

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRENOS DIREKTIVE O UPRAVITELJIH ALTERNATIVNIH
INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENSKI PRAVNI RED**

Ljubljana, julij 2016

HELENA LOZEJ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Helena Lozej, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Prenos direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov v slovenski pravni red, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Aljošo Valentinčičem.

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila 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 poskrbela, 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 plagiatstvo – 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 plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila 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 preko 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 18. 7. 2016

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DIREKTIVA AIFMD.....	3
1.1 Zakonodajna ureditev v Evropski uniji pred sprejetjem direktive AIFMD.....	3
1.1.1 UCITS skladi	6
1.1.2 Ne-UCITS skladi	8
1.1.2.1 Glavni tipi ne-UCITS skladov	8
1.1.2.2 Tveganja, ki jim je ne-UCITS sklad izpostavljen.....	9
1.1.2.3 Zakonodajni okvir na evropski ravni in nacionalni ravni posameznih držav članic.....	10
1.2 Časovnica direktive AIFMD.....	11
1.3 Subjekti nadzora direktive AIFMD	14
1.3.1 Upravljalci alternativnih investicijskih skladov	15
1.3.1.1 vrste upravljavcev alternativnih investicijskih skladov.....	15
1.3.1.2 kapitalska ustreznost upravljavcev alternativnih investicijskih skladov ...	16
1.3.1.3 pravila poslovanja upravljavcev alternativnih investicijskih skladov	17
1.3.2 Subjekti, ki ne sodijo pod okrilje direktive AIFMD.....	19
1.3.3 Posebna ureditev treh vrst alternativnih investicijskih skladov.....	20
1.4 Glavne določbe direktive AIFMD	21
1.4.1 Izračun čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja.....	22
1.4.2 Depozitar alternativnega investicijskega sklada.....	23
1.4.3 Zahteve glede preglednosti	25
1.4.3.1 Razkritja informacij vlagateljem	26
1.4.3.2 Poročanje pristojnim organom.....	27
1.4.4 Trženje alternativnega investicijskega sklada	30
1.4.4.1 EU upravljavec alternativnih investicijskih skladov	31
1.4.4.2 Ne-EU upravljavec alternativnih investicijskih skladov	32
2 PRENOS DIREKTIVE AIFMD PO DRŽAVAH ČLANICAH EU.....	33
2.1 Časovni pregled prenosa direktive AIFMD po posameznih državah članicah EU .	35
2.2 Prenos direktive AIFMD v Luksemburgu	39
2.2.1 Razmere pred sprejetjem direktive AIFMD	39
2.2.2 Način prenosa direktive v luksemburški pravni red	41

2.2.3	Vpliv luksemburške zakonodajne ureditve	42
2.3	Prenos direktive AIFMD v Franciji.....	45
2.3.1	Razmere pred sprejetjem direktive AIFMD	45
2.3.2	Način prenosa direktive v francoski pravni red.....	46
2.3.3	Vpliv francoske implementacije direktive AIFMD.....	48
2.4	Prenos direktive AIFMD na Hrvaškem	51
2.4.1	Razmere pred sprejetjem direktive AIFMD	51
2.4.2	Način prenosa direktive v hrvaški pravni red.....	52
2.4.3	Razmere po prenosu direktive AIFMD	55
2.5	Prilagoditve v tretjih državah	56
2.6	Odziv sektorja AIS na novo zakonodajno ureditev	59
3	PRENOS DIREKTIVE AIFMD V SLOVENIJI	61
3.1	Zakonodajna ureditev pred majem 2015	61
3.2	Sprememba zakonodajne ureditve zaradi prenosa direktive AIFMD v slovenski pravni red.....	63
3.2.1	Kratek pregled poteka sprememb zakonodajne ureditve	63
3.2.2	Poglavitne specifične slovenske zakonodajne ureditve	64
3.2.2.1	Razčlenitev alternativnih investicijskih skladov	64
3.2.2.2	Upravljalci alternativnih investicijskih skladov ustanovljeni v Sloveniji ..	67
3.2.2.3	Administrator alternativnega investicijskega sklada.....	69
3.3	Investicijski skladi, ki se lahko tržijo v Sloveniji v skladu z veljavno zakonodajo	69
3.3.1	Trženje investicijskih skladov, namenjenih samo profesionalnim vlagateljem	69
3.3.2	Trženje investicijskih skladov, namenjenih tudi neprofesionalnim vlagateljem	72
	SKLEP	73
	LITERATURA IN VIRI.....	75
	PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Število investicijskih skladov in čista vrednost njihovih sredstev v mrd EUR v letih 2010-2015	5
Tabela 2:	Določbe direktive UCITS za zagotavljanje varnosti malih vlagateljev.....	7
Tabela 3:	Glavni tipi ne-UCITS skladov oziroma AIS	8
Tabela 4:	Prikaz najpomembnejših tveganj	9
Tabela 5:	Možni scenariji trženja AIS v državah članicah	30
Tabela 6:	Število AIS in sredstva v upravljanja AIS (v mio EUR) po posameznih državah članicah na zadnji dan junija 2011, decembra 2014 ter decembra 2015	34
Tabela 7:	Časovni pregled prenosa direktive AIFMD 28 držav članic	36
Tabela 8:	Prikaz števila skladov UCI part I, UCI part II, SIF in SICAR in njihovih sredstev v upravljanju (v mrd EUR) v letih 2011-2014	40
Tabela 9:	Prikaz števila družb za upravljanje glede na njeno geografsko poreklo.....	44
Tabela 10:	Nova klasifikacija reguliranih investicijskih skladov v Franciji	48
Tabela 11:	Prikaz ureditve devetih scenarijev čezmejnega trženja v Franciji tako za profesionalne kot za male vlagatelje	50
Tabela 12:	Število investicijskih skladov in njihova sredstva v upravljanju v mio kun na dan 31. december 2011 in 31. december 2012	52
Tabela 13:	Število investicijskih skladov in njihova sredstva v upravljanju (v mio kun) konec leta 2013, konec leta 2014 in konec prvega polletja leta 2015	56
Tabela 14:	Pregled stanja na slovenskem trgu investicijskih skladov na zadnji dan v letih 2011-2014.....	63
Tabela 15:	Prikaz ureditve trženja AIS v Sloveniji	71

KAZALO SLIK

Slika 1:	Časovni prikaz nastanka in razvoja direktive AIFMD	12
Slika 2:	Prikaz tipične skrbniške verige	25
Slika 3:	Sistem poročanja in posredovanja podatkov evropskim nadzornim organom ter Evropskemu odboru za sistemska tveganja	29
Slika 4:	Prikaz zakonodajne ureditve AIS v Luksemburgu	42
Slika 5:	Dovoljene oblike investicijskih skladov pred majem 2015	62
Slika 6:	Dovoljene oblike investicijskih skladov po maju 2015	66

UVOD

Direktiva 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju direktiva AIFMD) je evropska finančna direktiva, ki je začela veljati 21. junija 2011. Potreba za nastanek direktive, ki prinaša usklajene zahteve za subjekte, ki se ukvarjajo z upravljanjem in vodenjem alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju AIS), je bila poudarjena tako na evropski ravni kot tudi na svetovni ravni. Razlogi za zakonodajno ureditev sektorja AIS izvirajo iz zadnje finančne krize, ki je razkrila vrsto ranljivosti globalnega finančnega sistema in s tem pokazala, da se lahko tveganja v enem sektorju hitro razširijo po vsem finančnem sistemu, kar prinaša hude posledice za vse udeležence na finančnem trgu in za stabilnost finančnih trgov. Upravljalci AIS so bili skozi krizo zelo ranljivi za vrsto tveganj, ki so neposredno prizadeli vlagatelje, hkrati pa ogrozili stabilnost in celovitost evropskih finančnih trgov.

Delovanje sektorja AIS, v katerega uvrščamo predvsem hedge sklade (angl. *Hedge funds*), nepremičninske sklade (angl. *Real Estate funds*), sklade zasebnega kapitala (angl. *Private Equity funds*), sklade tveganega kapitala (angl. *Venture Capital funds*), sklade zagonskega in razvojnega kapitala (angl. *Start-up Capital funds*), blagovne sklade (angl. *Commodities and goods funds*) ter podobne, je bilo v nekaterih državah članicah Evropske unije (v nadaljevanju države članice) že prej urejeno in regulirano. Veljali so različni nacionalni pravni sistemi posameznih držav članic, ki pa niso bili usklajeni, enotni in primerljivi. Razdrobljenost regulativnega okvira ne predstavlja trdnega in celovitega odziva na vrsto tveganj, ki jim je podvržen ta sektor, hkrati pa povzroča pravne in regulativne ovire za učinkovito čezmejno trženje AIS znotraj Evropske unije (v nadaljevanju EU). Zaradi teh slabosti in neučinkovitosti se je Evropska komisija zavezala, da bo zagotovila ustrezen regulativni nadzor nad upravljalci AIS in tako že leta 2009 objavila predlog direktive AIFMD.

S sprejetjem direktive AIFMD so zakonsko urejeni vsi investicijski skladi, ki delujejo znotraj držav članic¹, in sicer se lahko investicijski sklad razvrsti v eno izmed dveh kategoriji ali med: UCITS² sklade (angl. *Undertakings for collective investment in transferable securities*), ki so usklajeni z Direktivo 2009/65/ES o usklajevanju zakonov in predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (v nadaljevanju direktiva UCITS) ali med AIS.

Sektor UCITS skladov je veliko večji kot je sektor AIS. Konec leta 2015 so znašala sredstva v upravljanju UCITS skladov 8.234 mrd evrov (v nadaljevanju EUR), medtem ko sredstva v upravljanju AIS 4.403 mrd EUR, kar pripada od skupnih 12.637 mrd EUR sredstev v

¹ Direktiva AIFMD velja za vse države članice., pri čemer je država članica država članica EU ali država podpisnica Sporazuma o ustanovitvi Evropskega gospodarskega prostora (Islandija, Lihtenštajn in Norveška).

² Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (*Uradni list RS* št. 31/15 in 91/15) uvaža uporabo slovenskega prevoda, in sicer KNPVP (kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje).

upravljanju evropskih investicijskih skladov UCITS skladom 65,2 %, AIS pa 34,8 % (povzeto po European Fund and Asset Management Association, 2016). Konec leta 2014 so znašala sredstva v upravljanju UCITS skladov 7.979 mrd EUR, AIS pa 3.362 mrd EUR, kar pomeni, da je sektor UCITS skladov beležil kar 31,9 % letno rast, sektor AIS pa 30,9 % letno rast (povzeto po European Fund and Asset Management Association, 2015a). Pred sprejetjem direktive AIFMD je bilo na evropski finančnem trgu 17.028 AIS, konec leta 2014 pa že kar 19.402 AIS. Tudi glede na število upravljanih investicijskih skladov predstavljajo večji del UCITS skladi, in sicer je konec leta 2014 število UCITS skladov znašalo 36.193, kar pomeni, da so predstavljali 65,1 % vseh evropskih investicijskih skladov.

Namen magistrskega dela je prikazati novosti ureditve na področju upravljanja AIS, ki jih v evropski pravni red prinaša sprejetje direktive AIFMD. Države članice so morale v svoje pravne rede direktivo AIFMD prenesti najkasneje v dveh letih po njeni uveljavitvi. Seznanitev z različnimi načini implementacije v drugih državah članicah in analiza delovanja AIS znotraj teh držav članic bo služila za primerjavo in oceno slovenske implementacije v slovenski pravni red.

Osnovni cilj magistrskega dela je prikazati spremembe in posledice, ki jih prinaša direktiva AIFMD in njen prenos v nacionalne pravne rede na evropski in mednarodni finančni trg. V ta namen je potrebno najprej opredeliti novo ureditev ter nove zahteve, ki jih je vnesla direktiva AIFMD v finančni trg, predvsem z opredelitvijo ključnih elementov, ki jih morajo izpolnjevati upravljavci AIS. Pregled različnih načinov implementacij v posameznih državah članicah omogoča seznanitev z delovanjem sektorja AIS v praksi in z odzivi dotičnih subjektov na nov regulatorni sistem.

Magistrsko delo temelji na uporabi več znanstvenih metod proučevanja. Izhodišče dela predstavlja preučitev spremenjene evropske zakonodaje, z osredotočenjem na direktivo AIFMD ter druge direktive in uredbe, ki so bile sprejete po uvedbi direktive AIFMD, ki pa se nanjo nanašajo oziroma jo podrobneje opredeljujejo, in sicer z uporabo metode deskripcije, ki obsega postopek splošnega opisovanja in opredelitve pojmov. V nadaljevanju pa z uporabo metode kompilacije, zlasti pri povzemanju ugotovitev različnih implementacij in raziskav s tega področja ter z uporabo metode analize pri študiji štirih primerov implementacije in njenih posledic v različnih državah članicah. Glede na izvedenim prenosom direktive AIFMD v slovenski pravni red pa z uporabo komparativne metode je izvedena primerjava zakonodajnih okvirjev v prej obravnavanih državah članicah in evropsko zakonodajo.

Magistrsko delo je sestavljeno iz treh poglavij. V prvem poglavju je predstavljena evropska zakonodajna ureditev investicijskih skladov pred sprejetjem direktive AIFMD ter bistvene spremembe, novosti, ki ji določa direktiva AIFMD. Podrobneje so predstavljene zahteve, ki jih mora upravljavec AIS izpolnjevati, da lahko pridobi dovoljenje za upravljanje AIS. Podane so tudi izjeme, katerim ni potrebno pridobiti dovoljenja za upravljanje AIS, a če

kljub temu želi upravljati AIS, se mora registrirati, pri tem pa izgubi pravice iz same direktive AIFMD. V nadaljevanju so opisane glavne novosti in spremembe, ki jih mora upravljavec AIS ali AIS izpolnjevati, ter časovni plan prenosa direktive AIFMD v nacionalne pravne sisteme držav članic.

Drugo poglavje prikazuje časovni okvir implementacije direktive v posameznih državah članicah, podrobneje pa analizira implementacijo v treh državah članicah, in sicer v Franciji, Luksemburgu ter Republiki Hrvaški (v nadaljevanju Hrvaška). Prvi dve sta izbrani zaradi primata v sektorju evropskih AIS, zadnja pa zaradi podobnosti s Slovenijo. Francija in Luksemburg sta med prvimi v EU imele delovanje AIS regulirano in nadzorovano na nacionalni ravni, kar se kaže tudi v številu upravljanih AIS že pred junijem 2011. Direktiva AIFMD pa je pomembna tudi za upravljavce AIS iz tretjih držav, ki imajo ustanovljen AIS znotraj EU oziroma tržijo AIS profesionalnim vlagateljem znotraj EU. Tako bo v nadaljevanju podan prikaz sprememb v tretjih državah in odziv industrije sektorja AIS na spremenjeno zakonsko ureditev svojega delovanja.

Tretje poglavje je namenjeno podrobnejši analizi slovenske implementacije direktive AIFMD v slovenski pravni red. Naprej je podan kratek prikaz zakonodajnega sistema investicijskih skladov pred implementacijo direktive AIFMD, osrednji del pa je namenjen pregledu poteka sprejemanja nove zakonodajne ureditve, novosti, ki sta jih nova zakona ter podzakonski akti sprejeti na njuni podlagi uvedli ter specifik slovenske implementacije. V nadaljevanju sledi prikaz vseh investicijskih skladov, katerih trženje na slovenskem finančnem trgu ureja in dovoljuje nova zakonodajna ureditev. Takšen pregled lahko služi slovenskim vlagateljem kot pripomoček, kako v množici investicijskih skladov izbrati takega, ki ima ustrezna dovoljenja oziroma izpolnjuje določbe slovenske zakonodaje in je neposredno ali pa posredno pod nadzorom slovenskega pristojnega organa, tj. Agencije za trg vrednostnih papirjev.

1 DIREKTIVA AIFMD

1.1 Zakonodajna ureditev v Evropski uniji pred sprejetjem direktive AIFMD

Začetki nastanka direktive AIFMD segajo v junij 2005, ko je Evropska komisija začela javno razpravo o možnosti razširitve evropskega zakonodajnega okvira investicijskih skladov na podlagi vprašanj iz Zelene knjige o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade. Primarno so se zavzemali za izboljšave na področju UCITS skladov, namenjenih malim vlagateljem³, vendar je Evropska komisija opozorila na hitro rastoči trg ne-UCITS skladov. Predvsem so se osredotočili na dve vrsti ne-UCITS skladov, in sicer sklade

³ Mali vlagatelj pomeni vlagatelja, ki ni profesionalni vlagatelj. Profesionalni vlagatelj pomeni vsakega vlagatelja, ki se šteje za profesionalno stranko ali ki se na zahtevo lahko obravnava kot profesionalna stranka v skladu s Prilogo II Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov in so navedeni v Prilogi 2.

zasebnega kapitala in hedge sklade. V ta namen sta bili ustanovljeni dve strokovni skupini, sestavljeni predvsem iz predstavnikov industrije investicijskih skladov, ki sta proučevali tedanje razmere in možnosti razvoja omenjenih skladov. Na ta način so želeli dati priložnost sektorju ne-UCITS skladov, da obrazloži svoje videnje izzivov, s katerimi se srečujejo, določi področja možnih izboljšav ter opredeli predsodke o poslovanju obeh vrst ne-UCITS skladov. Obe strokovni skupini sta pozdravili ureditev čezmejnega trženja, vendar glede na to, da sta tako hedge skladi kot skladi zasebnega kapitala namenjeni profesionalnim vlagateljem, dodatnih določb in omejitev niso želeli.

Na podlagi obsežnih posvetovanj in razprav s potrošniki, udeleženci v sektorju investicijskih skladov in oblikovalci politike ter na podlagi poročil obeh strokovnih skupin so v Beli knjigi o izboljšanju okvira enotnega trga za investicijske sklade novembra 2006 bila podana navodila, med drugim za ocenitev izvedbe enotnega trga ne-UCITS skladov, predvsem čezmejno trženje le-teh tako malim kot profesionalnim vlagateljem (povzeto po Komisija Evropske skupnosti, 2006). Za celovitejšo analizo ne-UCITS sektorja je Evropska komisija ustanovila dodatno strokovno skupino, ki je analizirala stanje in razmere evropskih odprtih nepremičninskih skladov, ki so bili v dvanajstih državah članicah urejeni in že takrat na voljo malim vlagateljem. V poročilu strokovne skupine je zaslediti željo po ureditvi zakonodajnega okvira na evropski ravni in s tem pridobitev možnosti čezmejnega trženja teh skladov s potnim listom.

Po nastopu finančne krize leta 2008, ki je poudarila, kako zelo so upravljavci AIS ranljivi, se je potreba po večji regulativni ureditvi v tem sektorju še povečala. Čeprav so bili v središču pozornosti hedge skladi, skladi tveganega kapitala in nepremičninski skladi, je bilo mnenje Evropske komisije, da bi bilo neučinkovito in kratkovidno, če bi se zakonodajne spodbude omejile le na ti dve kategoriji. Neučinkovito zato, ker vsaka arbitrarna opredelitev teh skladov morda ne bi zadostno zajela vseh zadevnih akterjev in bi jo bilo mogoče zlahka zaobiti, kratkovidno pa zato, ker je veliko osnovnih tveganj prisotnih tudi v drugih vrstah dejavnosti upravljavcev AIS (Komisija Evropske skupnosti, 2009b).

Tako je po dolгих pogajanjih med udeleženci industrije, potrošniki in oblikovalci politike dne 29. aprila 2009 Evropska komisija podala predlog direktive AIFMD s ciljem oblikovati celovit in učinkovit regulativni in nadzorni okvir za upravljavce AIS na evropski ravni. Predlagana direktiva bi zagotovila zanesljive in usklajene regulativne standarde za vse upravljavce AIS in izboljšanje transparentnosti poslovanja upravljavcev in njihovih AIS tako do vlagateljev kot do nadzornih organov. Dne 11. novembra 2010 pa je bil dosežen še politični dogovor med Evropskim parlamentom in Svetom o sprejetju direktive AIFMD.

Preden je direktiva AIFMD stopila v veljavo, so bili investicijski skladi razvrščeni v dve kategoriji, in sicer: UCITS skladi in ne-UCITS skladi.

V Tabeli 1 so podani podatki o številu UCITS in ne-UCITS skladov ter podatki o čisti vrednosti njihovih sredstev v posameznih letih v obdobju od leta 2010 pa do leta 2015. Iz podatkov je razvidno, da so na zadnji dan v letu 2010 UCITS skladi predstavljali 73,09 % vseh evropskih investicijskih skladov glede na premoženje v upravljanju, medtem ko so konec leta 2015 predstavljali le še 64,92 % vseh evropskih investicijskih skladov. Sicer je trend počasnega padanja deleža UCITS skladov v sredstvih vseh evropskih investicijskih skladov viden skozi vsa leta, je pa bistven v letu 2015, kar pa gre v veliki meri pripisati spremenjeni definiciji ne-UCITS sklada, ki je usklajena z direktivo AIFMD. Skozi vsa obravnavana leta je viden trend naraščanja skupnega števila evropskih investicijskih skladov, prav tako tudi vrednost njihovih sredstev, ki je le v letu 2011 zabeležila rahel upad.

Tabela 1: Število investicijskih skladov in čista vrednost njihovih sredstev v mrd EUR v letih 2010-2015⁴

	Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
UCITS skladi	Število	35.689	36.147	35.335	35.618	36.148	30.026
	Sredstva	5.984	5.609	6.304	6.861	7.979	8.168
ne-UCITS skladi	Število	17.359	18.218	19.095	19.524	19.402	25.902
	Sredstva	2.203	2.334	2.672	2.946	3.361	4.412
Skupaj skladi	Število	53.048	54.365	54.430	55.142	55.550	55.928
	Sredstva	8.187	7.943	8.975	9.807	11.340	12.581

Vir: European Fund and Asset Management Association, 2012, str.11, Tabela 5; European Fund and Asset Management Association, 2014 str.11, Tabela 5; European Fund and Asset Management Association, 2016, str. 3, str.11, Tabela 5.

Še večji padec pomembnega deleža UCITS skladov v evropskem sektorju investicijskih skladov je beleženo glede na število investicijskih skladov. Konec leta 2010 je bilo 35.689 UCITS skladov, kar predstavlja 67,28 % deleža vseh investicijskih skladov v EU, konec leta 2015 pa le 30.026, kar predstavlja le še 53,69 % delež. Zopet je potrebno poudariti, da je za padec kriva predvsem usklajena definicija nove zakonodajne ureditve AIS.

Čeprav gre za pri UCITS skladih za kar 16,9 % padec sredstev v upravljanju v letu 2015 glede na predhodno leto, je vrednost sredstev v upravljanju vseh investicijskih skladov vseeno narasla za 0,6 %, in sicer na račun porasta sredstev v upravljanju AIS, ki se je zvišal za kar 33,5 %.

⁴ Podatki do vključno leta 2014 zajemajo UCITS sklade, ki so definirani kot odprti investicijski skladi, ki so ponujeni javnosti in ki vlagajo v prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, medtem ko so ne-UCITS skladi ostali nacionalno regulirani skladi. Podatki, ki jih objavlja European Fund and Asset Management Association (v nadaljevanju EFAMA), zajemajo investicijske sklade, ki so ustanovljeni v posameznih evropskih državah (EU brez Cipra, Litve, Latvije in Estonije, ter Lihtenštajn, Norveška, Švica in Turčija). Podatki v letu 2015 pa so usklajeni z novo regulatorno ureditvijo iz direktive UCITS in AIFMD (European Fund and Asset Management Association, 2015b).

1.1.1 UCITS skladi

UCITS skladi so tisti investicijski skladi, ki izpolnjujejo določbe direktive UCITS in katerega:

- edini namen je skupno vlaganje sredstev, zbranih pri javnosti, v prenosljive vrednostne papirje ali druga likvidna finančna sredstva in ki posluje po načelu razpršitve tveganj, in
- enote premoženja se na zahtevo imetnikov ponovno odkupijo ali izplačajo, neposredno ali posredno, iz sredstev tega sklada.

Direktiva 85/611/EGS Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje je bila ključna za razvoj evropskega trga UCITS skladov. Glavni namen je bil ustvariti enoten trg za UCITS sklade, ki bi na ta način povečal naložbene in poslovne možnosti tako za sektor in kot za vlagatelje. UCITS skladi morajo upoštevati opredeljene določbe, če želijo biti upravičeni do čezmejnega trženja, ter na ta način uvedla prvi potni list finančnih storitev. Potni list je enotna licenca, ki velja v vseh državah članicah in na ta način omogoča čezmejno trženje znotraj držav članic. UCITS skladi so namenjeni malim vlagateljem, zato je bil glavni cilj zagotoviti visoko stopnjo varstva vlagateljev. Kljub pozitivnemu razvoju je med izvajanjem postalo jasno, da je preveč omejujoča in da upravljavcem UCITS skladov preprečuje, da bi povsem izkoristili svoje razvojne možnosti, predvsem pri ovirah za trženje UCITS skladov v drugih državah članicah, neučinkovitem izvlečku prospekta in naraščajočem številu skladov, katerih velikost je manjša od optimalne. Z namenom izboljšati delovanje trga UCITS skladov in odpraviti prej navedene slabosti, je bila objavljena Direktiva 2009/65/ES z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje. Slednja se je osredotočila predvsem na izkoriščanje ekonomije obsega v dejavnosti UCITS skladov, in sicer z uvedbo novih pravil o združevanju UCITS skladov, pravil za strukture centralnih in napajalnih UCITS skladov. Poleg tega je želela povečati konkurenčnost in rast produktivnosti, med drugim z spremembo pravil glede dokumenta s ključnimi podatki za vlagatelje, poenostavitve in izboljšanja pravil glede notifikacije UCITS skladov iz drugih držav članic ter pravil za krepitev sodelovanja med nadzorniki (Vlada Republike Slovenije, 2015a).

Tabela 2 prikazuje glavne določbe, ki jih morajo izpolnjevati družbe za upravljanje in UCITS skladi z namenom doseganja poglobljenega cilja, tj. visoke stopnje varstva vlagateljev.

Tabela 2: Določbe direktive UCITS za zagotavljanje varnosti malih vlagateljev

Družba za upravljanje (DZU)	Pridobiti mora dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov in med drugim izpolnjevati pravila varnega in skrbnega poslovanja (organizacijski ustroj, administrativni in računovodski postopki, informacijski sistem, sistem notranjih kontrol, vodenje raznih evidenc, preprečevanje nasprotij interesov, zagotavljanje neprekinjenega poslovanja) ter pravila ravnanja DZU. DZU mora zagotavljati zadosten kapital. DZU je pod stalnim nadzorom pristojnih organov.
Tip UCITS sklada	UCITS skladi so odprti investicijski skladi, kar pomeni, da lahko vlagatelj kadar koli kupi ali zahteva izplačilo svojih enot premoženja.
Dovoljenje UCITS skladom	Za pridobitev dovoljenja za oblikovanje investicijskega sklada, le-ta mora izpolnjevati vrsto določb, med drugim glede naložbene politike in tehnik upravljanja, glede upravljanja tveganj sklada, glede stroškov in provizij, glede skrbnika, izračunavanja in objave VEP, obveščanja vlagateljev... UCITS skladi so pod sprotnim nadzorom nadzornih organov, kar zagotavlja določb skozi celotno obdobje.
Dovoljene naložbe UCITS sklada	Dovoljene naložbe in omejitve glede razpršitve naložb UCITS sklada so natančno opredeljene in določene z namenom zagotavljanja visoke stopnje likvidnosti, kar omogoča skladu hitro odprodajo naložb v primeru izplačil vlagateljev iz sklada. Naložbam, ki so v glavnem omejene na lastniške in dolžniške vrednostne papirje ter instrumente denarnega trga, je mogoče kadarkoli določiti vrednost. UCITS sklad ima lahko oblikovana dodatna likvidna sredstva, ne sme pa nalagati v kovine in nepremičnine.
Naložbene tehnike in upravljanje s tveganji	Z razpršitvijo naložb UCITS sklad znižuje tveganje, ki ga prinaša posamezna vrsta vrednostnih papirjev in tako znižuje sistematično tveganje. Prav tako je določen prag naložb v posameznega izdajatelja in tako znižuje tudi tveganje izdajatelja (tveganje insolventnosti). Omejeno je nalaganje v izvedene finančne instrumente, ki služijo predvsem zavarovanju. Prodaja na kratko je prepovedana.
Vrednost enote premoženja (VEP)	VEP je enak čisti vrednosti vseh sredstev, deljeni s številom enot premoženja v obtoku, kar zagotavlja, da vlagatelj kupuje in zahteva izplačilo svojih enot po pošteni ceni. VEP je izračunan in javno objavljen za vsako obračunsko obdobje, ki traja največ 15 dni. Vlagatelj vedno pristopa oziroma izstopa iz investicijskega sklada po neznanem VEP.
Razkritja vlagateljem in nadzornim organom	Vlagatelju je pred pristopom k UCITS skladu na voljo brezplačno prospekt in dokument s ključnimi podatki za vlagatelje ter letno in polletno poročilo. Poleg tega mora javno objaviti ali pa vlagatelja obvestiti o vseh pomembnih dogodkih, ki sledijo pristopu k skladu. DZU mora med drugim poročati nadzornim organom: o vsakokratnem izračunu VEP, mesečno o vseh naložbah, vseh pomembnih dogodkih.
Depozitar - skrbnik	UCITS sklad mora imeti depozitarja – skrbnika, ki vodi poseben račun sklada tako za denarna sredstva kot tudi za finančne instrumente. Hkrati preverja vrednotenje naložb sklada in izračun VEP ter ali sklad izpolnjuje določbe veljavne zakonodaje oziroma pravil upravljanja in tako ščiti interese vlagatelja. O morebitnih kršitvah poroča nadzornim organom.

1.1.2 Ne-UCITS skladi

Ne-UCITS skladi so bili vsi tisti investicijski skladi, ki niso izpolnjevali določb direktive UCITS, in svoje premoženje nalagali v širok nabor naložb in pri tem zasledovali različne naložbene strategije in tehnike. Šele z direktivo AIFMD so AIS dobili definicijo, ki pa je zelo široka. Skladno s četrtem členom direktive AIFMD AIS pomeni kolektivne naložbene podjeme, vključno z njihovimi naložbenimi razdelki, ki:

- zbirajo kapital s strani več vlagateljev z namenom vlaganja teh sredstev v skladu z opredeljeno naložbeno politiko v korist teh vlagateljev ter
- ne potrebujejo dovoljenja v skladu s petim členom direktive UCITS.

1.1.2.1 Glavni tipi ne-UCITS skladov

Prav zaradi raznolikosti je ne-UCITS sklade težko razvrstiti in enoznačno opredeliti. Obstaja veliko različnih tipov AIS in ravno zato jih direktiva AIFMD ne opredeljuje in usklajuje.

Tabela 3: Glavni tipi ne-UCITS skladov oziroma AIS

Tip AIS	Glavne značilnosti
Nepremičninski skladi	Vlagatelj nepremičninskih skladov je izpostavljen investicijam v nepremičnine, zemljišča in sorodnim nepremičninskim naložbam. Lahko so odprt ali zaprt investicijski sklad. Nepremičnine niso dovoljene naložbe UCITS skladov.
Sklad zasebnega kapitala Sklad zasebnega kapitala	Vlagatelj z naložbo v sklad zasebnega kapitala pridobi možnost investiranja v podjetja, katerih delnice ne kotirajo na organiziranih trgih. Mednje sodijo skladi tveganega kapitala, prevzemni skladi (angl. <i>buy-out funds</i>), skladi srednjih podjetij (angl. <i>mid-cap investment fund</i>). Ti skladi lahko pridobijo pomemben delež in aktivno odločajo v teh podjetjih, kar pa UCITS skladom ni dovoljeno.
Hedge skladi	Hedge skladi zasledujejo absolutni donos svojih naložb, pri tem lahko nalagajo v katero koli vrsto naložb, tudi tiste, ki niso dovoljene UCITS skladov in uporabljajo ne-tradicionalne tehnike upravljanja portfelja, kot so nekrita kratka prodaja (angl. <i>uncovered short selling</i>) ali pretirano zadolževanje.
Sklad AIS	Sklad skladov svoja sredstva raje kot v vrednostne papirje nalaga v enote premoženja oziroma deleže drugih investicijskih skladov. Sklad hedge skladov, sklad nepremičninskih skladov ali sklad skladov zasebnega kapitala so glavni predstavniki ne-UCITS sklad skladov.
Blagovni sklad	Svoja sredstva nalaga v delnice ali v izvedene finančne instrumente v zvezi s cenami fizičnega blaga, kot so olje, kovine ali živila ali druge kmetijske naložbe. UCITS skladi ne smejo nalagati v blago, lahko pa so preko delnic in izvedenih finančnih instrumentov izpostavljeni blagu.
Infrastrukturni skladi	Njihove naložbe podpirajo infrastrukturno izvedbo, tako z sodelovanjem oziroma nakupom deleža lokalnih ali centralnih vladnih organizacij, npr. vlaganja v ceste, železnice, mostove, letališča, plinovode ali komunikacijska omrežja. UCITS skladi lahko nalagajo sredstva le v podjetja, katerih dejavnost je infrastruktura.

Vir: Komisija Evropske skupnosti 2009a, str.58, Tabela A2.

Evropska komisija je dodatno z uredbami uredila le tri vrste AIS, in sicer evropske sklade tveganega kapitala, evropske sklade za socialno podjetništvo ter evropske dolgoročne investicijske sklade. V Tabeli 3 so predstavljeni glavni tipi AIS in njihove skupne značilnosti. V posameznih državah članicah obstajajo različne vrste ne-UCITS skladov, kot so na primer specialni investicijski skladi in institucionalni skladi, ki imajo različne pravne oblike in niso omejeni z vrsto naložbe ali naložbeno strategijo in jih zaradi neosredotočenosti ne moremo vrstiti med AIS, ki so predstavljeni v Tabeli 3, pa jih ravno tako uvrščamo med AIS.

1.1.2.2 Tveganja, ki jim je ne-UCITS sklad izpostavljen

UCITS skladi so namenjeni malim vlagateljem, medtem ko je večina AIS zaradi višje tveganih naložb in uporabe različnih naložbenih strategij in tehnik upravljanja primerna za profesionalne vlagatelje. Posledično je tudi donosnost AIS bistveno bolj spremenljiva od drugih finančnih instrumentov, ki so namenjeni oziroma primerni za male vlagatelje, kar lahko privede do večjih izgub naložbe, morda celo izgubo vseh sredstev.

Tabela 4: Prikaz najpomembnejših tveganj

	Vir tveganja
Makrobonitetna (sistemska) tveganja	• Neposredna izpostavljenost sistemsko pomembnih bank (kot ponudniki vzvoda) sektorju upravljavcev AIS. • Prociklični učinek združevanja in koncentracij tveganja v določenih tržnih segmentih ter razdolževanje na področju likvidnosti in stabilnosti finančnih trgov.
Mikrobonitetna tveganja	• Slabosti v sistemih upravljanja notranjega tveganja v zvezi z likvidnostnim tveganjem, tržnim tveganjem, tveganji nasprotne stranke (kreditno tveganje in tveganje poravnave-predvsem pri trgovanju na kratko) in operativnimi tveganji.
Zaščita vlagatelja	• Neprimerna razkritja podatkov vlagateljem v zvezi z naložbeno politiko, obvladovanjem tveganja, notranjimi postopki..., ki predstavljajo ovire učinkovite skrbnosti poslovanja. • Navzkrižje interesov in slabo upravljanje skladov, zlasti v zvezi z izplačili, vrednotenjem in administracijo.
Učinkovitost in celovitost trga	• Učinek dinamičnega trgovanja in tehnik trgovanja na kratko na delovanje trga. • Možnost zlorabe trga v zvezi z določenimi tehnikami, na primer trgovanje na kratko.
Učinek na trg za nadzor podjetij	• Pomanjkanje preglednosti pri povečanju deležev v podjetjih, ki kotirajo na borzi (na primer s pomočjo izposojanja vrednostnih papirjev, pogodb na razliko) ali usklajeno delovanje strategij »aktivista«.
Učinek na podjetja, ki jih nadzorujejo upravljavci AIS	• Možnost neskladnosti spodbud pri upravljanju podjetij s portfeljem, zlasti pri dolžniškem financiranju. • Pomanjkanje preglednosti in javnega nadzora nad podjetij, ki so predmet managerskih odkupov.

