

Bruselj, 18. november 2025
(OR. en)

15550/25

EF 375
ECOFIN 1532
DELECT 174

SPREMNI DOPIS

Pošiljatelj: za generalno sekretarko Evropske komisije:
direktorica Martine DEPREZ

Datum prejema: 17. november 2025

Prejemnik: Thérèse BLANCHET, generalna sekretarka Sveta Evropske unije

Št. dok. Kom.: C(2025) 7643 final

Zadeva: DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...
z dne 17.11.2025
o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v
zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi, ki določajo značilnosti orodij
za upravljanje likvidnosti

Delegacije prejmejo priloženi dokument C(2025) 7643 final.

Priloga: C(2025) 7643 final



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 17.11.2025
C(2025) 7643 final

DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...

z dne 17.11.2025

**o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z
regulativnimi tehničnimi standardi, ki določajo značilnosti orodij za upravljanje
likvidnosti**

(Besedilo velja za EGP)

OBRAZLOŽITVENI MEMORANDUM

1. OZADJE DELEGIRANEGA AKTA

Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (UAIS) zagotavlja usklajen regulativni okvir za izdajo dovoljenj, delovanje in trženje alternativnih investicijskih skladov (AIS) v Evropski uniji. Z Direktivo (EU) 2024/927 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. marca 2024 so bile uvedene spremembe direktive o UAIS, katerih namen je povečati preglednost ureditev prenosa, uskladiti razpoložljivost in uporabo orodij za upravljanje likvidnosti ter izboljšati okvir za nadzorniško poročanje.

Orodja za upravljanje likvidnosti upraviteljem odprtih AIS omogočajo boljše upravljanje likvidnosti AIS, ki jih upravljajo, obvladovanje pritiskov za izplačilo v stresnih tržnih pogojih in zaščito interesov vlagateljev. Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB), Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA), Odbor za finančno stabilnost (FSB) in Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO) so priporočili uskladitev pravil o uporabi orodij za upravljanje likvidnosti s strani odprtih skladov.

Z Direktivo (EU) 2024/927 je bil uveden usklajen sklop pravil o razpoložljivosti in uporabi orodij za upravljanje likvidnosti s strani UAIS, da bi se povečala odpornost AIS, ki jih upravljajo, na izredne razmere na trgu in pritiske za izplačilo ter čim bolj zmanjšale razlike med nacionalnimi praksami glede uporabe orodij za upravljanje likvidnosti. V zvezi s tem je bil v Prilogi V k Direktivi 2011/61/EU določen usklajen seznam orodij za upravljanje likvidnosti, nova pravila pa od UAIS zahtevajo, da za vsak odprti AIS, ki ga upravljajo, s tega seznama izberejo vsaj dve ustrezni orodji za upravljanje likvidnosti za morebitno uporabo v interesu vlagateljev. Nova pravila se bodo uporabljala od 16. aprila 2026.

S členom 16(2g) Direktive 2011/61/EU, kakor je bila spremenjena z Direktivo (EU) 2024/927, je bil ESMA pooblaščen, da do 16. aprila 2025 pripravi osnutek regulativnih tehničnih standardov za določitev značilnosti orodij za upravljanje likvidnosti iz Priloge V k Direktivi 2011/61/EU.

V skladu s členom Article16(5) Direktive 2011/61/EU, kakor je bila spremenjena z Direktivo (EU) 2024/927, je na Komisijo preneseno pooblastilo za sprejetje teh regulativnih tehničnih standardov z delegiranim aktom. S to delegirano uredbo se sprejemajo regulativni tehnični standardi, ki jih je pripravil ESMA in predložil Komisiji v skladu s členom 10 Uredbe (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta¹. Ta delegirana uredba dopolnjuje Direktivo 2011/61/EU tako, da določa značilnosti naslednjih orodij za upravljanje likvidnosti: prekinitve vpisov, ponovni odkupi in izplačila, omejitve izplačil, podaljšanje rokov za obvestilo, provizije za izplačila, prilagajanje čiste vrednosti sredstev (*swing pricing*), sistem dvojnih cen, dajatev proti razvodenitvi, izplačilo v naravi in stranski žepi (*side pockets*).

ESMA je pri pripravi tega osnutka regulativnih tehničnih standardov upošteval raznolikost naložbenih strategij in temeljnih sredstev AIS. Ta uredba ne bi smela omejevati zmožnosti UAIS, da uporabljajo katero koli ustrezno orodje za upravljanje likvidnosti, ne glede na razred sredstev, jurisdikcijo ali tržne razmere.

¹ Uredba (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski organ za vrednostne papirje in trge) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/77/ES (UL L 331, 15.12.2010, str. 84).

