vlagateljem v drugi državi članici, ko izpolnjuje pogoje tega člena. Pogoji tega člena so, da mora UAIS za vsak EU AIS, ki ga namerava tržiti, obvestiti domače pristojne organe ter priložiti dokumentacijo in informacije, določene v Prilogi IV direktive o UAIS. Domači pristojni

organi nato zahtevano dokumentacijo pregledajo in posredujejo pristojnim organom države članice, kjer se AIS namerava tržiti. Tak prenos se lahko zgodi samo, če je UAIS usklajen z zahtevami direktive. Pristojni organi države članice EU, kjer se sklad želi tržiti, po prejemu popolne dokumentacije o tem obvestijo UAIS, ki lahko z dnem prejema obvestila začne s trženjem AIS.

UAIS iz EU, ki ima dovoljenje za trženje, lahko po 33. členu direktive o UAIS, ustanovi in upravlja AIS v drugi državi članici, bodisi neposredno ali z ustanovitvijo podružnice. Pred tem mora UAIS matični državi članici posredovati zahtevano dokumentacijo, na podlagi katere organi države članice UAIS izdajo dovoljenje za upravljanje. Država gostiteljica zadevnemu UAIS v tem primeru ne naloži dodatnih zahtev v zvezi z zadevami, ki jih zajema ta direktiva.

Čeprav je direktiva namenjena trženju AIS profesionalnim vlagateljem, lahko posamezna država članica na svojem ozemlju dovoli tržiti AIS tudi malim vlagateljem. Kot govori člen 43 direktive o UAIS o AIS, ki jih UAIS tržijo malim vlagateljem, lahko države članice brez poseganja v druge instrumente v pravu EU na svojem ozemlju dovolijo trženje enot ali deležev AIS neprofesionalnim oziroma malim vlagateljem v skladu s to direktivo ne glede na to, ali se ti skladi tržijo v nacionalnem ali čezmejnem okviru in ali gre za EU ali ne-EU AIS.

3.2.4.2 Pravice ne-EU UAIS do trženja in upravljanja ne-EU AIS v EU

Od začetka delovanja direktive o UAIS leta 2013 do leta 2015 so bile pravice za trženje AIS v EU s pomočjo »potnega lista« za trženje dovoljene samo EU UAIS. Ta rok se je še podaljšal na leto 2016, v katerem ne-EU države še vedno čakajo na odločitev EU za pridobitev enotne licence za trženje AIS na območju EU. Šele 19. julija 2016 je ESMA objavil dolgo pričakovano priporočilo Evropski komisiji za razširitev dovoljenja za trženje AIS, na podlagi katerega se bo 12 državam zunaj območja EU omogočilo ali delno omogočilo pridobitev licence za trženje ne-EU AIS skladov na območju EU (Sims, Brandt, Kim, & Norman, 2016).

Druga možnost, ki preostane ne-EU upraviteljev za trženje v EU je trženje brez enotne licence v posamezni državi EU. Direktiva UAIS dovoljuje trženje AIS, ki jih upravljajo ne-EU UAIS, v državah članicah tudi brez »potnega lista« za trženje, pod pogoji, ki jih navaja 42. člen direktive o UAIS. Kot pogoj morajo ne-EU skladi izpolnjevati 22., 23. in 24. člen o preglednosti delovanja, ki sem jih opisal zgoraj, ter člene od 26 do 30, če ne-EU AIS obvladuje družbe, ki ne kotirajo na borzi. Na podlagi tega člena lahko države članice uvedejo tudi strožja pravila za ne-EU UAIS v zvezi s trženjem enot ali deležev AIS vlagateljem na njihovem ozemlju. Za ne-EU UAIS je problematično predvsem to, da se pogoji za trženje AIS brez enotne licence v posameznih državah EU zelo razlikujejo. Na eni strani je na primer Velika Britanija postavila minimalne zahteve za trženje tujih skladov brez licence, na drugi strani so države, kot so Francija, Nemčija, Italija in Španija, postavile visoke zahteve za tuje

AIS brez licence, kar močno otežuje trženje ne-EU upraviteljev v posameznih državah EU (Prew, 2015).

V prihodnje bo veliko odvisno od odločitev, ki jih bo sprejela ESMA o tem, kdaj in katerim ne-EU državam bo podeljena enotna licenca za trženje na območju EU. ESMA bo prav tako odločala o tem, ali bo trženje brez enotne licence ukinjeno, kar bi lahko močno vplivalo na delovanje tujih AIS na območju EU v prihodnosti.

Mnenja glede spremembe na področju trženja, ki jih prinaša direktiva o UAIS, so zelo deljena. Tisti s pozitivnim pogledom na spremembe menijo, da lahko UAIS »potni list« za trženje poveča trženjsko aktivnost AIS v EU ter privabi ne-EU AIS k uskladitvi z direktivo, kot je to uspelo z direktivo o KNPVP. Na drugi strani kritiki menijo, da uvedba »potnega lista« za trženje ni dovolj privlačna za ne-EU sklade, saj naj bi bili stroški usklajevanja z zahtevami direktive UAIS za večino ne-EU UAIS previsoki glede na koristi, ki jih prinaša usklajenost z direktivo (Preqin, 2015b).

4 VPLIV DIREKTIVE NA DELOVANJE UAIS

Direktiva o UAIS prinaša številne nove zahteve, ki bodo za vedno spremenile delovanje dejavnosti alternativnih skladov na območju EU in posredno tudi na globalni ravni. Po raziskavah KPMG med vsemi regulacijami alternativnih skladov globalno ravno direktiva o UAIS prinaša največje spremembe in posledično tudi najvišje stroške pri usklajevanju upraviteljev z novo direktivo (KPMG International, 2013).

Tako bodo morali UAIS na podlagi direktive o UAIS sprejeti precejšnje strukturne spremembe kot tudi prilagoditi strategije upravljanja skladov. Direktiva bo imela tudi velik neposreden ali posreden vpliv na poslovne partnerje pri poslovanju alternativnih skladov, kot so depozitarji, trgovalni posredniki, cenilci vrednosti ter številni drugi posredniki, ki se bodo morali prilagoditi novim zahtevam dejavnosti AIS. V nadaljevanju bom iz številnih raziskav povzel odziv upraviteljev in strokovnjakov, ki so neposredno povezani z dejavnostjo alternativnih skladov, na to, kaj prinaša direktiva o UAIS v prihodnje.

4.1 Pozitiven vidik delovanja direktive o UAIS

Eden od pomembnejših pozitivnih vidikov direktive je vpeljava enotnih regulatornih zahtev za UAIS na območju EU. S poenoteno zakonodajo na tem področju bo postala dejavnost alternativnih skladov bolj pregledna, prinaša pa tudi občutek pravne varnosti, kar pred uvedbo te direktive za to dejavnost ni bilo mogoče trditi. Poenotena zakonodaja v državah omogoča tudi prosto trženje EU AIS s pomočjo »potnega lista« na območju držav članic EU. Z registracijo v eni izmed držav EU bo imel UAIS možnost dostopati do vlagateljev v vseh

državah EU. Po mnenju iz raziskave Multifonds bo »poti list« alternativnim skladom pomagal pridobivati več sredstev s strani vlagateljev v EU (Multifonds, 2012).

Direktiva bo prav tako prisila UAIS, da večji poudarek namenijo upravljanju s tveganji, kar bo lahko vodilo do celovitega razvoja funkcije obvladovanja tveganj in posledično varnejšega upravljanja z naložbami skladov. Dodatno direktiva povečuje preglednost delovanja v pred tem zaprti oziroma nizko pregledni dejavnosti alternativnih skladov. Pravilen prikaz in uporaba informacij lahko bistveno pripomoreta pri razumevanju in prepoznavanju sistemskega tveganja in celo pomaga pri preprečevanju velikih finančnih zlomov (Multifonds, 2012).

Raziskava finančno svetovalne hiše Oliver Wyman, opravljena v letu 2014, je potrdila, da je uvedba direktive o UAIS vplivala na povečanje registracije alternativnih skladov v EU. Od leta 2010 do 2013 se je število alternativnih skladov, registriranih v EU, povečalo za 10 %, sredstva v upravljanju AIS pa za 13 %. Največjo rast v številu novo registriranih UAIS so zabeležile Irska, Luksemburg in Malta (Clarkson, Jaecklin, & Kaczmariski, 2014).

Pričakuje se tudi, da bo direktiva vplivala na večjo konkurenco med državami, saj ne bo več večjih regulatornih razlik, s katerimi bi lahko države pridobile konkurenčne prednosti, kar jih bo prisililo tekmovati na ostalih področjih. Direktiva naj bi tudi spodbudila ostale države članice, ki pred tem niso bile aktivne na področju alternativnih skladov, k razvoju te dejavnosti. V EU so v dejavnosti alternativnih skladov večino sredstev upravljali UAIS iz Velike Britanije, Nemčije in Francije, z uvedbo »potnega lista« za trženje bi se tem lahko pridružile še ostale države. Pole tega lahko direktiva spodbudi nove vlagatelje, da prvič del svojih sredstev vložijo v alternativne strategije (Kelleher, 2013).

Kot pozitiven vidik so anketirani v raziskavi IFI Global, v kateri so sodelovali UAIS in posredniki v dejavnosti AIS, navedli tudi konsolidacijo panoge. Direktiva UAIS bo od UAIS v prihodnosti zahtevala močno in stabilno organizacijsko strukturo s priznanimi in organiziranimi poslovnimi posredniki, kar bodo lažje dosegli UAIS z večjimi ekonomijami obsega. Rezultat tega lahko privede do konsolidacije panoge, kar bi lahko vodilo v to, da bodo upravljanje AIS v EU prevzeli največji in najbolj premožni upravitelji. Čeprav je to za nekatere prednost, je na drugi strani za druge tudi slabost, saj manjšim UAIS otežuje delovanje na trgu. Vprašanje je tudi, ali se sistemsko tveganje res zmanjša, če na trgu prevladujejo večji upravitelji. Če pogledamo primer LTCM, lahko vidimo, da lahko propad velikega hedge sklada pomeni veliko tveganje za celotni finančni sistem (IFI Global, 2014).

4.2 Negativen vidik delovanja direktive o UAIS

Najbolj zaskrbljujoč vidik direktive je, kot že omenjeno, močno povečanje stroškov UAIS. Po več opravljenih raziskavah je bilo ugotovljeno, da so višji stroški uskladitve z direktivo bolj prizadeli manjše upravitelje, ki upravljajo z manj kot 1 milijardo sredstev, kot večje

upravitelje. Na drugi strani se ni noben izmed upraviteljev strinjal, da bodo koristi od usklajenosti z direktivo pokrile tako visoke novo nastale stroške. Večina upraviteljev je potrdila, da bodo novo nastale uskladitvene stroške prenesli na vlagatelje (IFI Global, 2014).

Višje zahteve direktive postavljajo zelo visok vstopni prag za vstop novih UAIS na trg alternativnih skladov. Mnogi so celo mnenja, da novih upraviteljev ne bo več, ker je vstopni prag uskladitve z direktivo previsok, da bi se jim to izplačalo. To bi lahko vplivalo na padec inovativnosti in posledično konkurence v dejavnosti alternativnih skladov v Evropi. V EU je za center inovativnosti na področju hedge skladov veljal London, vendar lahko ta sloves po sprejetju direktive izgubi, menijo strokovnjaki s tega področja (IFI Global, 2014).

Mnogi tuji mediji so novo direktivo o UAIS označili kar s »trdnjavo Evrope« (angl. *Fortress Europe*). To pa zato, ker EU do konca leta 2016 še vedno ni omogočila ne-EU upraviteljem pridobiti pravice do trženja s »potnim listom«.

Za primer, ameriški ali azijski upravitelj hedge sklada, ki želi tržiti sklad brez enotne licence in pridobivati stranke v državah, kot so Velika Britanija, Nizozemska, Švedska, Irska ali Luksemburg, bo moral izpolnjevati le minimalne zahteve direktive o UAIS in bo podvržen nizkim dodatnim zahtevam organov nadzora teh držav članic EU. Če pa bi želel ta upravitelj tržiti sklade brez enotne licence v Franciji, Italiji, Španiji, Nemčiji ali Danski, bo po vsej verjetnosti naletel na številne dodatne regulatorne ovire pri nadzornih organih teh držav. Države, kot so Francija, Italija in Španija, zelo omejujejo ali skoraj onemogočajo trženje hedge skladov brez enotne licence ne le malim, ampak tudi profesionalnim vlagateljem. Nemčija in Danska na drugi strani omogočata trženje brez enotne licence, vendar zahtevajo zato depozitarja, ki bo opravljal skrbništvo nad sredstvi sklada, spremljal denarni tok in vršil splošen nadzor nad upravljanjem sklada. Vse to zahteva od upraviteljev veliko časa (proces registracije UAIS v Nemčiji in Danski lahko traja 2–3 mesece) in povzroči visoke stroške, če bi tuji upravitelj želel tržiti AIS v več državah EU. Za tuje upravitelje je tako izraz »trdnjava Evrope« lahko zelo realen.