Vir: Komisija Evropske skupnosti, 2009b, str.7, Tabela 3.

AIS nalagajo v naložbe, ki so manj likvidne, kar posledično prinaša daljšo dobo varčevanja, iz katere vlagatelji ne morejo izstopiti. Hkrati pa uporabljajo tudi kompleksne strategije in tehnike upravljanja, ki so težko razumljive malim vlagateljem in se ne zavedajo tveganj, ki jih takšen način upravljanja prinaša.

Narava in intenzivnost tveganj prikazanih v Tabeli 4 je povezana z aktivnostjo posameznega tipa AIS, ki se razlikuje glede na vrsto investicijskih strategij in tehnik, ki se jih poslužuje in tudi glede na trge, na katerih sodeluje. Tako makrobonitetna tveganja, ki so povezana z uporabo finančnih vzvodov, se nanašajo predvsem na dejavnosti hedge skladov in blagovnih skladov, medtem ko so tveganja povezana z upravljanjem podjetij tesneje povezana z zasebnim kapitalom. Nekatera tveganja, kot na primer tveganja, povezana z upravljanjem mikrobonitetnega tveganja in zaščito vlagateljev, prisotna pri vseh tipih AIS (Komisija Evropske skupnosti, 2009b).

1.1.2.3 Zakonodajni okvir na evropski ravni in nacionalni ravni posameznih držav članic

Pred sprejetjem direktive AIFMD ni bilo zakonodajne ureditve, ki bi neposredno urejevala delovanje AIS ali njihovih upravljavcev. Vseeno pa so kot udeleženci na finančnih trgih predmet kar nekaterih evropskih zakonodaj, in sicer morajo spoštovati Direktivo o zlorabi trga in Direktivo o preprečevanju pranja denarja. V primeru trgovanja z vrednostnimi papirji na organiziranem trgu morajo upravljavci AIS upoštevati zahteve o razkritju informacij v skladu s Direktivo o uskladitvi zahtev v zvezi s preglednostjo informacij o izdajateljih, katerih vrednostni papirji so sprejeti v trgovanje na organiziranem trgu. Tudi trženje AIS je predmet Direktive o trgih finančnih instrumentov. V primeru javne ponudbe ali sprejema vrednostnih papirjev v trgovanje morajo upravljavci AIS delovati skladno z Direktivo o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje. Glede na statusno-pravno obliko mora upravljavec AIS spoštovati določbe direktiv v zvezi z delovanjem evropskih gospodarskih družb, ki določajo višino osnovnega kapitala za zagotavljanje zadostnega kapitala, revidirane računovodske izkaze, razkritja in upravljanje s tveganji....

Na drugi strani pa je tudi velik del nasprotnih strank predmet različnih evropskih zakonodajnih ureditev, kot na primer banke, ki omogočajo finančne vzvode preko borznoposredniške dejavnosti, in morajo izpolnjevati določbe Direktive o kapitalskih ustreznosti investicijskih podjetij in kreditnih institucij. Prav tako so nekatere vrste profesionalnih vlagateljev pod okriljem in nadzorom nekaterih evropskih direktiv, kot na primer Direktiva o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti zavarovanja in pozavarovanja ter Direktiva o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje (IORP) (Komisija Evropske skupnosti, 2009a).

Aktivnosti upravljavcev AIS niso bila popolnoma neregulirana, kar nekaj držav članic je zanje imelo urejeno nacionalno zakonodajno ureditev. Več držav članic je želelo urediti

nacionalni zakonodajni režim in na ta način omogočiti domačim upravljavcem AIS upravljanje, ustanavljanje in trženje svojih ne-UCITS skladov na svojem ozemlju. Režimi so navadno vsebovali določbe za registracijo in nadzor nad upravljavci AIS, pa tudi ločenega skrbnika in njegove zadolžitve. Določali so tudi nekatere vrste AIS in investicijske politike, kot so omejitve v zvezi z razpršenostjo naložb, uporaba finančnega vzvoda, vrednotenje in podobne naložbene omejitve (Komisija Evropske skupnosti, 2009a). Obseg in vsebina nacionalnih zakonodajnih ukrepov pa so se močno razlikovali, tako pri zahtevah za izdajo dovoljenja in registracijo ter v poročanju nadzornim institucijam, kot tudi pri standardih glede razkritij vlagateljem in upravljanju s tveganji.

Med finančno krizo so se nekatera tveganja kristalizirala in začela so se razvijati regulativne odločitve tako na evropski kot nacionalni ravni posameznih držav članic.

Pomembno pa je poudariti, da čeprav so bili regulativni in nadzorni okviri nacionalno urejeni, so nedavni dogodki pokazali, da so bila nekatera tveganja povezana z upravljavci AIS podcenjena in jih veljavna pravila niso obravnavala v zadostni meri. To je delno odraz nacionalnega vidika pravil in tak regulativni okvir ne ustrezno odraža čezmejne narave tveganj. Tveganja povezana z dejavnostjo upravljavcev AIS se hitro prenašajo čez nacionalne meje, in sicer tako preko odnosov z vlagatelji in nasprotnimi strankami, kot preko vpliva na stabilnost in učinkovitost finančnih trgov. Tako ima interes po učinkoviti regulaciji in nadzoru tujih upravljavcev AIS več udeležencev, in sicer: vlagatelji in nasprotni stranke, javne nadzorne institucije preko nadzora udeležencev svojega trga. Nacionalno razdrobljeni pristopi ne predstavljajo trdega in celovitega odziva na tveganja v sektorju. Učinkovito upravljanje čezmejne razsežnosti tveganj zahteva enotno razumevanje obveznosti upravljavcev AIS, usklajen pristop k pregledu nad postopki upravljanja s tveganji, notranjim vodenjem in preglednostjo poslovanja. Takšna ureditev je nadzornim institucijam v pomoč pri upravljanju teh tveganj na nacionalni ravni, s pomočjo učinkovitega sodelovanja pri nadzoru in izmenjavi informacij pa tudi na evropski ravni.

Raznolikost nacionalnih zakonodajnih sistemov ima pomembne posledice tako za upravljavce AIS, njihove vlagatelje in nasprotni stranke kot za nadzorne institucije. Profesionalnim vlagateljem, med katerimi je veliko takih, ki so mobilni in aktivni v več državah članicah, ta raznolikost v standardih predstavlja negotovost in nezaupanje v obstoj zakonodajne zaščite vlagateljev. Z vidika nadzornih institucij dotedanji nacionalni zakonodajni sistem ni zagotavljal celovite in učinkovite osnove za spremljanje in obvladovanje tveganj, ki ga predstavljajo upravljavci AIS svojim nasprotnim strankam in finančnemu sistemu (Komisija Evropske skupnosti, 2009a).

1.2 Časovnica direktive AIFMD

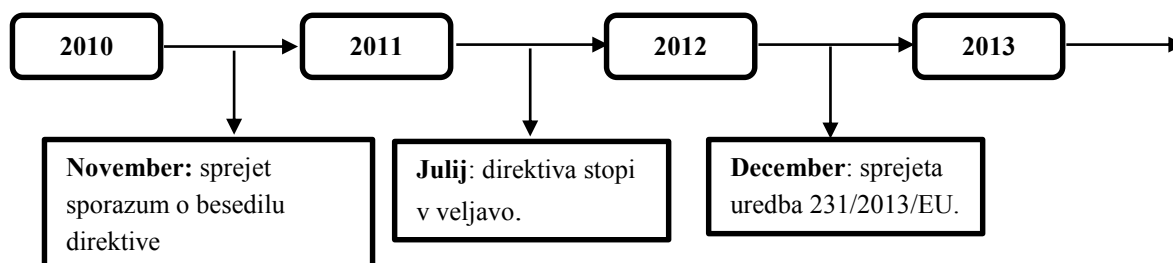
Pri celotnem poteku in izvajanju prenosa določb direktive AIFMD v nacionalne pravne rede držav članic ima zelo pomembno vlogo evropski nadzorni organ European Securities Market

Agency (v nadaljevanju ESMA), tako s pripravo različnih smernic kot tudi z organiziranjem raznih delavnic in posvetovalnih srečanj s predstavniki nacionalnih nadzornih organov o sami izvedbi prenosa ter problematik v zvezi z določbami direktive AIFMD. Tako je ESMA med drugim v zvezi z direktivo AIFMD izdala Smernice za poročanje v skladu s členi 3(3)(d) in 24(1), (2) in (4) direktive AIFMD, Smernice za premišljene politike prejemkov na podlagi direktive AIFMD, Smernice o ključnih pojmihi iz direktive AIFMD in Smernice o vzorcu memoranduma glede posvetovanja, sodelovanja in izmenjave informacij v zvezi z nadzorom subjektov iz direktive AIFMD ter večkrat dopolnjen in spremenjen dokument Odgovori in vprašanja. Poleg tega ima ESMA pomembno vlogo tudi pri nadaljnjem razvoju izvajanja določb direktive AIFMD, saj je pooblaščen za pripravo mnenj in ocen v zvezi z uveljavitvijo razširjenega potnega lista, ki naj bi ga pridobile določen tretje države članice, katerih upravljavci AIS bodo lahko izkoristili čezmejno trženja znotraj držav članic.

Iz Slike 1 je razviden časovni potek poglavitnih točk razvoja direktive AIFMD od sprejetega sporazuma o besedilu direktive AIFMD v letu 2010 pa do ukinitve določb 36. in 42. člena direktive AIFMD v zvezi s čezmejnimi trženji brez potnega lista evropskih upravljavcev AIS, ustanovljenih v tretjih državah, oziroma upravljavcev AIS iz tretjih držav.

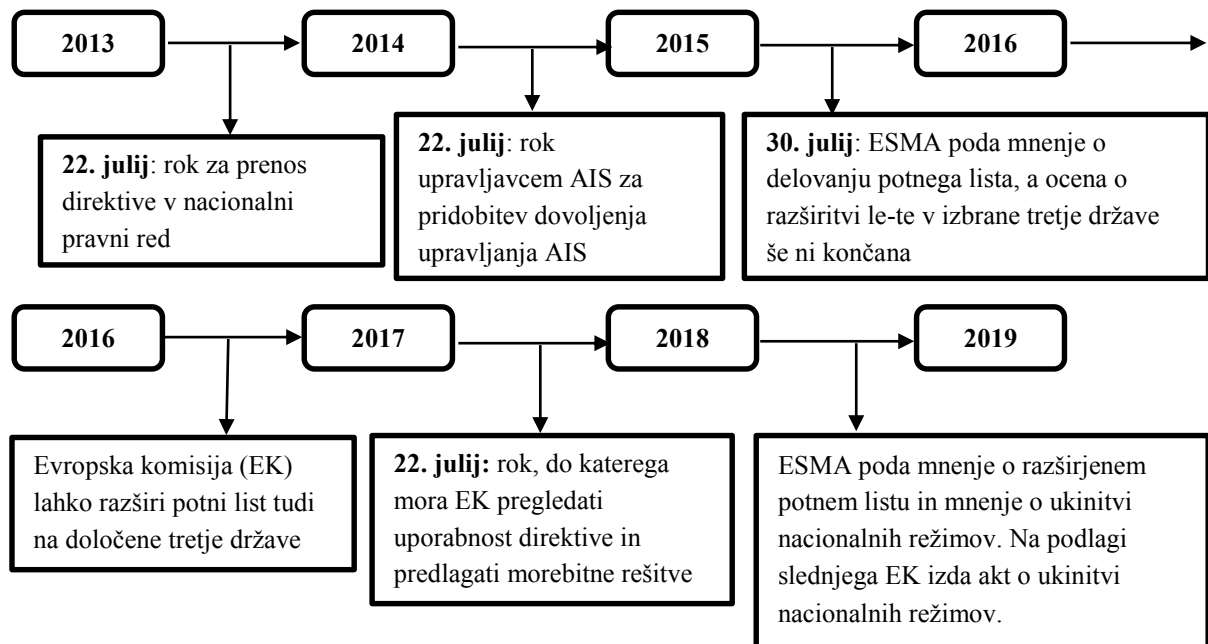
Direktiva AIFMD v prehodnih določbah določa njen postopni prenos v nacionalne pravne sisteme držav članic. Dve leti po sprejetju direktive, tj. do dne 22. julija 2013, so morale države članice določbe direktive v celoti prenesti v nacionalne zakonodajne okvire. V enem letu po opravljenem prenosu, tj. do dne 22. julija 2014, so se morali vsi upravljavci AIS držav članic uskladiti z novimi zahtevami in pridobiti dovoljenje matičnih pristojnih organov oziroma so se pri njih registrirali. Na ta način so upravljavci AIS z dovoljenjem pristojnih organov matičnih držav članic pridobili potni list, tj. enotno licenco, ki velja v vseh državah članicah in omogoča čezmejno trženje njihovih AIS, ki so ustanovljeni v EU, v drugih državah članicah.

Slika 1: Časovni prikaz nastanka in razvoja direktive AIFMD



Se nadaljuje

Slika 1: Časovni prikaz nastanka in razvoja direktive AIFMD (nad.)



Vir: povzeto po Bloomberg, 2014, str. 3; BNP Paribas, 2015, str. 1.

Do dne 30. julija 2015 je morala ESMA pripraviti mnenje o delovanju potnega lista za EU upravljavce AIS ter oceno o uporabi potnega lista za to, da EU upravljavci AIS tržijo ne-EU AIS in da ne-EU upravljavci AIS upravljajo in/ali tržijo AIS v državah članicah. ESMA je pripravila mnenje o delovanju potnega lista za EU upravljavce AIS, in sicer dne 30. julija 2015, vendar ni podala zaključene ocene o razširitvi potnega lista za upravljavce AIS iz tretjih držav. Pozitivno je zaključila pogajanja z Jersey, Guernsey in Švico, še vedno pa ocenjuje Hong Kong, Singapur in ZDA. Na podlagi slednjega bo Evropska komisija v treh mesecih izdala delegiran akt in v njem določila: o možnosti, času in na katere države bo razširitev potnega lista izvedena (European Securities Market Agency, 2015).

Naslednjo stopnjo predstavlja rok, do katerega mora Evropska komisija pregledati uporabo in področje uporabe direktive in predlagati morebitne rešitve za morebitne pomanjkljivosti, tj. do dne 22. julij 2017. Zadnjo stopnjo prenosa predstavlja prenehanje uporabe členov 36. in 42. direktive AIFMD, ki dovoljujeta obstoj nacionalnih pravil (angl. *National Private Placement Regime* (v nadaljevanju NPPR) glede trženja ne-EU AIS, ki jih upravlja upravljavec AIS iz države članice, brez potnega lista in glede trženja AIS, ki jih upravlja upravljavec AIS iz tretjih držav, brez potnega lista. Zadnja stopnja prenosa se začne z izdanim mnenjem o delovanju razširjenega potnega lista in nasvetom o prenehanju prej omenjenih nacionalnih ureditev, ki ga mora ESMA izdelati v treh letih po uvedbi razširjenega potnega lista. Na podlagi slednjega pa Evropska komisija odloči o ukinitvi 36. in 42. člena direktive AIFMD, torej ukinitve NPPR.

1.3 Subjekti nadzora direktive AIFMD

Strokovne skupine, ki so proučevale razmere sektorja AIS in možnosti zakonodajne ureditve, so kot možne pristope nadzora določile naslednje tri:

- **Neposredno upravljavce AIS:** glavni razlog za osredotočenje na upravljavce AIS je v tem, da tveganja povezana z upravljanjem AIS skoraj izključno povzročajo njihovi upravljavci. Odgovorni so za skoraj vse odločitve v procesu upravljanja AIS, od naložbenih odločitev (trgovanje in uporaba finančnega vzvoda); pravil poslovanja (organizacijski ustroj, vključno z računovodskimi in administrativnimi postopki, sistemom upravljanja tveganj ter obvladovanja nasprotja interesov); do upravljanja odnosov z vlagatelji, nasprotnimi strankami in nadzornimi institucijami, vključno z zagotavljanjem potrebnih informacij.
- **Neposredno AIS:** UCITS direktiva poleg pravil za družbe za upravljanje ima tudi pravila za UCITS sklade in njihovo naložbeno politiko (vrsta naložb in tehnik upravljanja naložb) z namenom zagotavljanja visoke stopnje zaščite malih vlagateljev. AIS ima raznolike naložbene strategije, vključno s široko paleto nelikvidnih naložb, kar omogoča profesionalnim vlagateljem precejšnje prednosti. Zakonodajna ureditev kot je za UCITS sklade bi omajala te naložbene strategije in ne bi bil ustrezen odgovor na njihova tveganja. Poleg tega AIS kot tak nima ekonomskega življenja, saj glavni odločevalec je njegov upravljavec in na ta način ne bi zadostili regulacijskim potrebam.
- **Posredni pristop:** uveljaviti zahteve posredno preko ostalih akterjev, s katerimi upravljavci AIS tesno sodelujejo, kot na primer borzni posredniki in banke. Tak pristop so uporabljali pri nadzoru tveganj hedge skladov, saj je le nekaj globalnih bank nudilo borzno posredništvo večini hedge skladov, poleg tega pa so zanje opravljali tudi številne druge aktivnosti. Čeprav je posredni pristop za nekatere vrste upravljavcev AIS pomemben del slike, ni pa nadomestek za dejanja usmerjena neposredno v upravljavce AIS (povzeto po Komisiji Evropske skupnosti 2009a).

Kot najbolj neposreden in učinkovit pristop določanja naslovnika tveganj je neposredni nadzor upravljavcev AIS, saj so glavni odločevalci in imajo dostop do vseh relevantnih informacij in so neposredno odgovorni za izvajanje funkcije upravljanja tveganj in odnosov z vlagatelji.

Direktiva AIFMD tako ureja in nadzira upravljavce AIS, saj bi urejanje strukture in sestave premoženja AIS na ravni EU bi bilo nesorazmerno ter zaradi raznolikosti in obširnosti težko uskladiti. Direktiva AIFMD državam članicam ne preprečuje sprejetja ali nadaljnje uporabe nacionalnih zahtev v zvezi z AIS ustanovljenimi na svojem ozemlju. Nastale razlike v nacionalnih zahtevah pa ne smejo preprečevati pravic upravljavcev AIS, ki imajo v skladu z direktivo AIFMD, tj. čezmejno trženje svojih skladov profesionalnim vlagateljem v drugih državah članicah.

1.3.1 Upravljalci alternativnih investicijskih skladov

Direktiva AIFMD določa pravila o dovoljenjih, trajnem delovanju in preglednosti upravljavcev AIS, ki upravljajo in/ali tržijo AIS profesionalnim vlagateljem.

Direktiva AIFMD se uporablja za:

- upravljalce AIS, ki so ustanovljeni⁵ v državah članicah (v nadaljevanju EU upravljavec AIS) in upravljajo AIS ustanovljen v EU (v nadaljevanju EU AIS) ali izven EU (v nadaljevanju ne-EU AIS), ne glede na to ali se tržijo v EU ali ne,
- upravljalce AIS iz tretjih držav (v nadaljevanju ne-EU upravljavec AIS), ki upravljajo EU AIS, ne glede na to ali se trži v EU ali ne, ter
- ne-EU upravljavec AIS), ki tržijo EU AIS ali ne-EU AIS profesionalnim vlagateljem znotraj EU.

1.3.1.1 vrste upravljavcev alternativnih investicijskih skladov

Zaželeno je, da se ločuje med upravljalci AIS, ki upravljajo AIS odprtega, zaprtega ali obeh tipov, da bi se pravilno uporabljala pravila o upravljanju likvidnosti in vrednotenja iz direktive AIFMD. V ta namen je Evropska komisija sprejela Delegirano uredbo št. 694/2014 v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi, ki določa vrste upraviteljev alternativnih investicijskih skladov. Upravljavec je lahko eno ali oboje od naslednjega:

- upravljavec odprtega tipa AIS,
- upravljavec zaprtega tipa AIS.

AIS odprtega tipa je tisti, katerega delnice ali enote premoženja se na zahtevo katerega koli delničarja ali imetnik enot premoženja ponovno odkupijo ali izplačajo, preden se je začela faza likvidacije ali prenehanja, posredno ali neposredno, iz sredstev AIS in v skladu s postopki in s pogostostjo, ki je določena v njegovih pravilih ali aktih o ustanovitvi, prospektu ali ponudbenih dokumentih. AIS zaprtega tipa je tisti, ki ni odprtega tipa. Upravljavec AIS, ki hkrati upravlja enega ali več AIS odprtega tipa in zaprtega tipa, bi moral za vsakega uporabljati specifična pravila, ki se nanašajo na zadevni tip.

Direktiva AIFMD določa, da morajo države članice zagotoviti, da ima vsak AIS svojega upravljavca, ki je odgovoren za zagotavljanje usklajenosti z omenjeno direktivo. Upravljavec je ali:

⁵ Ustanovljen pomeni:

- za upravljalce AIS in druge pravne osebe, da »ima svoj registriran sedež v«,
- za AIS, da »ima dovoljenje ali je registriran v«, če le-tega nima pa »ima registrirani sedež v«.

- zunanji upravljavec, ki je pravna oseba, imenovana s strani ali v imenu AIS in ki s tem postane odgovorna za njegovo upravljanje, ali
- kadar pravna oblika AIS omogoča notranje upravljanje in kadar se njegov vodstveni organ odloči, da ne bo imenoval zunanjega upravljavca, sam AIS dobi dovoljenje kot upravljavec.

Vsak upravljavec AIS mora pridobiti dovoljenje pristojnih organov matične države članice za opravljanje storitev upravljanja AIS. Za pridobitev omenjenega dovoljenja, ki velja v vseh državah članicah, mora izpolnjevati določbe direktive AIFMD, med drugim mora biti kapitalsko ustrezen in usklajena pravila poslovanja. V Prilogi 3 so opredeljene storitve, ki jih lahko opravlja upravljavec AIS.

1.3.1.2 kapitalska ustreznost upravljavcev alternativnih investicijskih skladov

Najnižji znesek osnovnega kapitala upravljavca AIS, ki opravlja samo storitve upravljanja AIS, znaša 125.000 EUR, če se AIS upravlja sam, pa le-ta znaša 300.000 EUR. Dodatno mora upravljavec AIS zagotoviti dodatni kapital, če vrednost premoženja vseh upravljanih sredstev AIS presega 250 mio EUR, in sicer v višini 0,02 % vrednosti razlike med premoženjem, ki ga upravlja, in zneskom 250 mio EUR. Pri čemer skupna vrednost osnovnega in dodatne kapitala ne presega 10 mio EUR.

V skladu z Delegirano uredbo Evropske Komisije št. 231/2013 v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom (v nadaljevanju uredba 231/2013/EU) mora poleg prej navedenega zagotoviti tudi:

- dodatni kapital za kritje morebitnih tveganj poklicne odgovornosti, ki so posledica dejavnosti, ki jih upravljavec AIS lahko izvaja, v višini 0,01 % vrednosti portfelja upravljanih AIS ali
- zavarovanje poklicne odgovornosti, ki ustreza kritim tveganjem v skupni višini 0,9 % vrednosti portfelja upravljanih AIS.

Tveganja poklicne odgovornosti so tveganja izgube ali škode, ki je povzročena z malomarnim izvajanjem dejavnosti, kot so: izgube dokumentov o lastništvu sredstev AIS, zavajajoče informacije ali izjave posredovane vlagateljem, dejanja, ki povzročijo kršitve (pravnih in zakonskih obveznosti, obveznosti glede zaupnosti, dolžnosti ustreznega znanja in skrbnosti do AIS in vlagateljev, pravil upravljanja), neizpolnjevanje obveznosti glede izvajanja postopkov za prepreko goljufij in nepoštenih dejanj, neustrezno vrednotenje čiste vrednosti sredstev ter izgube zaradi poslovnih motenj, sistemskih napak in napak pri obdelavi transakcij ali postopku upravljanja.

1.3.1.3 pravila poslovanja upravljavcev alternativnih investicijskih skladov

Pogoji poslovanja upravljavcev AIS, med katere med drugim sodijo sistem prejemkov, ukrepi za preprečevanje nasprotij interesov, funkcija obvladovanja tveganj, sistem upravljanja likvidnosti, organizacijske zahteve, vrednotenje ter prenos nalog upravljavca AIS, so natančno opredeljeni v direktivi AIFMD, še podrobneje pa določeni z Uredbo 231/2013/EU.

Na splošno mora upravljavec AIS oblikovati poslovanje na tak način, da je zagotovljeno naslednje:

- **Pri opravljanju svojih dejavnosti ravna pošteno, s primerno strokovnostjo in skrbnostjo ter pravično:** upravljavec AIS pri izbiri in stalnem spremljanju naložb uporablja visoko stopnjo primerne skrbnosti, kar pomeni, da zagotovijo, da imajo ustrezno znanje in razumevanje finančnih instrumentov, v katere AIS nalaga. Zato morajo vzpostaviti, izvajati in redno spremljati politike in postopke o primerni skrbnosti ter izvajati učinkovite ureditve, s katerimi zagotovi, da se naložbene odločitve izvedejo v skladu s cilji, naložbeno strategijo in omejitvami tveganja AIS.
- **Deluje v najboljšem interesu AIS, ki jih upravlja, ali vlagatelj v te sklade in integritete trga:** upravljavci AIS uporabljajo politike in postopke za preprečevanje zlorab, za katere se lahko razumno pričakuje, da negativno vplivajo na stabilnost in integriteto trga. Poleg tega upravljavci AIS zagotavljajo, da AIS, ki jih upravlja, ter njihovim vlagateljem ne zaračunavajo nepotrebnih stroškov.
- **Ima in učinkovito uporablja vire in postopke, ki so potrebni za pravilno opravljanje njihovih poslovnih dejavnosti:** upravljavec AIS zaposluje zadostno število osebja s spretnostmi, znanjem in strokovnostjo, ki so potrebni za opravljanje dodeljenih odgovornosti, pri čemer upoštevajo naravo, obseg in kompleksnost poslovanja ter naravo in obseg storitev in dejavnosti, ki se izvajajo pri njihovem poslovanju. Prav tako mora upravljavec AIS vzpostaviti, izvajati in uporabljati postopke in ureditve pri opravljanju svojih dejavnosti. Na primer pri upravljanju naročil morajo postopki in ureditve zagotavljati, da se naročila, ki se izvajajo v imenu AIS, takoj in natančno evidentirajo in razdelijo. Finančni instrumenti, denarni zneski ali druga sredstva, prejeta pri poravnavi izvedenih naročil, se takoj in pravilno prenesejo na račun ustreznega AIS.
- **Sprejema utemeljene ukrepe za preprečitev nasprotja interesov:** oziroma, če pa jih ni mogoče preprečiti, za to, da se ta nasprotja ugotovijo, obvladujejo in spremljajo ter se, kadar je to primerno, razkrijejo zato, da ne bi negativno vplivali na interese AIS, ki jih upravlja in njihove vlagatelje. Na ta način se zagotovi, da so AIS, ki jih upravlja, obravnavani pošteno. Upravljavec AIS mora izvajati učinkovito politiko obvladovanja nasprotij interesov, ki je sorazmerna z velikostjo in organizacijo upravljavca AIS ter naravo, obsegom in kompleksnostjo njegovega poslovanja.
- **Izpolnjuje vse predpisane zahteve, ki veljajo za izvajanje njegovih poslovnih dejavnosti, tako da spodbujajo najboljše interese AIS, ki jih upravlja, ali interese**

njihovih vlagateljev in integriteto trga: upravljavec AIS ne ravna pošteno, pravično in v skladu z najboljšimi interesi AIS, ki jih upravljajo, ali njihovih vlagateljev, če v zvezi z dejavnostmi, ki jih opravljajo med izvajanjem nalog, plačajo ali prejmejo kakršno koli pristojbino ali provizijo ali dajejo ali prejmejo nedenarno ugodnost razen tistih, ki omogočajo opravljanje storitev in ki so jasno razkriti vlagateljem.

- **Vse vlagatelje v AIS, ki jih upravlja, obravnava pošteno:** upravljavec AIS mora zagotoviti, da njegovi postopki odločanja in organizacijska struktura zagotavljajo pravično obravnavo vlagateljev. Noben vlagatelj AIS ni deležen prednostne obravnave, razen če je le-ta naveden v pravilih upravljanja ali ustanovitvenem aktu AIS. Pri čemer nobena takšna prednostna obravnava ne sme povzročiti pomembnega splošnega oškodovanja drugih vlagateljev.

Med najpomembnejše funkcije poslovanja upravljavcev AIS, katero je tudi direktiva AIFMD skozi čas nastajanja vedno poudarjala, je upravljanje tveganj. Upravljavec AIS vzpostavi enega glavnih sestavnih delov sistema obvladovanja tveganj, in sicer trajno funkcijo obvladovanja tveganj, ki mora biti funkcionalno in hierarhično ločena od ostalih delujočih enot. Le-ta mora izvajati učinkovite politike in postopke obvladovanja tveganj, da lahko redno opredeljuje, meri, obvladuje in spremlja vsa tveganja, relevantna za vsako naložbeno strategijo AIS, ki jim je ali bi jim lahko bil izpostavljen vsak AIS. Dodatno se pri ocenjevanju kreditnega tveganja sredstev AIS ne sme zanašati izključno ali sistematično na bonitetne ocene, ki so izdane s strani bonitetnih agencij. Poleg tega morajo zagotoviti, da je profil tveganja AIS, ki ga morajo razkriti vlagatelju, skladen s kvantitativnimi ali kvalitativnimi omejitvami tveganja, ki si jih postavijo za vsak upravljan AIS za vsaj glavne vrste tveganj (tržno, kreditno, likvidnostno, nasprotno stranke in operativno tveganje). Politike in tehnike obvladovanja tveganj je potrebno redno preverjati in dopolnjevati ter o ustreznosti in učinkovitosti le-teh poročati vodstvenemu organu. Posamezen upravljavec AIS ne bo pridobil dovoljenja opravljanje storitev upravljanje premoženja AIS, če ne bo zagotavljal tudi obvladovanja tveganj. Upravljavec mora ustrezno obravnavati morebitno občutljivost svojih tehnik in modelov merjenja tveganj z izvajanjem testov izjemnih situacij, testov preteklih dogodkov in analize scenarijev. Za obvladovanje likvidnostnega tveganja bi morali testi izjemnih situacij simulirati zmanjšano likvidnost sredstev in nenavadne zahteve za odkup.

Upravljavci AIS morajo imeti politike in prakse prejemkov za naslednje kategorije osebja: vsaj višje vodstvo, nosilce tveganja, nadzorne funkcije in vse delavce, ki jih celotni prejeti prejemki uvrščajo v isto plačno skupino kot višje vodstvo in nosilce tveganj, katerega poklicne dejavnosti imajo bistven vpliv na profile tveganja upravljavca AIS in AIS, ki so skladne s premišljenim in učinkovitim obvladovanjem tveganj. Politika prejemkov mora biti pregledana vsako leto in v nekaterih primerih mora biti ustanovljen tudi odbor za prejemke (Baker & McKenzie, 2014a). ESMA je pripravila Smernice za premišljene politike prejemkov na podlagi direktive o upravljavcih AIS.

1.3.2 Subjekti, ki ne sodijo pod okrilje direktive AIFMD

Direktiva AIFMD v tretjem odstavku drugega člena določa, da se njene določbe ne uporabljajo za naslednje subjekte: holdinge; institucije, ki izvajajo kolektivno pokojninsko zavarovanje v skladu z Direktivo o dejavnostih in nadzoru institucij za poklicno pokojninsko zavarovanje, vključno s pooblaščenimi subjekti ali upravitelji premoženja, če ti ne upravljajo AIS; nadnacionalne institucije (Evropska centralna banka, Evropska investicijska banka, Evropski investicijski sklad, Svetovna banka, Mednarodni denarni sklad...) in podobne mednarodne organizacije, če upravljajo AIS, ki deluje v javnem interesu; nacionalne, regionalne in lokalne oblasti ali druge institucije, ki upravljajo sklade, ki so v podporo pokojninskemu sistemu ter sistemu socialne varnosti; sheme soudeležbe delavcev pri dobičku ali varčevalne sheme delavcev ter pravne osebe s posebnim namenom listinjenja.

Prav tako se ta direktiva ne uporablja za upravljavce AIS, če upravljajo enega ali več AIS, katerih vlagatelj je upravljavec AIS sam, njegova nadrejena ali podrejena družba ali druge podrejene družbe teh nadrejenih družb, pri čemer nobena od teh družb sama ni AIS.

Poleg že prej navedenih izjem, ki jim ni potrebno pridobiti dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja AIS, prav tako lahko nadaljujejo z opravljanjem storitev brez omenjenega dovoljenja tisti upravljavci AIS, ki upravljajo zaprti AIS, in:

- če po dnevu 22. juliju 2013 ne bodo opravili nobene dodatne investicije,
- če se je njihovo obdobje za vpisovanje zaključilo pred uveljavitvijo direktive AIFMD in so ustanovljeni najdlje do dne 22. julija 2016, kljub temu pa morajo objaviti letno poročilo in razkriti informacije v primeru obvladovanja nejavnih družb.

Direktiva AIFMD zagotavlja milejši »*de minimis*« režim za nekatere upravljavce AIS, ker upravljanje teh skladov ne predstavlja večjih tveganj za finančno stabilnost in tržno učinkovitost, pomenila pa bi jim dodatne stroške in upravno breme, ki pa koristi ne bi upravičilo. Upravljavcu AIS ni potrebno pridobiti dovoljenja pristojnih organov za opravljanje storitev upravljanja AIS, če neposredno ali posredno prek družbe, s katero je povezan s skupnim vodenjem ali obvladovanjem ali znatnim deležem glasovalnih pravic oziroma znatnim deležem v kapitalu, upravlja enega ali več AIS, katerih:

- celotna vrednost upravljanih sredstev, vključno s sredstvi pridobljenimi z uporabo finančnega vzvoda, ne presega 100 mio EUR ali
- celotna vrednost upravljanih sredstev ne presega 500 mio EUR pod pogojem, da noben AIS ne uporablja finančnega vzvoda, imetniki enot AIS pa vsaj pet let po vstopu v posamezen AIS nimajo pravice zahtevati odkupa enot.

Upravljavci AIS, ki izpolnjujejo zgoraj navedene pogoje, pa se morajo registrirati pri pristojnih organih svoje matične države članice. Ob registraciji izkažejo svojo istovetnost in

istovetnost AIS, ki jih upravljajo, ter informacije o naložbenih strategijah AIS, ki jih upravljajo – zagotovijo ponudbeni dokument, kjer so zbrane informacije o glavnih kategorijah sredstev, v katere bo AIS nalogal, osredotočenost naložbene politike v specializirano področje ali panogo ter opis politike v zvezi z izposojno in uporabo finančnega vzvoda. Registrirani upravljavec AIS mora redno spremljati celotno vrednost upravljanih sredstev in ustrezno ukrepati v primeru preseganja prej navedenih omejitev, in sicer v primeru preseganja praga mora oceniti ali se bo preseganje praga nadaljevalo več kot 3 mesece in ni le začasne narave ali ne. Čez tri mesece po dnevu začetka preseganja praga mora ponovno izračunati čisto vrednost sredstev ter pristojnim organom dokaže, da je odpravljen položaj preseganja praga in ni potrebno vložiti zahteve za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja AIS. Poleg tega mora registrirani upravljavec AIS redno poročati pristojnim organom o najpomembnejših instrumentih, s katerimi trguje v imenu AIS, glavnih izpostavljenostih AIS in najpomembnejših koncentracijah naložb AIS. Na ta način bi pristojnim organom zagotovili učinkovito spremljanje sistemskega tveganja.