2. POSVETOVANJA PRED SPREJETJEM AKTA

ESMA je 8. julija 2024 v skladu s členom 16(2g) Direktive 2011/61/EU, kakor je bila spremenjena z Direktivo (EU) 2024/927, objavil posvetovalni dokument o vsebini osnutka regulativnih tehničnih standardov o značilnostih orodij za upravljanje likvidnosti. Javno posvetovanje se je končalo 8. oktobra 2024. ESMA je na podlagi rezultatov javnega posvetovanja v osnutek regulativnih tehničnih standardov vnesel več sprememb. Da bi se upoštevale različne tržne prakse, je ESMA zlasti uvedel več prožnosti pri tem, kako se prag za aktivacijo omejitve izplačil izrazi za AIS in kako bi bilo treba upoštevati naročila za izplačilo pri izračunu praga za aktivacijo omejitve izplačil. Poleg tega je ESMA odstranil posebne določbe o uporabi orodij za upravljanje likvidnosti za določene razrede deležev pri nekaterih orodjih za upravljanje likvidnosti in pojasnil, da uporaba mehanizma izplačila v naravi v okviru rednih dejavnosti trgovanja z investicijskimi skladi, s katerimi se trguje na borzi, ne sme pomeniti aktivacije orodja za upravljanje likvidnosti za izplačilo v naravi. ESMA je v okviru javnega posvetovanja prejel 33 odgovorov. ESMA se je posvetoval tudi z interesno skupino za vrednostne papirje in trge, vendar se je ta skupina odločila, da ne bo predložila mnenja o tem osnutku regulativnih tehničnih standardov.

ESMA je osnutku regulativnih tehničnih standardov priložil analizo stroškov in koristi ter ugotovil, da so splošni stroški nadzora in skladnosti, povezani z izvajanjem teh regulativnih tehničnih standardov, upravičeni in se bodo večinoma izravnali s koristmi usklajenega okvira za orodja za upravljanje likvidnosti na ravni Unije za vse nadzorne organe, UAIS, AIS in vlagatelje.

3. PRAVNI ELEMENTI DELEGIRANEGA AKTA

ESMA je 15. aprila 2025 objavil končno poročilo o osnutku regulativnih tehničnih standardov o orodjih za upravljanje likvidnosti in osnutek regulativnih tehničnih standardov predložil Evropski komisiji v sprejetje². Komisija je izvedla pravni pregled predloženega osnutka regulativnih tehničnih standardov in, ne da bi spremenila vsebinske zahteve, prilagodila določbe standardov, da bi zagotovila zakonitost in zakonodajno kakovost te uredbe ter skladnost pravil iz te uredbe z Direktivo 2011/61/EU.

Člen 1 določa značilnosti prekinitiv vpisov, ponovnih odkupov in izplačil. Pojasnjuje zahtevo po hkratni začasni prekinitvi vpisov, ponovnih odkupov in izplačil AIS ter uporabo tega orodja za upravljanje likvidnosti za vse razrede deležev v AIS.

Člen 2 določa značilnosti omejitev izplačil. V njem je opisana metodologija za izračun praga za aktivacijo in za aktivacijo tega orodja za upravljanje likvidnosti. Člen nadalje pojasnjuje uporabo tega orodja za upravljanje likvidnosti za vse vlagatelje v AIS.

Člen 3 določa značilnosti podaljšanja rokov za obvestilo. Pojasnjuje posebnosti podaljšanja rokov za obvestilo, ko se aktivira to orodje za upravljanje likvidnosti.

Člen 4 določa značilnosti provizij za izplačila. Pojasnjuje elemente, ki bi jih bilo treba upoštevati pri izračunu razpona provizij za izplačila in metodologijo za izračun višine teh provizij.

Člen 5 določa značilnosti prilagajanja čiste vrednosti sredstev. V njem je opisana metodologija za izračun faktorja nihanja in njegov vpliv na čisto vrednost sredstev enot ali deležev v AIS.

Člen 6 določa značilnosti sistema dvojnih cen. V njem so opisani metodologija izračuna za to orodje za upravljanje likvidnosti in elementi, ki bi jih bilo treba upoštevati pri njegovi aktivaciji.

² [Final report on the draft Regulatory Technical Standards on Liquidity Management Tools under the AIFMD and UCITS Directive \(Končno poročilo o osnutku regulativnih tehničnih standardov o orodjih za upravljanje likvidnosti v skladu z direktivo o UAIS in direktivo o KNPVP\).](#)

Člen 7 določa značilnosti dajatve proti razvodenitvi. V njem sta opisana metodologija za izračun dajatve in mehanizem za aktivacijo tega orodja za upravljanje likvidnosti.

Člen 8 določa značilnosti izplačila v naravi. V njem je opisan mehanizem za aktivacijo tega orodja. Nadalje pojasnjuje, da se mehanizem izplačila v naravi, ki ga AIS, s katerim se trguje na borzi, uporablja v okviru svojih rednih trgovalnih dejavnosti, ne šteje za aktivacijo tega orodja za upravljanje likvidnosti.