Do sedaj se je veliko ne-EU UAIS odločilo za začasno zaustavitev funkcije trženja EU vlagateljem ter si vzelo čas za proučitev nove zakonodaje, ki jo je prinesla direktiva o UAIS, ter opcij, ki jih ta ponuja. Rezultat tega je, da imajo evropski vlagatelji (vključno z večjimi pokojninskimi skladi) manjšo izbiro naložbenih produktov, kar ni v interesu nobenega vlagatelja. Tako bo lahko samo čas pokazal, ali bodo ne-EU upravitelji pripravljeni vstopiti v novo kompleksno okolje AIS v EU ali zapustiti evropski trg ter ga zamenjati z manj zahtevnimi okolji (Leonard, 2014).

Direktiva je problematična tudi zato, ker v svoj zakonodajni okvir zajema zelo heterogene oblike skladov. Predmet podobnih regulatornih zahtev bodo tako hedge skladi kot nepremičninski skladi, ki se po načinu poslovanja in nagnjenosti do tveganja precej razlikujejo v poslovanju, kar upraviteljem teh skladov povzroča veliko negotovost in kompleksnost pri implementaciji vseh zahtev direktive. Zaradi tega sta negotovost in

pomanjkanje smernic pri implementaciji vseh zahtev direktive dve od večjih skrbi za UAIS (Preqin, 2015a).

Zaradi kompleksnosti in stroškov, ki jih prinaša nova direktiva o UAIS, se vedno več UAIS odloča za spremembe alternativnih strategij in prilagoditev direktivi o KNPVP (UCITS), namenjeni neprofesionalnim vlagateljem. Kljub temu da je AIFMD za vlagatelje prinesla večjo preglednost in razkritja, še vedno ni priljubljena pri profesionalnih vlagateljih. Ti se še vedno raje držijo svojih naložb v »offshore« hedge skladih. Dokler ne bo nujnih dogodkov, ki bi sklade prisilili, da se zavežejo k direktivi o UAIS, ali povečanega povpraševanja s strani vlagateljev v to vrsto skladov, bo rast skladov, usklajenih z direktivo o UAIS, počasna (Morgan, 2015).

Prav nasprotno pa se alternativni skladi, usklajeni z direktivo o KNPVP (UCITS alternativni skladi), v zadnjem obdobju srečujejo z vedno večjim številom novih upraviteljev in vlagateljev v to vrsto skladov. Zanimanje hedge skladov za ponujanje alternativnih strategij prek direktive o KNPVP se je povečalo po finančni krizi. Ti skladi so postali priljubljeni pri vlagateljih, saj so ponujali strategije alternativnih skladov z večjo preglednostjo ter likvidnost. Poleg tega je direktiva o KNPVP že uveljavljena in splošno priznana blagovna znamka in tako uživa večji sloves pri vlagateljih (JPMorgan Chase & Co., 2015).

Na koncu je treba tudi poudariti, da nobena država izmed skupine G-20 s spremembami na področju regulacije alternativnih skladov ni šla tako daleč kot EU. EU je tako povzročila neuravnoteženost v globalnem regulatornem okolju. Nasprotniki regulacije EU trdijo, da bo močna regulacija imela nasprotni učinek na naložbe tujih UAIS na evropski trg alternativne dejavnosti, kar bo posledično privedlo do manjše ponudbe tujih upraviteljev v EU, manjšega števila zaposlenih ter manjše konkurence v tej dejavnosti na trgu EU (Sims et al., 2016).

4.3 Odziv upravljavcev hedge skladov na direktivo o UAIS

V treh letih, odkar direktiva o UAIS učinkuje, so že bile izpeljane raziskave na temo vpliva direktive na dejavnost AIS. Kot že omenjeno, sem se v raziskavah osredotočil predvsem na hedge sklade, ki veljajo za največjega in najbolj tvegane predstavnika AIS.

Rezultati raziskave, ki jo je opravila raziskovalna hiša Preqin junija 2014 med več kot 150 večjimi hedge skladi, ki skupaj upravljajo z več kot 225 milijardami sredstev na svetovni ravni, so pokazali, da kar 58 % vseh upraviteljev hedge skladov meni, da bo direktiva poslabšala poslovno okolje za delovanje hedge skladov v prihodnosti. Na drugi strani je bilo le 15 % upraviteljev, ki so videli spremembe direktive kot pozitivne za poslovno okolje v prihodnosti, ostalih 27 % je menilo, da direktiva ne bo imela vpliva. Čeprav se je mnenje upraviteljev hedge skladov glede direktive v raziskavi junija 2015 nekoliko izboljšalo, s 45 % še vedno prevladujejo upravitelji, ki menijo, da bo poslovno okolje zaradi direktive v prihodnosti slabše, v primerjavi s 23 % anketiranih upraviteljev s pozitivnim pogledom (Preqin, 2015a).

V juniju 2015 opravljena raziskava podjetja Preqin je pokazala, da imajo daleč najboljše mnenje glede vpliva direktive na njihovo poslovanje v naslednjem letu upravitelji s sedežem v EU, brez Velike Britanije. Kot prikazuje slika 5 so UAIS iz EU, brez Velike Britanije, s 55 % odgovorili, da bo vpliv direktive na poslovno okolje v naslednjem letu pozitiven, le 9 % jih je odgovorilo, da bo vpliv negativen. Povsem drugačnega mnenja so upravitelji s sedežem v Veliki Britaniji. Ti so s 70 % odgovorili, da bo vpliv direktive na poslovno okolje v naslednjem letu negativen, 30 % pa jih je menilo, da ne bo nobenega vpliva. Upravitelji hedge skladov v ZDA so s 60 % odgovorili, da direktiva ne bo imela vpliva na njihovo poslovno okolje, 35 % je bilo negativnih, le 5 % upraviteljev pa vidi vpliv direktive kot pozitiven za njihovo poslovanje. Podoben pogled kot upravitelji iz ZDA imajo tudi upravitelji iz Azije in preostalega sveta (Preqin, 2015a).

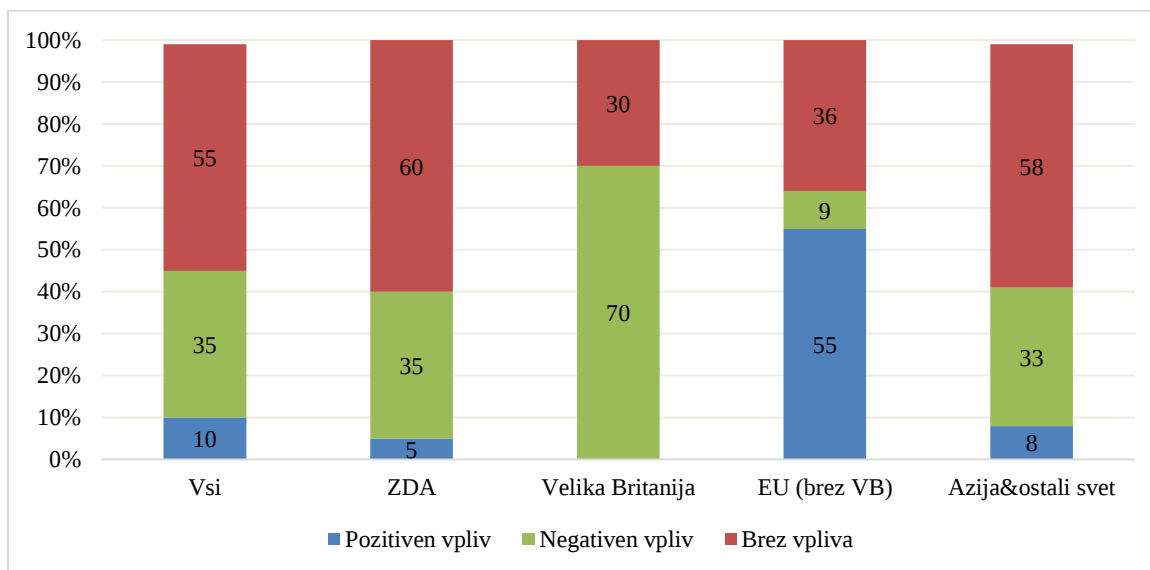
Raziskava prikazuje, kako različne poglede na direktivo imajo upravitelji, glede na to, kje se nahaja sedež upravitelja hedge sklada. Velika Britanija je bila kot največja predstavnica dejavnosti hedge skladov v EU in dejavnosti AIS na splošno nenaklonjena tako obširnimi zahtevam direktive UAIS, ki jih je narekovala EU. Ta je veljala pred uvedbo direktive za enostavno, dostopno, pregledno in inovativno državo za dejavnost alternativnih skladov. Stroge zahteve direktive so upraviteljem v Veliki Britaniji povzročile veliko kompleksnosti in novih stroškov, kar je močno vplivalo na mnenje teh upraviteljev. Na drugi strani so bili upravitelji v državah EU, kot je Francija ali Nemčija, vajeni strogih regulatornih zahtev, zato je bil preskok na zahteve direktive bolj enostaven in tekoč kot v Veliki Britaniji, na kar kaže tudi pozitivno mnenje upraviteljev iz EU (Preqin, 2016).

V sklopu te raziskave so upravitelje tudi povprašali, kaj jih najbolj skrbi glede nove direktive o UAIS. Kot prikazuje slika 6 je največ upraviteljev kot primarno skrb glede direktive z 42 % navedlo stroške uskladitve z direktivo. To ni nič nepričakovanega, saj je kar 67 % anketiranih upraviteljev odgovorilo, da so stroški uskladitve z direktivo večji, kot so pričakovali, nobeden od anketiranih pa ni izjavil, da so bili stroški nižji od pričakovanj (Preqin, 2016).

Tveganje, povezano z negotovostjo in s pomanjkanjem smernic s strani regulatorjev, je prav tako ena od večjih problematik za upravitelje. Kar 37 % upraviteljev je to navedlo kot primarno skrb glede direktive o UAIS (Preqin, 2015a).

Razlike v implementaciji številnih zahtev direktive v nacionalno zakonodajo v posameznih državah EU in pomanjkanje smernic za ne-EU upravitelje glede dostopa in omejitev na trgu EU so povzročili veliko zmede in negotovosti med upravitelji, kar kažejo tudi rezultati te raziskave. Za 15 % upraviteljev je največja skrb povečana kompleksnost na trgu, manjši del oziroma 6 % anketiranih upraviteljev pa je izpostavilo zaupnost podatkov, ki jih morajo po zahtevah direktive poročati regulatorjem, kot največji problem (Preqin, 2016).

Slika 5: Prikaz mnenja upraviteljev hedge skladov o vplivu direktive o UAIS na njihovo poslovanje v naslednjih 12 mesecih glede na kraj sedeža upravitelja (v %)



Vir: Preqin, Special Report: AIFMD in the Hedge Fund Industry, 2016.

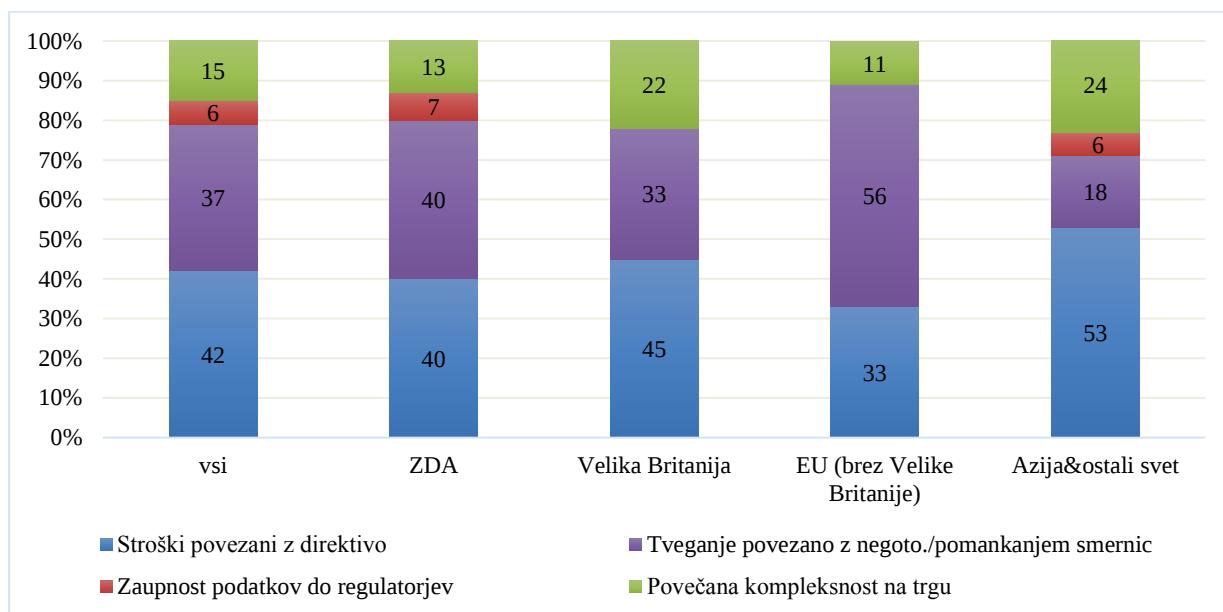
Podjetje Multifonds je v letih od 2012 do 2015 opravilo raziskavo, kjer je sodelovalo 61 večjih upraviteljev tradicionalnih in alternativnih skladov ter tudi poslovnih posrednikov alternativnih skladov na temo vpliva direktive o UAIS na njihovo poslovanje. V letu 2015 so bili udeleženci v raziskavi vprašani, katere zahteve direktive so jim predstavljale največje težave. Anketiranci so lahko izbirali med več zahtevami, ki jih prinaša direktiva o UAIS, med katerimi so: pridobivanje dovoljenja za upravljanje, poročanje regulatorjem, politika prejemkov, trženje skladov, obvladovanje s tveganji, obveznost depozitarja, stroški depozitarja in operativne zahteve ter ostale novosti, ki jih prinaša direktiva (Multifonds, 2015). Slika 7 prikazuje odgovore UAIS o tem, katere zahteve direktive o UAIS, jim povzročajo največ težav. Po odzivu upraviteljev jim največ težav povzročajo nove zahteve na področju poročanja. Kot večjo težavo je poročanje regulatorjem v letu 2014 navedlo 66 %, v letu 2015 pa kar 80,6 %. Za doseganje zahtev poročanja so morali upravitelji uskladiti številne informacijske sisteme skupaj za pridobivanje, shranjevanje in poročanje podatkov, kot so predpisani v aneksu IV direktive o UAIS in v formatu, kakršnega zahtevajo nadzorni organi posameznih držav članic (Multifonds, 2015).