Registrirani upravljavec AIS nima pravic, podeljenih v skladu z direktivo AIFMD, razen če se odločijo za *opt-in* postopek in zaprosijo pristojne organe za izdajo dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja AIS v skladu z Uredbo 447/2013/EU o uvedbi postopka za upravljavce AIS, ki se odločijo, da bodo upoštevali direktivo AIFMD. V tem primeru se za te upravljavce AIS uporablja direktiva AIFMD v celoti in tako morajo poslovanje, razkritje informacij vlagateljem in nadzornim organom ter trženje uskladiti z določbami direktive AIFMD. Najpomembnejša pravica iz direktive AIFMD, ki je registrirani upravljavec AIS ne pridobi, je čezmejno trženje svojih AIS.

1.3.3 Posebna ureditev treh vrst alternativnih investicijskih skladov

Evropska komisija je posebej uredila dve vrsti AIS, ki izpolnujeta drugi pogoj milejšega »de minimis« režima, in sicer evropske sklade tveganega kapitala (v nadaljevanju EuVECA) in evropske sklade za socialno podjetništvo (v nadaljevanju EuSEF).

Bistveni cilj ureditve enotnih pravil za EuVECA in EuSEF je, da se ustvari zaupanja vredno, varno in pravno stabilno tržno okolje za njihovo trženje. Določitev bistvenih značilnosti EuVECA oziroma EuSEF ne more biti prepuščena presoji držav članic, ker bi to povzročilo različno in neskladno uporabo teh ključnih zahtev v celotni EU. Ob upoštevanju določb iz Uredbe 345/2013 o evropskih skladih tveganega kapitala oziroma Uredbe 346/2013 o evropskih skladih za socialno podjetništvo zlasti glede sestave portfelja skladov, naložbenih ciljev in tehnik ter notranje organizacije upraviteljev in kategorije vlagateljev⁶, ki so upravičeni do vlaganja vanje, je registracija veljavna na celotnem ozemlju EU. Tako je

⁶ EuVECA in EuSEF se lahko tržijo le profesionalnim vlagateljem in drugim vlagateljem, ki (Komisija Evropske skupnosti, 2011c in Komisija Evropske skupnosti, 2011d):

- se obvežejo, da bodo vložili vsaj 100.000 EUR,
- v dokumentu, ločenem od pogodbe, ki se sklene za obveznost do vlaganja, pisno navedejo, da se zavedajo tveganj, ki so povezana s prevideno obveznostjo in naložbo.

upravljavcem EuVECA in EuSEF omogočeno, da le-te tržijo pod svojo oznako v vseh državah članicah. EuVECA pomeni sklad, ki vsaj 70 % svojih združenih kapitalskih vložkov in neporabljenega kapitala na vpoklic nameni za naložbe v mala in srednje velika podjetja, ki izdajajo lastniške ali navidezne lastniške instrumente neposredno vlagatelju v tvegani kapital. Smiselno podobno morajo naložbe EuSEF vsaj 70 % svojih združenih kapitalskih vložkov in neporabljenega kapitala na vpoklic nameniti za naložbe kvalificiranega portfeljskega podjetja, ki ima pozitiven socialni učinek, ki ga je mogoče izmeriti (povzeto po Komisija Evropske skupnosti, 2011a in Komisija Evropske skupnosti, 2011b).

Kasneje je Evropska komisija z Uredbo 760/2015 o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih želela zagotoviti, da bo imel profil produkta evropskih dolgoročnih investicijskih skladov (v nadaljevanju ELTIF) enotno in stabilno podobo. ELTIF so opredeljeni kot EU AIS, ki jih upravljajo upravljavci AIS z dovoljenjem v skladu z direktivo AIFMD. Upravljavci AIS morajo v zvezi z upravljanem in trženjem ELTIF spoštovati določbe iz direktive AIFMD ter nova pravila, ki se uporabljajo za ELTIF, med drugim posebna pravila glede trženja, zasnovana za čezmejno trženje malim in profesionalnim vlagateljem v vseh državah članicah (Komisija Evropske skupnosti, 2013b).

1.4 Glavne določbe direktive AIFMD

Direktiva AIFMD je jasno določila pogoje za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja AIS, natančno opredelila pravila poslovanja upravljavcev AIS ter zahteve glede preglednosti in razkritja informacij tako vlagateljem kot nadzornim pristojnim organom. V poglavju V so opredeljene dodatne določbe, ki jih morajo spoštovati upravljavci AIS, ki upravljajo posebne vrste AIS, in sicer upravljavci AIS, ki upravljajo AIS s finančnim vzvodom ter upravljavci AIS, ki obvladujejo družbe, katere kapital je razdeljen na delnice, ki ne kotirajo na organiziranem trgu (v nadaljevanju nejavne družbe). Nadalje je uredila pogoje in pravice EU upravljavcev AIS do čezmejnega trženja profesionalnim vlagateljem in upravljanja EU AIS v državah članicah, kakor tudi posebna pravila v zvezi s tretjimi državami. V zvezi s trženjem AIS malim vlagateljem direktiva AIFMD nalaga državam članicam, da lahko dovoli upravljavcem AIS, da na svojem ozemlju tržijo malim vlagateljem enote AIS, ki jih upravljajo v skladu z direktivo AIFMD, ne glede na to ali se taki AIS tržijo v nacionalnem ali čezmejnem okviru in ali gre za EU ali ne-EU AIS. Zadnje poglavje je namenjeno imenovanju, določanju odgovornosti in pooblastil ter oblik sodelovanja pristojnih nadzornih organov.

V nadaljevanju so podrobneje opredeljena tiste določbe in pravila, ki so direktivi AIFMD dale največjo težo oziroma pomen na finančnem trgu in s tem zagotovile večjo zaščito vlagateljev. To so določbe, ki so bistveno spremenile oziroma dopolnile v posameznih državah članicah sicer že obstoječe nacionalne zakonodajne ureditve z namenom povečanja zaščite vlagateljev in transparentnosti poslovanja.

1.4.1 Izračun čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja

Upravljalci AIS morajo vzpostaviti politike in postopke, ki zagotavljajo zanesljiv in ustrezno dokumentiran postopek vrednotenja za vsak posamezen AIS, ki ga upravljajo. V politikah in postopkih vrednotenja so zajeti vsi pomembni vidiki procesa vrednotenja ter postopki kontrole vrednotenja posameznega AIS, ki ga upravlja. Tako so v politikah opredeljeni način in modeli vrednotenja, obveznosti, vloge in odgovornosti vseh oseb, ki so vključeni v postopek vrednotenja, medtem ko pa v postopkih izvajajo metodologije vrednotenja, ki se uporablja za vsako vrsto sredstev, v katero vlaga AIS. Uporabljeni modeli vrednotenja sredstev in njegove glavne značilnosti morajo biti v politikah in postopkih opredeljeni in utemeljeni. Ustreznost modela potrdi neodvisna oseba z zadostnim strokovnim znanjem in nato še višje vodstvo.

Četrty odstavek 19. člena direktive AIFMD določa, da upravljavec AIS zagotovi, da nalogo vrednotenja opravi:

- zunanji cenilec s strokovnim jamstvom, ki je pravna ali fizična oseba, neodvisna od AIS, njegovega upravljavca in katere koli druge osebe, tesno povezane z njima,
- upravljavec AIS sam, če je naloga vrednotenja funkcijsko neodvisna od upravljanja premoženja in politike prejemkov in če drugi ukrepi zagotavljajo blažitev nasprotja interesov in preprečuje neprimeren vpliv na zaposlene.

Prav tako ne sme biti zunanji cenilec depozitar AIS razen, če je opravljanje depozitarnih nalog funkcionalno in hierarhično ločeno od nalog zunanjega cenilca vrednotenja in če so pravilno ugotovljena morebitna nasprotja interesov in hkrati razkrita vlagateljem. Čeprav izvaja vrednotenje zunanji izvajalec, je odgovoren za pravilno vrednotenje sredstev upravljavec AIS sam, zato mora redno spremljati postopke in preverjati metodologije za izračun vrednosti premoženja ter jih ustrezno popravljati in dokumentirati. V primeru nepravilnega izračuna čiste vrednosti sredstev mora upravljavec AIS uvesti korektivni ukrep.

Vrednotenje sredstev in izračun čiste vrednosti enote premoženja oziroma deleža AIS sta določena v pravilih nacionalne zakonodaje, kjer je AIS ustanovljen in/ali v pravilih upravljanja oziroma ustanovitvenem aktu AIS. Prav tako je razkritje vlagateljem o vrednosti enote premoženja urejeno v nacionalni zakonodaji in v pravilih upravljanja oziroma ustanovitvenem aktu AIS.

Direktiva AIFMD pa določa, da mora upravljavec AIS sredstva vrednotiti in izračunati čisto vrednost sredstev najmanj enkrat na leto oziroma za vsak dan, ko izda ali odkupi enote premoženja odprtega AIS, oziroma poveča ali zmanjša kapital zaprtega AIS (Witney, 2013).

1.4.2 Depozitar alternativnega investicijskega sklada

Nedavni razvoj dogodkov kaže na to, da je treba naloge varne hrambe sredstev AIS nujno ločiti od nalog upravljanja, ločiti pa je treba tudi sredstva vlagateljev v te AIS od sredstev upravljavca AIS. V ta namen mora upravljavca AIS za vsak AIS, ki ga upravlja, imenovati depozitarja, s katerim sklene pogodbo o opravljanju depozitarnih nalog, in mu predati premoženje AIS v hrambo.

Depozitar mora imeti svoj sedež ali podružnico registrirano v isti državi kot je ustanovljen AIS. Za ne-EU AIS lahko ima depozitar sedež v tretji državi, kjer je AIS ustanovljen, ali v matični državi članici upravljavca AIS, ki upravlja ta AIS, ali v referenčni državi članici upravljavca AIS, ki upravlja ta AIS. V primeru, da je depozitar iz tretje države, mora izpolnjevati dodatne pogoje, kot so: sklenjeni morajo biti sporazumi med pristojnimi organi o sodelovanju in izmenjavi informacij, v tretji državi morajo veljati za depozitarje enaka pravila varnega in skrbnega poslovanja kot v državah članicah in nadzor zanj ter tretja država ne sme biti uvrščena na seznam Projektne skupine za finančno ukrepanje (angl. *Financial Action Task Force*; v nadaljevanju FATF) Ne-sodelujočih držav in ozemelj.

Skladno z direktivo AIFMD je depozitar lahko:

- kreditna institucija, ki je ustanovljena v EU in ima dovoljenje pristojnih organov,
- investicijsko podjetje, ki je ustanovljeno v EU, ima dovoljenje pristojnega organa za opravljanje storitev hrambe in vodenja finančnih instrumentov za račun strank, upošteva zahteve o kapitalski ustreznosti v skladu s predpisi države članice in ima osnovni kapital v višini vsaj 730.000 EUR,
- druge vrste institucija, za katero veljajo pravila varnega in skrbnega poslovanja in stalni nadzor, ter ki je 21. julija 2011 spadala v kategorije institucij, ki so jih države članice določile, da izpolnjujejo pogoje depozitarja v skladu s direktivo UCITS.

Naloge depozitarja za nekatere vrste AIS bolj pomembne kot za druge, kar je odvisno od vrste sredstev, v katere vlaga AIS, in nalog povezanih s temi sredstvi. Zato direktiva AIFMD omogoča, da države članice dovolijo, da v zvezi z AIS, ki nimajo pravice zahtevati odkup enot najmanj pet let po datumu začetih naložb in ki v skladu s svojo naložbeno politiko vlagajo v naložbene nepremičnine ali nejavne družbe, je depozitar lahko subjekt, ki izvaja naloge depozitarja kot del poklicnih in poslovnih dejavnosti, kot na primer notar.

Direktiva AIFMD nalaga depozitarju naslednje naloge:

- Spremljanje denarnih tokov AIS: Depozitar zagotovi, da so denarna sredstva iz izdaje enot AIS prejeta in poknjžena na denarnem računu AIS ali denarnem računu upravljavca AIS, ki ga ima odprtega za račun AIS oziroma na denarni račun skrbnika, katerega ima

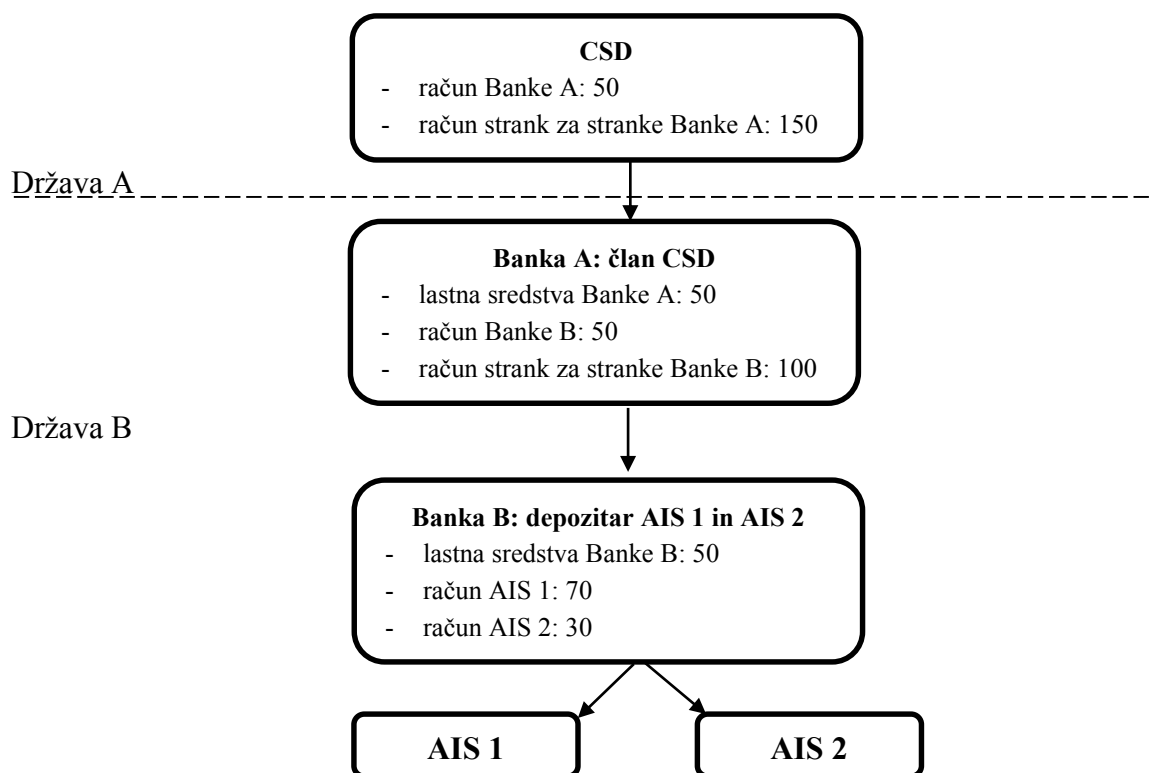
odprtega za račun AIS. Na denarnem računu AIS ne sme biti drugih sredstev kakor sredstva AIS.

- Hramba sredstev AIS: vsa sredstva AIS se zaupa depozitarju v hrambo, in sicer: finančne instrumente, ki jih je mogoče voditi na računu finančnih instrumentov, odprtem pri depozitarju, finančne instrumente, ki so izdane kot pisne listine, pa jih fizično hrani pri sebi. Za ostala sredstva pa preveri ali so v lasti AIS in vodi evidenco tistih sredstev, za katere je prepričan, da so v lasti AIS.
- Zagotavljanje, da se prodaja, izdaja, ponovni nakup in izbris enot AIS poteka skladno z veljavno zakonodajo in pravili upravljanja oziroma ustanovitvenim aktom AIS.
- Zagotavljanje, da se vrednost sredstev in vrednost enot premoženja AIS izračunavata v skladu z veljavno zakonodajo in pravili upravljanja oziroma ustanovitvenim aktom AIS.
- Izpolnjevanje navodil upravljavca AIS, če le-te niso v nasprotju z veljavno zakonodajo in pravili upravljanja oziroma ustanovitvenim aktom AIS.
- Zagotavljanje, da se obveznosti iz poslov, ki so bili sklenjeni za račun AIS, izpolnjujejo v običajnih poslovnih rokih.
- Zagotavljanje, da se prihodek AIS uporabi v skladu z veljavno zakonodajo in pravili upravljanja oziroma ustanovitvenim aktom AIS.

Depozitar je pogodbeno odgovoren AIS oziroma njegovim vlagateljem, in sicer za izgubo hranjenih finančnih instrumentov, ki jo je povzročil sam depozitar oziroma tretja oseba, na katero je prenesel nalogo hrambe. V primeru takšne izgube, mora depozitar nemudoma vrniti finančni instrument iste vrste ali ustrezen znesek, razen če dokaže, da je bila izguba posledica zunanjega dogodka, ki ga ni mogel nadzirati. Prav tako je odgovoren za vsako izgubo iz malomarnosti ali neprimernega izvajanje svojih nalog.

V Sliki 2 je prikazan tipičen primer skrbniške verige, in sicer izdajatelj finančnih instrumentov izda 200 enot finančnih instrumentov preko lokalne Centralne depotne družbe (angl. *Central Security Depositary*, v nadaljevanju CSD), ki jih kupijo Banka A, Banka B ter AIS 1 in AIS 2, ki imata za depozitarja imenovano Banko B. Ker Banka B nima v Državi A svoje hčerinske družbe (angl. *subsidiary*), mora prenesti storitve na lokalnega podskrbnika (angl. *sub-custodian*) za dostop do CSD.

Slika 2: Prikaz tipične skrbniške verige



Vir: Komisija Evropskih skupnosti, 2012, str. 102.

1.4.3 Zahteve glede preglednosti

Eden od osnovnih ciljev, ki jih je Evropska komisija zasledovala pri nastajanju direktive AIFMD, je zaščita in varstvo vlagateljev. Vlagatelji v AIS profesionalni vlagatelji z izkušnjami in strokovnim znanjem, a v preteklosti niso bili deležni zadostnih informacij, kar predstavlja tudi profesionalnim vlagateljem veliko negotovost in nezaupanje v AIS. Prav zato je direktiva AIFMD dala poseben poudarek na razkritje informacij vlagateljem in tudi pristojnim nadzornim organom.

Upravljalavec AIS mora najkasneje v šestih mesecih po koncu poslovnega leta razpolagati z revidiranim letnim poročilom, ki je sestavljeno iz:

- bilance stanja,
- izkaza poslovnega izida,
- poročila o dejavnostih v poslovnem letu,
- poročila o pomembnih spremembah informacij, ki jih mora razkriti vlagateljem v skladu s 23. členom direktive AIFMD,

- podatek o izplačanih prejemkih zaposlenim v poslovnem letu, razdeljen na stalne in spremenljive prejemke, število upravičencev teh prejemkov, in če je relevantno, podatek o izplačanem izkazanem upravičenju,
- podatek o izplačanih prejemkih v poslovnem letu, razdeljen na znesek, izplačan višjemu vodstvu, in znesek, izplačan drugim zaposlenim, ki v sklopu svojih delovnih nalog in aktivnosti pomembno vplivajo na profil tveganosti AIS.

V letno poročilo AIS, ki obvladuje nejavno družbo ali izdajatelja, mora upravljavec AIS vključiti dodatne informacije, med drugim: pošten pregled razvoja in verjeten prihodnji razvoj družbe in njenega poslovanja ter vse pomembne poslovne dogodke, ki so nastopili po koncu poslovnega leta.

Računovodski izkazi so pripravljeni v skladu z računovodskimi standardi matične države članice AIS ali v skladu z računovodskimi standardi tretje države, v kateri je ustanovljen AIS, in računovodskimi pravili, ki so določeni v pravilih upravljanja oziroma ustanovitvenem aktu AIS.

1.4.3.1 Razkritja informacij vlagateljem

Bistveno je, da vlagatelji dobijo vsaj potrebne minimalne informacije o posameznih upravljavcih AIS in AIS ter njihovi strukturi, da bi lahko sprejeli pravilno naložbeno odločitev, prilagojeno njihovim potrebam in pripravljenosti za tveganje. Razkrite informacije za vlagatelje morajo biti jasne, zanesljive in lahko razumljive ter primerljive med različnimi upravljavci in AIS. Poleg letnega poročila mora upravljavec AIS za vsak AIS, ki ga upravlja ali trži v EU, zagotoviti, da vlagatelj razpolaga še preden pristopi k AIS med drugimi z informacijami o:

- naložbeni strategiji in naložbenih ciljeh sklada, vrstah naložb, v katere sklad lahko nalaga svoja sredstva, tehnikah upravljanja sredstev, ki se lahko uporabijo pri upravljanju sklada in z njimi povezanih tveganjih, naložbenih omejitvah, okoliščinah, v katerih lahko sklad uporabi finančni vzvod, vrstah in virih dovoljenega finančnega vzvoda ter z njim povezanih tveganjih, omejitvah glede uporabe finančnega vzvoda, zavarovanjih in ponovni uporabi sredstev ter najvišji ravni finančnega vzvoda, ki ga upravljavec lahko ustvari v imenu in za račun sklada,
- postopkih, s katerimi lahko sklad spremeni naložbeno strategijo ali naložbeno politiko,
- pravnih posledicah pogodbenega razmerja, ki je nastalo z vlaganjem sredstev v sklad, vključno z informacijami o pristojnosti, pravu, ki se uporablja, in obstoju kakršnih koli pravnih instrumentov, ki zagotavljajo priznavanje in izvrševanje sodb na ozemlju, na katerem je sklad ustanovljen,
- upravljavcu sklada, depozitarju sklada, revizorju in drugih izvajalcih storitev ter informacije o njihovih obveznostih in vlagateljevih pravicah,
- načinu kritja tveganj poklicne odgovornosti,

- razkritju o morebitnem prenosu storitev upravljanja premoženja AIS in nalog depozitarja,
- postopkih vrednotenja sredstev ter obveznosti in metodologiji za določanje cene enote AIS, vključno z metodami, uporabljenimi za vrednotenje sredstev, ki jih je težko vrednotiti,
- upravljanju likvidnostnega tveganja sklada, vključno s pravicami glede odkupa v normalnih in izjemnih okoliščinah, ter obstoječih dogovorih z vlagatelji o odkupu,
- vseh provizijah, stroških in izdatkih, ki jih neposredno ali posredno krijejo vlagatelji, ter njihovih najvišjih zneskih,
- načinu, s katerim upravljaivec AIS zagotavlja enakovredno obravnavo vlagateljev oziroma opredelitev pravice prednostne obravnave,
- postopkih in pogojih izdaje in prodaje enot AIS,
- zadnji izračunani čisti vrednosti sredstev sklada na enoto sklada ali zadnji tržni ceni enote AIS,
- pretekli uspešnosti poslovanja sklada, če je na razpolago,
- podrobnosti bistvenih dogovorov z glavnim posrednikom in depozitarjem.

1.4.3.2 Poročanje pristojnim organom

V okviru zasledovanja cilja stabilnosti in celovitosti finančnega sistema je direktiva AIFMD upravljavcem AIS naložila tudi obširno poročanje pristojnim nadzornim organom. Pomembno je, da pristojni organi prejmejo ustrezne in zadostne informacije, da lahko dosledno nadzirajo dejavnosti upravljalcev AIS in tveganja, ki so z njimi povezana, ker pa dejavnosti upravljalcev AIS vplivajo tudi čezmejno in na finančne trge, bo morali pristojni organi natančno spremljati upravljalce in njihove AIS, da bi lahko v primeru kopičenja sistemskih tveganj ustrezno ukrepali. Tudi finančna kriza je poudarila, da pristojni nadzorni organi niso vedno razpolagali z vsemi potrebnimi informacijami oziroma informacij niso pridobili dovolj hitro, da bi lahko ocenili situacijo in učinkovito ukrepali v sili. Med drugim mora upravljaivec AIS redno poročati: o glavnih instrumentih, s katerimi trguje, o naložbenih strategijah AIS, o najpomembnejših trgih, na katerih je član oziroma na katerih aktivno trguje, ter o razpršenosti portfelja AIS in njegovimi glavnimi izpostavljenosti in najpomembnejšimi koncentracijami.

Poleg tega mora upravljaivec AIS za vsak AIS, ki ga upravlja, v skladu z direktivo AIFMD poročati še naslednje informacije:

- odstotek sredstev AIS, ki so predmet posebne ureditve, ki izhajajo iz nelikvidne narave sredstev,
- vsako novo ureditev za upravljanje likvidnosti AIS,
- sistemi obvladovanja tveganj, ki jih uporablja upravljaivec AIS za obvladovanje glavnih vrst tveganj,

- trenutni profil vlagatelja AIS, vključno s profilom tržnega tveganja naložb AIS (pričakovana donosnost in volatilitnost AIS v običajnih razmerah) ter profilom likvidnosti naložb AIS (značilnosti pogojev odkupa in pogoji financiranja, ki jih nasprotni stranke zagotovijo),
- informacije o glavnih kategorijah sredstev, v katere je AIS vlagal: ustrezna tržna vrednost kratkih pozicij in dolgih pozicij ter promet in donosnost preteklem obdobju,
- rezultati testov izjemnih situacij v običajnih in izrednih okoliščinah, ki so izvedeni zaradi upravljanja tveganj in likvidnosti.

Dodatna razkritij informacij so dolžni upravljalci AIS, ki upravljajo posebne vrste AIS, in sicer AIS s finančnim vzvodom in AIS, ki obvladujejo nejavne družbe. Upravljalci AIS, ki uporabljajo finančni vzvod, ki lahko v določenih razmerah prispevajo k nastanku sistematičnega tveganja ali neurejenih trgov, morajo razkriti dodatne informacije, in sicer vsako spremembo največjega finančnega vzvoda, ki ga upravljaavec lahko ustvari na račun AIS ter pogoje za ponovno uporabo zavarovanj oziroma garancij podeljenih v poslih, ki so povezani s finančnim vzvodom. Pristojni organi bi si morali te informacije izmenjati z drugimi organi v EU in analizirati vpliv finančnega vzvoda na finančni sistem v EU. Upravljalci AIS, ki obvladujejo nejavne družbe in izdajatelje, morajo obveščati pristojne organe, nejavno družbo in njene delničarje o pridobitvi kontrolnega deleža in več razkritij v primeru obvladovanja nejavnih družb.

V Uredbi 231/2013/EU je določena periodika poročanje posameznih upravljavcev AIS glede na obseg sredstev v upravljanju, in sicer:

- upravljalci AIS, katerih skupna vrednost sredstev upravljanjih AIS ne presega 1 mrd EUR, poročajo na **polletni osnovi** in za vsak AIS, ki ga upravljajo, in za vsak AIS, ki ga tržijo v državah članicah,
- upravljalci AIS, katerih skupna vrednost sredstev v upravljanju vseh AIS, ki jih upravljajo, presega 1 mrd EUR, poročajo na **četrtni osnovi** za vsak EU AIS, ki ga upravljajo, in za vsak AIS, ki ga tržijo v državah članicah,
- upravljalci AIS iz prve alineje poročajo na **četrtni osnovi** za vsak AIS, katerega vrednost premoženja, vključno s sredstvi pridobljenimi z uporabo finančnega vzvoda, presegajo 500 mio EUR,
- upravljalci AIS poročajo **letno** za vsak AIS brez finančnega vzvoda, ki ga upravljajo, ki v skladu z naložbeno politiko vlaga v nejavne družbe z namenom pridobitve obvladovanja.

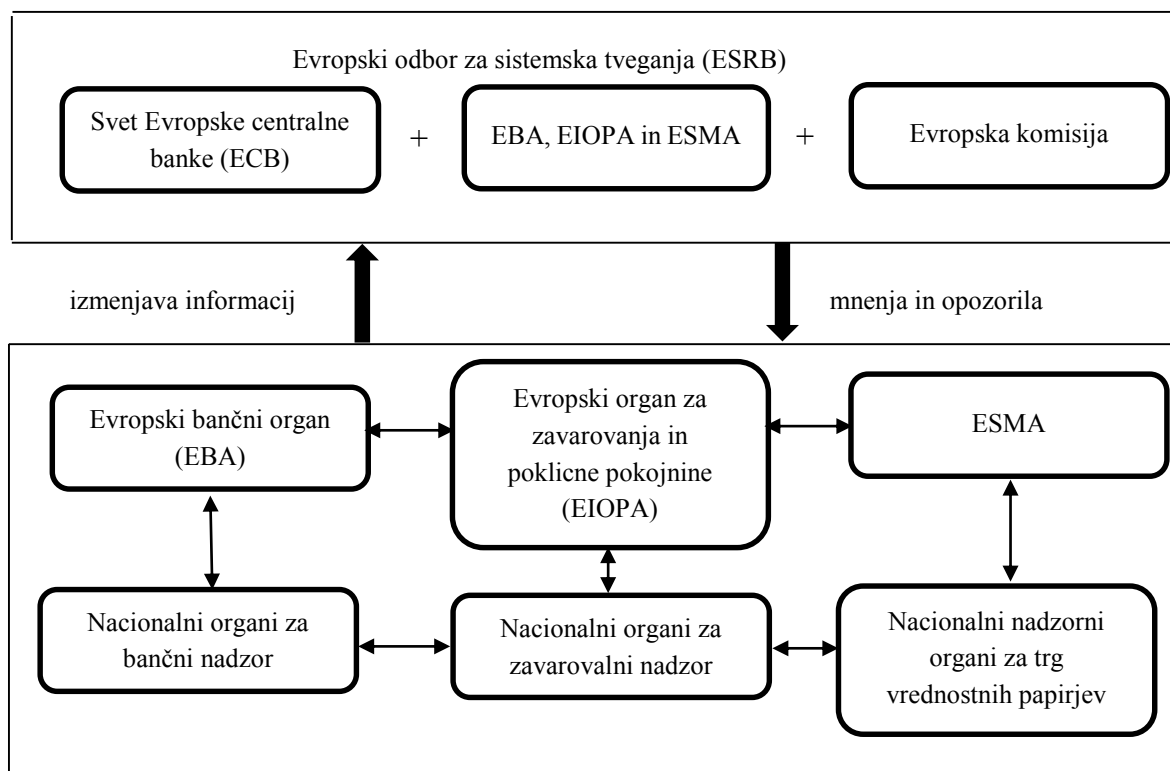
Dodatno lahko matični pristojni organ, če oceni, da je ustrezno in potrebno za učinkovito opravljanje svojih funkcij, zahteva, da se vse ali del informacij sporočajo pogostejše. Poleg zgoraj navedenih informacij morajo tisti upravljalci AIS, ki znatno uporabljajo finančni

vzvod⁷, poročati še dodatne informacije, in sicer informacije o splošni ravni finančnega vzvoda, ki ga vsak AIS uporablja, razčlenitev med finančnim vzvodom, ki izhaja iz izposoje denarja ali vrednostnih papirjev in finančnim vzvodom v izvedenih finančnih instrumentih ter obseg ponovne uporabe njihovih sredstev v okviru ureditev finančnega vzvoda.

Zahteve glede razkritja informacij vlagateljem v skladu z direktivo AIFMD so višje kot so zahtevane v skladu z direktivo UCITS, kar je lahko pojasnjeno s specifičnostjo AIS. Glede na to, da so AIS manj regulirani kot UCITS skladi, predvsem v zvezi z uporabo finančnega vzvoda, njihove naložbene politike in prodaje na kratko, ki pa so ključni dejavniki profila tveganosti investicijskega sklada, so višje zahteve razkritja informacij vlagateljem povsem upravičene. Poročanje nadzornim organom v skladu z direktivo AIFMD so podobna tistim iz direktive UCITS, le da so prilagojena specifikam AIS (Deloitte, 2011).

V Sliki 3 je prikazan sistem poročanja na evropski ravni z namenom nadzora sistemskega tveganja, in sicer s posredovanjem podatkov nacionalnih nadzornih organov svojim evropskim nadzornim organom ter le-ti naprej na Evropski odbor za sistemska tveganja.

Slika 3: Sistem poročanja in posredovanja podatkov evropskim nadzornim organom ter Evropskemu odboru za sistemska tveganja



Vir: European Securities Market Agency, 2016.

⁷ V skladu s 111. členom Uredbe 231/2013/EU se šteje, da se finančni vzvod uporablja znatno, če je izpostavljenost AIS, izračunana z metodo zavezujoče izpostavljenosti, trikrat večja od čiste vrednosti sredstev AIS.

ESMA je bila pri pripravi sistema poročanja zelo dejavna, in je v ta namen pripravila enotno specifikacijo za poročanje nadzorovanih subjektov. Poleg tega je izdala Smernice za poročanje v skladu s točko d. tretjega odstavka 3. člena in prvega, drugega in četrtega odstavka 24. člena direktive AIFMD, katerih namen je zagotoviti skupno, enotno in dosledno uporabo obveznosti poročanja nacionalnim pristojnim organom v skladu z določbami direktive AIFMD in 110. člena Uredbe 231/2013/EU. Ta cilj je dosežen tako, da so v smernicah podana pojasnila glede podatkov, ki jih morajo upravljavci AIS poročati pristojnim nacionalnim organom, rokov poročanja in postopkov, ki jih morajo upravljavci AIS upoštevati ob spremembi obveznosti poročanja. Podatki, ki jih upravljavci AIS poročajo nacionalnim pristojnim organom, se naprej posredujejo ESMA. Iz Slike 3 je razvidno, kako v prvi vrsti poteka izmenjava podatkov in informacij med nacionalnimi pristojnimi organi ter evropskimi nadzornimi organi ter kako se kasneje posredujejo še Evropskemu odboru za sistemska tveganja. V obratni smeri pa gredo navodila, nasveti in opozorila.

1.4.4 Trženje alternativnega investicijskega sklada

Pravica, ki jo pridobijo upravljavci AIS z dovoljenjem za opravljanje storitev upravljanja AIS, je trženje upravljanih AIS profesionalnim vlagateljem v vseh državah članicah. V Tabeli 5 so predstavljeni možni scenariji ureditve čezmejnega trženja AIS profesionalnim vlagateljem znotraj držav članic. Poleg scenarijev opredeljenih v Tabeli 5 je še ureditev trženja AIS registriranih upravljavcev AIS, ki se lahko tržijo v matični državi članici takoj po registraciji, čezmejno trženje pa je glede na to, da nimajo pravic iz direktive AIFMD, zakonodajno urejeno v skladu s NPPR v vsaki državi članici posebej. Po ukitvi NPPR bodo lahko na območju držav članic tržili svoje AIS le tisti upravljavci AIS, ki imajo dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS, kar pomeni, da registrirani upravljavci, ki se ne bodo odločili za *opt-in* postopek, ter upravljavci AIS iz tistih tretjih držav, s katerimi bo ESMA ne zaključila pogajanja oziroma jih ne bo pozitivno ocenila, ne bodo smeli tržiti svojih AIS čezmejno v drugih državah članicah.

Tabela 5: Možni scenariji trženja AIS v državah članicah

Scenarij	Način trženja	AIFMD zahteve
EU upravljavec + EU AIS	S potnim listom od junija 2013 oziroma junija 2014.	Upravljavec AIS mora biti popolnoma usklajen z določbami direktive AIFMD.
EU upravljavec + ne-EU AIS	Dokler ni razširjenega potnega lista: Države članice lahko omogočajo v skladu z opredeljenim NPPR trženje ne-EU AIS.	Upravljavec AIS z dovoljenjem mora biti usklajen z določbami direktive AIFMD, razen določb glede depozitarja. Mora pa v skladu s 36. členom direktive AIFMD dodatno določiti subjekt, ki bo izvajal nekatere naloge depozitarja, sklenjeni morajo biti ustrezni dogovori o sodelovanju za namene nadzora sistemskega tveganja med pristojnimi organi o izmenjavi informacij ter tretja država, v kateri je ustanovljen ne-EU AIS, ne sme biti na seznamu FATF Ne-sodelujočih držav in ozemelj (+ lokalna registracija).

