

I

(Usnesení, doporučení a stanoviska)

DOPORUČENÍ

EVROPSKÁ RADA PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA

DOPORUČENÍ EVROPSKÉ RADY PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA

ze dne 20. prosince 2012

o fondech peněžního trhu

(ESRB/2012/1)

(2013/C 146/01)

GENERÁLNÍ RADA EVROPSKÉ RADY PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA,

s ohledem na nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika⁽¹⁾, a zejména na čl. 3 odst. 2 písm. b), d) a f) a články 16 až 18 tohoto nařízení,

s ohledem na rozhodnutí Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2011/1 ze dne 20. ledna 2011, kterým se přijímá jednáci řád Evropské rady pro systémová rizika⁽²⁾, a zejména na čl. 15 odst. 3 písm. e) a články 18 až 20 tohoto rozhodnutí,

vzhledem k těmto důvodům:

- (1) Fondy peněžního trhu sice podléhají regulaci v oblasti trhů s cennými papíry, současně však tvoří klíčovou složku stínového bankovního systému, neboť provádějí transformaci splatností a likvidity, a mohou tedy představovat systémové riziko.
- (2) Investoři mohou fondy peněžního trhu vnímat jako bezpečnou alternativu bankovních vkladů, a to zejména fondy s konstantní hodnotou čistých aktiv, které se snaží zachovat nominální hodnotu beze změny. Fondy peněžního trhu však nemají přímý přístup k veřejné záchranné síti, kterou je například financování ze strany centrální banky a pojištění vkladů. Existuje tedy riziko záměny s bankovními vklady, které tuto záchrannou síť mohou využít.
- (3) Fondy peněžního trhu v zásadě nemají výslovnou a stabilní podporu od svých sponzorujících společností, kterými jsou často banky, i když bylo několik případů,

v nichž sponzorské společnosti oslabující fondy peněžního trhu dobrovolně aktivně podpořily *ex post*.

- (4) Ekonomický výzkum dokládá, že chování a charakter fondů peněžního trhu je činí zranitelnými v důsledku náhlých masivních odlivů investic, které mají destabilizující účinek a které se mezi fondy mohou rychle rozšířit, což může zhoršit stav likvidity a dostupnost krátkodobých úvěrů, a to hlavně v případě bank. V případě fondů s konstantní hodnotou čistých aktiv může být riziko náhlých masivních odlivů investic vyšší, pokud vznikne dojem, že fondy očekávání investorů o vyplacení v nominální hodnotě nenaplní.
- (5) Ačkoli fondy peněžního trhu nezpůsobily finanční krizi v letech 2007 až 2008, jejich chování v průběhu finančního otřesu poukázalo na jejich schopnost šířit krizi či ji dokonce zesilovat. Zkušenosti z krize v letech 2007 až 2008 ukázaly, že fondy peněžního trhu mohou snadno podléhat náhlým masivním odlivům investic a že mohou potřebovat podporu sponzorských společností, a to zejména za účelem zachování konstantní hodnoty čistých aktiv.
- (6) Potenciální systémová rizika, která způsobují fondy peněžního trhu, tedy souvisejí s výhodou prvního subjektu, kterou vyhledávají investoři a která je relevantní zvláště v případě fondů s konstantní hodnotou čistých aktiv, s implicitní a nezávaznou podporou ze strany sponzorských společností a s velkou provázaností fondů peněžního trhu se zbytkem finančního systému, zejména s bankami a peněžními trhy.
- (7) V návaznosti na vyhodnocení příčin nedávné finanční krize poukázalo několik vnitrostátních regulačních orgánů a mezinárodních organizací na potřebu provést strukturální reformy fondů peněžního trhu. Dne 27. října 2011 zveřejnila Rada pro finanční stabilitu soubor počátečních doporučení k posílení dohledu nad stínovým

⁽¹⁾ Úř. věst. L 331, 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ Úř. věst. C 58, 24.2.2011, s. 4.

bankovním systémem a jeho regulace. Za zásadní otázky, kterými je třeba se zabývat, označila Rada pro finanční stabilitu povinný přechod na ocenění pohyblivou hodnotou čistých aktiv, kapitálové a likviditní požadavky pro fondy s konstantní hodnotou čistých aktiv a další možné regulatorní přístupy.