Kljub težavam s poročanjem in pridobivanjem dovoljenja anketiranci verjamejo, da so bili domači nadzorni organi v večini uspešni pri implementaciji direktive o UAIS, kar je potrdilo 86 % udeležencev v raziskavi. Kot ostale večje težave so upravitelji z 42 % navedli obveznost depozitarja in s 35,5 % proces pridobivanja dovoljenja v skladu z direktivo o UAIS.

Na drugi strani so isto skupino vprašali o največjih koristih, ki jih vidijo od sprejema direktive o UAIS, kar prikazuje slika 8. Eden od glavnih ciljev direktive po finančni krizi je

bil povečati zaščito in informiranost vlagateljev v AIS. Z novimi pravili o preglednosti delovanja UAIS bodo vlagateljem na voljo številne nove informacije o delovanju AIS, kar bi lahko prispevalo k bolj racionalnim odločitvam in večjemu zaupanju vlagateljev v AIS (Multifonds, 2015).

Slika 6: Prikaz glavnih problemov upraviteljev hedge skladov v zvezi z direktivo o UAIS glede na kraj sedeža hedge sklada (v%)



Vir: Preqin, *Special Report: AIFMD in the Hedge Fund Industry*, 2016.

Dodatno bodo nove organizacijske in operativne zahteve poskrbele za ustrezno zaščito vlagateljev. Tako ne presenečajo odgovori udeležencev v raziskavi, ki so kot največje koristi, ki jih prinaša direktiva o UAIS, z 59,7 % izpostavili večjo zaščito vlagateljev in s 56,5 % večjo preglednost, poročanje in komunikacijo za vlagatelje (Multifonds, 2015).

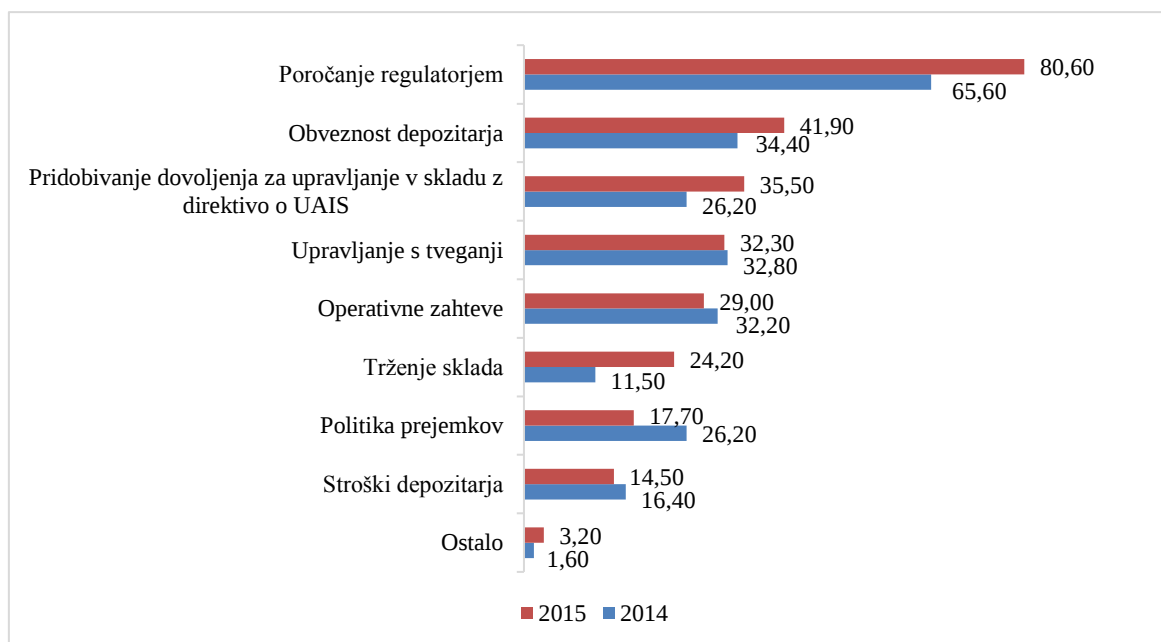
Nadalje je 40 % udeležencev v raziskavi menilo, da direktiva prinaša nove priložnosti v EU, 32 % jih je bilo mnenja, da se bodo alternativna sredstva zaradi uvedbe direktive o UAIS v EU povišala.

Le slaba četrtina udeležencev oziroma 23 % udeležencev v raziskavi pa je bilo mnenja, da bo direktiva regulatorjem omogočila boljše zaznavanje sistemsko pomembnih trendov in dogodkov, ki bi lahko vplivali na stabilnost finančnih trgov. Dodatno so raziskave pokazale, da je kar 56 % upraviteljev negotovih o tem, kako si bodo regulatorji pomagali z vsemi podatki, ki so po novem zahtevani za poročanje s strani upraviteljev.

Podobno kot morajo upravitelji najti načine za zbiranje, shranjevanje in poročanje podatkov, morajo tudi regulatorji na drugi stani najti sistem za zbiranje, shranjevanje in združevanje zelo velike količine podatkov, s katerimi bodo lahko prišli do ustreznih informacij ter tako

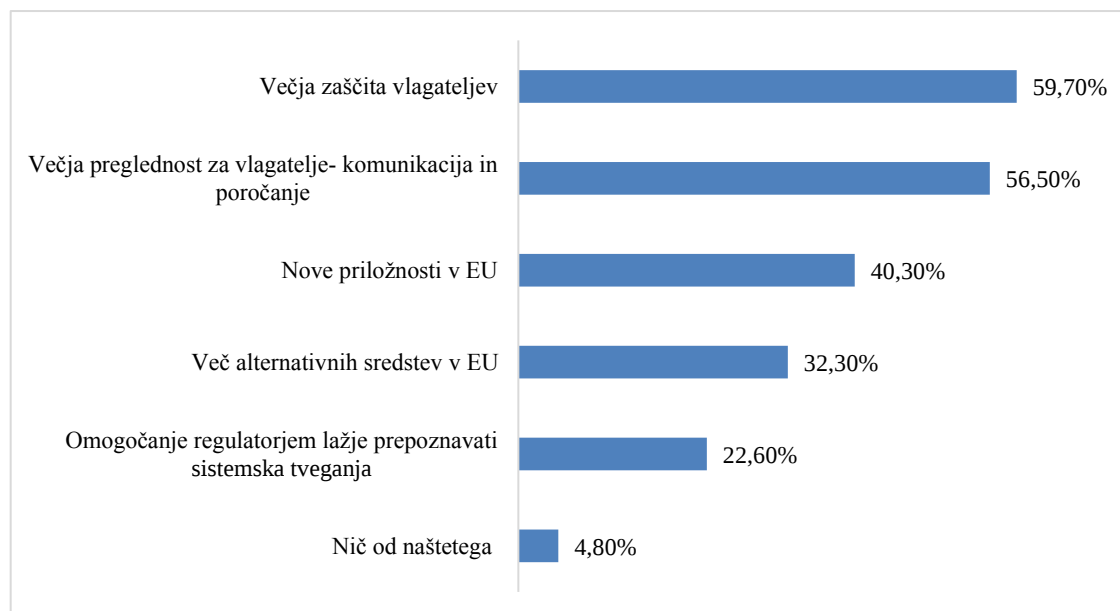
pravočasno odkrivali sistemsko pomembna tveganja v dejavnosti alternativnih skladov (Multifonds, 2015).

Slika 7: Prikaz zahtev direktive o UAIS, ki dejavnosti AIS povzročajo največ težav (v %)



Vir: Multifonds, Part 4: The impact of AIFMD and convergence survey, 2015.

Slika 8: Prikaz največjih koristi, ki jih po mnenju upraviteljev prinaša direktiva o UAIS (v %)



Vir: Multifonds, Part 4: The impact of AIFMD and convergence survey, 2015.

4.3.1 Vpliv direktive o UAIS na manjše UAIS

Kot že omenjeno, bo direktiva o UAIS vplivala na povečanje poslovnih stroškov in ustanovitvenih stroškov, kar bo po mnenju strokovne javnosti močnejše prizadelo manjše UAIS, usklajene z direktivo. Za »start-up« UAIS v EU bo direktiva o UAIS prinesla višje vstopne ovire, kot so jih bili ti vajeni v preteklosti.

Tudi na to temo je bila opravljena raziskava, ki je potrdila, da so nove zahteve stroškovno bolj prizadele manjše upravitelje kot večje. Slika 9 prikazuje odgovore upraviteljev hedge skladov v anketi družbe Preqin na to, s katerimi težavami se soočajo v zvezi z direktivo o UAIS. Upravitelje hedge skladov so v anketi razdelili po velikosti od tistih, ki upravljajo z manj kot 100 milijoni dolarjev sredstev, do tistih, ki upravljajo z več kot 1 milijardo sredstev upraviteljev. Upravitelji hedge skladov z manj kot 100 milijoni dolarjev so z 51 % odgovorili, da so stroški primarna skrb glede direktive, medtem ko je le 32 % upraviteljev, ki upravljajo nad 1 milijardo sredstev, navedlo stroške kot primarno skrb (Preqin, 2015a).

Kot pa je že bilo omenjeno v 3. poglavju, direktiva o UAIS omogoča izjeme. Po navedbah 3. člena direktive o UAIS, ki se nanaša na izjeme, so iz zahtev direktive izvzeti UAIS, s skupnim upravljanjem ali posrednim deležem AIS, ki skupaj upravljajo manj kot 100 milijonov EUR sredstev in pri tem uporabljajo finančne vzvode. Prav tako so iz zahtev direktive izvzeti UAIS, ki s skupnim upravljanjem ali kontrolnim deležem ali z znatnim posrednim ali neposrednim deležem upravljajo premoženje AIS, katerega skupna sredstva ne presegajo 500 milijonov EUR in pri tem AIS ne uporabljajo finančnih vzvodov.

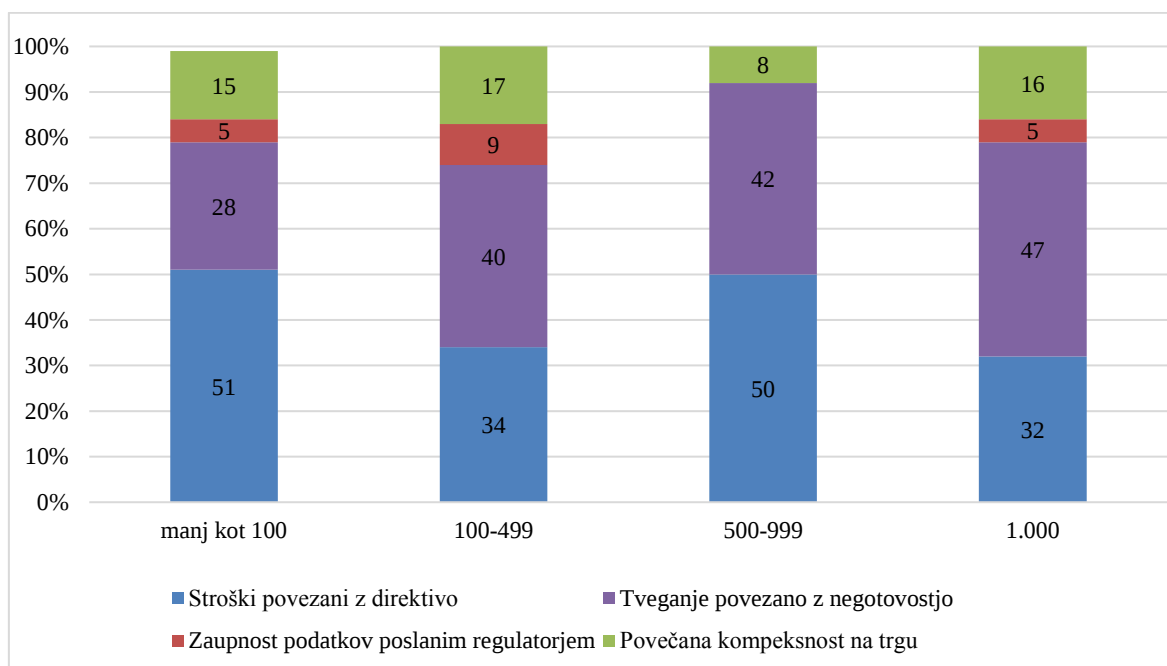
Ne glede na to, da skladi, ki spadajo pod izjeme, niso zavezani k popolni uskladitvi z zahtevami direktive o UAIS, morajo izpolnjevati naslednje zahteve. Upravljavci se morajo registrirati pri domačem nadzornem organu svoje matične države članice in mu zagotoviti informacije o naložbenih strategijah AIS, ki jih upravljajo.

