

Alkistis CHRISTOFILOU*

Nadzor nad alternativnim investicionim fondovima: Da li će se Direktiva o upravnicima investicionih fondova pokazati kao efikasan mehanizam? – Primedbe na Direktivu o upravnicima alternativnih investicionih fondova

UDK: 330.322

Dostavljen: 6. 9. 2013.

Prihvaćen: 7. 9. 2013.

Informativni prilog

Finansijska kriza iz 2008. Godine alarmirala je nadzorne organe u vezi sa brojnim problemima. Evropska unija je formirala Evropski odbor za sistemske rizike (*European Systemic Risk Board – ESRB*) i proširila nadležnosti evropskih finansijskih nadzornih organa, uključujući i Evropsku agenciju za tržišta hartijama od vrednosti (*European Securities Market Authority – ESMA*), Evropsku agenciju za nadzor banaka (*European Banking Authority – EBA*) i Evropsku agenciju (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*). Pored toga, ona je donela i određeni broj propisa i nadzornih mehanizama koji treba da pomognu praćenje i predviđanje tržišnih nepravilnosti koje bi mogle da dovedu do budućih kriza.

Alternativni investicioni fondovi i drugi fondovi visokog rizika istaknuti su kao važni činioci finansijskog sunovrata, dok je G20 potvrdila da svi značajni subjekti finansijskih tržišta moraju biti podvrgnuti pravilima i nadzoru, čime se povećava transparentnost i zaštita investitora. SAD su predmetna pravila usvojile 2010. Godine kroz Zakon Doda i Frenka o reformi Volstrita i zaštiti potrošača. U EU je u junu 2011. Godine doneta Direktiva 2011/61/EU¹ koja sadrži **pravila za izdavanje dozvola, poslovanje i transparentnost upravnika alternativnih investicionih fondova i/ili alternativnih investicionih fondova na tržištu EU**. Od država članica je zahtevano da primene ovu Direktivu do 22. Julia 2013. Konačan cilj je postizanje jednoobraznih pravila na teritoriji cele EU do 2018. Godine, koji će do

tada zameniti sve nacionalne propise u vezi sa privatnim plasmanima profesionalnih investitora.

Pojam „alternativni investicioni fondovi” obuhvata širok spektar društava za kolektivno investiranje kao što su fondovi uravnotežavanja rizika (*hedge funds*), privatne akcionarske fondove (*private equity funds*), fondove nekretnina i druge institucionalne fondove, izuzev društava za kolektivno investiranje u prenosive hartije od vrednosti (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS*) regulisanih Direktivom 2009/65/EC. Iako sami fondovi nisu regulisani, plan je da se efikasna posredna kontrola postigne preko regulisanja i nadzora upravnika tih fondova.

Predmet regulisanja Direktive o upravnicima alternativnih investicionih fondova postavljen je široko i obuhvata sledeće vrste upravnika privatnih fondova:

a. upravnike iz EU, bez obzira da li upravljaju fondovima na teritoriji EU ili van nje;

b. upravnike van EU koji upravljaju bilo fondovima iz EU i/ili obavljaju marketing fondova na teritoriji EU.

U skladu sa pravilima iz navedene direktive, Evropska komisija i Evropska agencija za tržišta hartijama od vrednosti donele su novu Uredbu 2. Nivoa radi rešavanja određenog broja važnih pitanja u vezi sa primenom, kao što su: osnovni kapital; rešavanje sukoba interesa; pravila o nagrađivanju radi izbegavanja inicijativa za prekomerno preuzimanje rizika; upravljanje rizicima; obračun zaduženja; upravljanje likvidnošću; investicije u pozicije obezbeđenje hartijama od vrednosti; depoziti; organizacioni pokazatelji; pravila vrednovanja; pravila o transparentnosti i izveštavanju; izmeštanje poslovanja na teritoriji EU putem jedinstvene dozvole.

Ta pravila obuhvataju određeni broj zaštitnih mera, na primer: funkcija upravljanja rizicima mora da bude odvojena od upravljačkih nadležnosti; kada se radi o metodama uhartijavanja, kao što je slučaj sa prepakiva-

* Partner, I.K.Rokas & Partners Law Firm, Atina, e-mail: a.christofilou@rokas.com

¹ Direktiva 2011/61/EU Skupštine Evrope i Saveta od 8. juna 2011. o upravnicima alternativnih investicionih fondova i o izmeni Direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ i Uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010.

njem zajmova u utržive hartije od vrednosti, izdavalac, kupac i zajmodavac ne mogu da naplaćuju kamatu veću od 5%; uloga, kvalifikacije i odgovornost depozitara; obavezno je zaključenje sporazuma o saradnji između nacionalnih nadzornih organa i nadzornih organa trećih država.