Člen 9 določa značilnosti stranskih žepov. V njem so opisane različne vrste stranskih žepov in mehanizem za njihovo aktivacijo.

Člen 10 določa prehodno obdobje uporabe te uredbe za AIS, ki so bili ustanovljeni pred 16. aprilom 2026.

DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...

z dne 17.11.2025

o dopolnitvi Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi, ki določajo značilnosti orodij za upravljanje likvidnosti

(Besedilo velja za EGP)

EVROPSKA KOMISIJA JE –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije,

ob upoštevanju Direktive 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010³ ter zlasti člena 16(2i), drugi pododstavek, Direktive,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Za zaščito vlagateljev in omejitev prenosa tveganj bi se morala prekinitve uporabljati hkrati in za isto obdobje za vpise, ponovne odkupe in izplačila.
- (2) Da bi se zaščitili obstoječi vlagatelji in upravljal dotok novih naložb v AIS, bi moral imeti UAIS možnost, da omeji vpise, hkrati pa obstoječim vlagateljem še naprej omogoča ponovne odkupe in izplačila („omejeno zaprtje“). Vendar se takšno omejeno zaprtje AIS ne bi smelo šteti za orodje za upravljanje likvidnosti iz Priloge V k Direktivi 2011/61/EU, saj ni namenjeno obvladovanju likvidnostnih tveganj ali obravnavanju pritiska za izplačilo v stresnih tržnih pogojih.
- (3) Ob upoštevanju naložbenih ciljev in politik izplačil AIS bi bilo treba prag za aktivacijo omejitve izplačil določiti bodisi na ravni AIS („omejitev na ravni sklada“) ali na ravni vlagateljev („omejitev na ravni vlagatelja“) ali kot kombinacijo obojega. V skladu s smernicami Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev za upravljanje likvidnostnega tveganja odprtih skladov⁴ bi bilo treba pri določitvi praga za aktivacijo omejitve na ravni sklada upoštevati skupna neto ali bruto naročila za izplačilo na ravni AIS za določen datum trgovanja ali v določenem obdobju. Poleg tega bi moral biti prag za aktivacijo izražen kot odstotek čiste vrednosti sredstev AIS, kot denarna vrednost, kot odstotek likvidnih sredstev iz člena 50(1) Direktive 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta⁵ ali kot kombinacija navedenega. Da bi omejili prednost prvega na trgu, ki lahko povzroči pomisleke glede zaščite vlagateljev, in upoštevali odprte AIS z omejenim številom profesionalnih vlagateljev, bi bilo treba pri pragu za aktivacijo omejitve na ravni vlagateljev upoštevati posamezna naročila za izplačilo vsakega vlagatelja v AIS, prag pa bi moral biti

³ UL L 174, 1.7.2011, str. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁴ IOSCO, Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management (Smernice za odprte sklade za učinkovito izvajanje priporočil za obvladovanje likvidnostnega tveganja), maj 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

⁵ Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 302, 17.11.2009, str. 32, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

izražen kot odstotek vlagateljevih deležev v AIS ali kot odstotek čiste vrednosti sredstev AIS in primerjan z naročilom za izplačilo vlagatelja. Kadar je prag za aktivacijo presežen, bi moral imeti UAIS možnost, da se odloči za aktivacijo omejitev izplačil ali pa da še naprej izvršuje naročila za izplačilo, pri čemer upošteva likvidnost AIS, tržne pogoje in najboljše interese vlagateljev.