Pristojnim organom morajo prav tako tekoče poročati o finančnih instrumentih, s katerimi trgujejo, glavnih izpostavljenostih in najpomembnejših koncentracijah naložb svojih AIS. Kot navaja 3. člen direktive o UAIS, naj bi s tem nadzornim organom zagotovili učinkovito spremljanje sistemskega tveganja in zaščitili vlagatelje.

Pomembno pa je poudariti, da tisti UAIS, ki spadajo pod izjeme, ne morejo koristiti pravic skladov, usklajenih z direktivo, kot je uporaba »potnega lista« za trženje v ostalih članicah EU. Kljub temu imajo ti skladi možnost za *opt-in* postopek, kar pomeni, da se samovoljno zavežejo k uskladitvi z zahtevami direktive o UAIS in pridobijo pravico do uporabe »potnega lista« za trženje (PWC, 2013).

Po anketah, ki jih je opravila IFI Global v letu 2014, manjši upravitelji ne vidijo nobenih pravih prednosti direktive o UAIS za svoje poslovanje, nekateri so celo bili mnjenja, da bi svoj sedež preselili iz EU.

Slika 9: Prikaz glavnih težav upraviteljev hedge skladov v zvezi z direktivo o UAIS glede na velikost sredstev v upravljanju hedge sklada v milijonih dolarjev (v %)



Vir: Preqin, *Special Report: Hedge Fund Manager Outlook*, 2016.

Manjši ne-EU skladi so odgovorili, da nimajo namena prihajati v EU, večina teh je popolnoma zadovoljna z delovanjem v »offshore« centrih, kot so Kajmanski otoki. V tej raziskavi so upravitelji in strokovnjaki s tega področja prišli tudi do zaključka, da bo dejavnost AIS v EU v prihodnosti postala še bolj institucionalizirana, kot je danes. Nekateri strokovnjaki iz te dejavnosti so izjavili, da do leta 2020 pričakujejo le še majhno število samostojnih UAIS, ki upravljajo manj kot 1 milijardo dolarjev sredstev, bili pa so še mnenja, da do takrat Velika Britanija mogoče ne bo več del EU (IFI Global, 2014).

Z uvedbo direktive so največ zadovoljstva pokazali veliki in premožni upravitelji iz EU, z dobro uveljavljenimi in poznanimi blagovnimi znamkami. Na drugi strani so manjši in srednje veliki upravitelji, start-up UAIS ter poslovni posredniki manjših upraviteljev, ki so z uvedbo direktive o UAIS v večini nezadovoljni. Raziskave raziskovalne hiše Preqin so pokazale, da so večji skladi bolj pripravljeni na uskladitev z direktivo kot manjši. Največji upravitelji na svetovni ravni, ki upravljajo z več kot 1 milijardo dolarjev sredstev, so v letu 2015 s 46 % odgovorili, da so že usklajeni z direktivo, medtem ko je bilo manjših skladov z manj kot 100 milijoni dolarjev v upravljanju usklajenih le 19 % (Preqin, 2015a).

Raziskave ankete IFI Global navajajo kot zmagovalce največje upravitelje z več milijardami sredstev v upravljanju, ki so že usklajeni z direktivo o KNPVP. Ti skladi imajo finančno zmogljivost in infrastrukturo, s katero se lažje prilagodijo novim zahtevam direktive o UAIS. Na drugi strani se kot poraženci omenjajo manjši hedge skladi, za katere bodo nove zahteve direktive po večini stroškovno in časovno preveč obremenjujoče. Posledično bo direktiva o

UAIS lahko vodila v konsolidacijo panoge, ko bodo večji upravitelji prevzemali manjše upravitelje z namenom doseganje ekonomije obsega, pri kateri bodo ti glede na vse višje stroške poslovanja lahko pozitivno poslovali (Chandler, 2016).

Glede na opravljene raziskave priznanih raziskovalnih podjetij in mnenja strokovnjakov bi lahko potrdil prvo raziskovalno trditev, da bo direktiva o UAIS zaradi kompleksnih regulatornih zahtev otežila delovanje manjših in srednje velikih hedge skladov. Stroški uskladitve z direktivo o UAIS bodo bolj obremenili manjše kot večje upravitelje.

4.3.2 Konvergenca oziroma združevanje alternativne in tradicionalne dejavnosti investicijskih skladov

Že dobro desetletje je zbliževanje dejavnosti upraviteljev tradicionalnih vzajemnih skladov in hedge skladov pogosta tema na razpravah dejavnosti investicijskih skladov. Šele v prihodnje pa se pričakujejo večje spremembe na področju združevanja do pred kratkim strogo ločene dejavnosti alternativnih in tradicionalnih skladov, ki bo vplivala na razvoj investicijskih skladov v prihodnosti (Multifonds, 2015).

Z uvedbe direktive o UAIS, ki je zmanjšala razlike v regulaciji med upravitelji alternativnih skladov in upravitelji tradicionalnih skladov se bo proces združevanja še pospešil, kar so potrdile nedavne raziskave podjetja Multifound.

V raziskavah, ki jih je opravila finančno-svetovalna družba Multifound od leta 2012 do 2016, so se udeleženci v raziskavi, v kateri so sodelovali večji upravitelji in posredniki investicijskih skladov, ki skupaj upravljajo 16 bilijonov (16 trilijonov dolarjev) dolarjev sredstev, v večini strinjali s tem, da bo uvedba direktive o UAIS pospešila konvergenco dejavnosti alternativnih investicijskih skladov z dejavnostjo tradicionalnih investicijskih skladov.

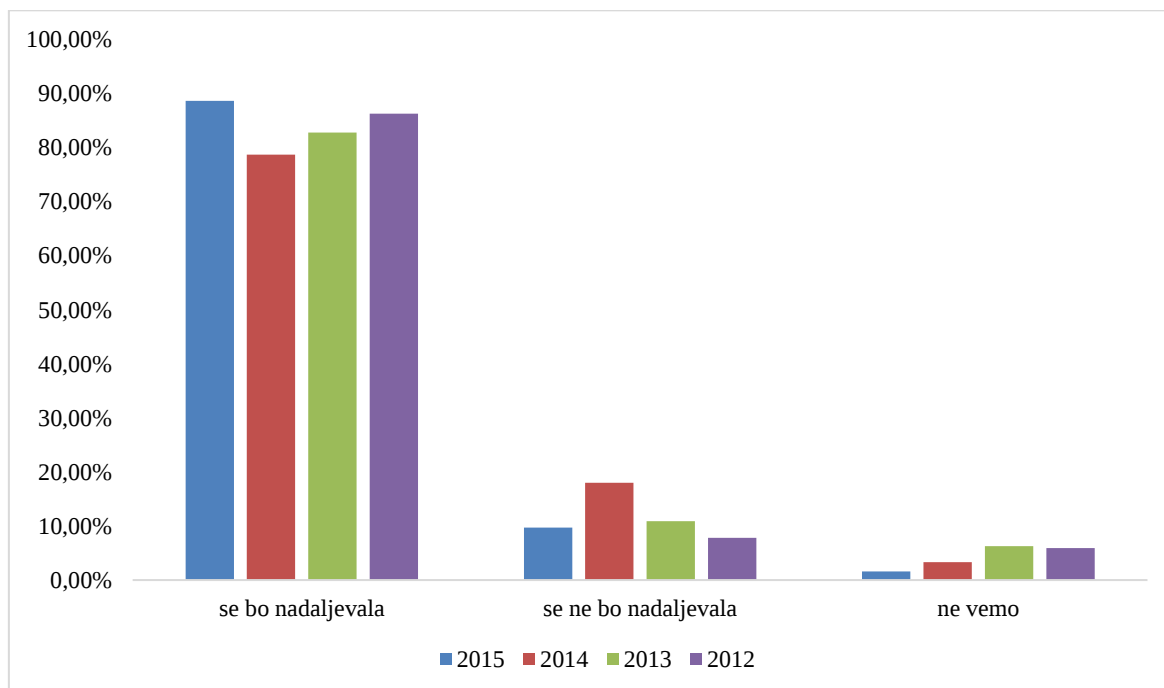
Na konvergenco alternativne in tradicionalne dejavnosti investicijskih skladov vplivata dva trenda (Multifonds, 2015):

- institucionalni vlagatelji, kot so pokojninski skladi, v zadnjem obdobju povečujejo naložbe v hedge sklade z namenom razpršitve svojih naložbenih portfeljev ter s tem zmanjšujejo vpliv nestanovitnosti finančnega trga za svoje naložbene portfelje in povečujejo možnost za višje donose. Z novimi zahtevami direktive pričakujejo od upraviteljev hedge skladov boljše upravljanje s tveganji, preglednost in likvidnost, kar bo vodilo v to, da bodo imeli hedge skladi bolj podobne značilnosti tradicionalnim investicijskim skladom kot pred uvedbo direktive ter s tem pridobili večje zaupanje institucionalnih vlagateljev;
- podobno se na drugi strani vedno bolj povečuje zanimanje malih vlagateljev v strategije hedge skladov oziroma sklade absolutnega donosa, kot so alternativni skladi UCITS v EU in registrirani alternativni vzajemni skladi v ZDA. To upravitelje vzajemnih skladov

in hedge skladov vodi k združevanju strategij z namenom pridobivanja novih vlagateljev.

Ti trendi bodo v prihodnosti skupaj z uvedbo direktive o UAIS vplivali na pospešeno konvergenco med tradicionalnimi upravitelji ter upravitelji hedge skladov (Multifonds, 2015).

Slika 10: Prikaz mnenja upraviteljev glede konvergence med tradicionalnimi in alternativnimi investicijskimi skladi v prihodnosti (v %)



Vir: Multifonds, Part 4: The impact of AIFMD and convergence survey, 2015.

Slika 10 prikazuje mnenje upraviteljev, glede konvergence med tradicionalnimi in alternativnimi investicijskimi skladi v prihodnosti. Nadaljnje anketiranje te skupine od leta 2012 do 2015 kaže na to, da se bo konvergenca alternativne in tradicionalne dejavnosti skladov nadaljevala tudi v prihodnosti. V letu 2015 je kar 89 % vseh anketirancev trdilo, da se bo konvergenca v tej dejavnosti v prihodnosti nadaljevala, kar je največ po sprejemu direktive o UAIS.

Sredstva v upravljanju alternativnih skladov UCITS so od konca finančne krize leta 2008 dosegla izjemno rast. Po podatkih raziskave Deutsche Bank Global so sredstva v upravljanju od leta 2008 do 2015 rastle 26 % na leto in v letu 2015 dosegla že skoraj 400 milijard EUR sredstev v upravljanju. To kaže, da so likvidne strategije hedge skladov vedno bolj dostopne in priljubljene tudi pri malih vlagateljih. Po raziskavah sodeč, se v prihodnje pričakuje rast trenda alternativnih skladov UCITS, kar bo vodilo v še večjo ponudbo teh skladov na trgu EU (Williams, 2016).