Direktiva o upravicima alternativnih investicionih fondova predviđa ustanovljenje postupka izdavanja dozvola, koji će se razviti tokom dva prelazna perioda, a najkasnije do 2018. Oni upravnički alternativnih investicionih fondova koji ispunjavaju uslove moraću da se registruju i da dobiju dozvolu za rad. Tokom prelaznog perioda primenjivaće se nacionalni propisi dok će zainteresovani upravnički van EU morati da obave analizu relevantnog tržišta da bi odredili pogodne države članice za osnivanje i utvrdili uslove za prenošenje njihovih usluga u druge države članice.

Upravnički alternativnih investicionih fondova koji potiču van EU a žele da se registruju u EU, pored obaveze prijavljivanja neophodnih podataka i izveštavanja koje moraju da ispune, moraću da potiču iz države koja je zaključila sporazum o saradnji sa nadležnim nadzornim organom predmetne države članice. Evropska agencija za tržišta hartijama od vrednosti je u svom pres izdanju od 18. jula 2013. Objavila da je odobrila već sedam memoranduma o razumevanju sa nadzornim organima trećih država. Ona je pregovarala sa najmanje 28 država u ime država članica EU. Sada je na nacionalnim nadzornim organima da na osnovu njih zaključe pojedinačne sporazume. Pored toga, upravnički alternativnim investicionim fondovima i upravljani alternativni investicioni fondovi neće ispunjavati uslove ako su isključeni kao „nekooperativni” u skladu sa definicijom Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj UN (OECD).

Direktiva o upravicima alternativnih investicionih fondova se primenjuje kada upravnički aktivno reklamiraju alternativne investicione fondove, tj. Kada postoji „direktna ili posredna ponuda ili plasman na inicijativu upravnika alternativnih investicionih fondova, *jedinica ili akcija* alternativnih investicionih fondova kojima upravljaju ili sa investitorima sa prebivalištem ili sedištem na teritoriji EU.” Upravno obrnuto, ako do reklamiranja dođe na inicijativu investitora, Direktiva o upravicima alternativnih investicionih fondova se ne primenjuje. Uredba 2. Nivoa biće korisna za ograničavanje obima takvog „pasivnog reklamiranja” ili „obrnuto

tog pregovaranja”, kako se takođe ono naziva, sve dok izmene nacionalnih propisa na budu obavljene tokom prelaznog perioda zbog čega ostaje da se vidi kako će se njena značajna uloga odraziti na to kako će upravnički alternativnih investicionih fondova pružati svoje prekogranične usluge. Agencija Velike Britanije o nadzoru finansijskog ponašanja (*The UK Financial Conduct Authority – FCA*), koja se uvek nalazi na vrhu po inicijativama za donošenje nadzornih smernica, u svom vodiču objavljenom u martu 2013. Godine, prihvata da je reklamiranje aktivno onda kada „neko lice namerava da prikupi kapital tako što jedinicu ili akciju alternativnog investicionog fonda nudi za kupovinu potencijalnom investitoru. To obuhvata i situacije koje predstavljaju ugovornu ponudu „koju potencijalni investitor može prihvatiti radi investiranja i zaključenja ugovora, kao i situacije koje predstavljaju poziv investitorima za davanje ponude za upis zainteresovanih investitora.” Za davanje promotivnog materijala može se prihvatiti da ono ne predstavlja aktivno reklamiranje pod uslovom da se jedinice ne nude istovremeno na prodaju.

Upravnički alternativnih investicionih fondova sa teritorije EU mogu da reklamiraju alternativne investicione fondove sa teritorije EU prema svom univerzalnom pasošu EU. Ova pogodnost se neće važiti za upravnike alternativnih investicionih fondova van teritorije EU ili alternativne investicione fondove najmanje do 22. jula 2015. Godine kada Evropska agencija za tržišta hartijama od vrednosti ima obavezu da Komisiju EU obavesti o neophodnim izmenama u ovoj oblasti.

Da bi se postigao cilj jednoobraznosti pravila i nadzora na teritoriji Unije, Evropska agencija za tržišta hartijama od vrednosti će jednom godišnje analizirati aktivnosti nacionalnih nadzornih organa, oceniti stepen dostignute konvergencije, uključujući i usvajanje pravne tehnike i standarda za sprovođenje, kao i upravne propise i kazne.

Uopšteno gledano, tržište na ovu direktivu gleda kao na sredstvo za uspostavljanje skupog nadzornog sistema za upravnike alternativnim investicionim fondovima sa teritorije EU i dovelo je do glasne zabrinutosti da to može da utiče na njihovu konkurentnost. Ostaje da se vidi kako će tržište reagovati kada ujednačeni propisi stupe na snagu u državama članicama EU.

Preveo: prof. dr Slobodan Jovanović
e-mail: nsbob@sezampro.rs

Alkistis CHRISTOFILOU*

Supervising hedge funds: Will the AIFMD prove an effective tool? – Notes on the EU Directive on Alternative Investment Fund Managers

UDC: 330.322

Received: 6. 9. 2013

Accepted: 7. 9. 2013

Informative contribution

The financial crisis of 2008 alerted regulators in multiple respects. The EU created the European Systemic Risk Board (ESRB) and upgraded the role of European financial regulators, including the European Securities Market Authority (ESMA), the European Banking Authority (EBA) and the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). It further moved to take a number of regulatory and supervisory measures intended to assist in monitoring and foreseeing market irregularities which may lead to future crises.