Se nadaljuje

Tabela 5: Možni scenariji trženja AIS v državah članicah (nad.)

Scenarij	Način trženja	AIFMD zahteve
EU upravljavec + ne-EU AIS	Po uvedbi razširjenega potnega lista do ukinitve NPPR: lahko uporabi tudi potni list	Upravljavec AIS mora biti popolnoma usklajen z določbami direktive AIFMD in z izdanim dovoljenjem pridobi potni list.
ne-EU upravljavec + EU AIS ali ne-EU AIS	Dokler ni razširjenega potnega lista: Države članice lahko omogočajo v skladu z opredeljenim NPPR trženje ne-EU upravljavcem AIS	Ne- EU upravljavec AIS mora v skladu s 42. členom direktive AIFMD upoštevati določbe direktive AIFMD glede preglednosti (informacije vlagateljem in poročanje nadzornim organom) ter sklenjeni morajo biti ustrezni dogovori o sodelovanju za namene nadzora systemskega tveganja med pristojnimi organi o izmenjavi informacij ter tretja država, v kateri je ustanovljen ne-EU upravljavec ali ne-EU AIS, ne sme biti na seznamu FATF Ne-sodelujočih držav in ozemelj. (+ lokalna registracija)
	Po uvedbi razširjenega potnega lista do ukinitve NPPR (okvirno do 2019): lahko uporabi tudi potni list	Upravljavec AIS mora biti popolnoma usklajen z določbami direktive AIFMD.

Vir: povzeto in prirejeno po PricewaterhouseCoopers, 2013, str. 6.

1.4.4.1 EU upravljavec alternativnih investicijskih skladov

EU upravljavec AIS z dovoljenjem ima trenutno več možnosti:

- **Trženje enot ali deležev EU AIS v matični državi članici:** upravljavec AIS obvesti pristojne organe v matični državi članici o vsakem AIS, ki ga namerava tržiti. Obvestilu mora priložiti nekaj osnovnih informacij, med drugim: poslovni načrt, v katerem so opredeljeni AIS, ki jih namerava tržiti, pravila upravljanja AIS, identiteta depozitarja, informacije o AIS, ki so na voljo vlagateljem. Glede na predloženo pristojni organi odločijo o upravičenosti do trženja.
- **Trženje enot ali deležev EU AIS v drugih državah članicah:** upravljavec AIS obvesti pristojne organe v matični državi članici o vsakem AIS, ki ga namerava tržiti v drugi državi članici. Obvestilu dodatno glede na zahteve iz prejšnje alineje predloži še informacijo o državi, v kateri želi tržiti in informacije o ureditvah, ki so vzpostavljene za trženje AIS v drugi državi članici. Matični pristojni organ posreduje popolno dokumentacijo pristojnemu organu druge države članice in o tem obvesti upravljavca AIS, ki lahko začne z dnem izdaje obvestila s trženjem v drugi državi članici. Ureditve, ki so vzpostavljene za trženje AIS v drugi državi članici, so pod nadzorom države članice gostiteljice, ostalo pa ostaja pod nadzorom matičnega pristojnega organa.
- **Upravljanje EU AIS, ki je ustanovljen v drugi državi članici:** upravljavec AIS lahko upravlja EU AIS, ki je ustanovljen v drugi državi članici bodisi neposredno bodisi preko podružnice. Upravljavec AIS obvesti matični pristojni organ o svoji nameri ter priloži

poslovni načrt, ki vsebuje zlasti storitve, ki jih namerava izvajati, in opredelitev AIS, ki jih namerava upravljati. V primeru upravljanja preko podružnice mora poleg prej omenjenih informacij predložiti še naslov in organizacijsko strukturo podružnice ter imena in kontaktne podatke odgovornih za njeno upravljanje. Matični pristojni organ posreduje popolno dokumentacijo pristojnemu organu druge države članice in o tem obvesti upravljavca AIS, ki lahko začne z dnem izdaje obvestila z opravljanjem načrtovanih storitev v drugi državi članici.

- **Upravljanje ne-EU AIS, ki se ne trži v državah članicah EU:** upravljavec AIS mora izpolnjevati vse zahteve iz direktive AIFMD, razen zahtev glede depozitarja in preglednosti. Hkrati morajo biti sklenjeni ustrezni dogovori med pristojnimi organi matične države članice in nadzornimi organi tretje države, v katerem je AIS ustanovljen. Dogovori o sodelovanju vzpostavijo mehanizme, instrumente in postopke, ki so potrebni, da se zagotovi učinkovita izmenjava informacij, ki omogoča pristojnim organom izvajanje njihovih dolžnosti v skladu z direktivo AIFMD.
- **Trženje ne-EU AIS v državah članicah brez potnega lista:** države članice lahko v skladu z NPPR omogočajo njihovim upravljavcem AIS, da samo na njihovem ozemlju tržijo profesionalnim vlagateljem enote ali deleže ne-EU AIS, ki jih le-ta upravlja. Tak upravljavec mora izpolnjevati vse zahteve iz direktive AIFMD, razen glede depozitarja, čeprav mora prav tako imenovati osebo, ki spremlja denarni tok AIS, hrani vsa sredstva AIS in zagotavlja, da se prodaja in izplačilo enot AIS izvaja skladno z veljavno zakonodajo. Poleg tega morajo biti ustrezni dogovori o sodelovanju med pristojnimi organi za namene nadzora sistematičnega tveganja o učinkoviti izmenjavi informacij. Hkrati pa ne-EU AIS ne sme biti ustanovljen v tretji državi, ki je uvrščena na seznam FATF Ne-sodelujočih držav in ozemelj.

Evropska komisija še ni odločila in izdala delegiranega akta v zvezi s trženjem ne-EU AIS v državah članicah na podlagi potnega lista, zato to trenutno ni mogoče izvajati. Lahko pa države članice v svojih nacionalnih zakonodajnih okvirih dovolijo trženje ne-EU AIS brez potnega lista.

1.4.4.2 Ne-EU upravljavec alternativnih investicijskih skladov

Države članice zahtevajo, da ne-EU upravljavec AIS, ki namerava upravljati EU AIS in/ali tržiti enote upravljanih AIS v EU, morajo pridobiti dovoljenje pristojnega organa svoje referenčne države članice⁸. ESMA izda mnenje pristojnim organom glede njihove ocene o določitvi referenčne države.

Za pridobitev dovoljenja morajo biti ne-EU upravljavci AIS usklajeni z direktivo AIFMD. V kolikor usklajenost ni mogoča zaradi nezdržljivosti z nacionalnim pravnim redom tretje države, mora dokazati, da v pravu obstaja za ne-EU upravljavca in ne-EU AIS enakovredno

⁸ Določitev referenčne države članice je v Prilogi 4.

pravilo z enakim regulativnim namenom, ki nudi vlagateljem enako raven zaščite in da sta tako ne-EU upravljavec kot ne-EU AIS usklajena s tem pravilom. Ne-EU upravljavec AIS mora v referenčni državi imeti pravnega zastopnika, ki deluje kot kontaktna točka upravljavca AIS v EU in je zadolžen za vso uradno korespondenco med pristojnimi organi in upravljavcem AIS ter med vlagatelji in upravljavcem AIS. Za pridobitev dovoljenja opravljanja storitev upravljanja AIS je postopek smiselno enak kot za EU upravljavce AIS, le da morajo dodatno predložiti prej navedena dokazila in sporazume o sodelovanju med pristojnimi organi in zagotovitvi o izmenjavi informacij ter nadzornih in preiskovalnih pooblastil za učinkovito opravljanje nadzornih nalog. Po pridobitvi dovoljenja za opravljanje storitev upravljanja ne-EU upravljavca AIS, lahko le-ta enako kot EU upravljavec AIS deluje na območju EU, pri čemer je tudi postopek priglasitve storitev smiselno enak kot za EU upravljavce AIS.

Glede na to, da Evropska komisija še ni odločila in izdala delegiranega akta v zvezi s podelitvijo potnega lista za tretje države, se določbe glede upravljanja in trženja ne-EU upravljavcem AIS trenutno ne morejo izvajati. Lahko pa države članice, ki imajo v svoji zakonodaji sprejet NPPR in na ta način dovolijo ne-EU upravljavcem AIS, ob izpolnjevanju nekaterih določb direktive AIFMD, trženje AIS, ki jih upravljajo, brez potnega lista.

Prihodnost trženja ne-EU upravljavcev je odvisna od odločitve in rezultata pogajanj med ESMA in izbranimi tretjimi državami. V primeru pozitivnih ocen posamezne tretje države, bo le-ta vključena v seznam tretjih držav, iz katerih upravljavci AIS bodo lahko pridobili razširjen potni list in na ta edini način lahko tržile profesionalnim vlagateljem znotraj držav članic po ukinitvi NPPR. Prav zaradi strahu pred izgubo pomembnega trga svojih AIS, so je pojavila težnja naslovljena na ESMA o podaljšanju roka za ukinitve NPPR.

2 PRENOS DIREKTIVE AIFMD PO DRŽAVAH ČLANICAH EU

Ob uveljavitvi direktive AIFMD so imele države članice različno razvit sektor AIS. Tabela 6 prikazuje število AIS ustanovljenih v posamezni državi članici in sredstva v njihovem upravljanju, in sicer konec junija 2011, tj. tik pred uveljavitvijo direktive AIFMD in konec leta 2014, tj. po prenosu direktive AIFMD v večino držav članic. Tako pred uveljavitvijo direktive AIFMD kot tudi po prenosu le-te v nacionalne pravne rede je največje število AIS dosegla Francija, in sicer jih je bilo v upravljanju kar 4.070, sledita ji Luksemburg s 3.709 AIS in Nemčija s 3.835 AIS. Konec leta 2014 se je število AIS v prvih treh državah članicah še povečalo, in sicer jih je v Franciji ustanovljenih 4.190 AIS, v Luksemburgu 4.010 AIS, v Nemčiji je sicer število nekoliko padlo, in sicer na 3.803 AIS. Glede na sredstva v upravljanju pa je na prvem mestu Nemčija, in sicer AIS upravljajo premoženje vredno kar 893.204 mio EUR, ki se je v letu 2014 še povečalo na 1.285.218 mio EUR, sledi ji Luksemburg s 327.320 mio EUR v upravljanju, ki so se do konca leta 2014 povečala na 452.483mio EUR. Na tretjem mestu je Francija, ki je konec leta 2011 upravljala s sredstvi

AIS v vrednosti 303.513 mio EUR, ki so se do konca leta 2014 povečala na 438.900 mio EUR.

Tabela 6: Število AIS in sredstva v upravljanja AIS (v mio EUR) po posameznih državah članicah⁹ na zadnji dan junija 2011, decembra 2014 ter decembra 2015¹⁰

Država članica	31. junij 2011		31. december 2014		31. december 2015	
	Število AIS	Sredstva AIS	Število AIS	Sredstva AIS	Število AIS	Sredstva AIS
Avstrija	811	64.667	1.018	85.751	1.018	89.033
Belgija	34	6.376	915	55.307	787	51.464
Bolgarija	1	2	1	3	1	3
Češka	3	84	2	151	2	321
Danska	318	69.020	331	130.296	334	150.498
Finska	126	8.095	116	13.714	110	18.797
Francija	4.070	303.513	8.210	931.530	7.752	919.879
Grčija	8	1.982	4	2.665	5	2.625
Hrvaška	Ni podatka	Ni podatka	29	448	31	475
Irska	1.876	204.369	2.272	386.733	2.337	451.952
Italija	362	56.589	383	52.098	367	55.520
Luksemburg	3.709	327.320	4.419	516.564	4.420	559.341
Madžarska	112	4.602	564	17.139	576	17.634
Malta	480	6.424	530	6.076	524	7.412
Nemčija	3.835	893.204	3.803	1.285.218	4.192	1.419.383
Nizozemska	128	13.017	Ni podatka	74.103	1.733	705.560
Poljska	320	10.415	462	27.222	488	37.363
Portugalska	372	16.306	319	15.745	298	14.982
Romunija	24	1.741	32	1.638	27	1.686
Slovaška	6	284	20	1.920	21	1.723
Slovenija	1 ¹¹	131	0	0	0	0
Španija	63	7.004	958	90.069	787	68.948
Švedska	22	3.344	12	3.780	102	23.116
Velika Britanija	537	118.579	1.009	263.697	998	396.214
SKUPAJ	17.218	2.117.068	25.409	3.961.867	26.910	4.993.929

Vir: European Fund and Asset Management Association, 2011, str. 10, Tabela 6; European Fund and Asset Management Association, 2016, str. 9, Tabela 6.

⁹ Podatki za Ciper, Estonijo, Latvijo in Litvo niso bili na razpolago. Prav tako podatka za Hrvaško konec junija 2011 (pred njenim vstopom v EU) EFAMA ni objavila, je pa podatek na dan 31. december 2011 v Tabeli 10.

¹⁰ Podatek za Nizozemsko ni bil na voljo, tako da je podan podatek na dan 31. marec 2016.

¹¹ Skladno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 77/11, 10/12-ZPre-1C, 55/12 in 96/12 – ZPIZ-2; v nadaljevanju ZISDU-2) so bile investicijske družbe ne-UCITS skladi. Zadnja investicijska družba NFD 1 ID, d. d., se je dne 27. julija 2011 preoblikovala v vzajemni sklad in tako postala UCITS sklad.

2.1 Časovni pregled prenosa direktive AIFMD po posameznih državah članicah EU

Ob pregledu načinov prenosa direktive AIFMD nacionalne pravne rede posameznih držav članic je zaslediti dve zanimivosti. Države članice, ki so ob sprejetju direktive AIFMD že imele registrirane AIS oziroma so imele ne-UCITS sektor dobro razvit, so hitro začele z aktivnostmi v zvezi s prenosom direktive AIFMD v svoje nacionalne pravne rede. Nacionalni pristojni organi so na ta način želeli industriji na svojem ozemlju omogočiti čimprejšnjo uskladitev in možnost koriščenja pravic iz direktive AIFMD. Zavedali so se priložnosti povečanja reguliranega čezmejnega trženja in s tem povečanja konkurenčne prednosti v primeru hitrega usklajevanja in pridobitve potnih listov med prvimi. Zato so pristojni organi in zakonodajalci izdajali več dokumentov z novostmi spremenjene zakonodaje, posvetovalnih dokumentov ter osnutkov sprememb zakonodaje, ki so bili predmet javne razprave. Tako so države članice, kot na primer Irska, Francija, Nemčija, Luksemburg in Velika Britanija, že v prvi polovici leta 2012 izdale osnutke zakonodaje, ki so jih poslale v javno razpravo oziroma podobne obrazložitvene dokumente, kot so Vprašanja in odgovori (angl. *Q&A*) in Odgovori na pogosta vprašanja (angl. *FAQs*) in na ta način pomagali industriji k čim boljšemu razumevanju sprememb zakonodajnega okvira in spoznavanju novih obveznosti, ki so se jim morali prilagoditi.

Poleg tega je moč zaslediti, da so v tistih državah članicah, kjer je bil ne-UCITS sektor dobro razvit in so bili prisotni tudi udeleženci iz tretjih držav, pristojni organi in zakonodajalci izkoristili pravico iz direktive AIFMD in v skladu s NPPR omogočili EU upravljavcem AIS trženje ne-EU AIS profesionalnim vlagateljem ter ne-EU upravljavcem AIS trženje AIS profesionalnim vlagateljem. Zakonodajni okvir z NPPR se poslužujejo kar nekaj držav članic, med drugimi je tak režim omogočen na Irskem, Danskem, Malti, Veliki Britaniji, Franciji in Luksemburgu.

H hitremu prenosu direktive AIFMD je spodbujala tudi ESMA, in sicer z izdajanjem več smernic in podobnih obrazložitvenih dokumentov, organizirala posvetovalne srečanja pristojnih organov držav članic, na katerih so skupno razčiščevali nejasnosti v zvezi s posameznimi pojmi in določbami direktive AIFMD.

V Tabeli 7 je prikazan način in čas zaključka prenosa direktive AIFMD v nacionalne pravne rede posameznih držav članic. Dokončen prenos določb direktive AIFMD v nacionalne pravne rede po posameznih državah članicah zelo variira, prva je dokončala prenos Nemčija, in sicer že 15. maja 2013, čeprav je zakon stopil v veljavo z dnem 22. julij 2013. Do predvidenega roka implementacije, tj. do dne 22. julija 2013, je prenos izvedla večina držav članic, med drugimi Avstrija, Ciper, Hrvaška, Danska, Irska, Luksemburg, Malta, Romunija in Slovaška. V letu 2015 pa so dokončale prenos Litva, Romunija, Slovenija in Španija, medtem ko Poljska implementacije še ni dokončala.

Tabela 7: Časovni pregled prenosa direktive AIFMD 28 držav članic

Država članica	Način prenosa	Datum prenosa
Avstrija	Avstrijski parlament je 5. julija 2013 sprejel nov Zakon o upravljalcih AIS (<i>nem. Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz</i>)	Zakon je bil objavljen v Uradnem listu št. 135/2013 dne 29. julija 2013.
Belgija	Belgijski senat je sprejel nov Zakon z dne 19. april 2014 o upravljalcih AIS (fra. <i>Loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires</i>)	Zakon je bil objavljen v Uradnem listu št. 172/2014 dne 17. junija 2014 in je stopil v veljavo dne 27. junija 2014.
Bolgarija	Državni zbor je dne 10. decembra 2013 sprejel Sklep o spremembah in dopolnitvah zakona o kolektivnih naložbenih shemah in drugih kolektivnih naložbenih podjetjih	Sklep je bil objavljen v Uradnem listu dne 20. decembra 2013.
Ciper	Dne 4. julij 2013 je bil sprejet nov Zakon o upravljalcih AIS (angl. <i>The law 56(I)2013 on alternative investment fund managers</i>). Poleg tega je bil dne 25. julija 2014 sprejet nov Zakon o AIS (angl. <i>The law 131(I)2014 regulating the AIS</i>).	Zakon je bil dne 5. julija 2013 objavljen v Uradnem listu.
Češka	Češki parlament je odobril sprejetje novega Zakona o investicijskih podjetjih in investicijskih skladih (angl. <i>Act No.240/2013 on Investment Companies and Investment Funds</i>)	Nov zakon je bil objavljen v Zbirki zakonov dne 19. avgusta 2013.
Danska	Danski parlament je dne 16. maja 2013 sprejel nov Zakon o upravljalcih AIS.	Zakon je bil objavljen v Uradnem listu dne 12. julija 2013.
Estonija	Estonski parlament je dne 22. julija 2013 sprejel poseben zakon, ki spreminja vsebino Zakona o investicijskih skladih in delno implementira direktivo AIFMD. Dne 16. aprila 2013 pa je potrdil še Sklep o spremembah in dopolnitvah Zakona o investicijskih skladih, ki direktivo AIFMD v celoti prenaša.	Spremenjen zakon stopil v veljavo dne 19. maja 2014.
Finska	Dne 7. marca 2014 je bil sprejet nov Zakon št. 162/2014 o upravljalcih AIS. Nato so dne 25. marca 2014 na njegovi podlagi izdani podzakonski akti.	Nov zakon je stopil v veljavo 15. marca 2014.
Francija	Dne 24. julija 2013 so bile sprejete spremembe dveh delov Splošnih predpisov, in sicer Knjige III in Knjige IV.	Spremenjena zakonodajna ureditev je bila sprejeta dne 24. julija 2013.
Grčija	V novembru 2013 je bil sprejet nov Zakon št. 4209-2013 o upravljalcih AIS.	Nov zakon je začel veljati dne 21. novembra 2013.

Se nadaljuje

Tabela 7: Časovni pregled prenosa direktive AIFMD 28 držav članic (nad.)

Država članica	Način prenosa	Datum prenosa
Hrvaška	Hrvaški parlament je sprejel dne 25. januarja 2013 Zakon o alternativnih investicijskih skladih.	Zakon je bil objavljen v Uradnem listu št. 16/2013, stopil v veljavo pa je z vstopom Hrvaške v EU, tj. 1. julija 2013.
Irska	Že 30. oktobra 2012 je Irska centralna banka izdala Posvetovalni dokument (angl. <i>Consultation Paper CP 60</i>) v zvezi s prenosom določb direktive AIFMD, kasneje je izdala še AIF Handbook, AIF Rulebook in več Q&A.	Dne 16. julija 2013 je bil sprejet nov Zakon št. 257/2013 - Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013.
Latvija	Osnutek novega Zakona o upravljavcih AIS je bil objavljen dne 24. januarja 2013.	Nov zakon je bil sprejet dne 9. julija 2013 in stopil v veljavo dne 7. avgusta 2013.
Litva	Dne 18. decembra 2014 je bil prejet Zakon o družbah za upravljanje kolektivnih naložbenih podjetij namenjenim profesionalnim vlagateljem.	Zakon je začel veljati dne 1. januarja 2015.
Luksemburg	Dne 10. julija 2013 je parlament sprejel Zakon z dne 12. julija 2013 o upravljavcih AIS.	Zakon je bil objavljen v Uradnem listu in stopil v veljavo dne 15. julija 2013.
Madžarska	Sprejet je bil nov Zakon o upravljavcih AIS (Law XCI of 2014).	Zakon je bil sprejet dne 16. marec 2014.
Malta	Nadzorni organ je že v septembru 2012 izdal prvi Posvetovalni dokument, kateremu so sledili še trije. Dne 27. junija 2013 je bil sprejet spremenjen Zakon o investicijskih storitvah, ki zajema pravila za upravljavce, AIS, sklade namenjene profesionalnim vlagateljem ter kolektivne naložbene sheme za male vlagatelje.	Dopolnjen zakon je začel veljati dne 27. junija 2013.
Nemčija	Dne 16. maja 2013 je parlament sprejel spremenjen Zakon o kapitalskih naložbah (nem. <i>Kapitalanlagegesetzbuch</i> (KAGB)). Poleg tega so 23. decembra 2013 sprejeli še posebni Zakon o prilagoditvi obdavčenja za upravljavce AIS	Nemčija je prva izmed držav članic izvedla prenos direktive AIFMD, tj. dne 16. maja 2013, čeprav je zakon KAGB je začel veljati šele 22. julija 2013.
Nizozemska	Dne 11. junija 2013 je bil sprejet zakon, ki je prenesel direktivo AIFMD.	Zakon je stopil v veljavo dne 25. junija 2013.
Poljska	Do sedaj še ni bil objavljen noben osnutek ali predlog prenosa direktive AIFMD v pravni red.	Zakonodajna ureditev še vedno ni urejena.
Portugalska	Dne 24. februarja 2015 je bil sprejet spremenjen in dopolnjen nacionalni zakon, katerega posamezni členi začnejo veljati 30. dan po objavi, nekateri pa še kasneje.	Zakon je bil objavljen v uradnem listu dne 25. februarja 2015.

Se nadaljuje

Tabela 7: Časovni pregled prenosa direktive AIFMD 28 držav članic (nad.)

Država članica	Način prenosa	Datum prenosa
Portugalska	Dne 24. februarja 2015 je bil sprejet spremenjen in dopolnjen nacionalni zakon, katerega posamezni členi začnejo veljati 30. dan po objavi, nekateri pa še kasneje.	Zakon je bil objavljen v uradnem listu dne 25. februarja 2015.
Romunija	Dne 21. julija 2015 je bil sprejet Predpis št. 10/2015 o upravljavcih AIS.	Dne 28. julija 2015 je sprejeti zakon začel veljati.
Slovaška	Konec leta 2012 je bil osnutek sprememb in dopolnitev Zakona o kolektivnih naložbah (angl. <i>Collective Investment Act</i>) potrjen s strani Ministrstva za finance, nato pa 19. junija 2013 sprejet v Parlamentu.	Prenos direktive AIFMD je bil zaključen dne 22. julij 2013.
Slovenija	V Uradnem listu št. 32/2015 je bil dne 8. maja 2015 objavljen ZUAIS, ki obravnava upravljavce AIS in AIS, ki so namenjeni profesionalnim vlagateljem, v Uradnem listu št. 31/2015 dne 4. maja 2015 objavljen ZISDU-3, ki obravnava AIS namenjene malim vlagateljem.	ZUAIS je začel veljati dne 23. maja 2015 , ZUSDU-3 pa dne 19. maja 2015.
Španija	V juniju 2013 je pristojni organ izdal dokument, kako se morajo upravljavci AIS uskladiti z direktivo AIFMD in Uredbo 231/2013, dokler ni urejen prenos v nacionalni pravni red. Prenos se je začel dne 13. novembra 2014 z objavo Zakona 22/2014, ki je dopolnil Zakon 35/2003 o kolektivnih naložbenih shemah. Zaključil pa z objavo sprememb Kraljevega odloka.	Prenos direktive AIFMD je bil zaključen dne 13. februarja 2015.
Švedska	Aprila 2013 je švedska vlada je Svetu predložila osnutek zakona, ki ni bil na voljo javnosti. Parlament je dne 18. junija 2013 sprejel Zakon SFS št. 2013:561 o upravljavcih AIS, ki je prenesel direktivo AIFMD. Dne 2. julija 2013 pa je nadzorni organ sprejel regulatorne predpise (Rulebook FFFS 2013:10), ki niso bili zajeti v Zakonu SFS št. 2013:561.	Zakon SFS 2013:561 je bil objavljen v Uradnem listu dne 19. junij 2013 , predpisi FFFS 2013:10 pa so začeli veljati 22. julija 2013.
Velika Britanija	Nadzorni organ je izdal več posvetovalnih dokumentov in odgovorov nanje, osnutkov predpisa v javni razpravi, objavil je podrobnosti o NPPR in obrazec za notifikacijo v skladu s NPPR. Nov Predpis 2013 št 1773 o upravljavcih AIS (angl. <i>AIFM Regulation 2013</i>) je bil objavljen dne 2. julija 2013.	Predpis je začel veljati dne 22. julija 2013.

Vir: povzeto in prirejeno po KPMG, 2015, str. 1-12.

Določbe direktive AIFMD veljajo za države članice in države podpisnice Sporazuma o ustanovitvi Evropskega gospodarskega prostora (v nadaljevanju EGP). Čeprav direktiva AIFMD še ni del sporazuma o EGP, so Islandija, Lihtenštajn in Norveška začele s prenosom direktive AIFMD v njihove pravne rede. Lihtenštajn je v svoje zakonodajne okvire dne 24. maja in dne 2. julija 2013 uvedla dve spremembi zakonov o upravljavcih AIS, vendar čezmejno trženje še ni dovoljeno. Norveška je dne 20. junija 2014 sprejela nov Zakon o upravljavcih AIS, ki prenašajo določbe direktive AIFMD in omogoča tako čezmejno trženje AIS znotraj držav EGP kot tudi tistih izven EGP. Islandija implementacije še ni zaključila.

2.2 Prenos direktive AIFMD v Luksemburgu

Luksemburg je vodilni center investicijskih skladov v Evropi in na drugem mestu na svetu, takoj za Združenimi državami Amerike (v nadaljevanju ZDA). Razlog za to je zelo uglašen pravni in regulativni okvir, ki združuje strogo zaščito vlagateljev z visoko stopnjo prilagodljivosti pri oblikovanju investicijskega sklada. Takšna fleksibilnost omogoča, da se produkti prilagajajo potrebam določenega trga ali skupini vlagateljev. Razpoložljivost številnih specializiranih ponudnikov posameznih storitev omogoča izvedbo prenosa pomožnih dejavnosti in s tem izkoristi ekonomije obsega. Luksemburg je zanimiv za administrativne storitve in čezmejno trženje investicijskih skladov in je na ta način postal izbira za tiste, ki želijo tržiti svoje investicijske sklade po vsem svetu.

2.2.1 Razmere pred sprejetjem direktive AIFMD

Luksemburg je že pred uveljavitvijo direktive AIFMD ponujal vrsto različnih struktur kolektivnih naložbenih podjetij, ki so predmet različnih ravni regulacije. Že takrat je bilo z zakonodajo urejeno delovanje naslednjih investicijskih skladov:

- UCITS skladi, ki so urejeni v prvem delu Zakona z dne 17. december 2010 o kolektivnih naložbenih podjetjih (UCI part I),
- drugi UCI (angl. *Undertakings for collective investment*), ki so urejeni v drugem delu Zakona z dne 17. december 2010 o kolektivnih naložbenih podjetjih in niso usklajeni z direktivo UCITS (UCI part II),
- SIF (angl. *Specialised investment fund*): specialni investicijski skladi, ki so urejeni z Zakonom z dne 13. februar 2007 o specialnih investicijskih skladih,
- SICAR (fr. *Société d'Investissement en capital à risque*): investicijske družbe tveganega kapitala, ki so urejeni z Zakonom z dne 15. junij 2004 o investicijskih družbah tveganega kapitala.

Investicijski skladi so lahko ustanovljeni v eni od treh pravnih struktur (Vlada Republike Slovenije 2015b):

- FCP (fr. *Fonds commun de placement*), ki ni pravna oseba in ga mora upravljati družba za upravljanje, so podobni slovenskim vzajemnim skladom,
- SICAV (fr. *Société d'Investissement a Capital Variable*), katerim se kapital spreminja gleda na vplačila v sklad in izplačila iz sklada, investicijska družba s spremenljivim kapitalom,
- SICAF (fr. *Société d'Investissement a Capital fixe*): investicijska družba s fiksnim kapitalom.

SICAV in SICAF se lahko upravlja sam ali pa lahko imenuje družbo za upravljanje. Zgoraj našteje strukture so lahko sestavljene kot samostojni sklad ali kot krovni sklad (angl. *Umbrella fund*), ki ima dva ali več podskladov. Ti podskladi delujejo kot samostojne entitete, vsaka s svojo naložbeno politiko, svojim profilom vlagateljev in drugimi omejitvami. Nadalje lahko vsak sklad ali podsklad lahko izda različne razrede kuponov ali delnic, ki se razlikujejo, na primer, v vrsti in višini provizij ali v valuti in so prilagojeni potrebam določenega trga ali vlagateljev.

Tabela 8: Prikaz števila skladov UCI part I, UCI part II, SIF in SICAR in njihovih sredstev v upravljanju (v mrd EUR) v letih 2011-2014

Tip sklada		2011	2012	2013	2014
UCI Part I	Število	1870	1801	1817	1893
	Sredstva	1.655	1.913	2.121	2.578
UCI Part II	Število	601	555	523	422
	Sredstva	202	194	187	169
SIF	Število	1374	1485	1562	1590
	Sredstva	239	277	307	348
SICAR	Število	276	276	279	288
	Sredstva	31	33	30	33

Vir: Association of the Luxembourg Fund Industry, 2015, str. 51.

V Tabeli 8 je prikazano število različnih vrst investicijskih skladov (gre za investicijske sklade brez podskladov) in njihovih sredstev v upravljanju v letih 2011-2014. Število UCITS skladov (UCI part I) se je v letu 2012 znatno zmanjšalo, in sicer za kar 69 UCITS skladov. Po padcu v letu 2012 se število UCITS skladov zopet vsako leto povečuje. Sredstva v upravljanju UCITS skladov beležijo vsakoletno rast, in sicer je se vrednost sredstev v upravljanju UCITS skladov povečala v letu 2014 glede na leto 2011 za 55,8 %. AIS (UCI part II) beležijo vsakoletni padec števila skladov, in sicer so se iz leta 2011, ko jih je bilo 601, znižalo v letu 2014 na 422 UCI part II. Prav tako se zmanjšujejo sredstva v upravljanju UCI part II. Največjo rast glede na število skladov beležijo SIF skladi, in sicer so iz 1374 v letu 2011 povečali na 1590 v letu 2014. Tudi sredstva v upravljanju SIF skladov so se v obravnavanem obdobju povečala, in sicer za 45,3 %.

2.2.2 Način prenosa direktive v luksemburški pravni red

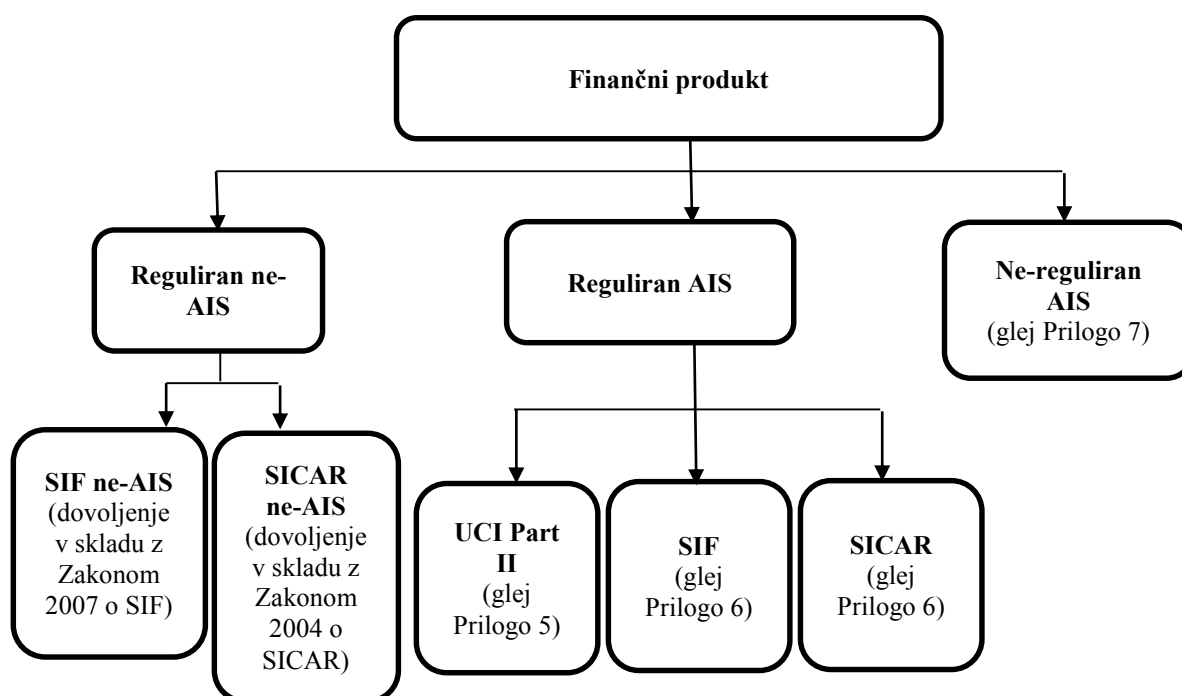
Priprave na implementacijo direktive AIFMD v luksemburški pravni red so se začele že zelo zgodaj, in sicer je Ministrstvo za finance že dne 24. avgusta 2012 predložilo osnutek zakona v parlament v potrditev. Dne 21. maja 2013 je parlament izdal Osnutek št. 6471 zakona o upravljavcih AIS. Osnutek je presegal zgolj obseg prenosa direktive AIFMD, saj je vključeval več amandmajev v zvezi z zakoni posameznih vrst investicijskih sklad ter je prinašal spremembe obstoječe zakonodaje o investicijskih skladih in gospodarskih družbah. Nato pa je dne 10. julija 2013 parlament pozitivno izglasoval Zakon z dne 12. julija 2013 o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov (v nadaljevanju Zakon 2013 o upravljavcih AIS), ki je bil dne 15. julija 2013 objavljen v Uradnem listu št. 119 in še isti dan začel veljati. Tako je bil zaključen prenos direktive AIFMD v luksemburški pravni red.