4.3.3 Analiza uskladitvenega statusa z direktivo o UAIS

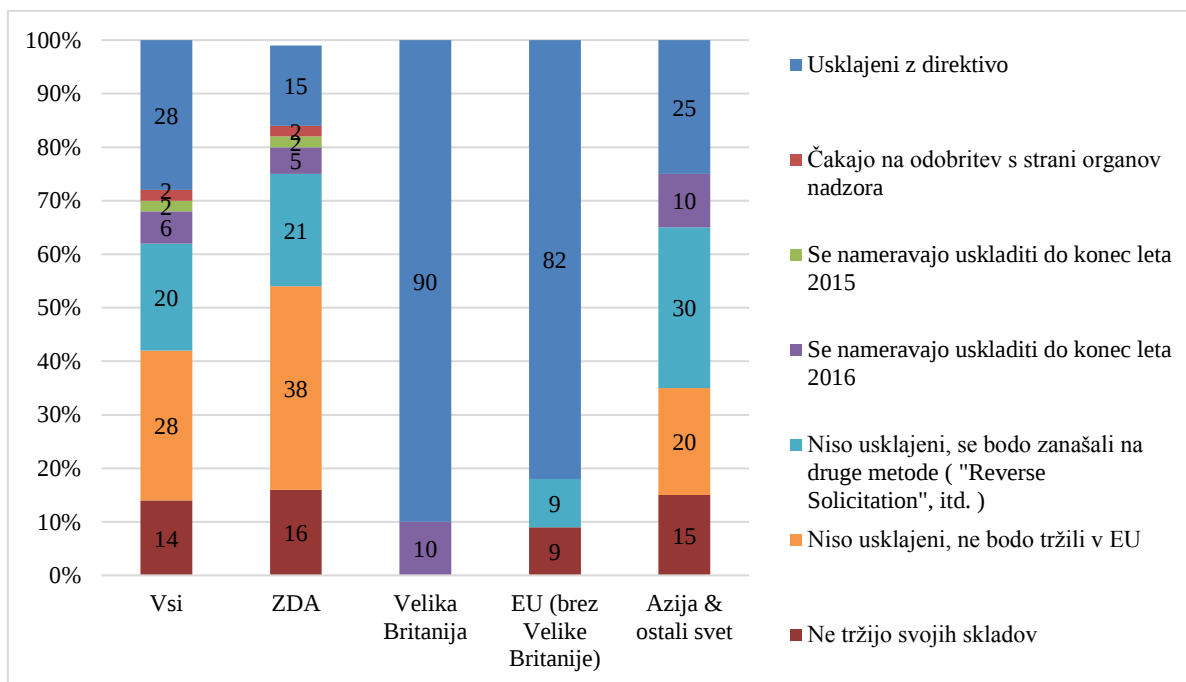
Slabo leto od preteka roka za uskladitev z direktivo o UAIS, ki je potekel 22. julija 2014, so v raziskavah raziskovalne hiše Preqin junija 2015 preverjali, koliko hedge skladov je že usklajenih z direktivo glede na sedež upravitelja in velikost hedge skladov. V letu 2015 je bilo zaznati visoko rast v uskladitvenem statusu upravljavcev EU.

Slika 11 prikazuje uskladitveni status hedge skladov z direktivo o UAIS glede na geografsko lego upravitelja hedge sklada, po podatkih družbe Preqin v juniju 2015. V EU je bilo v raziskavi usklajenih 82 % vseh upraviteljev, v Veliki Britaniji pa kar 90 % vseh udeležencev. To je velik napredek v uskladitvenem statusu glede na to, da je bilo v enakem obdobju leta 2014 v raziskavi v EU usklajenih 48 % upraviteljev, v Veliki Britaniji pa le 43 % upraviteljev. Pravo nasprotje predstavljajo ne-EU upravitelji. Glede na raziskavo so upravitelji iz ZDA najmanj naklonjeni uskladitvi z direktivo. Do junija 2015 je bilo usklajenih le 15 %, dodatnih 9 % je odgovorilo, da se načrtujejo uskladiti do konca leta 2016. Ostali nimajo namena delovati oziroma tržiti svojih skladov na območju EU oz. nameravajo uporabiti drugačen pristop, kot je trženje brez enotne licence pri posamezni državi članici EU, ali uporabiti obraten pristop (angl. *reverse-solicitation*) (Ernst & Young, 2014).

Nekoliko večjo pripravljenost za uskladitev z direktivo so pokazali azijski in ostali ne-EU hedge skladi. V juniju 2015 jih je bilo usklajenih že 25 %, dodatnih 10 % pa se ima namen uskladiti do konca leta 2016. Skladi z večjim deležem sredstev v upravljanju s strani institucionalnih vlagateljev imajo večjo verjetnost, da bodo usklajeni z direktivo o UAIS. Globalno je bilo 40 % hedge skladov s 75–100 % sredstev v upravljanju s strani institucionalnih vlagateljev usklajenih z direktivo, v primerjavi z 20 % skladov, usklajenih z direktivo, ki upravljajo z manj kot 25 % sredstev institucionalnih vlagateljev (Preqin, 2016).

Upravitelji hedge skladov, ki imajo večji delež sredstev v upravljanju od institucionalnih vlagateljev, so z večjo verjetnostjo že usklajeni z direktivo o UAIS. Tako je 40 % upraviteljev s 75–100 % sredstev v upravljanju od institucionalnih vlagateljev že usklajenih z direktivo, v primerjavi z 20 % tistih upraviteljev, ki upravljajo z manj kot 25 % sredstev institucionalnih vlagateljev. Preglednost delovanja hedge skladov je vedno bolj cenjena pri velikih institucionalnih vlagateljih, ki jo direktiva o UAIS sedaj tudi zahteva, zato so skladom, usklajenih z direktivo o UAIS, sredstva velikih institucionalnih vlagateljev bolj dostopna (Preqin, 2015a).

Slika 11: Prikaz uskladitvenega statusa hedge skladov z direktivo o UAIS glede na geografsko lego upraviteljev hedge sklada (v %)



Vir: Prequin, *Special Report: Hedge Fund Manager Outlook*, 2016.

4.3.4 Vpliv direktive na trženje hedge skladov v EU

Eden od pomembnejših ciljev direktive o UAIS je harmonizacija pravne ureditve dejavnosti alternativnih skladov v EU in s tem omogočiti prosto trženje AIS na območju EU. Delno je direktivi o UAIS že uspelo doseči cilj harmonizacije pravne ureditve v EU. Usklajeni upravitelji z direktivo o UAIS, ki so se registrirali pri domačem nadzornem organu, imajo pravico uporabljati »potni list« za trženje po posameznih državah EU brez potrebe po dodatnih zahtevah v državi, kjer se AIS trži (Sims et al., 2016).

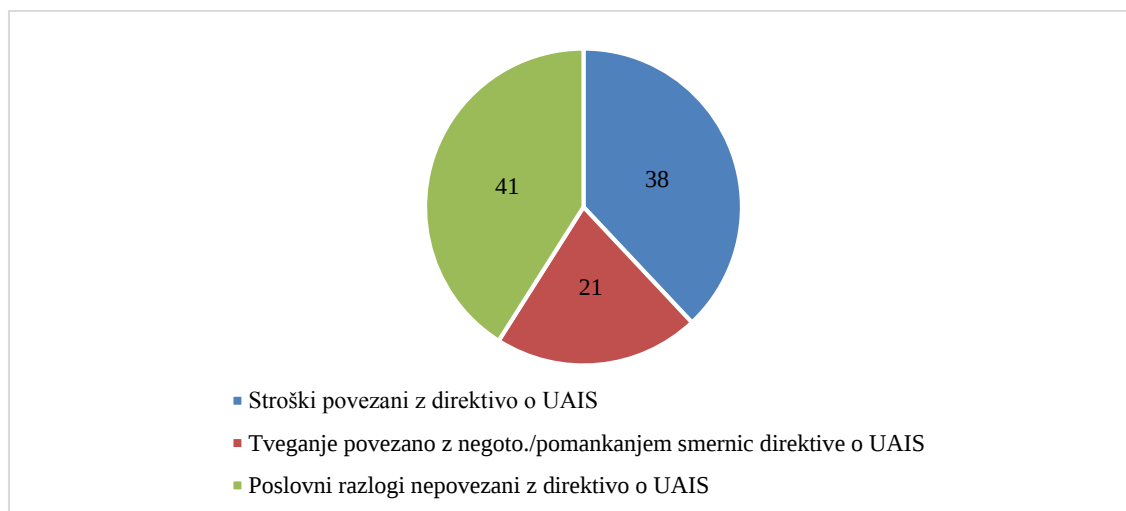
Še vedno pa se na tem področju v praksi pojavljajo številni problemi in izzivi v povezavi z regulatorno arbitražo. Implementacija zahtev direktive v nacionalno zakonodajo, še posebej na področju trženja skladov, je med posameznimi državami precej različna. Tako prihaja med državami še vedno do razlik v višini pristojbin, ki jih ti zaračunavajo upraviteljem; različni pogledi o tem, kdo je »profesionalni« vlagatelj, in različne razlage o tem pomenijo trženje oziroma »marketing« AIS skladov v posameznih jurisdikcijah (Green, 2015).

Razlike v implementaciji direktive v nacionalno zakonodajo zahtevajo od UAIS, da previdno proučijo previla in zakonodajo v posameznih državah, preden se odločijo za trženje v tej državi. To še posebej velja za upravitelje, ki niso pridobili pravic do uporabe »potnega lista« za trženje in se morajo zanašati na druge tržne metode za pridobivanje vlagateljev, kot je

trženje brez pridobitve enotne licence, ki se med posameznimi državami zelo razlikuje (Prew, 2015).

Na področju trženja ostaja še vedno nerešeno vprašanje ne-EU alternativnih skladov za pridobitev »potnega lista« za trženje. Za te se še vedno ne ve točno, kdaj in katerim ne-EU državam ter pod kakšnimi pogoji bo EU dovolila uporabo »potnega lista« za trženje vlagateljem iz EU. S tem, ko EU zavlačuje z izdajo potnega lista za trženje ne-EU upraviteljem, omogoča EU UAIS konkurenčno prednost, saj lahko ti že pridobivajo vlagatelje s pomočjo »potnega lista« za trženje. Čeprav nekatere posamezne države, kot že omenjeno, omogočajo trženje ne-EU skladov v EU, je proces pridobivanja dovoljena pri vsaki državi EU posebej cenovno in časovno potraten (Sims et al., 2016). ESMA odgovarja, da do zamud pri prenosu »potnega lista« za trženja ne-EU upraviteljev prihaja, ker so države EU zamudile pri implementaciji zahtev direktive v nacionalno zakonodajo, kar jim je onemogočilo pravočasno oceno delovanja »potnega lista« za trženje. Po opravljenih raziskavah med ne-EU upravitelji hedge skladov se večina teh nima namena uskladiti z direktivo o UAIS in s tem pridobiti pravice do »potnega lista« za trženje. Slika 12 prikazuje razloge, zakaj se tuji upravitelji hedge skladov ne odločajo za trženje v EU (Preqin, 2015a).

Slika 12: Prikaz razlogov, zakaj se tuji upravitelji hedge skladov ne odločajo za trženje v EU (v %)



Vir: Preqin, Special Report: AIFMD in the Hedge Fund Industry, 2015b.

Slika 13 na drugi strani prikazuje, kakšne strategije pristopa do vlagateljev v EU, bodo uporabljali ne-EU upravitelji hedge skladov. Ne-EU upravitelji so na vprašanje, kako mislijo dostopati do vlagateljev iz EU v bližnji prihodnosti, z 42 % odgovorili, da ne nameravajo tržiti oziroma dostopati do vlagateljev iz EU. Od tega je 41 % navedlo poslovne razloge, nepovezane z direktivo o UAIS, ostalih 59 % pa je navedlo razlog v previsokih stroških ali negotovost/pomanjkanje vodil pri direktivi UAIS. Ker je trenutno le EU UAIS omogočeno trženje AIS s pomočjo »potnega lista« za trženje, imajo ne-EU UAIS možnost trženja le brez

enotne licence, pri vsaki državi EU posebej, če jim država to omogoča. Za trženje brez enotne licence je treba biti le delno usklajen z direktivo o UAIS in izpolnjevati dodatne zahteve vsake države članice posebej, kot sem že opisal v poglavju trženje in upravljanje AIS v EU. Za ta pristop se je odločilo le 9 % tujih ne-EU UAIS upraviteljev, večina teh za trženje v Veliki Britaniji, ki je glede pravnih omejitev za trženje brez »potnega lista« tudi najbolj dostopna in prijazna (Preqin, 2015a).

Številne omejitve in zahteve direktive o UAIS so večinoma ne-EU upravitelje in tudi nekatere, predvsem manjše EU upravitelje odvrnile od uskladitve z direktivo. Za sklade, neusklajene z direktivo, obstaja še ena možnost dostopa do vlagateljev EU, za katero se je v raziskavi odločilo kar 42 % ne-EU upraviteljev. Ti so se odločili za tvegan pasiven pristop »reverse solicitation« oziroma »obraten pristop«. Ta pristop omogoča pridobivanje vlagateljev samo tako, da vlagatelj sam pristopi do sklada in ne obratno. To je vsekakor brez trženja za upravljavce težko dosegljivo, vendar edina možnost, ki jim še preostane, če se ne želijo usklajevati z novimi zahtevami direktive. Ti upravitelji se zanašajo na 70. uvodni stavek direktive o UAIS, ki navaja, da ta direktiva ne bi smela vplivati na sedanje razmere, ko lahko profesionalni vlagatelj s sedežem v EU na lastno pobudo vlaga v AIS ne glede na to, kje sta ustanovljena UAIS in AIS.