- (8) Na základě žádosti Rady pro finanční stabilitu vypracovala Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO) 9. října 2012 doporučení za účelem zmírnění náchylnosti fondů peněžního trhu k náhlému masivnímu odlivu investic. Přestože podstatná část doporučení IOSCO je na úrovni Evropské unie již zohledněna, stále existují určité mezery.
- (9) Regulační orgány ve Spojených státech přistoupily k revizi rámce pro fondy peněžního trhu. Komise pro cenné papíry a burzu konkrétně přepracovala pravidlo 2a-7. Dne 13. listopadu 2012 Rada pro dohled nad finanční stabilitou kromě toho zveřejnila k veřejné konzultaci své návrhy doporučení k reformě podílových fondů peněžního trhu.
- (10) V květnu 2010 Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry zveřejnil obecné pokyny k vytvoření jednotné definice evropských „fondů peněžního trhu“ s cílem zavést nové společné standardy pro řešení selhání identifikovaných během finanční krize. Tyto obecné pokyny zejména stanoví přísné standardy z hlediska kvality a splatnosti portfolií, řízení rizik a vykazování informací. Tyto nezávazné obecné pokyny jsou určeny fondům peněžního trhu, které jsou subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, tak i fondům peněžního trhu, které nejsou subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů; tyto pokyny byly v členských státech provedeny na vnitrostátní úrovni.
- (11) Evropská komise oznámila svůj záměr vypracovat nová unijní legislativní opatření o subjektech kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, přičemž zkoumá zejména nezbytnost podrobnější a více harmonizované úpravy fondů peněžního trhu⁽¹⁾.
- (12) V souladu s nařízením (EU) č. 1092/2010 může Evropská rada pro systémová rizika předkládat Komisi doporučení v souvislosti s příslušnými právními předpisy Unie. Tato doporučení slouží v tomto ohledu jako vodítko pro Komisi, jakož i pro Evropský orgán pro cenné papíry a trhy při výkonu jeho poradní a regulatorní funkce.
- (13) Přestože k náhlému masivnímu odlivu investic může dojít u všech typů fondů, u nichž se vyskytuje nesoulad splatností nebo likvidity, vlastnosti fondů s konstantní hodnotou čistých aktiv naznačují, že investoři mohou

v dobách napětí na finančním trhu usilovat o získání výhody prvního subjektu. Přeměna na fondy s pohyblivou hodnotou čistých aktiv by mohla snížit motivaci podílníků k odchodu v momentě, kdy fond vykáže mírné ztráty, a mohla by také dále zvýšit transparentnost v oblasti cen. Tato přeměna může rovněž napomoci při řešení systémového rizika spojeného s provázaností fondů peněžního trhu se sponzorskými společnostmi a dále může přispět ke snížení nezbytnosti a významu sponzorské podpory.

- (14) Skutečnost, že fondy peněžního trhu budou obecně používat oceňování na základě reálných hodnot, přičemž oceňování na základě zůstatkových hodnot budou používat jen v úzce vymezených případech, poskytne investorům transparentnější ceny, pomůže jim porozumět rizikům těchto fondů a vyjasní rozdíl mezi vklady u fondů peněžního trhu a bankovními vklady.
- (15) Likvidní aktiva umožňují fondům peněžního trhu vyplátit podílníky a zabránit prodejem aktiv se ztrátou, také brání rozšíření na další fondy držící podobné cenné papíry. Příмым stanovením minimálních hodnot denních a týdenních likvidních aktiv se zajistí, že fondy peněžního trhu budou schopny uspokojit potenciálně vysoké požadavky investorů na vyplácení a přečkat období tržní volatility. Efektivní nástroje k řešení nedostatku likvidity, např. v podobě pozastavení dočasných výběrů, pomohou fondům peněžního trhu vypořádat se s obdobím napětí.
- (16) Dodatečné zveřejňování informací o významných rysech fondů, kterými jsou například neexistence kapitálové záruky, podpora ze strany sponzorských společností a postupy při oceňování, ze strany fondů peněžního trhu zajistí, aby investoři měli jasné povědomí o existenci rizik.
- (17) Podrobnější vykazování ze strany fondů peněžního trhu orgánům dohledu umožní lépe porozumět vývoji v odvětví fondů peněžního trhu a vymezit zdroje rizik. Pravidelné vykazování ze strany fondů peněžního trhu by mělo být dále posíleno, zejména pokud jde o složení aktiv a pasiv fondů, používání oceňování na základě zůstatkových hodnot a podporu sponzora. Příslušný vnitrostátní orgán dohledu by měl příslušné informace sdílet s ostatními příslušnými vnitrostátními a evropskými orgány.
- (18) V souladu s 29. bodem odůvodnění nařízení (EU) č. 1092/2010 byly při přípravě tohoto doporučení zohledněny připomínky příslušných zúčastněných subjektů ze soukromého sektoru.