- (4) Kadar je to primerno glede na naložbene cilje in politiko izplačil AIS, bi moral UAIS imeti možnost, da aktivira kombinirano omejitev izplačil, ki vključuje elemente omejitve na ravni vlagateljev in omejitve na ravni sklada.
- (5) Za zagotovitev poštene obravnave vlagateljev bi moral imeti UAIS, ki aktivira omejitve izplačil, možnost, da neizvršeni del naročil za izplačilo obravnava na podlagi vnaprej določenih pogojev, ki so bili razkriti vlagateljem. Ti pogoji lahko vključujejo samodejni prenos neizvršenega dela naročil za izplačilo na naslednji datum trgovanja, pri čemer imajo ali nimajo prednosti pred naročili za izplačilo, predloženimi na poznejši datum trgovanja, ali preklic teh neizvršenih naročil za izplačilo.
- (6) UAIS lahko za zaščito vlagateljev in ohranitev stabilnosti trga v stresnih obdobjih ali obdobjih neobičajnih obsegov izplačevanja aktivira podaljšanje rokov za obvestilo. Glede na naložbeni cilj in politiko izplačil AIS je lahko podaljšani rok za obvestilo določeno število dni, tednov ali mesecev ali določen datum pred datumom izplačila. Kadar je to primerno glede na naložbeno strategijo in politiko izplačil AIS, je lahko minimalni rok za obvestilo, ki ga morajo vlagatelji dati UAIS, kadar želijo unovčiti svoje enote ali deleže, enak nič. V tem primeru bi moral imeti UAIS še vedno možnost izbrati in, kjer je to ustrezno, aktivirati podaljšanje rokov za obvestilo, tako da bi rok za obvestilo podaljšal na več kot nič.
- (7) Ker UAIS običajno ne upravlja postopka poravnave, se ta postopek ne bi smel vključiti v podaljšani rok za obvestilo.
- (8) Da bi zaščitili vlagatelje, podaljšanje rokov za obvestilo ne bi smelo vplivati na pogostost izplačil AIS.
- (9) V skladu s smernicami Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev za upravljanje likvidnostnega tveganja odprtih skladov, in za zagotovitev, da likvidnostni stroški, ki jih povzročijo vpisi in izplačila, ne vplivajo negativno na obstoječe ali preostale vlagatelje v AIS, bi morala orodja za upravljanje likvidnosti proti razvodenitvi, in sicer provizije za izplačila, prilagajanje čiste vrednosti sredstev, sistem dvojnih cen in dajatve proti razvodenitvi, ocenjene stroške likvidnosti naložiti vlagateljem, ki vpišejo enote ali deleže, in vlagateljem, ki zahtevajo izplačilo. Likvidnostne stroške sestavljajo eksplicitni in implicitni transakcijski stroški vpisov ali izplačil, vključno z morebitnim znatnim vplivom na trg. UAIS, ki aktivira orodje za upravljanje likvidnosti proti razvodenitvi, bi moral upoštevati ocenjene eksplicitne transakcijske stroške. Kadar je to primerno glede na naložbeno strategijo AIS, bi moral UAIS upoštevati tudi implicitne transakcijske stroške, vključno z morebitnim znatnim vplivom, ki ga imajo nakupi ali prodaje sredstev za izpolnitev naročil za izplačilo na trg. Kadar informacije za izračun implicitnih transakcijskih stroškov, vključno z znatnim vplivom na trg, niso na voljo ali niso zanesljive, bi bilo treba te transakcijske stroške oceniti po najboljših močeh, da bi se upoštevala raznolikost temeljnih sredstev AIS.
- (10) Za kritje stroškov likvidnosti, ki jih povzročijo vlagatelji, ki zahtevajo izplačilo, bi morali imetniki enot ali deležev v AIS plačati provizije za izplačila, kadar želijo unovčiti svoje enote ali deleže. Pri uporabi provizij za izplačila bi moral imeti UAIS možnost, da te provizije za izplačila odšteje od zneska denarja, izplačanega vlagateljem, ki zahtevajo izplačilo.

- (11) UAIS bi moral kot element prilagajanja čiste vrednosti sredstev določiti faktor nihanja, ki se uporabi za prilagoditev čiste vrednosti enot ali deležev v AIS, ki ga upravlja. Za zagotovitev, da vsi vlagatelji, ki vpišejo enote ali deleže, in vlagatelji, ki zahtevajo izplačilo, plačajo ali prejmejo enako ceno pri nakupu ali unovčenju enot ali deležev v AIS, bi morala biti čista vrednost sredstev enot ali deležev v tem AIS, ki je objavljena, čista vrednost sredstev po uporabi faktorja nihanja.
- (12) Da se zagotovi poštena obravnava vlagateljev in ublažijo učinki razvodenitve, ki jih povzročajo transakcijski stroški, ki nastanejo pri vpisu enot ali deležev s strani vlagateljev ali izplačilu vlagateljem, bi moral imeti UAIS, ki uporablja prilagajanje čiste vrednosti sredstev, pravico, da prilagodi čisto vrednost sredstev enot ali deležev AIS, ki jih upravlja, na vsak datum trgovanja (splošno znano kot „polna uporaba prilagoditve čiste vrednosti sredstev“) ali samo takrat, kadar so neto vpisi ali izplačila višji od vnaprej določenega praga (splošno znano kot „delna uporaba prilagoditve čiste vrednosti sredstev“). Pri obeh vrstah prilagajanja čiste vrednosti sredstev se smer prilagajanja (tj. ali se faktor nihanja prišteje ali odšteje od čiste vrednosti sredstev enot ali deležev v AIS) določi na podlagi neto kapitalne aktivnosti na datum trgovanja. Zato bi bilo treba za določen datum trgovanja, ko sklad beleži neto vpise, faktor nihanja dodati čisti vrednosti sredstev enot ali deležev v AIS, ki bo prilagojena navzgor. V nasprotnem primeru bi bilo treba za določen datum trgovanja, ko sklad beleži neto izplačila, faktor nihanja odšteti od neto vrednosti sredstev enot ali deležev v AIS, ki bo prilagojena navzdol. Da bi zagotovili pravično obravnavo vlagateljev in olajšali uporabo prilagajanja čiste vrednosti sredstev v običajnih in stresnih tržnih pogojih, bi moral imeti UAIS možnost, da se pri obeh vrstah prilagajanja čiste vrednosti sredstev odloči, da uporablja en sam faktor nihanja, različne faktorje nihanja glede na obseg neto kapitalne aktivnosti (splošno imenovani „stopenjski pristop“) ali pa druge možnosti, vključno z mešanimi pristopi.
- (13) Značilnosti sistema dvojnih cen bi morale upoštevati njegovo metodologijo izračuna. Da bi se upoštevala raznolikost naložbenih strategij in politik izplačil ter v skladu z mednarodnimi priporočili, bi moral UAIS pri uporabi sistema dvojnih cen razmisliti o dveh alternativnih metodologijah izračuna, tj. izračunu dveh ločenih čistih vrednosti sredstev, pri čemer ena vključuje zahtevano prodajno ceno, druga pa ponujeno nakupno ceno sredstev, ali določitvi prilagodljivega razpona okoli čiste vrednosti sredstev svojih enot ali deležev.
- (14) Za zaščito preostalih vlagateljev v AIS pred učinkom razvodenitve potencialno velikih vpisov ali izplačil bi moral UAIS, ki aktivira dajatev proti razvodenitvi, v primeru neto izplačil to dajatev uporabiti za vlagatelje, ki zahtevajo izplačilo, in v primeru neto vpisov za vlagatelje, ki vpišejo enote ali deleže.
- (15) UAIS bi moral imeti možnost aktivirati izplačilo v naravi, da se prepreči prodaja velikih svežnjev vrednostnih papirjev kot odziv na naročila za izplačilo, kadar bi taka prodaja lahko povzročila znatne transakcijske stroške in učinke na tržno ceno za imetnike deležev ali enot v AIS, ki ga upravlja.
- (16) Pooblaščenim udeležencem in vzdrževalcem trga, kot so opredeljeni v členu 4(1), točka 7, Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta⁶, opravljajo bistvene funkcije za vsakodnevno poslovanje AIS, s katerimi se trguje na borzi. Vloga pooblaščenih udeležencev in vzdrževalcev trga vključuje nakup ali prodajo enot ali deležev v AIS, s katerim se trguje na borzi, na sekundarnem trgu, pomoč UAIS, ki upravlja AIS, s katerimi se trguje na borzi,