V praksi je »obraten pristop« mogoče še nekako uspešen pri večjih in uveljavljenih UAIS, ki so dobro poznani na trgu in do katerih bodo vlagatelji iz EU samovoljno pristopili, težje pa bodo brez trženja vlagatelje privabili majhni neznani upravitelji. Druga problematika »obratnega pristopa« je, da upravitelji natančno ne vedo, kje je meja, kjer bi se njihova dejanja smatrala kot trženje vlagateljem iz EU. V Veliki Britaniji je FCA (angl. *Financial Conduct Authority*) izdal enostavno pravilo, v katerem sta priznanje in dokaz vlagatelja, da je sam pristopil in vzpostavil stik z upraviteljem, zadosten dokaz, da ni šlo za trženjsko aktivnost AIS. V drugih državah EU, kot so Francija, Nizozemska in Nemčija, je tak pristop mnogo bolj tvegan, saj to področje ni natančno opredeljen in so pravila trženja strožja (Austin, 2014).

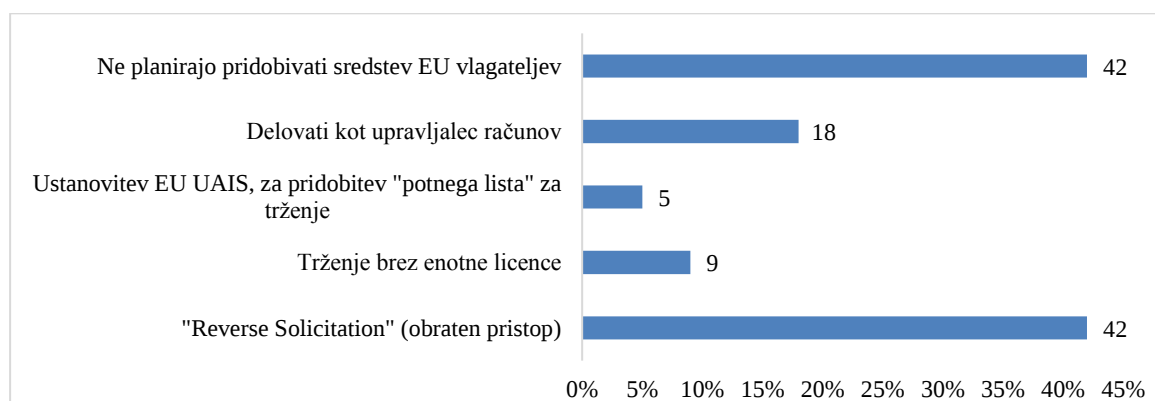
Podobne rezultate glede uskladitve ne-EU skladov z direktivo o UAIS je pokazala tudi raziskava Deutsche Bank v letu 2013, ki je zajela 44 hedge skladov iz EU in ZDA s skupno vrednostjo sredstev v upravljanju 325 milijard dolarjev. Na vprašanje, ali se bodo uskladili z direktivo o UAIS, ko bo pravica do uporabe »potnega lista« dostopna tudi za ne-EU upravitelje, je le 10 % upraviteljev pritrdilo namero za uskladitev z zahtevami direktive o UAIS. 52 % upraviteljev je bilo neodločenih, 38 % pa jih je trdilo, da se ne nameravajo uskladiti s strogimi zahtevami te direktive (Deutsche Bank, 2013).

Na vprašanje, kako mislijo pristopati do vlagateljev v EU, je kar 56 % udeležencev v raziskavi odgovorilo, da nameravajo uporabiti pasiven pristop oziroma »obraten pristop«, torej se bodo odzivali le na vlagatelje, ki bodo samodejno vzpostavili stik z njimi. Le 9 % jih je bilo odločenih, da se nameravajo popolnoma uskladiti z direktivo o UAIS (Deutsche

Bank, 2013). Ti rezultati raziskave Deutsche Bank so precej podobni prej navedenim rezultatom raziskovalne hiše Preqin.

Kljub mnogim dvomom o uspehu »potnega lista« za trženje pri UAIS še vedno prevladuje dejstvo, da je to najbolj pozitivna novost, ki jo prinaša direktiva o UAIS. Po raziskavah Multifonds so bili predstavniki dejavnosti alternativnih skladov mnenja, da lahko direktiva o UAIS doseže predhodne uspehe sorodne direktive o KNPVP kot prevladujoče ureditve za trženje vzajemnih skladov med državami v EU (Multifonds, 2015).

Slika 13: Prikaz pristopa ne-EU upraviteljev hedge skladov do vlagateljev v EU v naslednjih 18 mesecih (v %)



Vir: Preqin, Special Report: AIFMD in the Hedge Fund Industry, 2015b.

Na drugi strani je anketa iz leta 2014 podjetij UBS Fund Services in PWC, v kateri so sodelovali institucionalni vlagatelji na globalni ravni, pokazala, da vlagatelji direktivo o UAIS vidijo kot zaščitniško do EU UAIS. Vlagatelji so se v večini strinjali, da direktiva daje prednost EU UAIS pred upravitelji iz ostalih delov sveta, ravno zaradi omejitev pri pridobivanju pravic za trženje s potnim listom ne-EU upraviteljev (PWC, 2015).

Poleg tega je problematično tudi to, da v začetnem obdobju direktive nastajajo številni problemi z regulatorno arbitražo pri nekaterih državah članicah EU, ki omejujejo trženjsko aktivnost skladov v EU in zaostajanje ESME pri podeljevanju pravic ne-UAIS, ki jim do 2. polovice leta 2016 niso dovolili uporabe »potnega lista« za trženje.

Težave, ki nastajajo po navedbah ESME pri uporabi »potnega lista« za trženje med državami EU, so (Younghusband, 2015):

- velike razlike v provizijah, ki jih zaračunavajo nadzorni organi držav članic EU;
- ni standardnega odzivnega časa nadzornih organov držav članic;
- dodatne zahteve upraviteljem, kot je imenovanje centralnega plačilnega zastopnika v Franciji;
- neskladno razumevanje, kaj predstavlja pojem trženje sklada.

Glede na to, da lahko države članice odločajo, pod kakšnimi pogoji bodo dovolile trženje AIS brez enotne licence, in določajo dodatne zahteve pri upravljanju skladov, ni presenetljivo, da prihaja do visokih neskladnosti med pravnimi ureditvami posameznih držav članic. Neskladnosti v zakonodaji posameznih državah EU posledično vodijo v višje stroške skladov, ki bi želeli tržiti sklade v državah EU (Younghusband, 2015).

Tako bodo na uspešnost delovanja »potnega lista« za trženje in na splošno priljubljenost direktive o UAIS pomembno vplivale nadaljnje odločitve ESME in pripravljenost skladov na priložnosti, ki jih ponuja direktiva. Kot kažejo ankete raziskovalne hiše Preqin 2015, se precejšnji delež ameriških upraviteljev izogiba trga EU, ker ne-EU upravitelji še nimajo pravice tržiti AIS v EU s pomočjo potnega lista. To pa je glede na to, da so ZDA največji in najbolj razvit trg upraviteljev hedge skladov, precejšnja škoda za vlagatelje EU, ki se jim ponudba AIS zaradi tega močno zmanjša. Manjša ponudba hedge skladov vodi tudi v manjšo učinkovitost trga in manjšo konkurenčnost hedge skladov v EU (Austin, 2014).

Odgovor na mojo drugo raziskovalno trditev, da bosta harmonizacija pravne ureditve in uvedba »potnega lista« za trženje skladov, ki ga prinaša direktiva o UAIS, na dolgi rok vplivala na večjo ponudbo hedge skladov profesionalnim in institucionalnim vlagateljem v posameznih državah članicah EU, za zdaj še ostaja odprt. Razlog za to so številna nerešena vprašanja na tem področju. Kljub temu da je uvedba »potnega lista« za trženje največja nagrada upraviteljem, ki so usklajeni z direktivo o UAIS, ta zaradi različnih težav še ni popolnoma zaživel. »Potni list« za trženje je bil mišljen kot enostaven in stroškovno učinkovit proces, ki bi upraviteljem omogočal enostavno trženje svojih AIS v vseh državah EU, kot to zdaj omogoča direktiva o KNPVP vzajemnim skladom oziroma skladom, ki so namenjeni malim vlagateljem.

Zaradi neusklajenosti zakonodajnih zahtev posameznih držav EU, ki so zgoraj opisane, pa je uporaba »potnega lista« za upravitelje za zdaj preveč časovno in stroškovno obremenjujoča. Tako o popolni harmonizaciji pravne ureditve držav članic EU, ki naj bi jo prinesla direktiva o UAIS, še ne moremo govoriti. Če temu dodamo dejstvo, da ESMA do sedaj ni omogočila ne-EU UAIS uporabe »potnega lista« za trženje, lahko ugotovimo, da je uporaba »potnega lista« za zdaj omejena in bo na tem področju potrebnih še veliko sprememb in truda, da bo ta postal tako uspešen kot pri sorodni direktivi o KNPVP.

4.4 Vpliv direktive o UAIS na razvoj dejavnosti AIS v Sloveniji

Dejavnost alternativnih skladov je v tujini, predvsem v bolj razvitih državah, že dobro uveljavljena in poznana dejavnost, ki je v zadnjih dveh desetletjih, kot že omenjeno, dosegla izjemno rast. Nasprotno je v Sloveniji dejavnost alternativnih skladov zaenkrat še nizko razvita in širši javnosti nepoznana. Vendar se tudi v Sloveniji v prihodnosti pričakuje večje zanimanje vlagateljev in ponudnikov za dejavnosti alternativnih skladov, ki jih družbe za upravljanje doslej niso smele tržiti (Tekavec, 2015). Veliko bi lahko k temu pripomogla ravno nova zakonodaja na področju AIS, ki jo prinaša direktiva o UAIS.

S sprejemom zakona o UAIS (Ur.l. RS, št. 32/15, v nadaljevanju ZUAIS) 24. aprila 2015 je Slovenija pravno uredila dejavnost AIS in UAIS. Nova zakonodaja bo omogočala ustanovitev in trženje alternativnih investicijskih skladov profesionalnim vlagateljem na slovenskem trgu. Dodatno alternativne sklade, namenjene neprofesionalnim vlagateljem, ureja zakon ZISDU-3, sprejet na podlagi pete nadgradnje direktive o KNPVP (UCITS V). V novo sprejeti zakonodaji bo UAIS nadzorovala Agencija za trgovanje z vrednostnimi papirji (v nadaljevanju ATPV). Kot poroča ATPV, je po novo sprejeti zakonodaji ZUAIS in ZISDU-3 v Republiki Slovenije dovoljeno in regulirano trženje kolektivnih naložbenih podjetij za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje (UCITS), alternativnih zasebnih investicijskih skladov (AZIS), AIS, ki javno zbirajo premoženje (AJIS), kvalificiranih skladov za socialno podjetništvo (EuSEF), kvalificiranih skladov tveganega kapitala (EuVECA) ter specialnih investicijskih skladov (SIS). Prek postopka notifikacije pa tudi AIS iz držav članic EU (Taler, & ATPV, 2016). Po poročanju ATPV natančnejšega vpliva direktive o UAIS na razvoj AIS v Sloveniji še ni mogoče oceniti.

V novo regulatorno okolje alternativnih skladov se podajajo tudi slovenski upravitelji, zato sem se pozanimal, kakšen vpliv ima novo sprejeta zakonodaja o upraviteljih alternativnih skladov na njihovo poslovanje. Od družbe Alpen Invest sem pridobil odgovor, da v prihodnosti nameravajo oblikovati več alternativnih investicijskih skladov, namenjenih profesionalnim vlagateljem. V letu 2016 so tako že oblikovali alternativna sklada Alpen NPL – specialni investicijski sklad slabih posojil, za katerega so v skladu z ZUAIS od ATPV že pridobili dovoljenje. K odločitvi o ustanovitvi več AIS je družbo Alpen Invest spodbudila ravno novo nastala pravna ureditev ZUAIS. Za ustanovitev AIS so se odločili tudi pri podjetju KD Skladi, kjer so konec leta 2016 odprli specialni investicijski sklad (SIS) KD Adriatic Value Fund.

V družbi Kingconsulting nameravajo ob sprejemu nove zakonodaje prav tako razširiti ponudbo AIS – tako za institucionalne kot zasebne vlagatelje (Ugovšek, 2014). V NLB Skladih kratkoročno ne načrtujejo uvedbe AIS, saj ni jasno identificirano povpraševanje po tovrstnih alternativnih naložbenih produktih. Več interesa za ustanovitev AIS se pričakuje od manjših upraviteljev. Sicer NLB Skladi že ponujajo delniški nepremičninski sklad (UCITS), vendar ti vlagajo v delnice nepremičninskih podjetij in ne neposredno v nepremičnine.