⁽¹⁾ Konzultace k pravidlům pro produkty, řízení likvidity, depozitářům, fondům peněžního trhu, dlouhodobým investicím, 26. července 2012.

(19) Tímto doporučením není dotčen mandát centrálních bank v Unii k provádění měnové politiky.

(20) Doporučení ESRB se zveřejňují poté, co generální rada o svém záměru je zveřejnit informovala Radu Evropské unie a dala jí příležitost se k tomuto záměru vyjádřit,

PŘIJALA TOTO DOPORUČENÍ:

ODDÍL 1

DOPORUČENÍ

Doporučení A – Povinný přechod na pohyblivou hodnotu čistých aktiv

Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Unie:

1. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu měly pohyblivou hodnotu čistých aktiv;
2. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu obecně používaly ocenění reálnou hodnotou a omezily využití oceňování na základě zůstatkových hodnot na omezený počet předem stanovených případů.

Doporučení B – Požadavky na likviditu

Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Unie:

1. doplňovaly stávající požadavky na likviditu fondů peněžního trhu zavedením přímo vyjádřené minimální hodnoty denních a týdenních likvidních aktiv, kterou musí fondy peněžního trhu udržovat;
2. posílily odpovědnost správců fondu v oblasti sledování likviditního rizika;
3. zajistily, že vnitrostátní orgány dohledu a správci fondu mají k dispozici účinné nástroje, například dočasné pozastavení vyplácení, na řešení nedostatku likvidity v obdobích napětí vyplývajících jak z vývoje konkrétního fondu, tak celého trhu.

Doporučení C – Zveřejňování informací

Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Unie:

1. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu i ve svých marketingových materiálech specificky upozorňovaly investory na neexistenci kapitálové záruky a možnost ztráty investované částky;
2. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu ve zveřejňovaných informacích poukazovaly na možnou podporu ze strany sponzora, schopnost poskytnout podporu či ochranu pouze tehdy, představuje-li taková podpora či ochrana pevný závazek sponzora, přičemž v tomto případě musí

být vykázána ve finančních výkazech sponzora a dále zohledněna v obezřetnostních požadavcích na sponzora;

3. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu zveřejňovaly metody oceňování, zejména s ohledem na oceňování na základě zůstatkových hodnot, a poskytovaly odpovídající informace investorům ohledně postupů pro vyplácení uplatňovaných v období napětí na trhu.

Doporučení D – Vykazování a sdílení informací

1. Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Unie:

- a) vyžadovaly, aby veškeré případy podpory ze strany sponzora, které mohou mít dopad na cenu fondu peněžního trhu, ohlásili fond peněžního trhu či jeho správce a sponzor příslušnému vnitrostátnímu orgánu dohledu společně s úplným popisem charakteru a rozsahu takové podpory;

- b) rozšířily pravidelné vykazování informací ze strany fondů peněžního trhu;

- c) zajistily, aby příslušné vnitrostátní orgány dohledu v relevantních případech sdílely informace uvedené v bodech a) a b) s dalšími vnitrostátními orgány dohledu v rámci téhož členského státu či z jiného členského státu, s evropskými orgány dohledu, se členy ESCB a ESRB;

2. Komisi se doporučuje podporovat rozvoj harmonizovaného vykazování informací a harmonizovaného datového souboru uvedených v odst. 1 písm. b) a organizaci sdílení informací uvedeného v odst. 1 písm. c).