⁶ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (prenovitev) (UL L 173, 12.6.2014, str. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

pri izvrševanju naročil ter zagotavljanje stalne likvidnosti in trgovanja na sekundarnem trgu. Kot del rednih trgovalnih dejavnosti AIS, s katerim se trguje na borzi, se celotna ali delna izročitev temeljnih vrednostnih papirjev, ki jih ima AIS, s katerim se trguje na borzi, ali se posedujejo v njegovem imenu, pooblaščenim udeležencem in vzdrževalcem trga za izpolnitev naročil za izplačilo, ne bi smela šteti za aktivacijo orodja za upravljanje likvidnosti za izplačilo v naravi iz točke 8 Priloge V k Direktivi 2011/61/EU, saj taka operacija ni povezana z upravljanjem likvidnosti portfelja AIS, s katerim se trguje na borzi.

- (17) Za zmanjšanje likvidnostnih tveganj v zvezi s sredstvi AIS, pri katerih so se ekonomske ali pravne značilnosti bistveno spremenile ali so postale negotove zaradi izjemnih okoliščin, bi moral imeti UAIS možnost aktivirati stranske žepa z uporabo ločenega računovodenja ali fizične ločitve.
- (18) Kadar je ohranjanje stranskega žepa znotraj obstoječe strukture sklada v najboljšem interesu AIS in njegovih vlagateljev, bi moral UAIS imeti možnost, da z ločenim računovodenjem ustvari stranski žep. V tem primeru bi bilo treba sredstva, pri katerih so se ekonomske ali pravne značilnosti bistveno spremenile ali so postale negotove zaradi izjemnih okoliščin, razvrstiti v namenski razred deležev v AIS.
- (19) Kadar je v najboljšem interesu AIS, da fizično izolira sredstva, za katera so se ekonomske ali pravne značilnosti bistveno spremenile ali so postale negotove zaradi izjemnih okoliščin, bi moral UAIS imeti možnost, da s fizično ločitvijo ustvari stranski žep. V tem primeru bi morala zadevna sredstva ostati v prvotnem AIS ali pa bi morala biti prenesena na nov AIS.
- (20) Da bi zaščitili vlagatelje in zmanjšali tveganje širjenja negativnih vplivov na preostale AIS, bi morali biti stranski žepi zaprti za vpise, ponovne odkupe in izplačila. Vendar bi moral biti UAIS ne glede na to, ali je stranski žep ustvarjen z ločenim računovodenjem ali fizičnim ločevanjem, v interesu vlagateljev sposoben odsvojiti ali unovčiti stranski žep v imenu AIS, ki ga upravlja, in razdeliti morebitne prihodke vlagateljem sorazmerno z njihovo udeležbo v stranskem žepu.
- (21) Za zagotovitev pravne varnosti in skladnosti z Direktivo 2011/61/EU bi se morala ta uredba za AIS, ustanovljene po datumu začetka uporabe te uredbe, uporabljati od 16. aprila 2026. Skladnost s to uredbo bi zahtevala spremembe dokumentacije sklada ter posodobitev obstoječih postopkov in tehnične infrastrukture UAIS in AIS, da se podpre aktivacija izbranih orodij za upravljanje likvidnosti. Zato je treba določiti enoletno prehodno obdobje za AIS, ustanovljene pred datumom začetka uporabe te uredbe, da se jim omogoči prilagoditev novi ureditvi. Vendar bi morali ti AIS še vedno imeti možnost, da se odločijo, da se zanje ta uredba uporablja od datuma začetka njene uporabe, tj. od 16. aprila 2026.
- (22) Ta uredba temelji na osnutku regulativnih tehničnih standardov, ki ga je Komisiji predložil Evropski organ za vrednostne papirje in trge.
- (23) Evropski organ za vrednostne papirje in trge je o osnutku regulativnih tehničnih standardov, na katerem temelji ta uredba, opravil odprta javna posvetovanja, analiziral morebitne povezane stroške in koristi ter zaprosil za nasvet interesno skupino za vrednostne papirje in trge, ustanovljeno v skladu s členom 37 Uredbe (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta⁷ –