Srednjeročno se za Slovenijo napoveduje rast zanimanja za nepremičninske sklade, namenjene zlasti profesionalnim vlagateljem. Tako so v podjetju Numerica Partners v drugi polovici leta 2016 že ustanovili prvi nepremičninski sklad v Sloveniji ter ga tudi poimenovali Prvi slovenski sklad nepremičnin, gre za vrsto specialni investicijski sklad (SIS). Sklad bo namenjen samo profesionalnim vlagateljem, kot so opredeljeni v 31. členu ZUAIS. Sklad naj bi prevzel vsaj 30 Mercatorjevih manjših prodajaln, predvsem iz naselij, ter jih dajal v najem Mercatorju, s katerim bi podpisali 20-letno pogodbo o prodaji in najemu prodajaln (Krivec, 2016).

Nepremičninski skladi vlagajo neposredno v nepremičnine, kot so stanovanja, pisarne, skladiščni prostori ter številne druge nepremičnine. S porazdelitvijo naložb si lahko skladi zagotovijo stabilne prihodke, ki izhajajo iz najemnin. Kot omenja strokovnjak za nepremičninske sklade Borut Gorjup, je razvojni potencial nepremičninskih skladov v Sloveniji velik. Razvoj teh skladov v Sloveniji pa bo počasen, saj so nepremičninski skladi v Sloveniji nova dejavnost, ki zahteva veliko znanja, izkušenj, poštenosti in profesionalnega odnosa upraviteljev. Na drugi strani bodo vlagatelji prav tako morali spoznati delovanje teh skladov in se zavedati, da je vlaganje v take sklade dolgoročno in traja najmanj 5 let (Gorjup, 2016).

SKLEP

Preoblikovanje dejavnosti alternativnih skladov iz nizko regulirane dejavnosti v visoko regulirano dejavnost, kot jo prinašata Dodd-Frank Wall Street reforma v ZDA in direktiva o UAIS v EU, bo vplivalo na trajne spremembe te dejavnosti v prihodnosti. Iz izsledkov magistrskega dela lahko potrdim, da direktiva o UAIS prinaša mešane odzive s strani upraviteljev in strokovne javnosti. Večina upraviteljev se strinja, da je direktiva za njih prinesla veliko dodatnega dela in stroškov.

Medtem ko se lahko nekatere države in upravitelji veselijo sprejetja direktive, ker bodo imele od nje velike koristi (kot je primer države Luksemburg), so na drugi strani države in upravitelji, na katere bo imela direktiva negativen vpliv, zato so tem spremembam nenaklonjene. Najbolj nenaklonjeni direktive so, kot smo omenili, upravitelji iz Velike Britanije. Na podlagi zahtev direktive bodo morali upravljavci alternativnih skladov preoblikovati infrastrukturo delovanja svojega podjetja tako, da bo to izpolnjevalo nove zahteve direktive, kar bo vodilo v višje stroške upraviteljev in večjo kompleksnost pri upravljanju alternativnih skladov. Višji stroški uskladitve z direktivo bi lahko najprej vodili v nižje donose tako za vlagatelje kot upravljavce. Kot drugo bodo višji stroški pomenili visoko oviro za vstop novih upraviteljev na trg alternativnih skladov, kar bi lahko na daljši rok vodilo v nižjo inovativnost v tej panogi. Posledično se pričakuje, da bodo na trgu začeli prevladovati večji upravitelji, kar bo vodilo v večjo koncentracijo dejavnosti alternativnih skladov. Stroški uskladitve z direktivo bodo manj prizadeli večje upravitelje, kar bo lahko vodilo v konsolidacijo dejavnosti alternativnih skladov, ko bodo večji upravitelji prevzemali manjše.

Večina upraviteljev bo višje stroške, ki jih prinaša direktiva o UAIS, prenesla na vlagatelje. Če temu dejstvu dodamo uspešnost hedge skladov, ki so v zadnjih sedmih letih v povprečju močno zaostajali za donosi večine delniških indeksov na razvitih trgih, bodo višji stroški vlagateljev lahko pomenili le še dodaten razlog za odliv naložb iz te dejavnosti. Vprašanje je tudi, ali bodo nove zahteve glede razkritij dovolj za pravočasno predvidevanje in nadzor nad sistemskimi tveganji. Za doseg tega cilja bi bilo potrebno zelo učinkovito in močno delovanje in sodelovanje nadzornih organov v EU. Trenutno je težko trditi, da so nadzorni

organi sposobni analizirati zelo obširne količine kvantitativnih podatkov in s tem preprečiti sistemske šoke.

Dodatno se strokovnjaki iz dejavnosti investicijskih skladov v večini strinjajo, da bodo nove regulatorne spremembe v alternativni dejavnosti pospešile konvergenco med dejavnostjo alternativnih upraviteljev in tradicionalnih upraviteljev. V EU je postala regulacija alternativnih skladov na podlagi direktive o UAIS v mnogih točkah podobna direktivi o KNPVP, namenjeni regulaciji vzajemnih skladov, zato se v prihodnje lahko pričakuje večjo prepletenost tradicionalnih in alternativnih upraviteljev (Multifonds, 2015). Rezultat tega bo tudi vedno večja ponudba alternativnih strategij malim vlagateljem, na primer alternativnih vzajemnih skladov, ki so v letih po globalni finančni krizi dosegli izjemno rast.

Na drugi strani direktiva prinaša večjo preglednost dejavnosti AIS, ki jo narekujejo nove zahteve na področju poročanja in preglednosti. Večja odprtost in preglednost delovanja AIS skladov, ki so ga mnogi vlagatelji pred tem v dejavnosti alternativnih skladov pogrešali, bo vsekakor pozitivno vplivala na medsebojno zaupanje med vlagatelji in UAIS. Predvsem bi to lahko privabilo številne institucionalne vlagatelje, kot so pokojninski skladi, ki se pred tem zaradi pomanjkanja preglednosti in varnosti niso odločali za naložbe v alternativne sklade.

Izboljšanje infrastrukture in poročanja skladov bi lahko pomagalo izboljšati in poglobiti odnose med upravitelji in vlagatelji, kar bi lahko vodilo v še večje vlaganje predvsem institucionalnih vlagateljev v dejavnost alternativnih skladov v prihodnosti. Pozitivno je tudi to, da je direktiva o UAIS spodbudila države EU, kot je Slovenija, ki pred tem niso imele urejene zakonodaje na področju AIS, k celoviti pravni ureditvi tega področja. Urejeno in harmonizirano pravno okolje za trženje alternativnih skladov lahko pripomore k pospešenemu razvoju te dejavnosti v prihodnosti.

Za okrepitev delovanja notranjega trga in s tem krepitev pogojev za večjo konkurenčnost visoko reguliranih skladov za vlagatelje znotraj EU bo treba v prihodnje poskrbeti za brezhibno delovanje »potnega lista« za trženje ter dovoliti uporabo tega ne-EU upraviteljem. Vedeti pa moramo, da je direktiva o UAIS še v začetni fazi, zato bo to, kakšen vpliv in uspeh bo ta dosegla v dejavnosti alternativnih skladov, odvisno od različnih političnih in ekonomskih dejavnikov v prihodnjih desetletjih.

Tako kot je direktiva o KNPVP potrebovala dobri dve desetletji, da se je uveljavila, in kar nekaj nadgradenj, da je postala priljubljena mednarodno priznana blagovna znamka za tradicionalne investicijske sklade, namenjene neprofesionalnim vlagateljem, tako se tudi od direktive o UAIS pričakujejo dodatne nadgraditve in počasno uveljavljanje v dejavnosti AIS. Čeprav so pogledi mnogih na direktivo o UAIS trenutno skeptični, ima ta na dolgi rok še vedno možnost, da postane mednarodno priznana blagovna znamka za AIS, namenjene profesionalnim vlagateljem.

LITERATURA IN VIRI

1. Ang, A., Gorovyy, S., & van Inwegen, G. B. (2011). Hedge Fund Leverage. Najdeno 5. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/HFleverage.pdf>
2. Anson, M. J. P. (2012). *CAIA Level I – An introduction to Core topics in Alternative Investments* (2nd ed.). New Jersey: Wiley.
3. Austin, S. (2014). AIFMD 2014 Update – private placements: where did we end up, and where are we going? *Sidley*. Najdeno 20. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.sidley.com/news/2014-09-08-investment-funds-update>
4. Baghai, P., Erzan, O., & Kwek, J. (2015). *McKinsey*. The \$64 trillion question: Convergence in asset management. Najdeno 19. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/the-64-trillion-question>
5. BarclayHedge. (2017). *Hedge Fund Industry – Assets Under Management*. Najdeno 15. julija 2017 na spletnem naslovu http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF_Money_Under_Management.html
6. BlackRock Investments. (2016). *Alternative investments: Myths & Misconceptions*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.blackrock.com/cl/literature/market-commentary/10-myths-surrounding-alternative-investments-commentary.pdf>
7. BNY Mellon. (2012). *AIFMD changes Europe's €2trn alternative investment fund industry*. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.sfama.ch/de/aifmd-center/other-presentations/bny-mellon-aifmd-changes-europe-s-e2trn-alternati.pdf>
8. Campbell, D. (2011). *The Comparative Law Yearbook of International Business, Volume 32*. Salzburg: Center for international legal studies.
9. Chandler, B. (2016). Consolidation and convergence. *AlphaQ*. Najdeno 17. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.alphaq.world/2016/04/18/238558/consolidation-and-convergence>
10. Clarkson, D., Jaecklin, S., & Kaczmariski, K. (2014). Domiciles of alternative investment funds. Najdeno 15. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/Domiciles-of-alternative-investment-funds-2014-final.pdf>
11. Cohen, J. R. (2013). Hedge Funds: A Brief History. Najdeno 15. aprila 2017 na spletnem naslovu <https://www.financialpoise.com/hedge-funds-a-brief-history/>
12. De Brouwer, G. (2001). *Hedge Funds in Emerging Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.
13. Deloitte. (2012). *Responding to the new reality-AIFMD Survey*. Najdeno 5. julija 2015 na spletnem naslovu http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/FinancialServices/investmentmanagement/2013_aifmd_survey_deloitte_ireland.pdf
14. Deutsche Bank. (2013). *Hedge fund COOs rise to new regulatory hurdles*. Najdeno 27. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.managedfunds.org/wp->

- content/uploads/2013/10/Deutsche-Bank-MPF-Hedge-fundCOOs-rise-to-new-regulatory-hurdles-Oct-.pdf
15. Dixon, L., Clancy, N., & Kumar K. B. (2012). *Hedge Funds and Systemic Risk*. Pittsburgh: Rand.
 16. Eichengreen, B., & Park, B. (2001). Hedge Fund Leverage Before and After the Crisis. Najdeno 31. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://eml.berkeley.edu/~eichengr/research/hedgefunddec20.pdf>
 17. Ernst & Young. (2014). *An American in AIFMD land*. Najdeno 15. maja 2017 na spletnem naslovu [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_An_American_in_AIF MD_land/\\$FILE/ey-American-in-AFMID-land.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_An_American_in_AIF_MD_land/$FILE/ey-American-in-AFMID-land.pdf)
 18. Ernst & Young. (2015). *Winning the global regulation game Implementing the right strategy could save cost, capital and time*. Najdeno 15. februarja 2017 na spletnem naslovu [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Winning_the_global_regulation_game/\\$FILE/1405-1258087_WAM%20global%20compliance%20paper.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Winning_the_global_regulation_game/$FILE/1405-1258087_WAM%20global%20compliance%20paper.pdf)
 19. European Commission. (2016a). *Directive on Alternative Investment Fund Managers ('AIFMD'): Frequently Asked Questions*. Najdeno 2. februarja 2016 na spletnem naslovu http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-572_en.htm
 20. European Commission. (2016b). *Report of the Alternative Investment Expert Group*. Najdeno 20. decembra 2016 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf
 21. Evropska komisija. (2012, 10. december). *Delegirana uredba Komisije o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom*. Uradni list EU L 83/1.
 22. Evropski parlament in Svet. (2011, 8. junij). *Direktiva 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010*. Uradni list EU L 174/1.
 23. Fleming, M., & Liu, W. (2013). Federal Reserve Bank of New York. Near Failure of Long-Term Capital Management. Najdeno 23. decembra 2017 na spletnem naslovu <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/52>
 24. Géhin, W., & Vaissié, M. (2006). The Right Place for Alternative Betas in Hedge Fund Performance: An Answer to the Capacity Effect Fantasy. Najdeno 15. septembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/dig.v37.n1.4481>
 25. Gorjup, B. (2016). Zakaj v Sloveniji ni razmaha nepremičninskih skladov? *Finance*. Najdeno 30. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/8845198/Zakaj-v-Sloveniji-ni-razmaha-nepremicninskih-skladov?metered=yes&sid=467908808>
 26. Green, J. (2015). *AIFMD: Annoyingly Inconsistent Frankly Maddening Directive?* Najdeno 27. avgusta 2016 na spletnem naslovu <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/aifmd-annoyingly-inconsistent-frankly-maddening-directive/>
 27. Gropp, R. (2014). How Important Are Hedge Funds in a Crisis? Najdeno 15. maja 2015 na spletnem naslovu <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/april/hedge-fund-risk-measurement-spillover-economic-crisis/>