Zakon 2013 o upravljavcih AIS je zajel vse upravljavce investicijskih skladov, ki niso urejeni z direktivo UCITS, in sicer vse luksemburške AIS tako regulirane, tj. UCI, SIF in SICAR, kot tudi neregulirane, ki izpolnjujejo definicijo AIS iz direktive AIFMD (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2014). Luksemburški Zakon 2013 o upravljavcih AIS ne uvaja dodatnih določb oziroma zahtev, ki jih morajo upravljavci AIS in ostali udeleženci izpolnjevati. Večina zahtev ne predstavlja pomembne spremembe za luksemburške že regulirane investicijske sklade, saj so bili že prej subjekt podobnih zahtev glede depozitarja, vrednotenja in razkritja informacij vlagateljem (Elvinger, Hoss & Prussen, 2011).

Luksemburški nadzorni organ Commission de Surveillance du Secteur Financier (v nadaljevanju CSSF) je bil med postopkom prenosa direktive AIFMD zelo dejaven. Že v juniju 2013 je izdal dokument Odgovori na pogosta vprašanja, s katerim je želel poudariti bistvene vidike direktive AIFMD za Luksemburg. Hkrati je izdala tudi Navodila za licenciranje in registracijo upravljavcev AIS, da bi lahko proces izdaje dovoljenja oziroma registracije potekal čim hitreje in brez nepotrebnih zapletov. Na spletni strani CSSF je objavljena že 9. različica dokumenta Odgovori na pogosta vprašanja, ki jih redno spreminjajo in dopolnjujejo. Prav tako lahko potencialni vlagatelji in upravljavci AIS hitro in pregledno pridobijo vse informacije, ki so ključnega pomena za začetek opravljanja zelenih storitev.

Na Sliki 4 je prikazana zakonodajna ureditev posameznih vrst AIS v Luksemburgu in opredeljena določitev, v katerih primerih je potrebno pridobiti dovoljenje oziroma se registrirati v skladu z določbami direktive AIFMD in kdaj ne.

Slika 4: Prikaz zakonodajne ureditve AIS v Luksemburgu



Vir: Commission de Surveillance du Secteur Financier, 2015, str. 13.

2.2.3 Vpliv luksemburške zakonodajne ureditve

Največji poudarek in največ razprav pri sprejemanju zakonodajnega okvira je bilo v zvezi s potnim listom in čezmejn timerženjem AIS profesionalnim vlagateljem. Luksemburg ima odlično zakonodajo in veliko dobre prakse s čezmejn timerženjem UCITS skladov s potnim listom malim vlagateljem. Zato so želeli na podlagi pozitivnih izkušenj ponuditi tako upravljavcem AIS kot tudi AIS možnost, da postane Luksemburg izhodiščna točka tudi za čezmejno trženje AIS profesionalnim vlagateljem tako znotraj kot tudi izven držav članic (Elvinger, Hoss & Prussen, 2011). V letu 2014 je kar 3.174 notifikacij o pričetku trženja UCITS skladov v drugih državah članicah CSSF posredoval drugim pristojnim organom držav članic. Notifikacij za trženje AIS v drugih državah članicah pa je bilo 1.022, največ za trženje v Belgiji (142), Nemčiji (122) in Veliki Britaniji (91).

Veliko pozornosti so namenili tudi upravljavcem AIS iz tretjih držav in želeli so ustvariti takšen zakonodajni okvir in prakso, da bodo še bolj ojačali svojo naložbeno privlačnost. Glede na časovnico direktive AIFMD, so se luksemburški zakonodajalci zavedali, da potni list za ne-EU AIS in za ne-EU upravljalce AIS še nekaj let ne bo veljal. Zato so izkoristili opcijo direktive AIFMD in uredili NPPR. Na ta način so pustili odprta vrata EU upravljavcem AIS, ki želijo tržiti ne-EU AIS ter ne-EU upravljalcem AIS, ki želijo tržiti EU ali ne-EU AIS profesionalnim vlagateljem v Luksemburgu. Tak režim je bil dovoljen že pred sprejetjem direktive AIFMD, kar pomeni, da so le obdržali tedanji režim in tedanje udeležence trga.

Pravila NPPR glede trženja so skladno z direktivo AIFMD prenesena v luksemburško zakonodajo, in sicer za EU upravljavcev, ki želijo tržiti ne-EU AIS so opredeljene v 37. členu Zakona 2013 o upravljavcih AIS, medtem ko pravila trženja ne-EU upravljavcev AIS so opredeljena v 45. členu istega zakona. Zakon 2013 o upravljavcih AIS tudi v zvezi z določbami NPPR ni naložil nobenih dodatnih zahtev kot tistih zahtevanih z direktivo AIFMD. EU upravljavci, ki želijo tržiti ne-EU AIS v Luksemburgu morajo na CSSF v postopku notifikacije predložiti dokaze o določitvi subjekta, ki bo izvajal tri naloge depozitarja: spremljanje denarnega toka, hramba sredstev ter zagotavljanje skladnosti poslov (European Private Equity and Venture Capital Association, 2015).

Podobno morajo tudi ne-EU upravljavci AIS preden začnejo s trženjem svojih AIS v postopku notifikacije pri nadzornem organu CSSF pridobiti soglasje in izpolnjevati zakonske določbe iz 45. člena Zakona 2013 o upravljavcih AIS, ki so enaki kot v 42. členu direktive AIFMD.

V namen omogočanja čezmejnega trženja v zvezi s tretjimi državami je CSSF sklenil sporazume o sodelovanju s 44 pristojnimi organi tretjih držav, torej z vsemi, s katerimi se je ESMA pogajala, in na ta način omogočil trženje upravljavcem iz teh držav, ob upoštevanju še drugih določb direktive AIFMD, trženje svojih AIS v Luksemburgu.

Pravila NPPR veljajo tudi za registrirane upravljavce AIS, ki izpolnjujejo »de minimis« pogoje, in sicer (European Private Equity and Venture Capital Association, 2015):

- **Za registrirane EU upravljavce AIS:** AIS so različno obravnavani glede na to ali gre za odprti ali zaprti AIS. Pravila NPPR veljajo za tiste AIS, ki ne spadajo že pod okrilje Direktiva 2003/71/ES o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje. Pravila glede trženja domačih reguliranih upravljavcev AIS veljajo tudi za male vlagatelje, medtem ko registrirani EU upravljavci AIS lahko tržijo le profesionalnim vlagateljem.
- **Za ne-EU upravljavce AIS:** opraviti morajo postopek notifikacije skladno s 45. členom Zakona 2013 o upravljavcih AIS, enako kot velja za »velike« ne-EU upravljavce AIS.

Luksemburg kot evropski center za investicijske sklade, si veliko posla obeta tudi v skladu z direktivo AIFMD iz možnosti prenosa primarnih storitev. Upravljavec AIS lahko obe glavni funkciji, tj. funkcijo upravljanja premoženja in funkcijo upravljanja tveganj, prenese na pooblaščenca, ki mora imeti dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja in je subjekt nadzora matičnih pristojnih organov. V primeru pooblaščenca iz tretje države mora biti dodatno urejeno sodelovanje med pristojnimi organi upravljavca AIS in pristojnimi organi pooblaščenca iz tretje države. Odgovornost nad pravilnim izvajanjem prenesenih funkcij je na upravljavcu AIS, zato mora sam pozorno spremljati izvajanje aktivnosti pooblaščenca in

če je potrebno, mu mora naložiti dodatne naloge za pravilno in uspešno izvajanje prenesenih funkcij (Association of the Luxembourg Fund Industry, 2014).

To pomeni, da ne-EU upravljavec AIS že v Luksemburgu ustanovljen AIS, lahko v skladu z NPPR in nekaterimi zahtevami iz direktive AIFMD trži dalje v Luksemburgu. Če pa je NPPR preveč omejujoč, se lahko med luksemburški AIS in ne-EU upravljavca AIS postavi luksemburški upravljavec AIS, ki ima dovoljenje v skladu z direktivo AIFMD. Slednji bi upravljal AIS, vendar bi funkcijo upravljanja premoženja prenesel na ne-EU upravljavca AIS, ki pa mora imeti dovoljenje in biti nadzorovan v skladu z domačo zakonodajo s strani pristojnega organa svoje matične države. Na ta način se lahko AIS, ki v tem primeru pridobi potni list, čezmejno trži v državah članicah (Elvinger, Hoss & Prussen, 2011).

Naslednji luksemburški adut so družbe za upravljanje, ki upravljajo UCITS sklade, ki lahko, če izpolnjujejo vse zahteve direktive AIFMD, pridobijo dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS. Tako lahko UCITS družba za upravljanje upravlja tako UCITS sklade kot AIS. Slednje pa predstavljajo priložnost za Luksemburg, kjer so bile ustanovljene številne UCITS družbe za upravljanje, ki bodo lahko razširile svoje dovoljenje tudi na opravljanje storitev upravljanja AIS. V Luksemburgu je veliko družb za upravljanje iz tretjih držav, ki bi na ta način lahko ustanovili AIS in jih tržili po celotnem območju držav članic. ZDA, Velika Britanija in Nemčija imajo ustanovljenih največ luksemburških investicijskih skladov, in sicer kar 22,4 % sredstev UCI skladov pripada ZDA, 16,3 % Veliki Britaniji in 14,8 % Nemčiji, ki pa ima največje število UCI skladov (38,0 % vseh UCI skladov).

Konec leta 2014 je v Luksemburgu delovalo 206 družb za upravljanje, od tega jih je 111 pridobilo tudi dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS. V letu poprej pa je bilo le 10 takšnih »Super ManCos«, tj. družba za upravljanje, ki upravlja tako UCITS sklade kot tudi AIS.

Tabela 9: Prikaz števila družb za upravljanje glede na njeno geografsko poreklo

Država	2012	2013	2014
Nemčija	40	38	34
Švica	30	31	32
Francija	20	23	27
Italija	19	20	21
Velika Britanija	12	13	14
ZDA	9	12	16
Luksemburg	8	10	11
Belgija	8	9	10
Ostali	34	39	41 ¹²
Skupaj	180	195	206

Vir: Commission de Surveillance du Secteur Financier, 2015a, str. 158.

¹² Med drugim tudi po 2 iz Japonske, Kanade, Katarja in Rusije ter po ena iz Jersey in Mauritius.

Luksemburg je postal vodilni finančni center v svetu. Ima sofisticiran pravni in regulatorni okvir, ki je prilagojen potrebam industrije in ni dvoma, da bodo izkoristili tudi določbe direktive AIFMD. Luksemburg ima zelo pomembne in cenjene izkušnje v delovanju investicijskih skladov, njihovih promotorjev in upravljavcev. Profesionalnost luksemburških ponudnikov storitev in pragmatičen pristop pristojnih organov sta ključna elementa, ki bosta razvila luksemburški finančni sektor v robusten poslovni model za upravljavce AIS in njihove AIS ne samo znotraj držav članic, ampak tudi širom po svetu (Elvinger, Hoss & Prussen, 2011).

2.3 Prenos direktive AIFMD v Franciji

Velikost sektorja investicijskih skladov v Franciji podobno kot v Luksemburgu sega v sam svetovni vrh. Konec leta 2011 je bilo v Franciji ustanovljenih 600 družb za upravljanje, ki so skupaj upravljali sredstva v višini 2.636 mrd EUR, od tega polovica sredstev je v upravljanju investicijskih skladov ustanovljenih v Franciji, polovica pa preko individualnih upravljavcev (angl. *Discretionary mandates*) in tujih investicijskih skladov, ki se tržijo na francoskem ozemlju. Z leti je industrija upravljanja premoženja razvila konkurenčen in učinkovit model, ki sloni na dolgotrajnem znanju, razvoj finančnih inovacij ter občasnimi spremembami in dopolnitvami zakonodaje, ki omogoča zaščito vlagateljev ob hkratni skrbi za učinkovitost sektorja investicijskih skladov (Autorite des Marches Financiers, 2012b).

2.3.1 Razmere pred sprejetjem direktive AIFMD

Investicijski skladi so v Franciji urejeni z dve zakonoma, in sicer z Denarnim in finančnim zakonikom (v nadaljevanju angl. *Monetary and Finacial Code*) ter Splošnimi predpisi francoskega nadzornega organa Autorite des Marches Financiers (v nadaljevanju angl. *AMF General Regulations*). Dovoljeni kolektivni naložbeni podjemi (fr. *Organisme de Placement Collectif* – OPC) so bili urejeni v členu L214-1 Monetary and Finacial Code, in sicer:

- OPCVM (fr. *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières*): UCITS in ne-UCITS skladi, ki so, podobno kot v Luksemburgu, lahko oblikovani kot vzajemni sklad (FCP) ali SICAV. V primeru specifične naložbene politike so lahko oblikovani kot: skladi zasebnega kapitala (fr. *Fonds communs de placement à risque* - FCPRs), inovativni skladi (fr. *Fonds Communs de Placement dans l'Innovation* - FCPIs) ali lokalni skladi (fr. *Fonds d'Investissement de Proximité* - FIPs),
- Subjekti listinjenja (fr. *Les organismes de titrisation*),
- SCPI (fr. *Les sociétés civiles de placement immobilier*): nepremičninske investicijske družbe,
- SEF (fr. *Les sociétés d'épargne forestière*): gozdarske investicijske družbe,
- OPCI (fr. *Les organismes de placement collectif immobilier*): nepremičninski skladi,

- SICAF (fr. *Les sociétés d'investissement à capital fixe*): investicijske družbe s fiksnim kapitalom.

Malim vlagateljem in profesionalnim vlagateljem je bil na voljo pester izbor ne-UCITS skladov, največ skladov podobnim UCITS skladom (angl. *UCITS-like funds*), hedge skladov, skladov zasebnega kapitala in nepremičninskih skladov. Poleg teh so v letu 2003 z zakonodajo uredili dve vrsti posebnih investicijskih skladov namenjenih le profesionalnim vlagateljem, in sicer (Autorite des Marches Financiers, 2012b):

- registrirane sklade (fr. *Fonds contractuels*): po prilagodljivosti so podobni skladom individualnih upravljalcev, vlagatelju ponuja varen okvir za AIS, kjer so pravila upravljanja določena v prospektu in dejavnosti potekajo v skladu s posebnim programom operacij (angl. *Programme of operations*) ter
- sklade z poenostavljenimi pravili upravljanja (angl. *Autorised funds with streamlined investment rules*; fr. *Agréés à Règles d'Investissement Allégées* - v nadaljevanju ARIA skladi): pravila upravljanja razkrivajo specifične značilnosti naložb sklada in strategije upravljanja, ki jih mora profesionalni vlagatelj razumeti. Prav ti skladi so začeli razvijati konkurenčnost pariškega finančnega centra za AIS.

Že pred sprejetjem direktive AIFMD je na francoskem trgu delovalo več kot 400 upravljalcev, ki bi jih po definiciji iz direktive AIFMD lahko uvrščali med upravljalce AIS, in so skupaj upravljali sredstva v višini 690 mrd EUR. Po ocenah francoskega nadzornega organa Autorite des Marches Financiers (v nadaljevanju AMF) je bilo takrat na francoskem finančnem trgu kar 6.300 AIS, med katerimi največ UCITS-like skladov, ARIA skladov in skladov zasebnega kapitala Francoski skladi zasebnega kapitala so bili pred sprejetjem AIFMD gonilna sila razvoja francoskega podjetništva. V letu 2011 so kar 7.800 mio EUR investirali v 1.500 francoskih podjetij, kar je bilo za kar 28.5 % več kot leto poprej (Autorite des Marches Financiers, 2012b).

2.3.2 Način prenosa direktive v francoski pravni red

Zakonodajalci so si pri spreminjanju in dopolnjevanju zakonodajnega okvira francoskega sektorja AIS zaradi prenosa direktive AIFMD postavili naslednje prioritete (Autorite des Marches Financiers, 2012a):

- okrepiti mednarodno promocijo pariškega finančnega centra: prizadevali so si, da bi pariški finančni center postal atraktiven tako za domače kot tuje investitorje, katere bi privabili tudi z okrepljeno promocijo strokovnosti in odgovornosti francoskega nadzornega organa,
- izkoristiti priložnosti iz direktive AIFMD, ki bi bil svež zagon za razvoj robustne in konkurenčne francoske industrije investicijskih skladov: želeli so ohraniti režim ene družbe za upravljanje, ki se ji lahko dodajajo posebni programi operacij, ki so prilagojeni

specifikam posameznih strategij upravljanja; prenos glavnih funkcij na pooblaščenca, ki ni nadzorovan s strani domačega nadzornega organa in dvom v trženje takih AIS malim vlagateljem; politika prejemkov, ki bo uravnala interese upravljavcev z interesi vlagateljev,

- poenostaviti nabor investicijskih skladov predvsem z vidika dovoljenih naložb profesionalnih vlagateljev,
- depozitar: direktiva AIFMD dovoljuje, da lahko nadzorni organ dovoli, da upravljavec AIS izbere depozitarja iz druge države članice, kar pa francoskim zakonodajalcev ni prijalo, saj imajo doma močne in zanesljive depozitarje; da bi jih še bolj okrepili, so dovolili razvoj pomožnih storitev, predvsem kot zunanji cenilec vrednosti enote premoženja.

Prenos direktive AIFMD v francoski pravni red se je začel z objavami v javno razpravo dveh predpisov, in sicer dne 12. junija 2013 glede spremembe Knjige III AMF General Regulations o ponudnikih storitev (angl. *Service Providers*) ter dne 24. julija 2013 glede spremembe Knjige IV AMF General Regulations o kolektivnih naložbenih podjetjih (KPMG, 2015). Tako so na podlagi Predpisa 2013-676 z dne 25. julij 2013, Predpisa 2013-687 z dne 25. julij 2013 in Predpisa z dne 8. avgusta 2013 bili spremenjeni AMF General Regulations in kasneje še Monetary and Financial Code (Practical Law, 2014).

Glavna sprememba je nova razdelitev investicijskih skladov v Monetary and Financial Code, ki je sledeča (prirejeno po Baker & McKenzie, 2014b):

- OPCVM: vzajemni skladi (FCP) in investicijska družba z spremenljivim kapitalom (SICAV), ki izpolnjujejo določbe direktive UCITS,
- AIS, ki se delijo na:
 - AIS namenjeni malim vlagateljem (vsi investicijski skladi namenjeni malim vlagateljem, ki niso UCITS skladi, med drugim FCPR, FCPI, FIP, OPCI, SCPI, SEF in SICAV) in
 - AIS namenjeni samo profesionalnim vlagateljem (namensko profesionalni skladi ARIA UCITS), profesionalni nepremičninski skladi (OPCI RFA z vzvodom), posebni namenski skladi (pogodbeni OPCVM in pogodbeni FCPR) in profesionalni skladi tveganega kapitala (FCPR s poenostavljenimi pravili),
- Drugi investicijski skladi.

Tabela 10: Nova klasifikacija reguliranih investicijskih skladov v Franciji

Regulirani investicijski skladi			
Kolektivni naložbeni podjem (OPI)		Drugi AIS (po namenu)	Drugi investicijski skladi
UCITS skladi	AIS (po naravi)	Investicijskih skladi, ki padejo pod definicijo AIS, vendar ne uporabljajo regulativne oblike iz Monetary and Financial Code; med drugim SCR (družbe tveganega kapitala), real-estate club deals, forestry group ventures...	Investicijski skladi, ki ne spadajo ne pod direktivo UCITS in ne pod direktivo AIFMD.
FCP in SICAV, ki izpolnjujejo določbe direktive UCITS	AIS, ki so določeni v Monetary and Financial Code, med drugim: FCPR, FCPI, FIP, OPCI, SCPI, SEF, SICAV, AIS zaposlenih (FCPE) ali investicijska družba zaposlenih (SICAVAS)		

Vir: Autorite des Marches Financiers, 2013a, str. 31.

V Tabeli 10 je prikazana nova klasifikacija reguliranih investicijskih skladov v Franciji. Čeprav so želeli poenostaviti oblike investicijskih skladov, da bi jih lahko tako domači kot tuji vlagatelji razumeli, so jih v večini ohranili, le klasificirani so na UCITS in AIS ter tako prilagodili evropskemu trgu in zakonodaji.

2.3.3 Vpliv francoske implementacije direktive AIFMD

Skladno z Monetary and Financial Code, so se morali vsi upravljavci investicijskih skladov pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja premoženja in iz tega naslova izpolnjevati zahteve, ki so zelo primerljive z zahtevami iz direktive AIFMD.

Edini zahtevi, ki jih prejšnja zakonodajna ureditev ni tako strogo in podrobno urejevala sta (Baker & McKenzie, 2014b):

- poročanje pristojnemu organu: obsežno poročanje tako na nivoju vsakega AIS kot na nivoju upravljavca AIS ter
- politika prejemkov: združenja profesionalne industrije so pripravile številna pravila, ki bodo postala standard, kako pravilno določati prejeme zaposlenih.

Ostale spremembe francoske zakonodaje zaradi prenosa direktive AIFMD nimajo bistvenega pomena, čeprav AMF poudarja pomembnost naslednjih dveh: kapitalske zahteve in kritje morebitnih tveganj poklicne odgovornosti ter obvladovanje likvidnostnega tveganja in izvajanje testov izjemnih situacij (Baker & McKenzie, 2014b).

Francoska zakonodajna ureditev omogoča, pod določenimi pogoji trženje tudi malim vlagateljem, zato »de minimis« režima francoski zakonodajalci niso uvedli, tako morajo vsi

upravljalci AIS in upravljalci drugih AIS pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev upravljanje AIS, ne glede na to ali bi spadali pod mejo »de minimis« režima. V primeru, da se AIS trži izključno profesionalnim vlagateljem, se lahko taki upravljalci AIS le registrirajo (Autorite des Marchés Financiers, 2013b).

Največje pričakovanje prenosa direktive AIFMD v francosko zakonodajno ureditev je čezmejno trženje. Pred prenosom direktive AIFMD je bilo trženje in distribucija tujih investicijskih skladov v Franciji je bilo dovoljeno v skladu s členom L.211-41 Monetary and Financial Code in je bilo odvisno od tipa investicijskega sklada. Tuji odprti investicijski sklad, ki se je želel tržiti v Franciji, je moral pridobiti dovoljenje pristojnega organa AMF, kar pa ni uspelo nobenemu investicijskemu skladu. Tuji zaprti investicijski sklad je imel dve možnosti, in sicer: javna ponudba, kar pa ni bila pot tujih upravljalcev, ali NPPR, ki je bil omogočen le za profesionalne vlagatelje, pa še v ponudbenih dokumentih je moralo biti opozorilo o trženju preko NPPR (Alternative Investment Management Association, 2013).

V Tabeli 11 je prikazana ureditev in pogoji vseh devet scenarijev čezmejnega trženja tako za profesionalne kot za male vlagatelje. Nadzorni organ AMF je naknadno določil pravila NPPR in izdal Smernice glede trženja enot in deležev UCITS in AIS v Franciji. Ob upoštevanju določb iz direktive AIFMD je dovoljeno trženje tako profesionalnim kot tudi malim vlagateljem. Pravila NPPR določajo, da morajo ne-EU upravljalci, ki želijo tržiti svoje AIS v Franciji, pridobiti dovoljenje in izpolnjevati tri pogoje (Ernst & Young, 2013):

- uskladiti se z določbami francoske zakonodaje, ki je prenesla določbe direktive AIFMD (imenovati enega ali več subjektov, ki bodo izvajali tri naloge depozitarja: skrbništvo sredstev, spremljanje denarnih tokov in naloge preverjanja skladnosti; ter izpolnjevati vse druge določbe direktive AIFMD, ki veljajo za upravljalce AIS),
- sklenjeni sporazumi o sodelovanju s pristojnimi organi (Francija ima sklenjene sporazume z 29 pristojnimi organi tretjih držav) in
- tretja država ne sme biti na seznamu FATF Ne-sodelujočih držav in ozemelj.

Posebna veljajo tudi za registrirane upravljalce AIS, ki izpolnjujejo »de minimis« pogoje, in sicer (European Private Equity and Venture Capital Association, 2015):

- **Za registrirane EU upravljalce AIS:** registrirani upravljalci AIS iz posameznih držav članic ne smejo tržiti svojih AIS na francoskem ozemlju, razen če se odločijo v matični državi za postopek *opt-in* in pridobijo dovoljenje skladno z določbami direktive AIFMD in s tem pridobijo potni list.
- **Za ne-EU upravljalce AIS:** opraviti morajo postopek pridobivanja dovoljenja in izpolnjevati enake pogoje kot veljajo za ne-EU upravljalce AIS, ki ne sodijo pod »de minimis« režim.

Tabela 11: Prikaz ureditve devetih scenarijev čezmejnega trženja v Franciji tako za profesionalne kot za male vlagatelje

		Upravljavec AIS, ustanovljen v Franciji		EU upravljavec AIS	Ne-EU upravljavec AIS
		Nima dovoljenja v skladu z direktivo AIFMD	Ima dovoljenja v skladu z direktivo AIFMD		
AIS ustanovljen v Franciji	Profesionalni vlagatelj	Trženje ni dovoljeno, razen če je izdano dovoljenje skladno z direktivo o prospektu.	Postopek notifikacije pri AMF v skladu s členom 421-1 in 421-2 AMF General Regulation	Trženje s potnim listom; postopek notifikacije pri matičnem nadzornem organu v skladu s členom 32 direktive AIFMD	Trženje brez potnega lista; postopek pridobitve dovoljenja pri AFM v skladu s členom D. 214-32 Monetary and Financial Code in členom 421-13-1 AMF General Regulation
	Mali vlagatelj		Postopek pridobitve dovoljenja pri AMF v skladu s členom 421-13 AMF General Regulation	Postopek pridobitve dovoljenja pri AFM v skladu s členom 421-13 AMF General Regulation, med drugim mora obstajati sporazum o vzajemnem priznavanju.	
EU AIS	Profesionalni vlagatelj	Trženje ni dovoljeno	Trženje s potnim listom; postopek notifikacije pri AFM v skladu s členom 421-1 in 421-2 AMF General Regulation	Trženje s potnim listom; postopek notifikacije pri matičnem nadzornem organu v skladu s členom 32 direktive AIFMD	Trženje brez potnega lista; postopek pridobitve dovoljenja pri AFM v skladu s členom D.214-32 Monetary and Financial Code in členom 421-13-1 AMF General Regulation
	Mali vlagatelj		Postopek pridobitve dovoljenja pri AFM v skladu s členom 421-13 AMF General Regulation, med drugim mora obstajati sporazum o vzajemnem priznavanju.		
Ne-EU AIS	Profesionalni vlagatelj	Trženje ni dovoljeno	Trženje brez potnega lista; postopek pridobitve dovoljenja pri AFM v skladu s členom D.214-32 Monetary and Financial Code in členom 421-13-1 AMF General Regulation.		
	Mali vlagatelj		Postopek pridobitve dovoljenja pri AFM v skladu s členom 421-13 AMF General Regulation, med drugim mora obstajati sporazum o vzajemnem priznavanju.		

Vir: Autorite des Marches Financiers, 2015, str. 15.

2.4 Prenos direktive AIFMD na Hrvaškem

2.4.1 Razmere pred sprejetjem direktive AIFMD

Preden je dne 1. julija 2013 Hrvaška postala polnopravna članica EU, je delovanje družb za upravljanje in investicijskih skladov določal Zakon o investicijskih skladih (NN, št. 150/05). Določal je pravila naslednjih investicijskih skladov (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih uslug, 2013):

- odprti investicijski skladi z javno ponudbo,
- odprti investicijski skladi s zasebno ponudbo¹³,
- odprti investicijski skladi zasebnega kapitala s zasebno ponudbo¹⁴,
- zaprti investicijski skladi z javno ponudbo in
- zaprti investicijski skladi z javno ponudbo, ki nalagajo v nepremičnine.

Glede na definicijo UCITS sklada iz direktive UCITS in definicijo AIS iz direktive AIFMD, bi lahko odprte investicijske sklade z javno ponudbo označili za UCITS sklade, vse ostale pa za AIS. V Tabeli 12 je prikazano stanje v sektorju investicijskih skladov pred vstopom Hrvaške v EU in sprejetjem nove zakonodajne ureditve investicijskih skladov. Konec leta 2012 je na Hrvaškem delovalo 128 investicijskih skladov, od tega 96 UCITS skladov, ki so skupaj upravljali premoženje v višini 12.615,6 mio kun, ostalih 32 AIS pa so upravljali premoženje v višini 919,8 mio kun. Sektor UCITS skladov je tako konec leta 2012 predstavljal 93,2 %, sektor AIS pa le 6,8 % vseh sredstev v upravljanju investicijskih skladov. Glede na število investicijskih skladov pa je premoč UCITS skladov nekoliko manjša, in sicer 75,0 % vseh investicijskih skladov predstavljajo UCITS skladi, 25,0 % pa AIS. Leto poprej sta bili razmerji glede na sredstva v upravljanju in glede števila investicijskih skladov skoraj enaki, le nekoliko višja v prid UCITS skladov. Med letoma 2011 in 2012 se razmere v sektorju investicijskih skladov na Hrvaškem niso bistveno spremenile. Število vseh investicijskih skladov se je v letu 2012 glede na leto 2011 zmanjšalo za 5, in sicer zaradi zmanjšanja števila UCITS skladov, medtem ko je število AIS ostalo nespremenjeno. V primerjavi med letoma so se sredstva v upravljanju obeh vrst investicijskih skladov povečala za 10,6 %, in sicer za 9,8 % UCITS skladom in kar za 22,2 % AIS.

¹³ Kvalificiran vlagatelj, ki ima ustrezno dovoljenje in deluje kot investicijski ali pokojninski sklad, družba za upravljanje investicijskih ali pokojninskih skladov, banka, zavarovalnica ali borznoposredniška družba in vsa druga borzna podjetja ali posamezniki, pod pogojem, da neto vrednost sredstev teh podjetij in fizičnih oseb presega 1.500.000,00 kun, in da za vlaganja v posamezni investicijski sklad ima denarna sredstva v višini najmanj 750.000,00 kun (Zakon o investicijskih skladih (NN, št. 150/05)).

¹⁴ Kvalificiran vlagatelj, ki ima ustrezno dovoljenje in deluje kot investicijski ali pokojninski sklad, družba za upravljanje investicijskih ali pokojninskih skladov, banka, zavarovalnica ali borznoposredniška družba in vsa druga borzna podjetja ali posamezniki, pod pogojem, da neto vrednost sredstev teh podjetij in fizičnih oseb presega 20.000.000,00 kun, in da za vlaganja v posamezni investicijski sklad ima denarna sredstva v višini najmanj 10.000.000,00 kun (Zakon o investicijskih skladih (NN, št. 150/05))

Tabela 12: Število investicijskih skladov in njihova sredstva v upravljanju v mio kun na dan 31. december 2011 in 31. december 2012

	31. december 2011		31. december 2012	
	Število skladov	Sredstva (v mio kun)	Število skladov	Sredstva (v mio kun)
ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI	126	12.243,1	121	13.535,4
z javno ponudbo	101	11.490,7	96	12.615,6
s privatno ponudbo	18	438,2	18	346,6
tveganega kapitala	7	314,2	7	573,2
ZAPRTI INVESTICIJSKI SKLADI	7	1.670,8	7	1.633,3
z javno ponudbo	4	1.217,4	4	1.285,1
z javno ponudbo za naložbe v nepremičnine	3	453,4	3	348,2
SKUPAJ	133	13.913,2	128	15.168,7

Vir: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga 2013, Tabela 3.1, Tabela 3.2 in Tabela 3.3.

Poleg zgoraj omenjenih investicijskih skladov lahko na Hrvaškem delujeta še dva sklada, in sicer: Umirovljenički fond in Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata, ki pa sta urejena s posebnima zakonoma Zakonom o Umirovljeničkom fondu (NN, št. 93/05, 41/07 in 90/11) oziroma Zakonom o Fondu hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji (NN, št. 163/03, 82/04 in 41/08).

2.4.2 Način prenosa direktive v hrvaški pravni red

V sklopu priprav na vstop Hrvaške v EU, so v letu 2012 med drugim začeli s pripravami na nov zakonodajni okvir investicijskih skladov, ki se bo prilagodil evropskim direktivam, predvsem direktivama UCITS in AIFMD. Nov zakonodajni okvir, ki ureja investicijske sklade na Hrvaškem, jasno loči UCITS sklade od AIS, tj. vse druge vrste investicijskih skladov, katerih namen je zbiranje sredstev z javno ali privatno ponudbo ter vlaganje teh sredstev v različne naložbe v skladu z vnaprej določeno strategijo in cilji AIS in izključno v korist vlagateljev (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, 2013).

Začeli so s pripravami novega Zakona o odprtih investicijskih skladih z javno ponudbo (hr. *Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom*), ki določa delovanje UCITS skladov in na ta način prenaša direktivo UCITS v hrvaški pravni red. Zakon določa pogoje za ustanovitev in delovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje, ureja način izdaje in odkupa enot premoženja oziroma deležev investicijskih skladov, prenos nalog na tretje osebe, delovanje depozitarjev in tržnikov ter čezmejno trženje investicijskih skladov (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, 2013).

Na drugi strani pa so začeli s pripravami na prenos direktive AIFMD, in sicer z novim Zakonom o alternativnih investicijskih skladih (hr. *Zakon o alternativnim investicijskim fondovima*), katerega cilj je zagotoviti visoko raven zaščite vlagateljev z vzpostavitvijo enotnega okvira delovanja in nadzora upravljavcev AIS in njihovih skladov. Med drugim zakon določa organizacijske zahteve upravljavcev AIS, zahteve v zvezi z obveznim delovanjem sistema notranjih kontrol, med drugim službe notranje revizije in funkcije zagotavljanja skladnosti poslovanja s predpisi. Poudarja obveznost vzpostavitve celovitega in učinkovitega sistema upravljanja tveganj za upravljavca AIS in upravljane sklade, vključno s strategijo, politiko in postopki obvladovanja tveganj ter zahteve za vzpostavitev sistema upravljanja likvidnosti, s ciljem ustreznega prepoznavanja in obvladovanja vseh tveganj, ki jim je upravljavec in AIS izpostavljen (Hrvatska agencija za nadzor finančnih uslug, 2013).

Oba zakona sta bila sprejeta v hrvaškem saboru dne 25. januarja 2013 ter objavljena dne 8. februarja 2013 v uradnem listu št. 16/2013, v veljavo pa sta stopila z vstopom Hrvaške v EU, tj. 1. julija 2013.

Poleg UCITS skladov, katerih delovanje in zahteve so opredeljene v Zakonu o odprtih investicijskih skladih z javno ponudbo (NN, št. 16/13 in 143/14), lahko na Hrvaškem delujejo v skladu z Zakonom o alternativnih investicijskih skladih (NN, št. 16/13 in 143/14, v nadaljevanju Zakon o AIS) še AIS. Na podlagi slednjega je v naslednjih dveh letih hrvaški nadzorni organ Hrvatska agencija za nadzor finančnih uslug (v nadaljevanju HANFA) sprejela še 18 podzakonskih aktov, ki podrobneje določajo in opredeljujejo delovanje tako upravljavcev AIS kot tudi AIS. Poleg teh je HANFA izdala še dvojico smernic v zvezi z vzpostavitvijo primerne informacijskega sistema in revizije le-tega ter eno mnenje v zvezi z imenovanjem revizijske družbe AIS.

Tretji člen Pravilnika o vrstah alternativnih investicijskih skladov (NN, št. 105/13 in 28/15, v nadaljevanju Pravilnik o vrstah AIS) določa vrste AIS, ki se lahko oblikujejo na Hrvaškem, in sicer AIS z javno ponudbo¹⁵ in AIS z zasebno ponudbo¹⁶. AIS se lahko oblikujejo kot odprti ali zaprti AIS. Odprte AIS lahko upravlja samo zunanji upravitelj, medtem ko zaprti AIS lahko ima zunanji ali notranji upravljavec.