Hedge funds and other high risk funds have been identified as important components of the financial downturn, while the G20 has acknowledged that all significant financial market actors must be subject to regulation and supervision, thus increasing transparency and investor protection. The USA enacted measures in 2010 with the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In the EU, Directive 2011/61/EU was enacted in June, 2011, laying down the **rules for the authorisation, ongoing operation and transparency of managers of alternative investment funds (AIFMs) and/or market alternative investment funds (AIFs) in the Union**. Member States were required to transpose the Directive by 22 July 2013. The ultimate goal is to achieve uniform regulation throughout the Union by the year 2018, which should by then have replaced all national regimes regarding private placements to professional investors.

AIFs encompass a wide range of collective investment undertakings such as hedge funds, private

equity funds, real estate funds and other institutional funds, other than Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) regulated under Directive 2009/65/EC. Although the funds themselves are not regulated, an effective indirect control is intended to be achieved through the regulation and supervision of the fund managers.

The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) has a broad scope, encompassing the following kinds of private fund managers:

- a. EU AIFMs (irrespective whether they market the funds they manage within or outside the Union);
- b. Non-EU AIFMs either managing EU AIFs, and / or marketing AIFs within the Union.

As requested by the Directive, the European Commission and ESMA have further issued Level 2 Regulations to tackle a number of important implementation issues, such as: capital requirements; management of conflicts of interest; remuneration rules to avoid incentives for excessive risk-taking; risk management; leverage calculation; liquidity management; investment in securitization positions; depositaries; organisational parameters; valuation rules; transparency and reporting requirements; passporting of activities within the Union under a single passport.

Such measures include a number of safeguards, as for example: in relation to risk management, the respective offices must be separated from functional positions; in relation to securitization tools, as in the case of repackaging of loans into tradable securities, the originator, the sponsor and the original lender will not be allowed to retain a net economic interest exceeding 5%; the role, qualifications and liability of depositaries;

* Partner, I.K.Rokas & Partners Law Firm, Athens, e-mail: a.christofilou@rokas.com.

cooperation arrangements are required to be concluded between UD national and third country supervisory authorities.

The AIFMD foresees the establishment of an authorisation mechanism, which will evolve over two consequent transitional periods until 2018 at least. Eligible AIFMs will have to register and be authorised. During the transitional period, national regimes will apply and interested non-EU managers shall need to undertake the relevant market analyses in order to determine both the eligible Member State for establishment and the requirements for passporting their services to other Member States.

Non-EU AIFMs wishing to establish in the EU, further to the disclosure and reporting requirements that they must meet, will have to originate from a jurisdiction which has concluded a cooperation agreement with the respective MS's regulator. ESMA in its press release of 18 July 2013 announced it has already approved seven MOUs with non-EU regulators. It has negotiated with at least another 28 jurisdictions on behalf of the Union Member States. It remains for national regulators to conclude agreements on that basis. In addition, both the AIFM and the managed AIFs will not qualify if they are excluded as "non-cooperative" under OECD's Financial Action Task Force classification.

The AIFMD applies when the AIFM actively markets the AIF, i.e. when there is a "direct or indirect offering or placement at the initiative of the AIFM, of units or shares of an AIF it manages to or with investors domiciled or with a registered office in the Union". On the contrary, if the marketing occurs at the initiative of the investor, the AIFMD does not apply. Level 2 Regulations will be useful to delimit the ambit of such "passive marketing" or "reverse solicitation", as it is also called, while their endorsement into national rules as

long as the transitional periods last remains to be seen and will play a significant role in how AIFMs will be passporting their services. The UK Financial Conduct Authority (FCA), which is always at the forefront in providing regulatory directions, in its guidance published in March, 2013, accepts that marketing is active when "a person seeks to raise capital by making a unit or share of an AIF available for purchase by a potential investor. This includes situations which constitute a contractual offer that can be accepted by a potential investor in order to make the investment and form a binding contract, and situations which constitute an invitation to the investor to make an offer to subscribe for the investment." The provision of promotional material could be accepted not to constitute active marketing provided that no units are offered at the same time for sale.

EU AIFMs may market EU AIFs under their single EU passport. This facility shall as a rule not extend to non-EU AIFMs or AIFs for at least until 22 July 2015, when ESMA is required to advise the EU Commission on the suggested evolution in this matter.

To achieve the goal of unified regulation and supervision within the Union, ESMA shall conduct annual peer review analyses of the supervisory activities of national authorities, to assess the degree of convergence achieved including the adoption of the regulatory and implementing technical standards developed by ESMA, as well as administrative measures and penalties imposed by national authorities.

As a general view, the Directive is perceived by the market to establish a more burdensome regulatory regime for EU AIFMs, resulting to the voicing of concerns that this may affect the competitiveness of EU AIFMs. It remains to be seen how the market will respond now that the harmonized regulation has started becoming effective in the EU jurisdictions.