⁷ Uredba (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski organ za vrednostne papirje in trge) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/77/ES (UL L 331, 15.12.2010, str. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

SPREJELA NASLEDNJO UREDBO:

Člen 1

Prekinitev vpisov, ponovnih odkupov in izplačil

1. UAIS hkrati začasno prekine vpise, ponovne odkupe in izplačila za isto obdobje in za vse vlagatelje v AIS.
UAIS začasno ne prekine izplačil, ne da bi hkrati začasno prekinil vpise in ponovne odkupe.
2. Prekinitev vpisov, ponovnih odkupov in izplačil je začasna, strogo omejena na obdobje, potrebno za odpravo izjemnih okoliščin, ki jo upravičujejo, in se lahko uporabi le, če je ustrezno utemeljena ob upoštevanju najboljših interesov vlagateljev.
3. Za AIS z več razredi deležev se prekinitev vpisov, ponovnih odkupov in izplačil uporablja za vse razrede deležev v tem AIS.

Člen 2

Omejitve izplačil

1. UAIS, ki se odloči za aktivacijo omejitev izplačil, te omejitve izplačil uporablja enotno za vse vlagatelje v AIS.
2. Omejitev izplačil ima prag za aktivacijo, pod katerim je ni mogoče aktivirati.
Prag za aktivacijo se določi na eni od naslednjih ravni:
 - (a) na ravni AIS („omejitev na ravni sklada“);
 - (b) na ravni vlagateljev („omejitev na ravni vlagatelja“);
 - (c) kot kombinacija obojega.
3. Kadar je prag za aktivacijo določen v skladu z odstavkom 2, drugi pododstavek, točka (a), temelji na skupnih neto ali bruto naročilih AIS za izplačilo, prejetih za določen datum trgovanja ali v določenem obdobju, in se izrazi kot eno od naslednjega:
 - (a) kot delež čiste vrednosti sredstev AIS;
 - (b) kot denarna vrednost;
 - (c) kot odstotek likvidnih sredstev iz člena 50(1) Direktive 2009/65/ES;
 - (d) kot kombinacija točk (a), (b) ali (c).
4. Kadar je prag za aktivacijo določen na ravni vlagatelja v skladu z odstavkom 2, drugi pododstavek, točka (b), temelji na posameznih bruto naročilih za izplačilo, ki jih predloži vsak imetnik enot ali deležev za določen datum trgovanja ali v določenem obdobju, in se izrazi kot eno od naslednjega:
 - (a) kot odstotek deležev imetnika enot ali deležev v AIS;
 - (b) kot delež čiste vrednosti sredstev AIS.
5. UAIS, ki se odloči za aktivacijo omejitve izplačil, za določeni datum trgovanja izvrši naročila za izplačilo vseh vlagateljev v AIS sorazmerno za znesek, ki ustreza vsaj ravni praga za aktivacijo.

Člen 3
Podaljšanje rokov za obvestilo

1. Podaljšani rok za obvestilo zajema obdobje med prejemanom naročila za izplačilo s strani UAIS in njegovo izvršitvijo.
Podaljšani rok za obvestilo ne vključuje časa, potrebnega za postopek poravnave.
2. Podaljšanje roka za obvestilo ne vpliva na pogostost izplačil AIS.

Člen 4
Provizije za izplačila

1. Vnaprej določen razpon provizij za izplačila upošteva ocenjene eksplicitne transakcijske stroške. Kadar je to primerno glede na naložbeno strategijo AIS, se pri vnaprej določenem razponu provizij za izplačila upoštevajo tudi implicitni transakcijski stroški, vključno z morebitnim znatnim vplivom, ki ga ima prodaja sredstev za izpolnitev teh naročil za izplačilo na trg. Ti implicitni transakcijski stroški se ocenijo po najboljših močeh.
2. Provizije za izplačila se izrazijo kot odstotek bruto naročil za izplačila, kot denarna vrednost ali kombinacija obojega. Višina provizij za izplačila se lahko razlikuje glede na velikost naročila za izplačilo.
3. Za namene odstavka 1 tega člena ter členov 5, 6 in 7 eksplicitni transakcijski stroški pomenijo stroške, ki jih AIS neposredno krije za pridobitev ali odsvojitvev sredstev, ki so stabilni in jih je mogoče količinsko opredeliti pred transakcijo. Ti stroški lahko vključujejo posredniške provizije, dajatve za trgovanje, davke in provizije za poravnavo.

Implicitni transakcijski stroški pomenijo stroške, ki jih posredno nosi AIS ob pridobitvi ali odsvojitvi sredstev in ki izhajajo predvsem iz razpona med nakupno in prodajno ceno ter vpliva na trg. Ti implicitni transakcijski stroški se lahko razlikujejo glede na vrsto temeljnih sredstev in tržne pogoje.

Člen 5
Prilagajanje čiste vrednosti sredstev

1. Faktor nihanja vključuje ocenjene eksplicitne transakcijske stroške iz člena 4(3), prvi pododstavek. Kadar je to primerno glede na naložbeno strategijo AIS, faktor nihanja vključuje tudi implicitne transakcijske stroške iz člena 4(3), drugi pododstavek, vključno z morebitnim znatnim vplivom, ki ga imajo nakupi ali prodaje sredstev za izpolnitev teh naročil za vpise ali izplačila na trg. Ti implicitni transakcijski stroški se ocenijo po najboljših močeh.
2. Faktor nihanja se izrazi kot odstotek čiste vrednosti sredstev enot ali deležev v AIS.
3. UAIS lahko uporablja prilagajanje čiste vrednosti sredstev, kadar obstaja razlika med vrednostjo naročil za izplačila in naročil za vpis („polna uporaba prilagoditve čiste vrednosti sredstev“) ali kadar razlika presega vnaprej določen prag za aktivacijo („delna uporaba prilagoditve čiste vrednosti sredstev“). V vsakem primeru torej velja:
 - (a) kadar razlika med naročili za izplačila in naročili za vpise za določen datum trgovanja povzroči neto izplačila, se faktor nihanja odšteje od čiste vrednosti sredstev enot ali deležev v AIS;
 - (b) kadar razlika med naročili za izplačila in naročili za vpise za določen datum trgovanja povzroči neto vpise, se faktor nihanja doda čisti vrednosti sredstev enot ali deležev v AIS;

4. Prilagajanje čiste vrednosti sredstev lahko vključuje različne faktorje nihanja, ki ustrezajo različnim pragom za aktivacijo.

Člen 6 **Sistem dvojnih cen**

1. UAIS, ki aktivira sistem dvojnih cen, v ta namen uporabi eno od naslednjih metod izračuna:
 - (a) izračun dveh čistih vrednosti sredstev:
 - (i) ena čista vrednost sredstev za vpise, določena na podlagi zahtevanih prodajnih cen sredstev, ki jih ima AIS;
 - (ii) ena čista vrednost sredstev za izplačila, izračunana na podlagi ponujenih nakupnih cen sredstev, ki jih ima AIS;
 - (b) izračun samo ene čiste vrednosti sredstev za vlagatelje, ki vpišejo enote ali deleže, in vlagatelje, ki zahtevajo izplačilo.
2. Za obe metodi izračuna iz odstavka 1 stroški likvidnosti, za katere se prilagodi čista vrednost sredstev na enoto ali delež, vključujejo ocenjene eksplicitne transakcijske stroške iz člena 4(3), prvi pododstavek. Kadar je to primerno glede na naložbeno strategijo AIS, takšni stroški likvidnosti vključujejo tudi implicitne transakcijske stroške iz člena 4(3), drugi pododstavek, vključno z morebitnim znatnim vplivom, ki ga imajo nakupi ali prodaje sredstev za izpolnitev teh naročil za vpise ali izplačila na trg. Ti implicitni transakcijski stroški se ocenijo po najboljših močeh.

Člen 7 **Dajatve proti razvodenitvi**

1. Dajatve proti razvodenitvi vključujejo ocenjene eksplicitne transakcijske stroške iz člena 4(3), prvi pododstavek. Kadar je to primerno glede na naložbeno strategijo AIS, dajatve proti razvodenitvi vključujejo tudi implicitne transakcijske stroške iz člena 4(3), drugi pododstavek, vključno z morebitnim znatnim vplivom, ki ga imajo nakupi ali prodaje sredstev za izpolnitev teh naročil za vpise ali izplačila na trg. Ti implicitni transakcijski stroški se ocenijo po najboljših močeh.
2. Dajatve proti razvodenitvi se izrazijo kot eno od naslednjega:
 - (a) odstotek naročil za vpise ali izplačila;
 - (b) denarna vrednost.
3. UAIS lahko aktivira dajatve proti razvodenitvi, če na določen datum trgovanja:
 - (a) skupni znesek naročil za izplačila presega znesek naročil za vpise, kar povzroči neto izplačila;
 - (b) skupni znesek naročil za vpise presega znesek naročil za izplačila, kar povzroči neto vpise;

Za namene točke (a) se dajatev proti razvodenitvi odšteje od zneska, plačanega vlagateljem, ki zahtevajo izplačilo.

Za namene točke (b) se dajatev proti razvodenitvi zaračuna vlagateljem, ki vpišejo enote ali deleže.

Člen 8
Izplačila v naravi

1. Izplačilo v naravi ustreza prenosu sredstev, ki jih ima AIS, na vlagatelje, ki zahtevajo izplačilo, namesto denarnih sredstev za izpolnitev naročil za izplačilo. Prenos sredstev na vlagatelje je lahko neposreden ali posreden prek posrednikov.
2. Kot del redne dejavnosti trgovanja AIS, s katerim se trguje na borzi, se celotna ali delna izročitev temeljnih vrednostnih papirjev, ki jih ima AIS, s katerim se trguje na borzi, ali se posedujejo v njegovem imenu, pooblaščenim udeležencem in vzdrževalcem trga za izpolnitev naročil za izplačilo, ne šteje za aktivacijo izplačila v naravi iz točke 8 Priloge V k Direktivi 2011/61/EU.

Člen 9
Stranski žepi

1. Stranski žep je lahko v eni od naslednjih oblik:
 - (a) namenski razred deležev v AIS, ustanovljen posebej za izvajanje ločenega računovodenja sredstev, katerih ekonomske ali pravne značilnosti so se bistveno spremenile ali so postale negotove zaradi izjemnih okoliščin, od drugih sredstev tega AIS („ločeno računovodenje“);
 - (b) ločen AIS, ustanovljen posebej za ločitev sredstev, katerih ekonomske ali pravne značilnosti so se bistveno spremenile ali so postale negotove zaradi izjemnih okoliščin, od drugih sredstev tega AIS („fizična ločitev“).
2. Za namene stranskega žepa iz odstavka 1, točka (a), se novi vpisi, ponovni odkupi in izplačila v razredih deležev, ki niso razred deležev, namenjen stranskemu žepu, izvršijo na podlagi čiste vrednosti sredstev AIS, ki se izračuna po izključitvi sredstev, ki so predmet ločenega računovodenja.

Razred deležev stranskega žepa je zaprt za vpise, ponovne odkupe in izplačila.
3. Kadar UAIS aktivira stranski žep iz odstavka 1, točka (b), sredstva, katerih gospodarske ali pravne značilnosti so se bistveno spremenile ali so postale negotove zaradi izjemnih okoliščin:
 - (a) ostanejo v prvotnem AIS, medtem ko se druga sredstva prenesejo na nov AIS ali se prenesejo z združitvijo v obstoječ AIS; ali
 - (b) se prenesejo na nov AIS, druga sredstva pa ostanejo v prvotnem AIS.

Stranski žep je zaprt za vpise, ponovne odkupe in izplačila.

Kadar UAIS aktivira stranski žep v skladu s prvim pododstavkom, točka (a), upravlja nov AIS v skladu z naložbeno strategijo prvotnega AIS.

Kadar UAIS aktivira stranski žep v skladu s prvim pododstavkom, točka (b), še naprej upravlja prvotni AIS v skladu s svojo obstoječo naložbeno strategijo.

4. Ob oblikovanju stranskega žepa se vsakemu vlagatelju dodelijo enote ali deleži v stranskem žepu sorazmerno z njegovo udeležbo v prvotnem AIS.

Člen 10
Prehodne določbe

Za AIS, ki so bili ustanovljeni pred 16. aprilom 2026, se do 16. aprila 2027 šteje, da izpolnjujejo zahteve te uredbe. Vendar se lahko ti AIS odločijo, da ta uredba zanje velja od 16. aprila 2026, če UAIS o tem uradno obvesti pristojne organe svoje matične države članice.

Člen 11
Začetek veljavnosti in uporaba

Ta uredba začne veljati dvajseti dan po objavi v *Uradnem listu Evropske unije*.
Uporablja se od 16. aprila 2026.

Ta uredba je v celoti zavezujoča in se neposredno uporablja v vseh državah članicah.
V Bruslju, 17.11.2025

Za Komisijo
Predsednica
Ursula VON DER LEYEN