Nadalje Pravilnik o vrstah AIS podrobneje določa vrste in pravila, ki jih morajo AIS z javno ponudbo izpolnjevati. Vrste AIS z javno ponudbo so naslednji:

¹⁵ Javna ponudba je dajanje katerega koli obvestila, v kakršni koli obliki in s kakršnimi koli sredstvi sporočanja in naslovljena na neomejeno število ljudi. Vsebuje dovolj informacij o pogojih ponudbe in ponujenih enotah AIS, na temelju katerih se investitor lahko odloči o nakupu teh enot AIS (Hrvatska agencija za nadzor finančnih uslug).

¹⁶ Zasebna ponudba so sporočeni na enak način kot javna ponudba in vsebuje enake podatke, vendar je pogojena s kako značilnostjo, kot na primer, določen najmanjši znesek naložbe, ciljna skupina vlagateljev ali število vlagateljev (Hrvatska agencija za nadzor finančnih uslug).

- odprti AIS z javno ponudbo,
- zaprti AIS z javno ponudbo,
- zaprti AIS z javno ponudbo, ki nalaga v nepremičnine.

AIS z javno ponudbo se lahko trži tako malim vlagateljem kot tudi profesionalnim vlagateljem in tistim, ki se na zahtevo obravnavajo kot profesionalni vlagatelj. Prav zaradi dejstva, da so namenjeni tudi malim vlagateljem, imajo dovoljene naložbe natančno določene v Pravilniku o vrstah AIS. Omejitve glede naložb in izpostavljenosti do posameznih izdajateljev so podobne omejitvam za UCITS sklade, le nekoliko milejše ter dovoljene so naložbe v blago in nepremičnine.

Odpri AIS z javno ponudbo so v nekaterih značilnostih podobni UCITS skladom, predvsem glede dokumentov, ki jih je potrebno objaviti, pogostosti izračuna čiste vrednosti premoženja in enote premoženja ter vrste vlagateljev. Vendar pa je, za razliko od UCITS sklada, odprtemu AIS z javno ponudbo dovoljeno vlagati v določene vrste sredstev, v katera UCITS sklad ne sme naložiti svoja sredstva, in lahko prevzema večje tveganje kot UCITS sklad (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih uslug, b.l.).

Vrste AIS z zasebno ponudbo so namenjeni le profesionalnim vlagateljem in tistim, ki se na zahtevo obravnavajo kot profesionalni vlagatelji ter kvalificirani vlagatelj¹⁷:

- osnovni AIS z zasebno ponudbo,
- posebne vrste AIS z zasebno ponudbo:
 - AIS zasebnega kapitala (hr. *AIF rizičnog kapitala*)¹⁸,
 - AIS tveganega kapitala (hr. *AIF poduzetničkog kapitala*)¹⁹,
 - AIS z zasebno ponudbo, ki nalaga v nepremičnine,
 - skladi skladov,
 - hedge skladi,
 - specialni AIS,
 - EuVECA,
 - EuSEF.

Naložbe osnovnih AIS z zasebno ponudbo nimajo podrobno opredeljenih naložbenih omejitev in izpostavljenosti do posameznega izdajatelja. Posebne vrste AIS z zasebno

¹⁷ Kvalificiran vlagatelj je mali vlagatelj, ki (Pravilnik o vrstah AIS):

a) za vlaganje v delnice enega AIS morajo vplačati enkratno plačilo v višini najmanj 400.000,00 kun (za kvalificirane vlagatelje v AIS zasebnega kapitala pa 2.000.000,00 kun),
 b) vrednost njegovih čistih sredstev je v višini minimalno 3.000.000,00 kun (za kvalificirane vlagatelje v AIS zasebnega kapitala pa 10.000.000,00 kun),
 c) upravljavac AIS oceni ali ima vlagatelj dovolj izkušenj in znanja ter je sposoben razumeti tveganja in da je vlaganje v AIS v skladu z njegovimi naložbenimi cilji.

¹⁸ AIF rizičnog kapitala (private equity)

¹⁹ AIF poduzetničkog kapitala (venture capital)

ponudbo so AIS s specializirano naložbeno politiko, kar pomeni, da imajo določen prag, in sicer minimalno 70 % sredstev, ki jih morajo obsegati naložbe v specializirano področje. Specialni AIS se osredotoča na izbrano industrijo ali področje, zato mora minimalno 70 % svojih sredstev naložiti v opredeljeno industrijo ali področje. EuVECA in EuSEF pa sta urejeni z evropskima uredbama.

2.4.3 Razmere po prenosu direktive AIFMD

Družbe za upravljanje, ki so že imele dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov po Zakonu o investicijskih skladih, so se morale v 12 mesecih uskladiti z določbami nove zakonodajne ureditve. Tako so morale obstoječe družbe za upravljanje pridobiti dovoljenje o usklajenosti z novimi določbami. Konec leta 2014 je na Hrvaškem delovalo 23 družb za upravljanje, kar je za dve manj kot v letu 2013, to pa je posledica pripojitve in odvzema dovoljenja. Od 23 družb za upravljanje jih 11 upravlja tako UCITS sklade kot tudi AIS, sedem jih upravlja samo UCITS sklade, pet pa le AIS. Na dan 31. december 2014 je bilo 12 družb za upravljanje v neposrednem domačem lastništvu, osem v posrednem tujem lastništvu ter tri v neposrednem tujem lastništvu (Hrvatska agencija za nadzor finančnih uslug 2015).

Razvoj sektorja investicijskih skladov na Hrvaškem je razviden iz Tabele 13, kjer so prikazani podatki o številu posamezne vrste investicijskih skladov in sredstvih v njihovem upravljanju po sprejetju spremenjene zakonodaje. V letu 2013 se je zaradi padanja sredstev v upravljanju in nove zakonodajne ureditve izvedlo veliko združitve UCITS skladov, tako je število UCITS skladov zmanjšano kar za 10. Trend pripojitev in zmanjševanja števila UCITS skladov se je nadaljeval tudi v letu 2014, ko se je pripojili še štirje UCITS skladi. V prvi polovici leta 2015 pa so znatno povečala sredstva v upravljanju UCITS skladov, čeprav število UCITS skladov ostaja nespremenjeno.

Podobne razmere so se dogajale tudi v sektorju AIS, in sicer je v letu 2013 prenehalo z delovanjem sedem AIS, ustanovljen pa je bil en AIS. V letu 2014 so se ustanovili trije novi posebni AIS z zasebno ponudbo, med drugim prva hedge sklada ter prvi odprti AIS z javno ponudbo. V prvi polovici leta 2015 se je ustanovil en nov odprti AIS z javno ponudbo, medtem ko se je število AIS z zasebno ponudbo zmanjšalo za dva. Kljub ustanovitvi dveh novih posebnih AIS z zasebno ponudbo, se je skupno število AIS z zasebno ponudbo zmanjšalo zaradi štirih osnovnih AIS z zasebno ponudbo, ki so v prvi polovici leta 2015 prenehali z delovanjem.

*Tabela 13: Število investicijskih skladov in njihova sredstva v upravljanju (v mio kun)
konec leta 2013, konec leta 2014 in konec prvega polletja leta 2015*

	31. december 2013		31. december 2014		31. junij 2015	
	Število	Sredstva	Število	Sredstva	Število	Sredstva
UCITS SKLADI	86	13.035,3	82	12.978,4	82	14.754,4
AIS	26	2.075,8	29	2.594,8	28	2.764,9
- Z JAVNO PONUDBO	4	1.382,9	5	1.490,7	6	1.526,0
Odprti z javno ponudbo			1	28,5	2	28,1
Zaprti z javno ponudbo	3	1.254,9	3	1.343,4	3	1.383,0
Zaprti z javno ponudbo, ki nalagajo v nepremičnine	1	128,1	1	118,8	1	114,9
- Z ZASEBNO PONUDBO	22	692,9	24	1.104,1	22	1.238,9
Osnovni z zasebno ponudbo	15	221,8	14	236,8	10	178,9
Posebni z zasebno ponudbo			3	8,4	5	44,1
Tveganega kapitala	7	471,1	7	858,9	7	1.015,9
Tveganega kapitala z zasebno ponudbo	2	111,1	2	130,5	2	132,9
Tveganega kapitala z zasebno ponudbo – Skladi za gospodarska sodelovanja	5	359,1	5	728,4	5	882,9
SKUPAJ	104	15.111,1	111	15.573,2	110	17.519,3

*Vir: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, 2016a; Hrvatska agencija za nadzor financijskih
usluga, 2016b.*

Zakon o AIS dovoljuje čezmejno trženje s potnim listom, medtem ko NPPR ni opredeljen. Kmalu po sprejetju nove zakonodajne ureditve AIS so EU upravljalci AIS notificirali svoje EU AIS za opravljanje storitev trženja na Hrvaškem, prvi že 19. novembra 2013. HANFA je v letu 2014 prejela 27 notifikacij, od tega 26 notifikacij za AIS, in le eno za UCITS sklad. Do dne 17. maj 2016 je bilo notificiranih že 52 EU AIS, največ iz Velike Britanije (32 AIS), Luksemburga (12 AIS) in Nemčije (3 AIS). V istem obdobju je bilo notificiranih le 13 UCITS skladov, in sicer dva slovenska UCITS krovna sklada s 12 podskladi in en avstrijski UCITS sklad.

2.5 Prilagoditve v tretjih državah

Vpletenost gospodarstva EU v mednarodne finančne tokove pomeni, da AIFMD vpliva tudi na ne-EU upravljalce AIS. Direktiva AIFMD vsebuje smernice in procese, ki jih bodo upravljalci AIS morali implementirati, če bodo želeli nadaljevati s svojimi aktivnostmi v EU. Po drugi strani pa direktiva nima vpliva na investitorje s sedežem izven EU. Ti lahko še naprej nemoteno in brez sprememb vlagajo v AIS s sedežem v EU. (European Private Equity and Venture Capital Association, 2013).

Direktiva AIFMD definira ne-EU upravljalca AIS kot tistega upravljalca AIS, ki ni EU upravljavec AIS, kar pomeni, da ne-EU upravljavec ima registriran sedež v državi, ki ni država članica. Direktiva AIFMD vpliva na ne-EU upravljalce v odvisnosti od izvajanih aktivnosti, in sicer ne vpliva nanje, če ne upravljajo EU AIS in ne aktivno tržijo svojih AIS vlagateljem držav članic (European Private Equity and Venture Capital Association, 2013).

Določbe direktive AIFMD v zvezi s tretjimi državami imajo vpliv tako na EU upravljalce, ki upravljajo ne-EU AIS in ga želijo tržiti investitorjem znotraj držav članic, kot tudi na ne-EU upravljalce, ki upravljajo AIS (ne glede na to ali je EU ali ne-EU AIS) in ga želijo tržiti vlagateljem znotraj držav članic. Glede na stopnjo časovnice direktive AIFMD je odvisen tudi vpliv in pogoji trženja obeh prej omenjenih subjektov (povzeto in prirejeno po Norton Rose, 2012):

- **Do prenosa določb AIFMD v nacionalne pravne rede:** lahko so tržili svoje AIS v skladu s takrat veljavno nacionalno zakonodajno ureditvijo.
- **Do uvedbe razširjenega potnega lista:** svoje AIS lahko tržijo le v tistih državah članicah, ki omogočajo NPPR in skladno z določbami 36. člena oziroma 42. člena direktive AIFMD izpolnjevati pogoje, in sicer o imenovanju subjekta, ki izvršuje glavne naloge depozitarja, razkritje informacij vlagateljem ter poročanje nadzornim organom; o sprejetih sporazumih med pristojnimi organi o sodelovanju in izmenjavi informacij; ter tretja država ne sme biti Ne-sodelujoča država in ozemlja iz seznama FATF. Lahko pa države članice določijo še dodatne pogoje, ki jih je potrebno izpolnjevati za trženje na njihovem ozemlju.
- **Po uvedbo razširjenega potnega lista pa do ukinitve NPPR:** obravnavana subjekta bosta imela na izbiro trženje preko potnega lista ali preko NPPR. Za pridobitev potnega lista bodo morali biti ne-EU upravljalci AIS popolnoma usklajeni z določbami direktive AIFMD in pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS v nadzornega organa referenčne države. Poleg tega morajo ne-EU upravljalci AIS za pridobitev potnega lista izpolnjevati še dodatno zahtevo, in sicer sklenitev sporazuma o izmenjavi davčnih informacij med referenčno državo članico in tretjo državo, kjer je ustanovljen AIS oziroma upravljavec AIS, ki mora biti popolnoma usklajen z 26. členom Vzorčne davčne konvencije Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (angl. *OECD Model Tax Convention*; v nadaljevanju Vzorčne davčne konvencije OECD).
- **Po ukinitvi NPPR:** trženje je mogoče le še preko popolne uskladitve z določbami direktive AIFMD in pridobitve potnega lista.

Evropski regulator ESMA je že kmalu po uvedbi direktive AIFMD začela s pogajanjem s tretjimi državami o možnostih sodelovanja pri izmenjavi informacij in skupnem pristopu k nadzoru sistematičnega tveganja na finančnih trgih, kar je potrebno izpolnjevati pri trženju preko NPPR. Tako je že maja 2013 sklenila pogajanja s pristojnimi organi 31 tretjih držav (angl. *Memorandum of understandings - MoUs*), do septembra 2015 pa že s pristojnimi organi 44 tretjih držav. A morajo s pristojnimi organi teh tretjih držav podpisati posamezni

pristojni organi držav članic bilateralne sporazume, kar pristojni organi posameznih držav članic izvajajo zelo različno. Nekateri pristojni organi držav članic so že podpisale bilateralne sporazume z vsemi pristojnimi organi tretjih držav, kot na primer Luksemburg, Velika Britanija, Nizozemska, Švedska, Malta, Romunija, Bolgarija, Madžarska ter vse tri države EGP. Edina pristojna organa držav članic, ki bilateralnega sporazuma nista podpisale prav z nobenih pristojnim organom tretje države, sta to pristojna organa Hrvaške in Slovenije. Glede na to, da državi nimata v zakonodajni ureditvi AIS opredeljenega trženja preko NPPR, bilateralni sporazumi trenutno nimajo pomena za njihovo zakonodajno ureditev in jih zato niso še podpisali.

V primeru, da ima ne-EU AIS oziroma ne-EU upravljavec AIS pomemben delež EU vlagateljev, bi le-ta moral premisliti o spremembi sedeža ali v drugo tretjo državo, ki ima sklenjene vse potrebne sporazume, preko katerih bi lahko izkoristil možnost trženja preko NPPR oziroma, da sedež preseli v eno izmed držav članic.

Trenutno lahko ne-EU upravljavci tržijo znotraj držav članic le preko NPPR, in tako se morajo prijaviti vsakemu pristojnemu organu države članice, kjer trži svoje AIS in periodično podrobno poročati o AIS pristojnim organom, razkriti informacije vlagateljem skladno z določbami direktive AIFMD, pripraviti letno poročilo in v njem razkriti tudi podrobnosti o izplačevanju prejemkov skladno z določbami direktive AIFMD. Prav politika prejemkov predstavlja veliko oviro pri nadaljevanju trženja ne-EU upravljavcev AIS znotraj držav članic.

Tako lahko ne-EU upravljavec, ki želi tržiti v državah članicah, to stori (Firth, 2015):

- z ustanovitvijo EU upravjavca in s pridobljenim dovoljenjem pristojnih organov lahko trži s potnim listom v vseh državah članica, vendar je to dolgotrajni in stroškovno zahteven projekt,
- s trženjem preko NPPR, ki pa je časovno omejeno (do ukinitve režima),
- s povratnim nagovarjanjem (angl. *reverse solicitation*), kjer ne gre za trženje AIS, temveč investitor sam povprašuje po AIS-slednjega sistema se radi poslužujejo upravljavci AIS iz ZDA,
- z uporabo platform tretjih strank: obstoječi EU upravljavec (platforma) hitro ustanovi nov EU AIS po meri ne-EU upravjavca, EU upravljavec prenese funkcijo upravljanja premoženja (lahko tudi ostale funkcije) na ne-EU upravjavca. Tako se lahko EU AIS, katerega premoženje upravlja ne-EU upravljavec s potnim listom trži v vseh državah članicah. V nekaterih primerih platforme ponujajo storitev »vklopi in igray«, kjer platformni EU upravljavec ustanovi nov podsklad, za katerega opravlja le funkcijo upravljanja tveganj, ostale pa so prenesene na ne-EU upravjavca AIS. Razširjenost uporabe platform je predvsem razvita na Irskem, Luksemburgu in Veliki Britaniji.

V zvezi s postopkom razširitve potnega lista na izbrane tretje države, je ESMA dne 30. julija 2015 pripravila mnenje o delovanju potnega lista za EU upravljavce AIS ter še nezaključeno oceno o uporabi razširjenega potnega lista v zvezi s tretjimi državami. ESMA poda pozitivno oceno le, če ne obstajajo znatne ovire v zvezi z zaščito vlagateljev, stabilnostjo trga, konkurenčnostjo in spremljanjem sistematičnega tveganja. Dodatno, ne sme biti pomislekov glede delovanja MoUs med EU in ne-EU pristojnimi organi. Iz raziskave, ki jo je opravila v državah članicah, je ugotovila, da 22 tretjih držav deluje kot ali država ustanovitve ne-EU upravljavca AIS, ki tržijo AIS znotraj držav članic in/ali kot država ustanovitve ne-EU AIS, ki se trži znotraj držav članic. Dodatno je ESMA izbrala še sedem tretjih držav glede na podpisane bilateralne sporazume MoUs. S pristojnimi organi šestih tretjih držav (Jersey, Guernsey, Švica, Hong Kong, Singapur in ZDA) je takoj začela s pogajanjem in usklajevanjem zakonodajnih ureditev tako, da bi lahko z uporabo razširjenega potnega lista delovali v skladu z direktivo AIFMD. Brez dodatnih zahtev sta pozitivno oceno dobili Jersey in Guernsey, Švica pa je morala do januarja 2016 spremeniti nekatere določbe zakonodajne ureditve. Pogajanje s Hong Kongom, Singapurjem in ZDA še ni zaključila. Evropska komisija je na to oceno podala mnenje, da mora ESMA do dne 30. junija 2016 podati oceno Hong Kong, Singapur in ZDA ter dodatne tretje države, in sicer Japonsko, Kanado, Otok Man, Kajmanski otoki, Bermudski otoki in Avstralijo. Na podlagi slednjega bo Evropska komisija v treh mesecih izdala delegiran akt in v njem določila: o možnosti, času in na katere države bo razširitev potnega lista izvedena (Jaminon, G., 2016).

Zaradi zamude v zvezi z razširitvijo potnega lista glede na načrtano časovnico direktive AIFMD in zaradi števila izbranih tretjih držav, ki naj bi pridobile razširjen potni list je prihodnost EU upravljavcev, ki želijo tržiti ne-EU AIS in ne-EU upravljavcev, ki želijo tržiti AIS znotraj držav članic, nejasna in so se na ESMA že obrnili s prošnjo za podaljšanje režima NPPR.

2.6 Odziv sektorja AIS na novo zakonodajno ureditev

Pričakovane koristi direktive AIFMD so na eni strani vzpostavitev stabilnega trga in njenih udeležencev, na drugi strani pa povečanje zaščite vlagateljev AIS. Po dokončanem uveljavljanju UCITS okvira bo direktiva AIFMD zagotovila novo oznako za alternativne produkte. To prinaša nov komplet standardov AIS, ki so priznani s strani vseh udeležencev (Bloomberg, 2014).

Globalni ponudnik storitev Multifonds je opravil 4 raziskave²⁰ glede vpliva prenosa direktive AIFMD na svetovno dejavnost investicijskih skladov. Vsako leto so opravili eno raziskavo, prva je bila opravljena v juniju leta 2012, tj. po uveljavitvi direktive AIFMD, naslednja v juniju 2013, tj. tik pred prenosom direktive v nacionalne pravne rede večine držav članic,

²⁰ V vsaki raziskavi je sodelovalo več kot 60 anketirancev iz različnih držav, tako EU kot ZDA in Azije, in sicer administratorjev investicijskih skladov v skupni vrednosti sredstev v administraciji v višini 35.000 mrd EUR in upravljavcev investicijskih skladov s skupnim upravljanem premoženja v višini 10.000 mrd EUR.

tretja v juniju 2014, tj. tik preden so se morali upravljavci AIS uskladiti z določbami direktive AIFMD ter zadnja pa v juniju leta 2015, tj. leto dni po opravljeni uskladitvi z določbami AIFMD. V raziskavah so prišli do naslednjih ugotovitev (povzeto in prirejeno po Multifonds 2013; Multifonds 2014a; Multifonds 2015):

- **V zvezi z depozitarjem:** V letu 2013 so kot največji izziv direktive AIFMD navajali obveznosti depozitarja ter s tem povezano povišanje stroškov depozitarja, ki jih 41 % anketirancev ocenjuje na 5 do 25 bazičnih točk. Že v letu 2014 se je izkazalo, da zvišanje stroškov depozitarja ne bo tako visoko, in naj bi povečanje znašalo manj kot 2,5 bazičnih točk, kar se je izkazalo tudi v zadnji raziskavi, kjer so se stroški depozitarja ustalili in povečali za manj kot 2,5 bazičnih točk veliki večini anketirancev (81 %).
- **Konvergenca med UCITS skladi in AIS:** V letu 2013 je 83 % anketirancev je bilo prepričanih o konvergenci med UCITS skladi in AIS (UCITS skladi se vedno bolj poslužujejo strategij absolutnega donosa, AIS pa se želijo približati malim vlagateljem). V letu 2015 se je odstotek anketirancev, ki so prepričani o konvergenci zvišal na 89 %.
- **Blagovna znamka AIS:** V letu 2013 je 59 % anketirancev verjelo, da bo podobno kot blagovna znamka UCITS skladov, tudi direktiva AIFMD postala mednarodni standard za globalno trženje AIS, v letu 2015 pa se ta odstotek povečal na 87 %.
- **Izkoriščanje prednosti direktive AIFMD:** V letu 2013 je bilo 88 % anketirancev prepričanih, da bodo obstoječi EU upravljavci AIS izkoristili obdobje do julija 2014, ko jim ni potrebno biti usklajeni z določbami direktive AIFMD. Poleg tega kar 70 % anketirancev je prepričanih, da bodo ne-EU upravljavci AIS vzpostavili dejavnosti v EU in na ta način izkoristili prednosti direktive AIFMD, v letu 2014 pa se je odstotek še povečal na 82 %, v letu 2015 pa znižal na 76 %. Največ glasov za potencialno ustanovitev AIS so dobili Luksemburg, Irska in Velika Britanija.
- **Stroški:** Zaradi izognitve visokim stroškom uskladitve poslovanja upravljavcev AIS z določbami direktive AIFMD je večina anketirancev prepričanih, da bodo EU upravljavci AIS izven EU oblikovali strukture in se na ta način izognili usklajevanju z določbami direktive AIFMD. Delež takih anketirancev se je iz leta v leto zniževalo iz 77 % anketirancev v letu 2013, na 53 % v letu 2014 in na 50 % v letu 2015.
- **Poročanje nadzornim organom:** V letu 2014 je 66 % anketirancev največji izziv in skrb predstavljalo poročanje nadzornim organom, ki se je leto dni po uskladitvi z določbami direktive AIFMD še povečalo na 88 %. V letu 2015 so se pojavile nejasnosti glede uporabe prejetih podatkov in pojavil se je dvom glede sposobnosti regulatorjev prepoznavanja nevarnosti za stabilnost trga.
- **Zaščita vlagateljev:** Kar 88 % anketirancev meni, da direktiva AIFMD zagotavlja večjo zaščito vlagateljev. Večja zaščita in transparentnost v komunikaciji in poročanju vlagateljem je bila označena kot največja pridobitev direktive AIFMD.
- **Potni list:** Sprva bodo eno največjih pridobitev direktive AIFMD izkoristili le EU upravljavci EU AIS, ki bodo izkoristili pravico čezmejnega trženja profesionalnim vlagateljem znotraj držav članic. Potni list bo pomagal zbrati več sredstev v Evropi, meni 72 % anketirancev. V letu 2015 se je pojavilo vprašanje, kdaj naj začne veljati razširjen

potni list tako za EU upravljavce AIS, ki upravljajo ne-EU AIS, kot tudi za ne-EU upravljavce AIS. Kar 38,9 % jih je odgovorilo, da naj EU upravljavci ne-EU AIS pridobijo potni list po končanem NPPR obdobju, 14,5 % pa nikoli. Podobno kar 33,9 % jih meni, da ne-EU upravljavci ne bi smeli pridobiti potnega lista preden se konča NPPR obdobje ter kar 32,3 % da nikoli.

Najpomembnejši vpliv zaradi uskladitve z direktivo AIFMD na poslovanje upravljavcev AIS so (BNP Paribas, 2015):

- naraščajoči stroški zaradi novih pravil in omejitev v zvezi z organizacijo, upravljanjem tveganj in politiko prejemkov,
- ločevanje med funkcijo upravljanja premoženja, funkcijo upravljanja tveganj in funkcijo vrednotenja,
- zahteve glede upravljanja likvidnosti in upravljanja tveganj ter poročanje pristojnim organom,
- od julija 2013 lahko EU upravljavci EU AIS izkoristijo prednosti čezmejnega trženja s potnim listom v zameno za uskladitev z določbami direktive AIFMD. V tem obdobju ne-EU upravljavcem in ne-EU AIS je omejeno čezmejno trženje le na tiste države članice, ki omogočajo NPPR. Evropska komisija bo razširila potni list na izbrane tretje države in okvirno do leta 2019 ukinila možnost NPPR, kar pomeni, da je še nejasno ali bodo lahko ne-EU upravljavci AIS lahko še vedno tržili svoje AIS v državah članicah po koncu obdobja NPPR in posledično ali bodo morali ustanoviti znotraj držav članic upravljavca AIS.

Preden so se že obstoječi upravljavci AIS uskladili z določbami novih nacionalnih zakonodajnih ureditev, usklajenih z direktivo AIFMD, so bili stroški depozitarja, poročanje, politika prejemkov ter konec NPPR ključne skrbi za njihovo poslovanje. Tudi po skoraj dve letnem delovanju v skladu z določbami direktive AIFMD ostajajo največji problem EU upravljavcem AIS poročanje nadzornim organom, medtem ko ne-EU upravljavcem nejasnosti glede razširjenega potnega lista in konec obdobja NPPR. Hkrati pa večina verjame v koristi čezmejnega trženja s potnim listom in povečanje zaupanja vlagateljev pod blagovno znamko AIFMD.

3 PRENOS DIREKTIVE AIFMD V SLOVENIJI

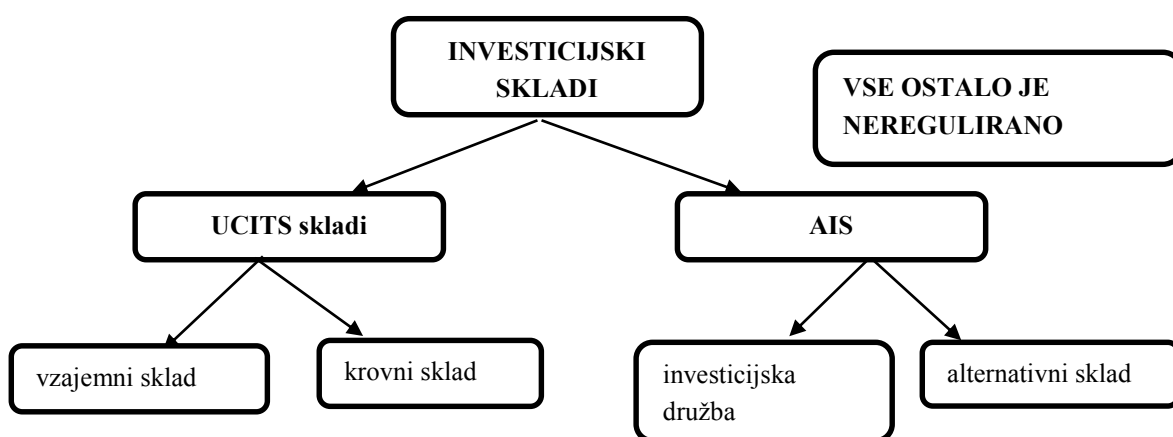
3.1 Zakonodajna ureditev pred majem 2015

Skladno z ZISDU-2 je bilo pred sprejetjem nove zakonodajne ureditve investicijskih skladov regulirano le upravljanje investicijskih skladov, ki javno zbirajo premoženje. Skladno s 5. členom ZISDU-2 je investicijski sklad kolektivni naložbeni podjem, katerega edini namen je, da javno zbira premoženje in v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb v izključno korist imetnikov enot tega investicijskega sklada. Nadalje

določa, da se za javno zbiranje premoženja šteje vsako zbiranje premoženja fizičnih oseb, pravnih oseb in drugih subjektov zasebnega in javnega prava. Ne gre za javno zbiranje premoženja, če se zbira zgolj premoženje dobro poučenih vlagateljev iz 44. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 108/10 – uradno prečiščeno besedilo, 78/11, 55/12, 105/12 – ZBan-1J, 63/13 – ZS-K in 30/16; v nadaljevanju ZTFI).

Dovoljene oblike investicijskih skladov, ki javno zbirajo premoženje so prikazane v Sliki 5. Investicijski sklad se je v Sloveniji lahko oblikoval kot UCITS sklad, in sicer kot vzajemni sklad ali krovni sklad ter kot ne-UCITS skladi, in sicer kot alternativni sklad ali investicijska družba (Vlada Republike Slovenije, 2015b).

Slika 5: Dovoljene oblike investicijskih skladov pred majem 2015



Vir: Vlada Republike Slovenije, 2015b, str. 7.

Naložbe ne-UCITS skladov se od naložb UCITS skladov niso bistveno razlikovale. Poleg nekoliko milejših dopuščanj v zvezi z naložbami v cilje sklade, denarne depozite ter druge prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, jim je bilo dodatno dovoljeno vlagati do 20 % sredstev tudi v plemenite kovine in certifikate, ki jih predstavljajo.

Stanje in razmere na trgu investicijskih skladov na zadnji dan v letih 2011-2014, tj. pred sprejemom spremenjene zakonodajne ureditve, so prikazani v Tabeli 14. Na dan 31. december 2014 je imelo v Sloveniji deset družb za upravljanje dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. Večina družb za upravljanje je upravljalo krovne sklade s podskladi, le ena je upravljala dva vzajemna sklada. Premoženje UCITS skladov se je v letu 2014 glede na predhodno leto povečalo za 15,9 % na 2,151 mrd EUR. Razlog za to gre iskati predvsem v višjih donosnostih, ki so posledica spodbudnih razmer na finančnih trgih in v manjši meri tudi v neto prilivih sredstev, ki so znašali 39 mio EUR. Ponudba domačih UCITS skladov se je v letu 2014 glede na leto 2013 zmanjšala za 3,4 %, in sicer iz 117 na 113 UCITS skladov. V istem obdobju pa se je za 3,5 % povečalo število UCITS skladov iz drugih držav članic, ki se tržijo v Sloveniji, in sicer iz 113 na 117 (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2015).

Tabela 14: Pregled stanja na slovenskem trgu investicijskih skladov na zadnji dan v letih 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
Število družb za upravljanje	11	10	10	10
Število UCITS skladov	140	134	117	113
Število vlagateljev	451.837	432.864	420.801	421.010
Sredstva v upravljanju (v mio EUR)	1.811	1.830	1.855	2.151
Notifikacije UCITS skladov iz držav članic	140	110	113	117
Stanje naložb rezidentov v notificirane EU UCITS sklade (v mio EUR)	133	134	121	121

Vir: Agencija za trg vrednostnih papirjev 2013, str. 23, Tabela 20; Agencija za trg vrednostnih papirjev 2015, str. 21, Tabela 18.

Slovenske družbe za upravljanje kot poglavitna razloga za neustanovitev AIS po ZISDU-2 navajajo pomanjkanje povpraševanja oziroma nezanimanje vlagateljev po takšnih investicijskih skladih ter dejstvo, da se AIS po ZISDU-2 žal niso bistveno razlikovali od investicijskih skladov, ki so jih družbe za upravljanje že upravljale. Družbe za upravljanje zgolj zaradi dovoljenega investiranja v plemenite kovine in certifikate niso bile naklonjene ustanovitvi AIS, saj pričakovani prihodki niso odtehtali stroškov, povezanih z uvedbo, spremljanjem in nadziranjem AIS. Poleg tega zadnja leta v panogi investicijskih skladov ni bilo uvedenih veliko UCITS skladov, kar je povezano z nizkim zanimanjem za nedepozitne finančne produkte. Alternativne sklade vidijo družbe za upravljanje kot dopolnitev osnovnega portfelja investicijskih skladov, vsaj za male vlagatelje, in v tem kontekstu so slovenski vlagatelji podinvestirani že v osnovni paleti naložbenih produktov.

Poleg navedenega je bil dne 27. september 2007 sprejet Zakon o družbah tveganega kapitala (Uradni list RS št.92/07 in 57/09), ki ureja status in naložbe družb tveganega kapitala, ki imajo sedež in posloводство v Sloveniji, ter nadzor nad njimi. Družbe tveganega kapitala bi skladno z definicijo AIS iz direktive AIFMD sodile med AIS. Z omenjenim zakonom je pristojni organ, ki ureja delovanje in izvaja nadzor nad družbami tveganega kapitala, je Ministrstvo za gospodarski razvoj in tehnologijo. Slednji morajo voditi register vseh družb tveganega kapitala, katerim so izdali dovoljenje, in sicer je na dan 16. marec 2016 bilo registriranih devet družb tveganega kapitala.

3.2 Sprememba zakonodajne ureditve zaradi prenosa direktive AIFMD v slovenski pravni red

3.2.1 Kratek pregled poteka sprememb zakonodajne ureditve

Nova zakonodajna ureditev investicijskih skladov v Sloveniji se začela s sprejetjem dveh novih zakonov, in sicer z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 31/15 in 81/15; v nadaljevanju ZISDU-3), ki je bil sprejet dne 21. aprila 2015 in

objavljen dne 4. maja 2015, ter Zakonom o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 32/15; v nadaljevanju ZUAIS), ki je bil sprejet dne 24. aprila 2015 in objavljen dne 8. maja 2015.

ZUAIS je določil Agencijo za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija) kot edini pristojni organ v Sloveniji v zvezi z AIS, upravljavcem AIS in skrbnikom AIS in tako prevzame vse nadzorne naloge v zvezi z nadzorovanimi subjekti, kot to zahteva direktiva AIFMD. ZUAIS ne nalaga nobenih dodatnih zahtev, razen tistih iz direktive AIFMD.

Zaradi sprejetja obeh omenjenih zakonov je Agencija v letu 2015 pričela z aktivnostmi v zvezi s pripravo splošnih aktov, ki jih je bilo potrebno izdati glede na novo zakonsko ureditev. Načrtovala je izdajo 34 splošnih aktov na podlagi ZISDU-3 in 11 splošnih aktov na podlagi ZUAIS, ki bodo celovito uredili področje investicijskih skladov. Agencija je s ciljem čim prejšnje odprave pravne negotovosti že v letu 2015 izdala 24 splošnih aktov na podlagi zgoraj omenjenih zakonov ter ostalih 21 pa še v prvi polovici februarja 2016.