28. Gross, J. (2015). Transparency Issues at Hedge Funds Continue. *Forbes*. Najdeno 15. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.forbes.com/sites/judygross/2015/04/09/transparency-issues-at-hedge-funds-continue/#607753c83ac8>
29. Hatfield, J., & Weiner, D. (2014). Depositary liability and prime broker segregation. *Financier Worldwide*. Najdeno 1. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.financierworldwide.com/depositary-liability-and-prime-broker-segregation/#.WAnjdfI96Uk>
30. IFI Global. (2014). *The impact of AIFMD-Research survey 2014*. Najdeno 30. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.crestbridge.com/media/56718/aifmd-impact-research-survey-october-2014.pdf>
31. InfraRed Capital Partners. (2015). *Conflict of Interest Policy*. Najdeno 23. junija 2016 na spletnem naslovu <https://ircp.com/files/Downloads/AIFMD%20Conflicts%20of%20Interest%20Policy.pdf>
32. IOSCO International Organization of Securities Commissions. (2009). *Hedge Funds Oversight Final Report*. Najdeno 19. januarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>
33. JPMorgan Chase & Co. (2015). *Can AIFMD act as a catalyst for growth of the European hedge fund industry?* Najdeno 15. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.jpmorgan.com/country/US/EN/insights/aifmd-as-catalyst-for-growth>
34. Jaeger, R. A. (2003). *All About Hedge Funds*. New York: McGraw-Hill Companies.
35. Kelleher, E. (2013). Reality dawns for alternatives sector. *Financial Times*. Najdeno 15. avgusta 2016 na spletnem naslovu <https://www.ft.com/content/7a1adc9a-6483-11e2-934b-00144feab49a>
36. Khatri, A. (2011). Hedge Funds and Asian Crisis: A Perspective of Hot Money and Structural Deficiencies. Najdeno 15. decembra 2015 na spletnem naslovu https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1802324
37. KPMG International. (2013). *The cost of compliance*. Najdeno 25. maja 2015 na naslovu <https://www.kpmg.com/dutchcaribbean/en/Documents/Publications/The-cost-of-compliance-v2.pdf>
38. KPMG International. (2014a). *AIFMD – Reshaping for the future* (6th ed.). Najdeno 4. decembra 2015 na spletnem naslovu <http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/AIFMD-Reshaping-for-the-future-sixth-edition.pdf>
39. KPMG International. (2014b). *AIFMD Transposition update*. Najdeno dne 15. december 2015 na spletnem naslovu <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2014/09/aifmd-transposition-update-report-fs.pdf>
40. Krivec, V. (2016). Prvi slovenski nepremičninski sklad bi prevzel vsaj 30 Mercatorjevih prodajal. *Finance*. Najdeno 15. marca 2017 na spletnem naslovu <https://gradbenistvo.finance.si/8849497/Prvi-slovenski-nepremicninski-sklad-bi-prevzel-vsaj-30-Mercatorjevih-prodajal>
41. Leitner, C., Mansour, A., & Naylor, S. (2007). *Alternative Investments in Perspective*. Najdeno 5. julija 2015 na spletnem naslovu http://realestate.deutscheam.com/content/_media/Research_Alternative_Investments_in_Perspective_September_2007.pdf

42. Leonard, N. G. (2014). Has AIFMD resulted in fortress europe? *Global Banking and Finance Review*. Najdeno 23. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.globalbankingandfinance.com/has-aifmd-resulted-in-fortress-europe/>
43. Lhabitant, F. (2009). *Hedge Funds: Quantitative Insights*. Chichester: Wiley Finance Series.
44. Markovich, S. J. (2013). The Dodd-Frank Act. Council on Foreign Relations. Najdeno 15. januarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.cfr.org/united-states/dodd-frank-act/p28735>
45. Mason Hayes & Curran. (2013). *Delegation of Investment Management under the AIFMD*. Najdeno 15. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://www.mhc.ie/uploads/MHC_Delegation_of_Investment_Management_under_the_AIFMD.PDF
46. Matheson. (2016). *AIFMD Factsheet: Valuation*. Najdeno 12. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://www.matheson.com/images/uploads/publications/AIFMD_Factsheet_Valuation.pdf
47. McKinsey & Company. (2012). *The mainstreaming of alternative investments- Fueling the next wave of growth in asset management*. Najdeno 17. septembra 2015 na spletnem naslovu http://www.rmb.co.za/investments/library/McKinsey_%20The_Mainstreaming_of_Alternative_Investments_8_2012.pdf
48. McKinsey & Company. (2014). *The trillion-dollar convergence: Capturing the next wave of growth in alternative investments*. Najdeno 15. septembra 2015 na spletnem naslovu https://dailyalts.com/wp-content/uploads/2014/08/McKinsey-Company_2014_Capturing-the-Next-Wave-of-Growth-in-Alternative....pdf
49. Multifonds. (2012). *Convergence and the impact of AIFMD survey*. Najdeno 16. februarja 2017 na spletnem naslovu <http://www.multifonds.com/sites/default/files/Multifonds%20Convergence%20AIFMD%20Survey%20Sep12.pdf>
50. Multifonds. (2015). *Part 4: The impact of AIFMD and convergence survey*. Najdeno 26. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.multifonds.com/sites/default/files/Multifonds%20Convergence%20AIFMD%20Part%204%20Jun15.pdf>
51. Porter, T. (2000). The G-7, the Financial Stability Forum, the G-20, and the Politics of International Financial Regulation. Najdeno 15. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.g20.utoronto.ca/biblio/porter-isa-2000.pdf>
52. Preqin. (2015a). *Preqin Special Report: AIFMD in the Hedge Fund Industry – 2015 Update*. Najdeno 15. avgusta 2015 na spletnem naslovu <https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Special-Report-AIFMD-July-2015.pdf>
53. Preqin. (2015b). *Preqin Special Report: Hedge Fund Manager Outlook*. Najdeno 2. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Special-Report-Hedge-Fund-Manager-Outlook-August-2015.pdf>
54. Preqin. (2016). *2016 Preqin Global Hedge Fund Report*. Najdeno 17. maja 2016 na spletnem naslovu <https://www.preqin.com/docs/samples/2016-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>

55. Prew, B. (2015). *AIFMD: The ongoing challenge with reverse solicitation*. Najdeno 15. julija 2016 na spletnem naslovu <https://www.hedgefundintelligence.com/Article/3441807/InvestHedge-News/AIFMD-the-ongoing-challenge-with-reverse-solicitation-in-Europe.html?ArticleId=3441807>
56. PWC. (2013). *The AIFM: Getting authorised*. Najdeno 24. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.pwc.lu/en/aifm/docs/pwc-aifmd-authorisation.pdf>
57. PWC. (2015). *Alternative asset management 2020- fast forward to centre stage*. Najdeno 26. septembra 2015 na spletnem naslovu <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/alternative-asset-management-2020.html>
58. PWC. (2016). *Hedge funds Luxemburg*. Najdeno 5. aprila 2016 na spletnem naslovu <https://www.pwc.lu/en/hedge-funds/docs/pwc-hedge-funds-hedge-funds-luxembourg.pdf>
59. Quaglia, L. (2009). *The 'old' and 'new' political economy of hedge funds regulation in the EU*. Sussex: Sussex University.
60. Rankin, B. (1999). *The Impact of Hedge Funds on Financial Markets: Lessons from the Experience of Australia*. Najdeno 12. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.rba.gov.au/publications/confs/1999/pdf/rankin.pdf>
61. Seevers, S., & Crump, B. (2010). *Dodd-Frank Act impacts private fund advisers*. *Lexology*. Najdeno 12. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8dbf9443-b41e-4d8b-8e97-5a7a6d086a80>
62. Sims, G. S., Brandt, P., Kim, J., & Norman, G. P. (2016). *Europe Tries Harder: Extension of the AIFMD Marketing Passport to Non-EU Countries*. Najdeno 12. septembra 2016 na spletnem naslovu <https://www.skadden.com/insights/europe-tries-harder-extension-aifmd-marketing-passport-non-eu-countries>
63. Sperlich, M. M. (2010). *Alternative Investments: Existing and Expected Legal Framework for the operations pf hedge funds in European and German law*. Hamburg: Diplomica Verlag GmbH.
64. Staff, V. (2014). *AIFMD implementation incomplete, uncertainty remains – AIMA*. Najdeno 24. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.privatebankerinternational.com/News/aifmd-implementation-incomplete-uncertainty-remains---aima-230714-4323996>
65. Stefanini, F. (2010). *Investment Strategies of Hedge Funds*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
66. Sudbury, N. (2014). *AIFMD Timeline*. Najdeno 6. maja na spletnem naslovu <http://www.statpro.com/blog/aifmd-timeline>
67. Swedroe, L. (2015). *Swedroe: The Problem(s) With Hedge Funds*. Najdeno 4. aprila 2017 na spletnem naslovu <http://www.etf.com/sections/index-investor-corner/swedroe-problems-hedge-funds?nopaging=1>
68. Tabone, N., Ly, J., Fauvel, C., & Deloitte. (2013). *AIFMD Remuneration*. Najdeno 23. junija 2016 na spletnem naslovu http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/risk/aifmd-remuneration_NTA.pdf
69. Taler, M., & ATVP. (2016). *Regulacija AIS* (interno gradivo). Ljubljana: ATVP.

70. Tekavec, V. (2015). Alternativni skladi, priložnost za nepremičninski trg. *Delo*. Najdeno 25. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/gospodarstvo/finance/alternativni-skladi-priloznost-za-nepremicninski-trg.html>
71. U.S. Department of the Treasury. (1999). *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, Report of the President's Working Group on Financial Markets*. Washington, D.C.: GPO.
72. Ugovšek, J. (2014). Padec sklada zasebnega kapitala! Prihajajo novi! *Finance*. Najdeno 1. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://mojefinance.finance.si/8814467>
73. Walkers. (2013a). *AIFMD – Depositary Requirements*. Najdeno 25. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.walkersglobal.com/images/AIFMD/AIFMD-Depositary-Requirements-Factsheet.pdf>
74. Walkers. (2013b). *AIFMD – Transparency and Reporting*. Najdeno 23. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.walkersglobal.com/images/AIFMD/AIFMD-Transparency-and-Reporting-Factsheet.pdf>
75. White, M. J. (2015). Keynote Address at the Managed Fund Association: »five Years on: Regulation of private Fund Advisers After Dodd-Frank«. Najdeno 20. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/news/speech/white-regulation-of-private-fund-advisers-after-dodd-frank.html>
76. Williams, J. (2016). UCITS: A compelling distribution option for hedge fund managers. *Hedgeweek*. Najdeno 20. marca 2017 na spletnem naslovu <http://www.hedgeweek.com/2016/11/23/246089/ucits-compelling-distribution-option-hedge-fund-managers>
77. World Economic Forum. (2015). *Alternative Investments 2020 The Future of Alternative Investment*. Najdeno 5. maja 2016 na spletnem naslovu http://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_Future.pdf
78. Wulf, K., & Oesterle, D. (2016). The History of Hedge Fund Regulation in the United States. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2016/02/29/the-history-of-hedge-fund-regulation-in-the-united-states>
79. Youngusband, V. (2015). AIFMD Passport- Nation Private Placement Regime lives on. Najdeno 25. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.charlesrussell.com/en/news-and-insights/insights/financial-services/2015/aifmd-passport---national-private-placement-regime-lives-on>
80. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU). *Uradni list RS* št. 31/15, 81/15 in 77/16.
81. Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov. *Uradni list RS* št. 32/15.

PRILOGA

Priloga: Seznam uporabljenih kratic

Kratica	Pomen
AIFMD	Alternative investment fund management directive
AIS	Alternativni investicijski sklad
Alternativni UCITS sklad	Alternativni investicijski sklad, usklajen z UCITS direktivo
ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
CAIA	Chartered Alternative Investment Analyst
Direktiva o KNPVP	Direktiva o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (angl. UCITS directive)
Direktiva o UAIS	Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU UAIS	Upravitelj alternativnega investicijskega sklada, s sedežem v EU
EU	Evropska unija
EUR	Evro
HFRX	Global hedge fund index
LTCM	Long-Term Capital Management
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
ne-EU UAIS	Upravitelj alternativnega investicijskega sklada, s sedežem izven EU
ne-UCITS sklad	Investicijski sklad, ki ni zavezan, k uskladitvi z direktivo UCITS
PFIARA	Private Fund Investment Advisers Registration Act
SEC	Securities and Exchange Commission
Skupina MDSG	Marker Dynamics Study Group
UAIS	Upravitelj alternativnega investicijskega sklada
UCITS direktiva	Undertakings For The Collective Investment Of Transferable Securities direktiva
UCITS sklad	Sklad usklajeni z UCITS direktivo
USD	Ameriški dolar
ZDA	Združene države Amerike
ZISDU	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
ZUAIS	Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov