

Stanovisko k interpretácii limitov obmedzenia a rozloženia rizika týkajúce sa ETF a indexových certifikátov

Národná banka Slovenska zaznamenala, že správcovské spoločnosti spravujúce podielové fondy podľa zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní (Ďalej len „ZKI“) využívajú často pri investíciách majetku v nimi spravovaných podielových fondoch tzv. Exchange Traded Funds (ďalej len „ETF“) a indexové certifikáty. V súvislosti s týmito nástrojmi sa Národná banka Slovenska stretla s niektorými otázkami spojenými s aplikáciou ustanovení ZKI týkajúcich sa obmedzenia a rozloženia rizika. V dôsledku týchto skutočností Národná banka Slovenska vydáva podľa § 1 ods. 3 písm. a) tretieho bodu zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov toto stanovisko:

1. Limity obmedzenia a rozloženia rizika pre ETF

Podľa § 88 ods. 1 písm. e) ZKI majetok v štandardnom podielovom fonde možno investovať do podielových listov iných štandardných podielových fondov, cenných papierov európskych fondov a podielových listov otvorených špeciálnych podielových fondov alebo cenných papierov iných zahraničných subjektov kolektívneho investovania, ak

1. tento zahraničný subjekt kolektívneho investovania je otvorený, má udelené povolenie podľa právnych predpisov štátu, v ktorom je vytvorený a podlieha dohľadu, ktorý Národná banka Slovenska považuje za rovnocenný s dohľadom vykonávaným Národnou bankou Slovenska alebo orgánom dohľadu členského štátu, a ak je zabezpečená spolupráca Národnej banky Slovenska s príslušnými orgánmi dohľadu,
2. úroveň ochrany majiteľov cenných papierov tohto zahraničného subjektu kolektívneho investovania je rovnocenná s úrovňou ochrany podielnikov v štandardnom podielovom fonde, najmä pravidlá o oddelení majetku, požičiavania, vypožičiavania a nekrytých predajoch prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu sú rovnocenné požiadavkám podľa tohto zákona,
3. tento zahraničný subjekt kolektívneho investovania zverejňuje ročné správy o hospodárení za kalendárny rok a polročné správy o hospodárení za prvých šesť mesiacov kalendárneho roka umožňujúce hodnotenie jeho aktív a pasív, výnosov a jeho činnosti za obdobie, na ktoré sa vzťahuje príslušná správa,
4. najviac 10 % hodnoty majetku v tomto inom štandardnom podielovom fonde, majetku európskeho fondu, majetku v otvorenom špeciálnom podielovom fonde alebo majetku zahraničného subjektu kolektívneho investovania spĺňajúceho podmienky podľa prvého až tretieho bodu, môže byť podľa ich štatútov alebo obdobných dokumentov celkovo investované do podielových listov iných podielových fondov alebo do cenných papierov zahraničných subjektov kolektívneho investovania.

Podľa § 92 ods. 1 ZKI hodnota podielových listov akéhokoľvek podielového fondu alebo cenných papierov akéhokoľvek zahraničného subjektu kolektívneho investovania podľa § 88 ods. 1 písm. e) ZKI nesmie tvoriť viac ako 20 % hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde.

Podľa § 92 ods. 2 ZKI celková hodnota podielových listov špeciálnych podielových fondov a cenných papierov zahraničných subjektov kolektívneho investovania, ktoré nespĺňajú podmienky právne záväzného aktu Európskej únie upravujúceho kolektívne investovanie, nesmie tvoriť viac ako 30 % hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde

Podľa § 89 ods. 1 ZKI hodnota prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu vydaných rovnakým emitentom nesmie tvoriť viac ako 5% hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde, ak ustanovenia § 89 ods. 4 až 9, § 90,91,92 a 94 ZKI neustanovujú inak.

ETF sú subjekty kolektívneho investovania, ktoré sú väčšinou povolené ako investičné fondy spĺňajúce podmienky UCITS smernice, **sú obchodované na burze**, avšak majú niektoré **špecifické znaky**, ktorými sa odlišujú od iných otvorených podielových fondov.

- Podielové listy/akcie ETF sa nenadobúdajú alebo neredemujú priamo z ETF, ale **na sekundárnom trhu**.
- ETF sú vytvárané najmä za účelom kopírovania (tracking) **širokej škály indexov** zahrňujúce indexy akcií, dlhopisov, komodít, mien, sektor špecifických a strategických indexov.
- Väčšina európskych ETF kopírujúcich index je **pasívne riadená** a ich cieľ je **kopírovať výkonnosť indexu**. Toto môže byť dosiahnuté buď fyzickým kopírovaním alebo syntetickým kopírovaním alebo kombináciou oboch spôsobov.
- **ETF vykonávajúce fyzické kopírovanie** alebo cash založené ETF kopírujú výkonnosť podkladového indexu investovaním do všetkých cenných papierov tohto indexu alebo reprezentatívnych vzoriek týchto cenných papierov.
- Plné fyzické kopírovanie indexu môže byť ťažké dosiahnuť a zahrňuje významné transakčné náklady znova vyrovnávania.
- **Syntetické** ETF alebo ETF kopírujúce index sú spravidla založené na swape. Takéto ETF držia kôš cenných papierov ako kolaterál a vymieňajú výkonnosť týchto cenných papierov s protistranou za výkonnosť indexu.
- Táto stratégia sa vyhýba vysokým nákladom na znova vyrovnávanie a chyby kopírovania (tracking error) spojeného s fyzickým kopírovaním, ale zahŕňa **riziko protistrany**.

V nadväznosti na uvedené základné charakteristiky ETF pri určovaní limitov pre investovanie majetku v štandardných podielových fondov povolených podľa ZKI do ETF **správcovská spoločnosť musí vykonať analýzu príslušného ETF**, do ktorého plánuje investovať, z týchto hľadísk:

- a) či je ETF subjektom kolektívneho investovania (t.j. podielovým fondom alebo zahraničným subjektom kolektívneho investovania);
- b) ak ETF je subjektom kolektívneho investovania či
 1. spĺňa podmienky právne záväzného aktu Európskej únie upravujúceho kolektívne investovanie (ďalej len „UCITS fond“), alebo
 2. nespĺňa podmienky právne záväzného aktu Európskej únie upravujúceho kolektívne investovanie (ďalej len „non-UCITS fond“) alebo prípadne
- c) ak ETF je non-UCITS fondom nespĺňajúcim podmienky § 88 ods. 1 písm. e) ZKI, či cenný papier ETF je prevoditeľným cenným papierom, tak ako je vymedzené v § 3 písm. f) ZKI v spojení s podmienkami na vymedzenie podľa *opatrenia Národnej banky Slovenska z 23. augusta 2011 č. 9/2011 o podmienkach na vymedzenie likvidných finančných aktív a o podrobnostiach k prevoditeľným cenným papierom a nástrojom*

peňažného trhu obsahujúcim derivát a k podielovým fondom kopírujúcim zloženie indexu (ďalej len „Opatrenie č. 9/2011“), a to najmä § 3 tohto opatrenia.

Je teda potrebné jasne identifikovať o aký ETF sa jedná - či ide o UCITS fond, non-UCITS fond spĺňajúci podmienky podľa § 88 ods. 1 písm. e) ZKI alebo či ide len o prevoditeľný cenný papier v zmysle § 3 písm. f) ZKI a príslušných ustanovení opatrenia č. 9/2011.

Ak sa ETF identifikuje ako subjekt kolektívneho investovania, ktorý je UCITS fondom alebo ako subjekt kolektívneho investovania, ktorý je non-UCITS fondom **spĺňajúcim podmienky podľa § 88 ods. 1 písm. e) ZKI**, potom sa na individuálnu investíciu do jedného takéhoto ETF vzťahuje limit podľa § 92 ods. 1 ZKI (20 % limit).

Pre celkovú hodnotu cenných papierov ETF, ktoré spĺňajú podmienky UCITS smernice, ZKI nestanovuje obmedzenie, tzn. že teoreticky by majetok v štandardnom podielovom fonde mohol byť investovaný do cenných papierov minimálne piatich ETF, ktoré spĺňajú podmienky UCITS smernice. Nakoľko by však v takom prípade predmetný štandardný podielový fond spadol do kategórie fond fondov, museli by takéto investície zodpovedať investičnej politike štandardného podielového fondu vymedzenej v jeho štatúte.

Na rozdiel od ETF, ktoré sú UCITS fondmi, pre celkovú hodnotu cenných papierov ETF, ktoré sú non-UCITS fondmi, ZKI ustanovuje podľa § 92 ods. 2 limit na 30 % hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde na celkovú hodnotu investícií do takýchto ETF.

Ak ETF, ktorý sa identifikuje ako subjekt kolektívneho investovania (UCITS alebo non UCITS) **nesplňa podmienky** stanovené v § 88 ods. 1 písm. e) ZKI, majetok v štandardnom podielovom fonde **sa môže investovať do takéhoto ETF len za predpokladu, že cenný papier takého ETF spadá pod vymedzenie pojmu prevoditeľné cenné papiere v zmysle § 3 písm. f) ZKI a príslušných ustanovení opatrenia č. 9/2011.**

Ak sa cenný papier ETF identifikuje ako spadajúci pod vymedzenie pojmu prevoditeľné cenné papiere, potom sa na individuálnu investíciu do jedného takéhoto ETF vzťahuje **limit podľa § 89 ods. 1 ZKI** (5 % hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde) alebo limity a podmienky podľa § 89 ods. 4 zákona.

Ak sa cenný papier ETF neidentifikuje ani ako spadajúci pod vymedzenie pojmu prevoditeľné cenné papiere podľa § 3 písm. f) zákona, nemožno majetok v štandardnom podielovom fonde do takýchto cenných papierov ETF investovať, keďže takáto investícia by bola v rozpore s ustanovením § 88 ods. 1 ZKI.

2. Limity obmedzenia a rozloženia rizika pre indexové certifikáty

Indexové certifikáty

Otázku limitov tzv. „indexových certifikátov“ (napr. Index-linked Certificate of Deposit, ktorého výnos je založený na špecifickom indexe) **nie je možné spájať**

s problematikou ETF, ktoré sú z definície subjektmi kolektívneho investovania, aj keď tieto nástroje taktiež kopírujú výkonnosť jedného alebo niekoľkých aktív napr. indexu.

V súčasnosti existuje na finančných trhoch veľká škála certifikátov. Pred zámerom investovať majetok v štandardných podielových fondoch do tzv. „indexových certifikátov“ musí správcovská spoločnosť vykonať analýzu príslušného indexového certifikátu z hľadiska, či sa jedná o aktívum prípustné pre investovanie majetku v štandardnom podielovom fonde (§ 88 ZKI), t.j. či je ho možné považovať napríklad za prevoditeľný cenný papier alebo prípadne za prevoditeľný cenný papier obsahujúci derivát. Až na základe vykonanej analýzy je možné určiť limit vyplývajúci z ustanovení ZKI.

Delta-one štruktúrované finančné nástroje

„Indexové certifikáty“, môžu spadať do kategórie tzv. Delta-one štruktúrovaných finančných nástrojov. **Delta-one štruktúrované finančné nástroje (ďalej len „delta-one SFN“)** sú dlhové cenné papiere, ktoré kopírujú výkonnosť jedného alebo niekoľkých aktív, ako napríklad finančných nástrojov, úrokových sadzieb, indexov alebo cien komodít. **Delta-one SFN ponúkajú investorom možnosť získať expozíciu na výkonnosť podkladových aktív na báze jedna k jednej. Z toho vyplýva, že 1% pohyb v hodnote podkladového aktíva vedie k 1% pohybu v hodnote delta-one nástroja.**

Správcovská spoločnosť je povinná analyzovať, či takýto delta-one nástroj obsahuje derivát (vnorený derivát) alebo neobsahuje derivát, hoci jeho výkonnosť je spojená s výkonnosťou iných aktív. Pravidlá pre identifikáciu vnorenej derivátovej zložky sú ustanovené v § 10 opatrenia č. 9/2011. Ak delta-one SFN obsahuje derivát, potom aj podkladové aktíva tohto derivátu musia spadať medzi aktíva prípustné pre investovanie majetku v štandardných podielových fondoch podľa ZKI. Ak delta-one nástroj sa považuje za finančný nástroj viazaný (linked) na výkonnosť iných aktív, ale neobsahuje derivát, tieto iné aktíva, na ktorých výkonnosť sa delta-one SFN viaže, nemusia spadať medzi aktíva prípustné pre investovanie majetku v štandardných podielových fondoch podľa ZKI.

Pre úplnosť, Národná banka Slovenska dáva opätovne do pozornosti k tejto problematike *Metodické usmernenie Útvaru dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska č. 4/2008 zo dňa 19. 8. 2008 k pravidlám investovania majetku v podielových fondoch*

(http://www.nbs.sk/_img/Documents/DFT/KAPTRH/KI/OAMU/mu0804.pdf).

Finančný nástroj, ktorý obsahuje derivát, musí správcovská spoločnosť analyzovať za účelom určenia, či derivátová zložka spĺňa limity o celkovom riziku a riziku emitenta. Pri delta-one SFN je taktiež potrebné zohľadniť, či delta-one SFN obsahuje leverage (t.j. prípad kopírovania podkladového aktíva, pri ktorom sa delta nerovná 1).

Zároveň Národná banka Slovenska upozorňuje, že v súvislosti s týmito kategóriami finančných nástrojov nie je možné v rámci tohto stanoviska postihnúť všetky otázky spojené s investovaním. V súvislosti s investíciami do indexových certifikátov a delta-one SFN je potrebné upozorniť, že podľa § 48 ods. 2 písm. b) ZKI a § 48 ods. 4 písm. b) ZKI

je správcovská spoločnosť povinná konať s odbornou starostlivosťou a zabezpečiť, že osoby zodpovedné za riadenie investícií majú primerané znalosti a vedomosti o aktívach, do ktorých možno majetok v podielovom fonde investovať, podľa investičnej politiky určenej v štatúte podielového fondu.

V Bratislave, dňa 29. decembra 2011

Mgr. Júlia Čillíková v. r.
riaditeľka odboru regulácie
a finančných analýz

Mgr. Roman Fusek v. r.
vedúci oddelenia regulácie trhu cenných
papierov a dôchodkového sporenia