3.2.2 Poglavitne specifikke slovenske zakonodajne ureditve

3.2.2.1 Razčlenitev alternativnih investicijskih skladov

ZUAIS, ki je začel veljati 23. maja 2015, je v slovenski pravni red prenesel direktivo AIFMD, in s tem sistemsko uredil področje upravljanja AIS, namenjenih profesionalnim vlagateljem. ZUAIS je med drugim podrobneje določil:

- pogoje in način upravljanja AIS,
- pogoje za ustanovitev in poslovanje alternativnih zasebnih investicijskih skladov s statusom specialnega investicijskega sklada (v nadaljevanju SIS),
- pogoje trženja enot AIS v Sloveniji,
- pogoje trženja enot AIS, ustanovljenih v Sloveniji, v drugi državi članici oziroma tretji državi,
- nadzor nad upravljanjem AIS in poslovanjem SIS ter
- sodelovanje med pristojnimi nadzornimi organi.

Poleg tega je ZUAIS podrobneje uredil izvajanje Uredbe o evropskih skladih tveganega kapitala ter Uredbe o evropskih skladih za socialno podjetništvo, ki sta sicer neposredno uporabljivi v pravnem redu držav članic. V ZUAIS pa niso zajeti ELTIF skladi, saj je bila šele v letu 2015 sprejeta Uredba (EU) 2015/760 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. aprila 2015 o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih, ki določa enotna pravila glede pridobitve dovoljenj, naložbenih politik in pogojev delovanja evropskih alternativnih investicijskih skladov, ki se v državah članicah tržijo kot ELTIF. ELTIF se lahko v skladu s pogoji določenimi v navedeni uredbi tržijo tako malim kot profesionalnim vlagateljem. Navedena uredba se v vseh državah članicah uporablja od 9. decembra 2015.

Zaradi prepoznane potrebe po ureditvi AIS, ki javno zbirajo premoženje, je bil v letu 2015 sprejet tudi nov ZISDU-3, ki podrobneje opredeljuje določbe AIS, namenjenih malim vlagateljem. Tako ZISDU-3 v drugem odstavku osmega člena določa, da se lahko oblikujejo oziroma ustanovijo samo naslednje oblike AIS, ki javno zbirajo premoženje (v nadaljevanju AJIS):

- alternativni vzajemni sklad,
- alternativni krovni sklad in
- investicijska družba s spremenljivim kapitalom.

Za AJIS veljajo smiselno enake določbe kot za vzajemne sklade, pri čemer so specifikke opredeljene v 10. Poglavju v ZISDU-3. Med najpomembnejše razlike sodijo dovoljene naložbe, ki AJIS dovoljuje poleg dopustnih naložb vzajemnih skladov še naložbe v:

- enote AIS, katerih upravljavci imajo dovoljenje v skladu s predpisi, sprejetimi zaradi prenosa Direktive 2011/61/EU, ali drugo dovoljenje pristojnega organa države članice,
- denarne depozite z ročnostjo, daljšo od 12 mesecev,
- plemenite kovine oziroma certifikate, ki jih predstavljajo (do 20 % sredstev AJIS),
- nepremičnine in namenske družbe, ki so ustanovljene za nakup, imetništvo ali upravljanje nepremičnin.

V sklopu naložbene politike je tudi dopustna izpostavljenost do posameznih oseb oziroma določenih oseb podrobno opredeljena in v nekaterih primerih nekoliko milejša od določb za vzajemne sklade. Prvo vplačilo vlagatelja v odprti AJIS znaša najmanj 25.000 eurov, razen za AJIS, katerega naložbena pravila določajo najmanj 80 % izpostavljenost do naložb iz 1. alineje prejšnjega odstavka (sklad AIS). Razlika v primerjavi z vzajemnimi skladi je tudi pri izračunu vrednosti enote premoženja, kjer obračunsko obdobje za izračun čiste vrednosti sredstev AJIS ne sme biti daljše od 12 mesecev.

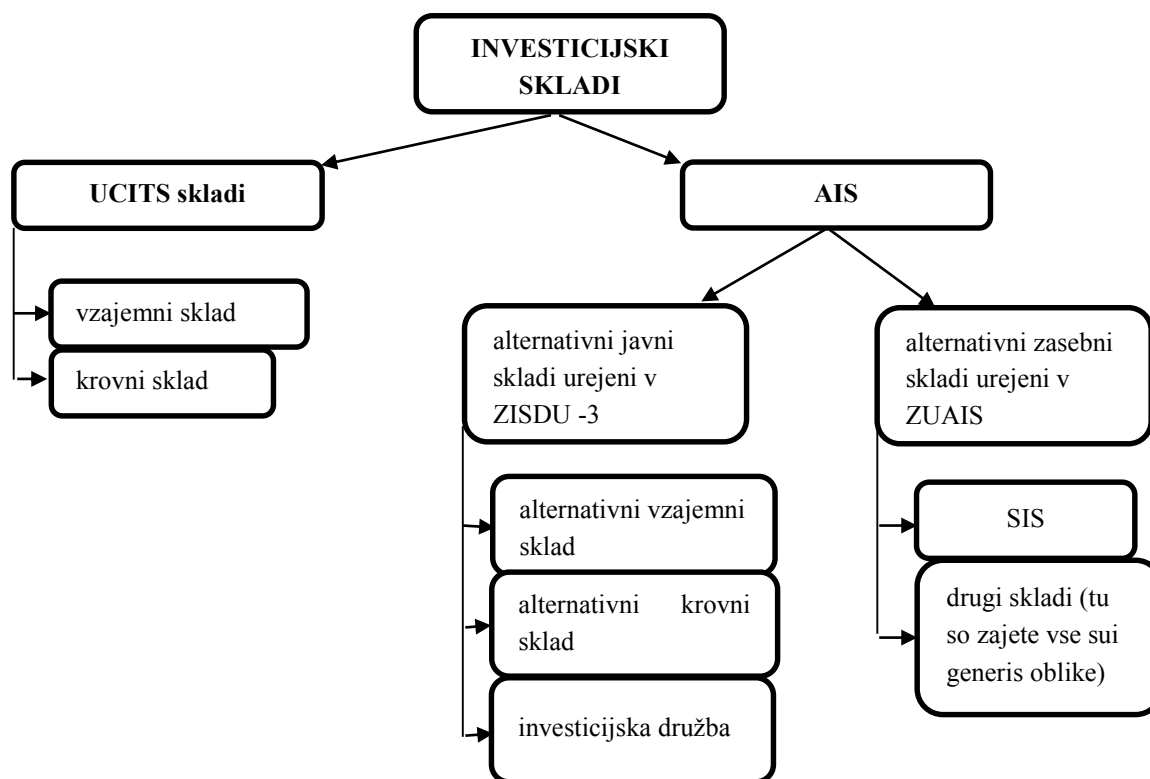
ZUAIS kot edino posebno obliko alternativnega sklada opredeljuje specializiran investicijski sklad (v nadaljevanju SIS), ostalih oblik ne definira. Skladno z 175. členom ZUAIS je določeno, da je SIS tisti AIS:

- katerega edini namen je, da zbrano premoženje vlagateljev v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb, z namenom razpršitve tveganj, v izključno korist svojih imetnikov,
- je pridobil status SIS na podlagi odločbe Agencije.

Edina posebnost SIS je nalaganje sredstev po načelu razpršitve tveganj, in sicer do posamezne osebe oziroma skupine ne sme biti izpostavljen več kot 30 % čiste vrednosti sredstev. Prav zaradi zmanjšanja tveganja lahko SIS upravlja registriran upravljavec SIS. Posebni pogoji poslovanja SIS, katerega naložbena strategija je usmerjena v financiranje

razvoja mikro, majhnih in srednjih gospodarskih družb in ki tem družbam daje posojila, tj. mezzanin kapital, so določeni v Sklepu o upravljavcu specialnega investicijskega sklada in specialnem investicijskem skladu, katerega naložbena strategija je usmerjena v financiranje razvoja mikro, majhnih in srednjih gospodarskih družb (Uradni list RS, št 11/16). Med drugim je podrobno določena naložbena politika, in sicer mora najmanj 70 % svojih združenih kapitalskih vložkov in neporabljenega kapitala na vpoklic vložiti v sredstva, ki so kvalificirane naložbe, tj. v instrumente lastniškega in navideznega lastniškega kapitala ter dolžniškega kapitala, ki jih je izdalo kvalificirano podjetje²¹, posojila kvalificiranemu portfeljskemu podjetju ter enote ali delnice enega ali več ELTIF, EuVECA in EuSEF.

Slika 6: Dovoljene oblike investicijskih skladov po maju 2015



Vir: Vlada Republike Slovenije, 2015b, str. 7.

²¹ Kvalificirano portfeljsko podjetje je portfeljsko podjetje, ki ni kolektivni naložbeni podjem in ki izpolnjuje naslednje zahteve:

1. ni finančno podjetje;
2. je podjetje, ki:
 - a. izpolnjuje pogoje za mikro, majhne ali srednje gospodarske družbe in
 - b. ni sprejeto v trgovanje na organiziranem trgu ali v večstranskem sistemu trgovanja ali je sprejeto v trgovanje na organiziranem trgu ali večstranskem sistemu trgovanja, pri čemer njegova tržna kapitalizacija ne presega 250 mio EUR;
3. ustanovljeno je v državi članici ali v tretji državi, če:
 - a. ta tretja država ni uvrščena na seznam FATF Ne-sodelujočih držav in ozemelj ter
 - b. imata Republika Slovenija in tretja država sklenjen sporazum, ki je v celoti skladen s standardi, določenimi v 26. členu Vzorčne davčne konvencije OECD o dohodku in premoženju, in ki skupaj z drugimi morebitnimi sklenjenimi večstranskimi davčnimi sporazumi zagotavlja učinkovito izmenjavo informacij pri davčnih zadevah.

Poleg slovenskih AIS, ki so prikazani v Sliki 6, se lahko na slovenskem trgu AIS upravljajo tudi AIS iz drugih držav članic. V Sloveniji lahko upravljajo AIS upravljavci AIS iz drugih držav članic in upravljavci AIS iz tretjih držav, slednji šele ko bo Evropska komisija odločila o razširitvi potnega lista za tretje države. EU upravljavec AIS lahko v Sloveniji upravlja le tiste vrste AIS, ki jih lahko upravlja v svoji matični državi članici.

3.2.2.2 Upravljavci alternativnih investicijskih skladov ustanovljeni v Sloveniji

AJIS lahko skladno s 359. členom ZUSDU-3 upravlja samo družba za upravljanje iz 13. člena ZISDU-3, ki ima dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov za določen tip AJIS in je pri Agenciji vpisana v register upravljavcev AIS na podlagi ZUAIS. Poleg teh lahko AJIS upravlja tudi upravljavec AIS, ki ima dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS v skladu z ZUAIS ter EU upravljavec AIS, ki ima dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS v skladu s predpisi držav članic, sprejetim zaradi prenosa direktive AIFMD, in ki lahko neposredno opravlja storitve upravljanja AIS v skladu z določbami ZUAIS.

Upravljavec AIS v Sloveniji se skladno s 38. členom ZUAIS lahko ustanovi kot:

- upravljavec AIS z dovoljenjem Agencije za opravljanje storitev upravljanja AIS,
- registrirani upravljavec, ki izpolnjuje »de minimis« pogoje in ni zaprosil za izdajo dovoljenja skladno z Uredbo 447/2013/ EU o uvedbo postopka za postopka za upravljavce AIS, ki se odločijo, da bodo upoštevali direktivo AIFMD in
- upravljavec SIS.

Slovenski upravljavec AIS, ki mora pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja AIS v skladu s 126. členom ZUAIS, mora dokazati, da je usklajen s določbami tega zakona ter ob zahtevi pristojnemu organu predložiti dokumentacijo, ki to dokazuje, med drugim seznam zaposlenih oseb z navedbo izkušenj in znanj, poslovni načrt z opisom organizacijske strukture ter opis politike prejemkov. Poleg tega mora za vsak AIS, ki za upravlja oziroma namerava upravljati, priložiti tudi:

- opis naložbene strategije AIS in politike uporabe finančnega vzvoda,
- stopnjo tveganosti in druge značilnosti AIS,
- pravila upravljanja oziroma ustanovitveni akt AIS,
- navedbo države, v kateri je oziroma bo AIS ustanovljen,
- informacije o dogovorih za sklenitev pogodbe s skrbnikom ter
- dodatne informacije, ki jih mora upravljavec AIS razkriti vlagateljem.

V primeru izpolnjevanja zakonskih določb ZUAIS Agencija izda upravljavcu AIS dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja določene vrste AIS, ki velja v vseh državah članicah.

Poleg opravljanja storitev upravljanja slovenskih AIS lahko upravljavec AIS, ki je ustanovljen v Sloveniji:

- v državi članici gostiteljici neposredno ali prek podružnice upravlja AIS države članice,
- v državi članici gostiteljici opravlja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti oziroma pomožne storitve, za katere ima dovoljenje Agencije ter
- v tretji državi upravlja AIS, ki pa se ne trži v Sloveniji ali drugi državi članici.

Upravljavec, ki izpolnjuje »de minimis« pogoje, mora vložiti zahtevo za vpis v register upravljavcev AIS in izpolni obrazec iz Priloge k Sklepu o vpisu v register upravljavcev alternativnih investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 41/15). Obrazec obsega osnovne podatke o upravljavcu, in sicer ime oziroma firma, pravno organizacijska oblika in matična številka, sedež in kontaktno osebo ter člane uprave in pet največjih družbenikov. Poleg tega mora predložiti podatke o AIS, in sicer ime in pravna oblika, država ustanovitve, označba naložbene strategije²², glavne kategorije naložb, opis osredotočenosti naložb v izbrano področje ali panogo, opis politike posojanja in uporabe finančnega vzvoda, celotna vrednost upravljanih sredstev ter podatek ali ima dovoljenje pristojnih organov in ali se bo tržil v Sloveniji.

Upravljavec SIS je lahko upravljavec AIS z dovoljenjem za opravljanje storitev upravljanja AIS v Sloveniji ali državi članici, upravljavec SIS ali družba za upravljanje. Po uvedbi razširjenega potnega lista bodo lahko SIS upravljali tudi upravljavci iz tretjih držav. SIS je lahko ustanovljen na podlagi zakona, ki ureja gospodarske družbe, kot dvojna družba, d. o. o., d. d., k. d. d., k. d. ali evropska delniška družba ali kot ločeno premoženje po ZUAIS. V primeru oblikovanja kot ločeno premoženje od premoženja upravljavca AIS in od drugega premoženja v upravljanju upravljavca AIS, se ne more upravljati sam. Upravljavec SIS mora izpolnjevati določbe Sklepa o pravilih poslovanja upravljavca specialnega investicijskega sklada (Uradni list RS, št. 11/16).

²² Iz Uredbe 231/2013/EU so možne naslednje strategije AIS:

- strategija hedge sklada,
- strategija sklada zasebnega kapitala,
- strategija nepremičninskega sklada,
- strategija sklada skladov ali
- druga strategija, ki jo upravljavec AIS sam opiše.

3.2.2.3 Administrator alternativnega investicijskega sklada

V skladu s 237. členom ZUAIS je administrator AIS pravna oseba, ki za AIS na podlagi pogodbe, sklenjene z upravljavcem AIS, opravlja storitve iz 2. točke 57. člena ZUAIS²³ in je za opravljanje teh storitev pridobila dovoljenje Agencije. Agencija izda dovoljenje za opravljanje posamezne vrste storitev administratorja AIS, če dokaže, da je sposoben izpolnjevati zahteve določene v ZUAIS in drugih predpisov, ki v Sloveniji urejajo poslovanje AIS, ima zadosten osnovni kapital, in sicer najmanj v višini 50.000 EUR, ima višje vodstvo zadosten ugled ter znanje in izkušnje s področja administrativnih storitev, ki jih za AIS namerava opravljati ter sta sedež in poslovodstvo v Sloveniji.

K zahtevi za izdajo dovoljenja za opravljanje storitev administratorja AIS mora biti predložena kopija statuta ali družbene pogodbe, seznam članov višjega vodstva z dokazili, iz katerih izhaja, da imajo ti zadosten ugled ter znanje in izkušnje s področja administrativnih storitev, ki jih za AIS namerava opravljati, poslovni načrt z opisom organizacijske strukture ter informacije o dogovorih o prenosu opravljanja dodatnih storitev, povezane z upravljanjem AIS. podrobneje so pogoji poslovanja administratorja glede na storitve, ki jih opravlja za AIS, določene v Sklepu o pravilih poslovanja in poročanju administratorja alternativnih investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 11/16).

Nadalje je določeno, da mora administrator AIS enkrat letno, in sicer do 31. januarja po stanju na dan 31. december preteklega leta, poročati Agenciji podatke o sedežu AIS, za katere opravlja administrativne storitve po državah, številu AIS, za katere opravlja administrativne storitve, številu imetnikov enot AIS, za katere opravlja storitve ter skupni čisti vrednost sredstev AIS, za katere opravlja administrativne storitve.

3.3 Investicijski skladi, ki se lahko tržijo v Sloveniji v skladu z veljavno zakonodajo

3.3.1 Trženje investicijskih skladov, namenjenih samo profesionalnim vlagateljem

Skladno s 199. členom ZUAIS je dovoljeno enote AIS v Sloveniji tržiti samo profesionalnim vlagateljem²⁴, medtem ko je neprofesionalnim vlagateljem dovoljeno tržiti AIS ob izpolnjevanju pogojev iz ZISDU-3.

²³2. točka storitev upravljanja AIS (dodatne storitve povezane z upravljanjem AIS) iz Priloge 3.

²⁴ V skladu z 31. členom ZUAIS je profesionalna vlagatelj tista oseba, ki se šteje za profesionalni stranko v skladu z ZTFI oziroma oseba, ki na podlagi ZTFI zahteva, da se obravnava kot profesionalna stranka. Profesionalna stranka je na podlagi ZUAIS tudi vsaka fizična oseba, pravna oseba in drugi subjekt javnega oziroma zasebnega prava, ki:

- se s pogodbo z upravljavcem obveže, da bo vložil vsaj 150.000 EUR oziroma 50.000 EUR, kadar gre za vplačilo v SIS, v družbo tveganega kapitala ali EU AIS, ki izpolnjuje najmanj pogoje, ki veljajo za navedene AIS v Sloveniji,

V 202. členu ZUAIS je določeno, da mora upravljavec AIS, ustanovljen v Sloveniji, ki želi tržiti AIS, ustanovljen v Sloveniji (v nadaljevanju SLO AIS), ali EU AIS, o tem obvestiti Agencijo in predložiti:

- poslovni načrt, v katerem so navedeni AIS, ki jih upravljavec AIS namerava tržiti, in informacije o tem, kje so EU AIS ustanovljeni,
- informacije o skrbniku AIS,
- informacije o AIS, ki so na voljo vlagateljem,
- za vsak posamezen AIS vse dodatne informacije, ki jih morajo razkriti vlagateljem skladno s prvim odstavkom 97. člena ZUAIS,
- informacije o ureditvi, ki bo zagotavljala, da se bodo enote AIS tržile le z zakonodajo dovoljenim vlagateljem, tudi če bodo investicijske storitve izvajali druge osebe.

Agencije potrdi prigrasitev trženja AIS in upravljavec lahko prične s trženjem v Sloveniji, v primeru trženja EU AIS mora Agencija obvestiti o potrditvi trženja tudi matični pristojni organ države članice, kjer je AIS ustanovljen.

Enak postopek prigrasitve trženja velja za slovenske upravljivce, ki upravljajo AIS ustanovljen v državi članici in želijo, da se trži tudi v Sloveniji. Slovenski upravljivci AIS lahko skladno s 162. členom ZUAIS upravljajo AIS v tretji državi, ki se ne trži v Sloveniji ali drugi državi članici, če posluje v skladu z določbami ZUAIS in drugih predpisov, ki v Sloveniji urejajo poslovanje AIS, razen določb, ki urejajo skrbniške storitve, in določb, ki urejajo letno poročilo AIS, ter če imata Agencija in pristojni organ AIS tretje države sklenjen sporazum o sodelovanju, ki omogoča izmenjavo vseh podatkov in informacij, potrebnih za izvajanje nadzora.

Slovenska zakonodajna ureditev ni uvedla možnosti direktive AIFMD glede režim NPPR ter tako ne omogoča trženja EU upravljavcem ne-EU AIS in ne-EU upravljavcem AIS. Glede na to, da pred sprejetjem ZUAIS niso bili regulirani AIS namenjeni profesionalnim vlagateljem, so slovenski zakonodajalci z namenom zaščite domačih upravljivcev AIS, ki bodo kot prvi lahko ponudili domačim profesionalnim vlagateljem svoje produkte, možnost režima NPPR opustili. Na ta način bodo imeli slovenski upravljivci AIS ob zmanjšani konkurenci možnost upravljanja večjega premoženja in s tem tudi večje možnosti nadaljnjega razvoja.

Registrirani slovenski upravljivci AIS, ki so vpisani v register, ki ga vodi Agencija, lahko tržijo svoje AIS profesionalnim vlagateljem na območju Slovenije. Glede na to, da Slovenija

-
- v dokumentu, ločenem od pogodbe z upravljavcem, pisno navede, da se zaveda tveganj, ki so povezana s predvideno obveznostjo ali naložbo.

ni opredelila NPPR za EU registrirane upravljavce AIS, tudi slednji ne smejo ponujati svojih AIS slovenskim vlagateljem.

V Sloveniji se nadalje lahko tržijo EU AIS, ki jih upravljajo EU upravljavci AIS, in sicer skladno s notifikacijskim postopkom iz 217. člena ZUAIS. EU upravljavec lahko prične s trženjem EU AIS ko matični pristojni organ predložiti Agenciji dokumentacijo:

- poslovni načrt, v katerem so navedeni AIS, ki jih upravljavec AIS namerava tržiti, in informacije o tem, kje so EU AIS ustanovljeni,
- informacije o skrbniku AIS,
- informacije o AIS, ki so na voljo vlagateljem,
- za vsak posamezen AIS vse dodatne informacije, ki jih morajo razkriti vlagateljem skladno s prvim odstavkom 97. člena ZUAIS,
- seznam držav članic, v katerih namerava tržiti svoje EU AIS in
- informacije o ureditvi, ki bo zagotavljala, da se bodo enote AIS tržile le z zakonodajo dovoljenim vlagateljem, tudi če bodo investicijske storitve izvajali druge osebe.

V množici različnih scenarijev ustanovitve AIS in trženja AIS je vlagatelj, pa čeprav profesionalni, upravičeno zmeden, glede na to, kateri je reguliran in ima ustrezna dovoljenja ter kateri ne. V Tabeli 15 je prikazana zakonodajna ureditev trženja AIS v Sloveniji, glede na to ali so ustanovljeni v Sloveniji, državi članici ali tretji državi, ter glede na to ali jih upravlja slovenski upravljavec AIS, EU upravljavec AIS ali ne-EU upravljavec AIS.

Tabela 15: Prikaz ureditve trženja AIS v Sloveniji

	TRŽENJE V SLOVENIJI		
	SLO AIS	EU AIS	ne-EU AIS
SLO upravljavec AIS	Trženje je dovoljeno (priglasitev po 202. členu ZUAIS)	Trženje je dovoljeno (Priglasitev po 202. členu ZUAIS)	Trženje ni dovoljeno (dovoljeno šele po uvedbi razširjenega potnega lista)
SLO registriran upravljavec AIS	Trženje je dovoljeno samo profesionalnim vlagateljem (vpis v register)	Trženje je dovoljeno samo profesionalnim vlagateljem (vpis v register)	Trženje je dovoljeno samo profesionalnim vlagateljem (vpis v register)
EU upravljavec AIS	Trženje je dovoljeno (notifikacija v skladu s 217. členom ZUAIS)	Trženje je dovoljeno (notifikacija v skladu s 217. členom ZUAIS)	Trženje ni dovoljeno (dovoljeno šele po uvedbi razširjenega potnega lista)
Registrirani EU upravljavec AIS	Trženje ni dovoljeno	Trženje ni dovoljeno	Trženje ni dovoljeno
ne-EU upravljavec AIS	Trženje ni dovoljeno (dovoljeno šele po uvedbi razširjenega potnega lista)	Trženje ni dovoljeno (dovoljeno šele po uvedbi razširjenega potnega lista)	Trženje ni dovoljeno (dovoljeno šele po uvedbi razširjenega potnega lista)

Glede na to, da Slovenija nima zakonodajno urejenega NPPR, trenutno ne-EU upravljavci ne smejo tržiti svojih AIS v Sloveniji. Prav tako se ne smejo tržiti ne-EU AIS, ne glede na to ali ga upravlja slovenski upravljavec AIS ali EU upravljavec AIS.

Na dan 30. 6. 2016 je bilo v Sloveniji registriranih osem slovenskih upravljavcev AIS, ki upravljajo devet AIS, od katerih je kar šest skladov zasebnega kapitala ter po en sklad skladov, blagovni sklad in SIS-sklad nepremičnin. Na dan 31. december 2015 je šest registriranih upravljavcev upravljalo s premoženjem v višini 32 mio EUR. Glede na to, da slovenskih upravljavcev AIS z dovoljenjem še ni, je bila Slovenija zanimiva evropskim upravljavcem, saj je 39 EU upravljavcev skladno v 135. členom ZUAIS s postopkom notifikacije prijavila opravljanje storitev upravljanja AIS, med njimi le štirje taki, ki želijo upravljati AIS v Sloveniji, vsi pa so prijavili opravljanje storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti oziroma pomožne storitve. Poleg tega je tudi 49 EU upravljavcev AIS, največ iz Velike Britanije (14) in Luksemburga (10), ki so želeli svoje AIS tržiti v Sloveniji in s postopkom notifikacije priglasili trženje 116 AIS slovenskim profesionalnim vlagateljem. Nadalje je 12 upravljavcev EuVECA priglasilo trženje v Sloveniji 14 EuVECA skladov.

3.3.2 Trženje investicijskih skladov, namenjenih tudi neprofesionalnim vlagateljem

Trženje odprtih investicijskih skladov malim vlagateljem v Sloveniji ureja 4. poglavje ZISDU-3, medtem ko trženje zaprtih investicijskih skladov urejajo določbe ZTFI o prvi in nadaljnji prodaji vrednostnih papirjev. Enote investicijskih skladov se lahko malim vlagateljem v Sloveniji tržijo le na podlagi ZISDU-3 in Sklep o načinu in pogojih za trženje enot investicijskih skladov (Uradni list RS, št. 100/15), ter zakonov, ki se nanašajo na varstvo vlagateljev in preprečevanje pranja denarja, ki so veljavni v Sloveniji.

Skladno s 133. členom ZISDU-3 je v Sloveniji dovoljeno neprofesionalnim vlagateljem tržiti samo enote:

- **Investicijskih skladov (UCITS sklade in AJIS), oblikovanih na podlagi ZISDU-3:** Enote vzajemnih skladov v Sloveniji lahko trži le družba za upravljanje, ki ima dovoljenje Agencije za upravljanje vzajemnih skladov ter družba za upravljanje države članice, ki ima dovoljenje za upravljanje vzajemnega sklada na podlagi ZISDU-3. Poleg tega lahko enote AJIS, oblikovanih na podlagi ZISDU-3, tržijo dovoljeni upravljavci AJIS.
- **UCITS skladi držav članic:** Družba za upravljanje države članice lahko prične neposredno tržiti enote UCITS skladov države članice v Sloveniji z dnem, ko pristojni nadzorni organ države članice družbi za upravljanje države članice sporoči, da je Agenciji posredoval priglasitveni dokument s prilogami (veljaven prospekt in pravila upravljanja UCITS sklada, zadnje letno poročilo, dokument s ključnimi podatki za vlagatelja ter potni list UCITS sklada). Obenem mora zagotavljati vse zmogljivosti za

nemoteno izvajanje plačil imetnikom UCITS skladov, izvajanjem prodaje in odkupa enot, zagotavljanje dokumentacije in informacij vlagateljem ter reševanje pritožb vlagateljev v skladu z ZISDU-3.

- **Zaprthi oziroma odprti AIS držav članic** z naložbenimi politikami, ki jih za zaprte oziroma odprte AIS dovoljuje 10. poglavje ZISDU-3: Upravljavec AIS z dovoljenjem pristojni organov države članice lahko trži EU AIS, katerega pravila upravljanja so v skladu z določbami v zvezi z delovanjem AIS, prav tako mora upoštevati znesek minimalnega prvega vplačila ter obenem mora zagotoviti reševanje pritožb vlagateljev skladno z ZISDU-3 in dokumentacijo in informacije vlagateljem. Preden prične s trženjem mora opraviti priglasitev v skladu z zakonom, ki ureja delovanje upravljavcev AIS. Agencija lahko z odločbo trženje prepove, če ne izpolnjuje slovenskih predpisov v zvezi s trženjem enot investicijskih skladov.

Tako je bilo konec leta 2015 v Sloveniji malim vlagateljem na voljo 113 UCITS skladov, od tega 74 delniških, 26 mešanih, 9 obvezniških skladov ter štirje skladi denarnega trga, ki so skupaj upravljali 2.319 mio EUR vredno premoženje. Poleg tega se je neposredno tržilo malim vlagateljem tudi 116 UCITS skladov oblikovanih v drugih državah članicah.

SKLEP

Zaradi posledic svetovne finančne krize je Evropska komisija sprejela eno najbolj ambicioznih in kompleksnejših zakonodajnih ureditev doslej, saj poskuša urediti širok spekter finančnih produktov, ki so bili do njenega sprejetja v posameznih državah članicah razdrobljeno urejeni ali pa celo neregulirani. Oblikovana je bila z namenom vzpostavitve varnega in usklajenega evropskega pravnega okvira za spremljanje in nadzor tveganj in s tem vzpostavitve stabilnosti trga ter povečanja zaščite vlagateljev. Direktiva AIFMD ima globok in širok dolgoročen vpliv na industrijo investicijskih skladov, saj njene določbe korenito vplivajo na poslovanje upravljavcev AIS tako iz držav članic kot tudi iz tretjih držav.

Poslovanje in delovanje upravljavcev AIS je precizno determinirano z določbami tako Direktive AIFMD kot tudi kasneje sprejete Uredbe 231/2013/EU. Tako sta omenjeni zakonodajni ureditvi pustili državam članicam le manipulacijski prostor v zvezi z ureditvijo trženja na svojem ozemlju, in sicer trženja registriranih upravljavcev AIS, trženja upravljavcev AIS in AIS iz tretjih držav ter dopustnost trženja malim vlagateljem. Države članice so različno pristopile k prenosu določb direktive AIFMD v svoje nacionalne pravne rede glede na razvitost in reguliranost trga AIS pred sprejetjem direktive. Države članice, ki so imele že pred sprejetjem direktive AIFMD dobro razvit in reguliran trg AIS, so želele omogočiti domačim upravljavcem AIS čimprejšnjo usklajitev z zahtevami nove zakonodajne ureditve in jim s tem omogočiti čim hitrejše koriščenje pravice čezmejnega trženja AIS znotraj držav članic. Hkrati so tiste države članice, ki so že prej dovoljevale ne-EU upravljavcem AIS delovanje na njihovem ozemlju, uveljavile opcijsko možnosti za

privabljanje ne-EU upravljavcev AIS in AIS iz tretjih držav. Na ta način so posamezne države članice omogočile, ob izpolnjevanju pogojev tako iz direktive AIFMD kot tudi dodatnih nacionalnih režimov, upravljavcem AIS iz tretjih držav ter upravljavcem AIS iz držav članic, ki upravljajo AIS ustanovljen v tretji državi, trženje na njihovem ozemlju. Opredeljeni nacionalni režimi v zvezi s tretjimi državami so v posameznih državah članicah zelo različni, tako npr. v Veliki Britaniji, Irski in Luksemburgu ni opredeljeni dodatnih pogojev poleg tistih iz direktive AIFMD, medtem ko v Franciji ne-EU upravljavec AIS mora pridobiti dovoljenje in biti popolnoma usklajen s francoskimi pravili ter na ta način mora biti skoraj popolnoma usklajen z določbami direktive AIFMD. Tako Hrvaška kot tudi Slovenija v novi zakonodajni ureditvi nista predvideli trženja ne-EU upravljavcev AIS in AIS iz tretjih držav. Slovenski trg AIS ob uveljavitvi spremenjene zakonodajne ureditve je imel le peščico akterjev, saj domačih upravljavcev AIS, razen družb tveganega kapitala, ni bilo, in na ta način so zakonodajalci dali priložnost domačim upravljavcem AIS za svoj razvoj in upravljanje sredstev slovenskih profesionalnih vlagateljev.

Pozitiven vpliv uvedbe direktive AIFMD je bil kmalu po njeni uvedi opazen v razvoju evropskega sektorja AIS, saj se je v večini držav članic tako število AIS kot tudi sredstva v njihovem upravljanju po prenosu direktive AIFMD v nacionalne pravne rede povečala. Natančneje so se sredstva v upravljanju vseh evropskih AIS na zadnji dan leta 2015 glede na zadnji dan meseca pred uvedbo direktive AIFMD povečala kar za 2,36 krat, pri čemer so se v nekaterih državah članicah sredstva v upravljanju AIS celo podeseterila. Države članice, ki so šele v preteklem letu zaključile postopek implementacije, nimajo tako izrazitih pozitivnih učinkov na industrijo AIS. Med njimi je tudi Slovenija, ki upravljavca AIS z dovoljenjem sicer še nima, se je pa po novi zakonodajni ureditvi poleg »starih« družb tveganega kapitala registriral en nepremičninski SIS ter en sklad zasebnega kapitala. Slovenske družbe za upravljanje različno ocenjujejo razvoj slovenskega sektorja AIS. Medtem ko so nekatere že zaznale povečano povpraševanje po določenih vrstah AIS predvsem zaradi trga, ki je v okolju nizkih obrestnih mer začel bolj resno razmišljati o alternativnih naložbah. Tako ocenjujejo, da je razvojni potencial po spremenjeni zakonodajni ureditvi bistveno večji, in že načrtujejo ustanovitev AIS, namenjenih profesionalnim vlagateljem. Ostale pa so še zadržane in ne pričakujejo znatnih premikov, še največ interesa pričakujejo od robnih igralcev, to je bodisi takih, ki se že sedaj ukvarjajo s podobno dejavnostjo, saj je zanje nižja stopnja reguliranosti lahko stroškovna prednost.

LITERATURA IN VIRI

1. Alternative Investment Management Association. (2013). Post-AIFMD marketing of non-French AIFS in France without a passport. *AIMA Journal 2013*. Najdeno 20. marca 2016 na spletnem naslovu: <http://www.aima.org/en/education/aimajournal/past-articles/index.cfm/jid/D1EB58B3-3BF1-4720-93AA1152AE0FF65B>
2. Association of the Luxembourg Fund Industry. (2014, februar). *The alternative investment fund managers directive: Luxembourg implementation*. Luksemburg: Association of the Luxembourg Fund Industry.
3. Association of the Luxembourg Fund Industry. (2015). *Annual report 2014-15: Funds for growth*. Luksemburg: Association of the Luxembourg Fund Industry.
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2013, junij). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2012*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev (2015, april): *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2014*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2016). *Pregled ureditve trženja AIS* (interno gradivo). Agencija za trg vrednostnih papirjev.
7. Autorite des Marches Financiers. (2012a, 25. junij). *Report on the transposition of the AIFM Directive and the development of innovative investment in France put out to public consultation*. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Gestion-alternative/Rapport-sur-la-transposition-de-la-directive-AIFM-et-developpement-de-la-gestion-innovante-en-France-soumis-a-consultation-publique.html?xtor=RSS-12
8. Autorite des Marches Financiers. (2012b, 26. julij). *Report of the AIFMD Stakeholders' Committee on the Transposition of the AIFMD Directive and the Development of French Innovative Asset Management*. Pariz: Autorite des Marches Financiers.
9. Autorite des Marches Financiers. (2013a, 12. julij). *Guide des mesures de modernisation apportées aux placements collectifs français*. Najdeno 25. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.amf-france.org/Publications/Guides/Professionnels.html%3FdocId%3Dworkspace%253A%252F%252FspacesStore%252F923b0a56-73bd-428e-9ed7-ec2ee814148b>
10. Autorite des Marches Financiers. (2013b, 18. november). *Registration arrangements for legal entities, other than portfolio management companies, managing certain Other AIF*. Pariz: Autorite des Marches Financiers.
11. Autorite des Marches Financiers. (2015, 26. junij). *Guide to UCITS and AIF marketing regimes in France – DOC 2014-04*. Pariz: Autorite des Marches Financiers.
12. Baker & McKenzie. (2014a, januar). *Are you AIFMD ready?* Paris: Baker & McKenzie.
13. Baker & McKenzie. (2014b, januar). *Finalization of the new French asset management framework*. Paris: Baker & McKenzie.
14. Bloomberg. (2014, julij): *AIFMD special report 2014*. Bloomberg Brief 2014.
15. BNP Paribas. (2015, november). *AIFMD Regulatory memo – November 2015*. Pariz: BNP Paribas.

16. Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2015a). *Annual Report 2014*. Luksemburg: Commission de Surveillance du Secteur Financier.
17. Commission de Surveillance du Secteur Financier. (2015b, 9. avgust). *Frequently Asked Questions*, Luksemburg: Commission de Surveillance du Secteur Financier.
18. Delegirana uredba Evropske Komisije št. 694/2014 z dne 17. decembra 2013 o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi, ki določajo vrste upraviteljev alternativnih investicijskih skladov. *Uradni list EU* št. 183/2014.
19. Delegirana uredba Evropske Komisije št. 231/2013/EU z dne 19. decembra 2013 o dopolnitvi direktive 2011/61/8EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z izjemami, splošnimi pogoji poslovanja, depozitarji, finančnim vzvodom, preglednostjo in nadzorom. *Uradni list EU* št.83/2013.
20. Deloitte. (2011, november). *Alternative Investment Fund Managers Directive. Frequently Asked Questions*. Luksemburg: Deloitte 2011.
21. European Fund and Asset Management Association. (2011, 20. oktober). *International Statistical Release 2011 Q2*. Bruselj: European Fund and Asset Management Association.
22. European Fund and Asset Management Association. (2012, februar). *Quarterly Statistical Release 2011 Q4*. Bruselj: European Fund and Asset Management Association.
23. European Fund and Asset Management Association. (2014, marec). *Quarterly Statistical Release 2013 Q4*. Bruselj: European Fund and Asset Management Association.
24. European Fund and Asset Management Association. (2015a, 8. januar). *International Statistical Release 2014 Q4*. Bruselj: European Fund and Asset Management Association.
25. European Fund and Asset Management Association. (2015b, december). *Monthly Fact Sheet December 2015*. Bruselj: European Fund and Asset Management Association.
26. European Fund and Asset Management Association. (2016, februar). *Quarterly Statistical Release 2015 Q4*. Bruselj: European Fund and Asset Management Association.
27. Elvinger, Hoss & Prussen (2011, oktober): *The European Directive on Alternative Investment Fund Managers: Opportunities for Luxembourg in a Nutshell*. Luksemburg: Elvinger, Hoss & Prussen Avocats a la cour 2011.
28. European Securities Market Agency. (2015, 15. julij). *ESMA's opinion to the European Parliament, Council and Commission and responses to the call for evidence on the functioning of the AIFMD EU passport and of the National Private Placement Regimes*. Pariz: European Securities Market Agency.
29. European Securities Market Agency. (2016). *European Supervisory framework*. Najdeno dne 20. junij 2016 na spletnem naslovu <https://www.esma.europa.eu/about-esma/governance/european-supervisory-framework>
30. European Private Equity and Venture Capital Association. (2013, december). *AIFMD 3rd Country*. Bruselj: European Private Equity and Venture Capital Association.

31. European Private Equity and Venture Capital Association. (2015, marec). *AIFMD Implementation Fund Marketing: A closer look at marketing under national placement rules across Europe*. Bruselj: European Private Equity and Venture Capital Association.
32. Ernst & Young. (2013, september). *AIFMD: the road to implementation. Analysis of results*. Ernst & Young.
33. Firth, S. (2015, julij). *AIFMD Solutions*. London: Kaye Scholer, 2015.
34. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga. (b.l.). *Investicijski fondovi*. Zagreb: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga.
35. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga. (2013). *Godišnje izvješće 2012*. Zagreb: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga.
36. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga. (2014). *Godišnje izvješće 2013*. Zagreb: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga.
37. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga. (2015). *Godišnje izvješće 2014*. Zagreb: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga.
38. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga (2016a). *Broj investicijskih fondova*. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga.
39. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga. (2016b). *Neto imovina investicijskih fondova*. Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga.
40. Jaminon, G. (2016, 1. januar). Third Country AIFMD passport: EU Commission addresses letter to ESMA concerning the advice for AIFMD passport extension. *KPMG Fund news*. Najdeno 19. marca 2016 na spletnem naslovu: <http://www.kpmgfundnews.eu/european-union/2016/01/third-country-aifmd-passport-eu-commission-addresses-letter-to-esma-concerning-the-advice-for-aifmd-passport-extension/>
41. Komisija Evropske skupnosti. (2006, 15. november). *Bela knjiga o izboljšanju okvira enotnega trga za investicijske sklade*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2006.
42. Komisija Evropske skupnosti. (2009a, 30. april). *Commission staff working document accompanying the proposal for a directive of the European parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/ec and 2009/.../ec. Impact assessment*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2009.
43. Komisija Evropske skupnosti. (2009b, 30. april). *Predlog direktive Evropskega parlamenta in Sveta o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembi direktiv 2004/39/ES in 2009/.../ES*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2009.
44. Komisija Evropske skupnosti. (2011a, 7. december). *Commission staff working paper accompanying the document Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on European Venture Capital Funds. Impact assesment*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2011.
45. Komisija Evropske skupnosti. (2011b, 7. december). *Commission staff working paper accompanying the document Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on European Social Entrepreneurship Funds. Impact assesment*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2011.

46. Komisija Evropske skupnosti. (2011c, 7. december). *Predlog uredba Evropskega parlamenta in Sveta o evropskih skladih tveganega kapitala*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2011.
47. Komisija Evropske skupnosti. (2011d, 7. december). *Predlog uredba Evropskega parlamenta in Sveta o evropskih skladih za socialno podjetništvo*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2011.
48. Komisija Evropske skupnosti. (2012, 19. december). *Commission staff working paper accompanying the document Delegated regulation supplementing Directive 2011/61/EU with regards to exemptions, general conditions, depositories, leverage, transparency and supervision. Impact assesment*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2011.
49. Komisija Evropske skupnosti. (2013a, 26. junij). *Commission staff working paper accompanying the document Proposal for a regulation of the European parliament and of the Council on European Long Term Investment Funds. Impact assesment*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2013.
50. Komisija Evropske skupnosti. (2013b, 26. junij). *Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih*. Bruselj: Komisija Evropske skupnosti, 2013.
51. KPMG. (2015, 8. maj). *AIFMD Transposition*. Luksemburg: KPMG Luxembourg 2015.
52. Monetary and Finacial Code. *Ordonnance* no. 2015-1576.
53. Multifonds. (2012, september): *Convergence and the impact of AIFMD survey*. Luksemburg: Multifonds 2012.
54. Multifonds. (2013, junij): *The impact of AIFMD and convergence survey*. Luksemburg: Multifonds 2013.
55. Multifonds. (2014a, junij): *The impact of AIFMD and convergence survey: Part 3*. Luksemburg: Multifonds 2014.
56. Multifonds. (2014b, 21. junij). *Global fund industry survey reveals positive outlook for AIFMD and 50% reduction in anticipated depositary costs*. Luksemburg: Multifonds 2014.
57. Multifonds. (2015, junij): *The impact of AIFMD and convergence survey: Part 4*. Luksemburg: Multifonds 2015.
58. Norton Rose. (2012, avgust): *The impact on non-EU fund managers of non-EU funds*. London: Norton Rose 2012.
59. Practical Law. (2014, december): *Investment funds in France: regulatory overview*. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://uk.practicallaw.com/5-501-4693>
60. Pravilnik o vrstama alternativnih investicijskih fondova. NN, št. 105/13 in 28/15.
61. PricewaterhouseCoopers. (2013, februar): *Strategy, marketing and distribution: Focus on AIFMD*. London: PricewaterhouseCoopers.
62. Vlada Republike Slovenije. (2015a): *Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje*. Ljubljana: Vlada Republike Slovenije 2015.
63. Vlada Republike Slovenije. (2015b): *Predlog zakona o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov*. Ljubljana: Vlada Republike Slovenije 2015.

64. Witney, S. (2013, 23. oktober). *The AIFMD: Main provisions and implications for private funds*. London: King & Wood Mallesons 2013.
65. Zakon o alternativnim investicijskim fondovima. *NN*, št. 16/13 in 143/14.
66. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS* št. 31/15 in 81/15.
67. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom. *NN*, št. 16/13 in 143/14.
68. Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov. *Uradni list RS* št. 32/15.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Seznam kratic.....	1
Priloga 2: Profesionalne stranke v skladu z Prilogo II Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov	2
Priloga 3: Storitve, ki jih lahko opravlja upravljavec AIS	4
Priloga 4: Določitev referenčne države članice.....	5
Priloga 5: Vpliv prenosa direktive AIFMD v luksemburško zakonodajo na sklade UCI part II iz Zakona 2010 o kolektivnih naložbenih podjetjih.....	7
Priloga 6: Vpliv prenosa direktive AIFMD v luksemburško zakonodajo na SIF, ustanovljenih na podlagi Zakona 2007 o specialnih investicijskih skladih ter na SICAR, ustanovljenih na podlagi Zakona 2004 o investicijskih družbah tveganega kapitala	8
Priloga 7: Vpliv prenosa direktive AIFMD v luksemburško zakonodajo na prej neregulirane AIS	9

Priloga 1: Seznam kratic

AIFMD	Direktiva 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (angl. <i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i>)
AIS	alternativni investicijski sklad
AJIS	alternativni javni investicijski sklad
AMF	francoski nadzorni organ (fr. <i>Autorite des Marches Financiers</i>)
CSD	Centralno depotna družba
CSSF	luksemburški nadzorni organ (fr. <i>Commision de Surveillance du Secteur Financier</i>)
EFAMA	Evropsko združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (angl. <i>European Fund and Asset Management Association</i>)
ELTIF	evropski dolgoročni investicijski sklad (angl. <i>European Long Term Investment Fund</i>)
ESMA	Evropski nadzorni organ za vrednostne papirje in trge (angl. <i>European Securities Market Agency</i>)
EU	Evropska unija
EuSEF	evropski sklad za socialno podjetništvo (angl. <i>European Social Interpreneurship Funds</i>)
EuVECA	evropski sklad tveganega kapitala (angl. <i>European Venture Capital Funds</i>)
HANFA	hrvaški nadzorni organ (hr. <i>Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga</i>)
NPPR	nacionalni režim zasebnega plasiranja (angl. <i>National Private Placement Regime</i>)
SICAF	investicijska družba s fiksnim kapitalom (fr. <i>Société d'Investissement a Capital fixe</i>)
SICAR	investicijska družba tveganega kapitala (fr. <i>Société d'Investissement en capital à risque</i>)
SICAV	investicijska družba s spremenljivim kapitalom (fr. <i>Société d'Investissement a Capital Variable</i>)
SIF	specializiran investicijski sklad (angl. <i>Specialised Investment Fund</i>)
SIS	specializiran investicijski sklad ustanovljen skladno s slovensko zakonodajo
UCI	kolektivni naložbeni podjem (angl. <i>Undertakings for collective investment</i>)
UCITS	koletktivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (angl. <i>Undertakings for collective investment in transferable securities</i>)
ZISDU	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov
ZUAIS	Zakon o upravljavcih alternativnih investicijskih skladov

Priloga 2: Profesionalne stranke v skladu z Prilogo II Direktive 2004/39/ES o trgih finančnih instrumentov

Profesionalna stranka je stranka, ki ima izkušnje, znanje in strokovnost, da lahko sama sprejema investicijske odločitve in pravilno oceni zadevne rizike. Da bi se štela za profesionalno stranko, mora stranka izpolnjevati naslednja merila:

I. Kategorije strank, ki se štejejo za profesionalne stranke

1. Osebe, ki morajo pridobiti ustrezno dovoljenje pristojnega nadzornega organa države članice ali tretje države oziroma drugače pridobiti pravico delovati na finančnih trgih, in sicer:
 - a) Kreditne institucije,
 - b) Investicijska podjetja,
 - c) Druge pooblašene ali regulirane finančne institucije,
 - d) Zavarovalnice,
 - e) Kolektivne naložbeni podjetji in družbe za upravljanje teh podjetij,
 - f) Pokojninski skladi in družbe, ki upravljajo te sklade,
 - g) Osebe, ki trgujejo blagom in izvedenimi finančnimi instrumenti na blago,
 - h) Lokalni vlagatelji,
 - i) Drugi institucionalni vlagatelji
2. Velika podjetja, ki na ravni podjetja izpolnjujejo dve od naslednjih zahtev:
 - a) bilančna vsota: 20.000.000 EUR,
 - b) neto promet: 40.000.000 EUR,
 - c) lastna finančna sredstva: 2.000.000 EUR.
3. Nacionalne in regionalne vlade, javna telesa, ki upravljajo javni dolg, centralne banke, mednarodne in nadnacionalne institucije, kot so Svetovna banka, MDS, ECB, EIB in druge podobne mednarodne organizacije.
4. Drugi institucionalni vlagatelji, katerih glavna dejavnost je vlaganje v finančne instrumente, vključno s subjekti, ki se ukvarjajo z listinjenjem sredstev ali drugimi transakcijami financiranja.

Zgoraj navedeni subjekti se štejejo za profesionalne stranke. Vseeno jim mora biti dovoljeno, da zahtevajo neprofesionalno obravnavo, in investicijske družbe lahko privolijo v zagotavljanje višje stopnje zaščite. Če je stranka investicijske družbe zgoraj navedeno podjetje, jo mora investicijska družba pred opravljanjem storitev obvestiti, da se glede na informacije s katerimi družba razpolaga stranka šteje za profesionalno stranko in se bo tako obravnavala, razen če se družba in stranka dogovorita drugače. Družba mora stranko obvestiti tudi, da lahko zahteva spremembo pogojev pogodbe za zagotovitev višje stopnje zaščite.

Stranka, ki se jo šteje za profesionalno stranko, je odgovorna, da zahteva višjo stopnjo zaščite, če meni, da ni sposobna ustrezno oceniti ali obvladovati zadevnih tveganj. Ta višja stopnja zaščite se zagotovi, ko stranka, ki se šteje za profesionalno stranko, sklene pisno pogodbo z investicijsko družbo, po kateri se ne obravnava kot profesionalna stranka za namene veljavnega režima vodenja poslov. Taka pogodba bi morala določati, ali se to uporablja za eno ali več specifičnih storitev ali transakcij ali za eno ali več vrst proizvodov ali transakcij.

II. Stranke, ki se na zahtevo lahko obravnavajo kot profesionalne stranke

1. Identifikacijska merila

Tudi strankam, ki nima položaja profesionalne stranke iz oddelka I. vključno s telesi javnega sektorja in zasebnimi vlagatelji posamezniki, je lahko dovoljeno, da se odpovedo nekaterim od zaščitnih ukrepov, ki jih zagotavljajo pravila o vodenju poslov. Investicijskim družbam bi zato moralo biti dovoljeno, da katere koli od zgornjih strank obravnavajo kot profesionalne stranke, pod pogojem, da so izpolnjena ustrezna merila in postopki. Vseeno se za te stranke ne sme predpostavljati, da imajo tržno znanje in izkušnje, primerljive s tistimi iz kategorij iz oddelka I. Morebitna odpoved zaščiti, ki jo zagotavlja standardni režim vodenja poslov, se šteje za veljavno samo, če primerna ocena strokovnosti, izkušenj in znanja stranke, ki jo da investicijska družba, da razumno zagotovi, da je stranka glede na naravo predvidenih transakcij ali storitev sposobna sprejemati svoje lastne investicijske odločitve in razumeti zadevna tveganja. Preskus usposobljenosti, ki se uporablja za poslovodje in direktorje subjektov z dovoljenjem v skladu z direktivami na finančnem področju, se lahko šteje za primer ocene strokovnosti in znanja. V primeru majhnih subjektov bi morala biti oseba, ki je predmet zgornjega ocenjevanja, oseba, pooblaščen za izvajanje transakcij v imenu subjekta.

Pri zgornjem ocenjevanju morata biti izpolnjeni najmanj dve od naslednjih meril:

- a) v preteklih štirih četrtletjih je stranka na ustreznem trgu opravljala transakcije znatne velikosti s povprečno pogostostjo 10 poslov na četrtletje,
- b) obseg portfelja finančnih instrumentov stranke, ki po opredelitvi zajema gotovinske depozite in finančne instrumente, presega 500. 000 EUR,
- c) stranka dela ali je delala v finančnem sektorju najmanj eno leto na poklicnem položaju, ki zahteva poznavanje predvidenih transakcij ali storitev.

2 Postopek

Zgoraj opredeljene stranke se lahko odpovedo koriščenju podrobnih pravil obnašanja samo, če se upošteva naslednji postopek:

- a) investicijski družbi morajo pisno navesti, da želijo biti obravnavane kot poklicne stranke na splošno ali glede posamezne investicijske storitve ali transakcije ali vrste transakcij ali proizvodov,
- b) investicijska družba jih mora pisno jasno opozoriti na zaščito in pravice do odškodnine za vlagatelje, ki jih lahko izgubijo,
- c) v dokumentu, ločenem od pogodbe, morajo pisno navesti, da se zavedajo posledic izgube take zaščite.

Investicijska podjetja morajo izvajati ustrezne pisne notranje politike in postopke za kategorizacijo strank. Poklicne stranke so odgovorne, da investicijsko podjetje sproti obveščajo o morebitnih spremembah, ki bi lahko vplivale na njihovo trenutno kategorizacijo. Če pa investicijsko podjetje ugotovi, da stranka ne izpolnjuje več začetnih pogojev, zaradi česar je postala upravičena do profesionalnega obravnavanja, mora investicijsko podjetje ustrezno ukrepati.

Priloga 3: Storitve, ki jih lahko opravlja upravljavec AIS

Upravljavec AIS lahko opravlja:

- 1. storitve upravljanja AIS,
- 2. storitve upravljanja investicijskih skladov v skladu z direktivo UCITS,
- 3. storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti in
- 4. pomožne storitve:
 - a) investicijsko svetovanje,
 - b) hramba in administrativne storitve v zvezi z enotami investicijskih skladov in
 - c) sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti.

Storitve upravljanja AIS obsegajo:

- 1. upravljanje premoženja AIS:
 - b) sklepanje pravnih poslov, katerih predmet je premoženje AIS, razpolaganje s premoženjem AIS zaradi izpolnitve obveznosti iz poslov, sklenjenih pri upravljanju premoženja AIS, sprejemanje izpolnitev obveznosti druge pogodbene stranke na podlagi poslov, sklenjenih pri upravljanju premoženja AIS in uresničevanje pravic iz vrednostnih papirjev AIS oziroma drugih naložb AIS;
 - c) upravljanje tveganj AIS;
- 2. dodatne storitve, povezane z upravljanjem AIS:
 - a) administrativne storitve:

- i. pravne storitve in vodenje poslovnih knjig ter sestavljanje poslovnih poročil,
- ii. odnosi z vlagatelji,
- iii. vrednotenje sredstev in obveznosti ter izračunavanje vrednosti enote vključno z obračunom davka in davčnim poročanjem,
- iv. pregled usklajenosti z zakonskimi in podzakonskimi zahtevami,
- v. vodenje evidence imetnikov enot in drugih evidenc,
- vi. delitev dobička oziroma prihodkov,
- vii. administrativne storitve, povezane z vplačili in izplačili enot,
- viii. obračun in poravnave po pogodbah ter razpošiljanje potrdil o lastništvu enot,
- ix. hramba dokumentacije;

b) trženje enot AIS;

c) druge storitve, povezane s premoženjem AIS, med drugim:

- i. dejavnosti, potrebne za izpolnitev obveznosti upravljavca AIS kot fiduciarja,
- ii. upravljanje objektov,
- iii. administracija, povezana z naložbami v nepremičnine,
- iv. svetovanje podjetjem v zvezi s kapitalsko strukturo,
- v. industrijska politika in z njo povezane zadeve,
- vi. svetovanje in storitve, povezane z združitvami in nakupi podjetij,
- vii. druge storitve, povezane z upravljanjem AIS in družbami ter drugimi sredstvi, v katere AIS vlaga.

Priloga 4: Določitev referenčne države članice

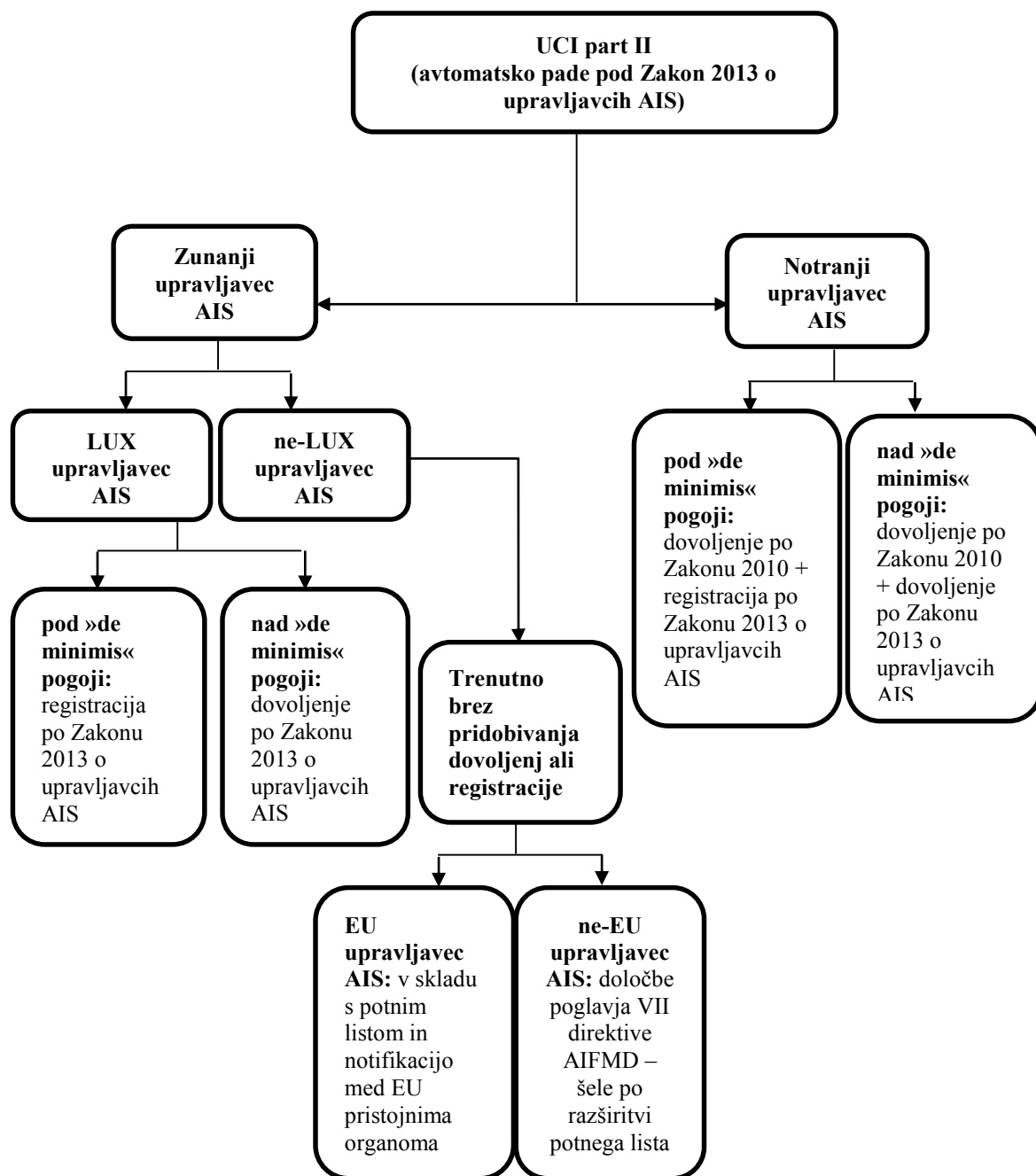
Referenčna država se določi tako, da:

- a) če ne-EU upravljavec AIS namerava upravljati enega ali več EU AIS v državi članici, ki jih ne namerava tržiti v skladu s 39. in 40. členom direktive AIFMD, se šteje matična država tega ali teh EU AIS za referenčno državo članico,
- b) če ne-EU upravljavec AIS namerava upravljati več EU AIS, ki so ustanovljeni v različnih državah članicah, ki jih ne namerava tržiti v skladu s 39. in 40. členom direktive AIFMD, je referenčna država članica:
 - i. tista država članica, v kateri je ustanovljena večina AIS, ali
 - ii. tista država članica, v kateri se upravlja največji del sredstev,
- c) če ne-EU upravljavec AIS namerava tržiti le en EU AIS v eni državi članici, je referenčna država članica:
 - i. če ima AIS dovoljenje ali je registriran pri pristojnem organu države članice, matična država članica AIS ali tista država članica, v kateri namerava tržiti AIS,
 - ii. če AIS nima dovoljenja ali ni registriran pri pristojnem organu države članice AIS, tista država članica, v kateri ne-EU upravljavec AIS namerava tržiti AIS,
- d) če ne-EU upravljavec AIS namerava tržiti en ne-EU AIS samo v eni državi članici, je referenčna država članica ta država članica,

- e) če ne-EU upravljavec AIS namerava tržiti le en EU AIS več državah članicah, je referenčna država članica:
 - i. če ima AIS dovoljenje ali je registriran pri pristojnem organu države članice, matična država članica AIS ali ena izmed držav članic, v kateri namerava razviti učinkovito trženje AIS,
 - ii. če AIS nima dovoljenja ali ni registriran pri pristojnem organu države članice AIS, tista država članica, v kateri ne-EU upravljavec AIS namerava razviti učinkovito trženje AIS,
- f) če ne-EU upravljavec AIS namerava tržiti le en ne-EU AIS v več različnih državah članicah, je referenčna država članica katera koli od teh držav;
- g) če ne-EU upravljavec AIS namerava tržiti več EU AIS v eni ali več državah članicah, je referenčna država članica:
 - i. če imajo vsi EU AIS dovoljenje ali so registrirani pri istem pristojnem organu EU AIS, tista država članica, ki je matična država članica teh EU AIS, ali država članica, v kateri namerava ne-EU upravljavec AIS razviti učinkovito trženje za večino teh EU AIS,
 - ii. če noben EU AIS nima dovoljenja ali ni registriran pri istem pristojnem organu EU AIS, država članica, v kateri namerava ne-EU upravljavec AIS razviti učinkovito trženje za večino teh EU AIS,
- h) če ne-EU upravljavec AIS namerava hkrati tržiti več EU AIS in ne-EU AIS ali le več ne-EU AIS v več državah članicah, je referenčna država tista država članica, v kateri namerava ne-EU upravljavec AIS razviti učinkovito trženje za večino teh AIS.

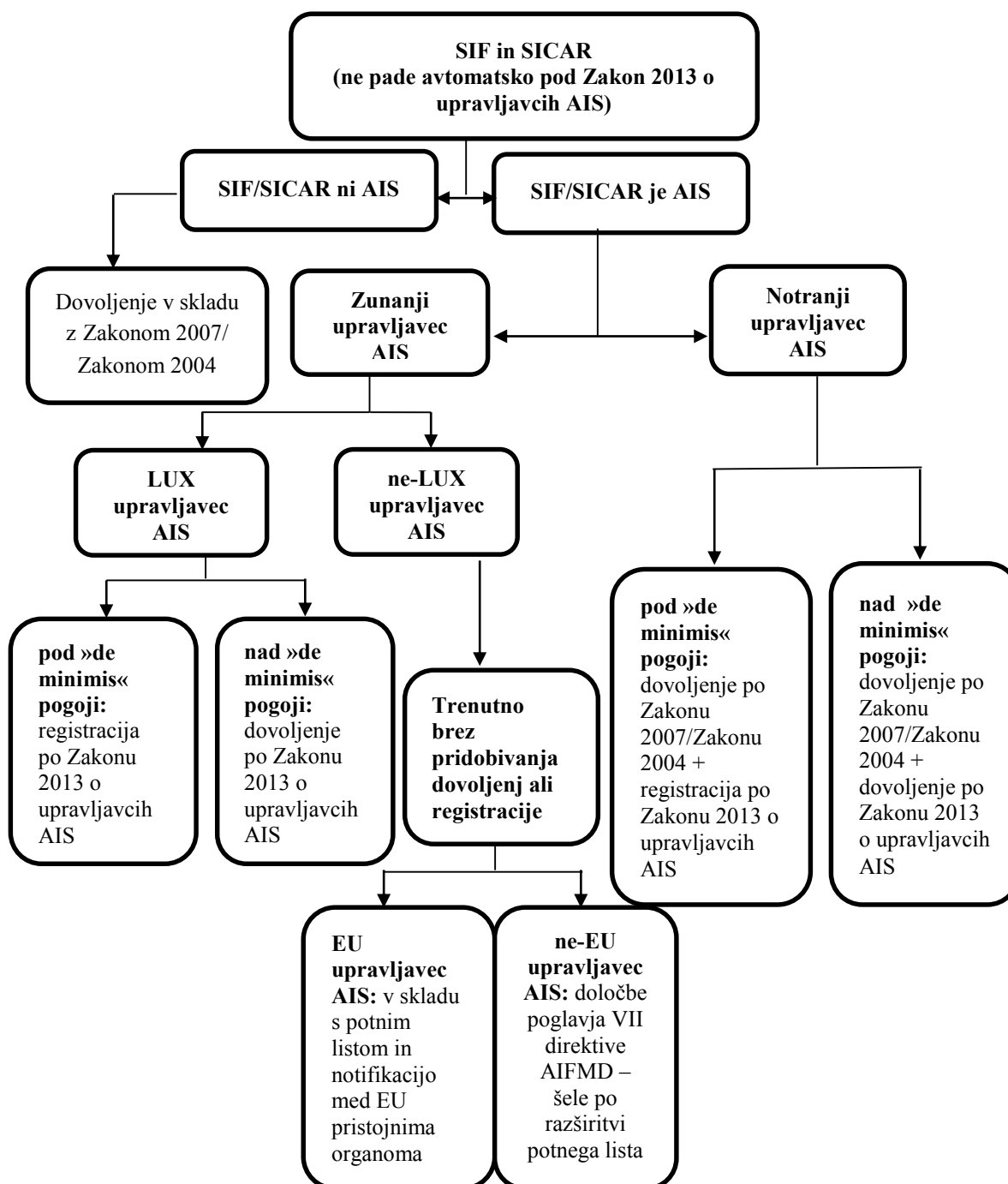
Podrobneje postopek določitve referenčne države članice izreka Izvedbena uredba Evropske komisije št. 448/2013 o uvedbi postopka za določitev referenčne države članice upravljavce AIS zunaj EU.

Priloga 5: Vpliv prenosa direktive AIFMD v luksemburško zakonodajo na sklade UCI part II iz Zakona 2010 o kolektivnih naložbenih podjetjih



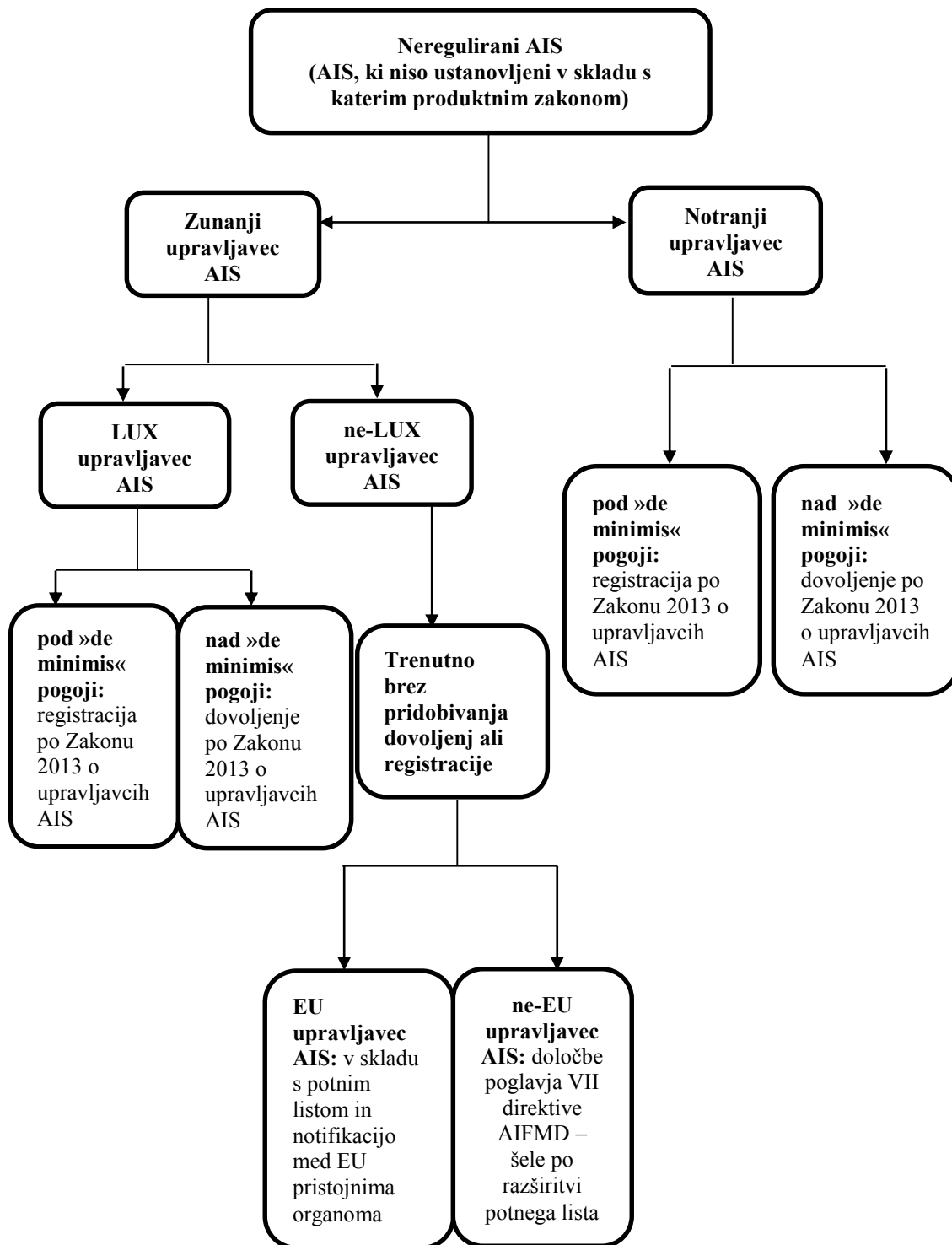
Vir: Commission de Surveillance du Secteur Financier, 2015, str. 10.

Priloga 6: Vpliv prenosa direktive AIFMD v luksemburško zakonodajo na SIF, ustanovljenih na podlagi Zakona 2007 o specialnih investicijskih skladih ter na SICAR, ustanovljenih na podlagi Zakona 2004 o investicijskih družbah tveganega kapitala



Vir: Commission de Surveillance du Secteur Financier, 2015, str. 11.

Priloga 7: Vpliv prenosa direktive AIFMD v luksemburško zakonodajo na prej neregulirane AIS



Vir: Commission de Surveillance du Secteur Financier, 2015, str. 12.