ODDÍL 2

PROVÁDĚNÍ

1. Výklad pojmů

1. Pro účely tohoto doporučení se rozumí:

- a) „úvěrovou institucí“ úvěrová instituce ve smyslu čl. 4 odst. 1 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu ⁽¹⁾;

- b) „vnitrostátním orgánem dohledu“ příslušný orgán nebo orgán dohledu ve smyslu čl. 1 odst. 3 písm. f) nařízení (EU) č. 1092/2010;

- c) „fondy peněžního trhu“ unijní subjekty kolektivního investování, které podléhají regulaci a dohledu a jejichž prvořadým cílem je uchování vlastního kapitálu a dosažení výnosu v souladu se sazbami peněžního trhu tím, že investují do nástrojů peněžního trhu nebo vkladů u úvěrových institucí;

⁽¹⁾ Úř. věst. L 177, 30.6.2006, s. 1.

- d) „fondem s pohyblivou hodnotou čistých aktiv“ fond peněžního trhu, který se nesnaží zachovat neměnnou nominální hodnotu a jehož hodnota čistých aktiv se proto mění. Jeho aktiva se obvykle oceňují na základě reálných hodnot;
- e) „fondem s konstantní hodnotou čistých aktiv“ fond peněžního trhu, který se snaží zachovat neměnnou nominální hodnotu. Jeho aktiva se obvykle oceňují na základě zůstatkových hodnot;
- f) „oceňováním na základě zůstatkových hodnot“ účetní postup, který zohledňuje pořizovací cenu cenného papíru a tuto hodnotu upravuje o amortizaci premií či diskontů do splatnosti.
2. Příloha tohoto doporučení tvoří jeho nedílnou součást. V případě nesouladu mezi hlavním textem a přílohou má přednost hlavní text.

2. Prováděcí kritéria

1. Při provádění tohoto doporučení se uplatňují následující kritéria:
- a) toto doporučení se vztahuje na všechny definované fondy peněžního trhu;
- b) je třeba zabránit regulační arbitráži;
- c) při provádění doporučení bude věnována náležitá pozornost zásadě proporcionality při současném zohlednění cíle a obsahu každého doporučení;
- d) zvláštní kritéria pro provádění doporučení jsou uvedena v příloze.
2. Komise se vyzývá, aby ESRB a Radu informovala o opatřeních, která přijala v reakci na toto doporučení, nebo aby v případě nečinnosti poskytla náležité zdůvodnění. Zpráva Komise by měla zahrnovat přinejmenším:
- a) informace o podstatě a časovém rámci přijímaných opatření včetně všech opatření přijatých ve vztahu k evropským orgánům dohledu;
- b) hodnocení účinnosti přijatých opatření z hlediska cílů sledovaných tímto doporučením;

- c) podrobné zdůvodnění nečinnosti či jakéhokoli odchýlení od tohoto doporučení, a to včetně zdůvodnění případného prodloužení.

3. Časový rámec pro návazné kroky

1. Komise se vyzývá, aby v souladu s níže uvedeným časovým rámcem informovala ESRB a Radu o opatřeních, která přijala v reakci na tato doporučení, nebo aby v případě nečinnosti poskytla náležité zdůvodnění:
- a) Komise se vyzývá, aby do 30. června 2013 předložila ESRB předběžnou zprávu obsahující první hodnocení toho, jak jsou doporučení prováděna;
- b) Komise se vyzývá, aby do 30. června 2014 předložila ESRB a Radě závěrečnou zprávu o provádění doporučení.
2. Je-li pro splnění jednoho nebo více doporučení nutné iniciovat přijetí právních předpisů, generální rada může lhůty uvedené v odstavci 1 prodloužit.

4. Sledování a hodnocení

1. Sekretariát ESRB:
- a) napomáhá Komisi mimo jiné tím, že jí poskytuje příslušné vzory a v případě nutnosti upřesňuje formy a časový rámec pro návazné kroky;
- b) ověřuje provádění návazných kroků ze strany Komise, a to mj. i poskytnutím pomoci na její žádost, a informuje o návazných krocích generální radu prostřednictvím řídicího výboru.
2. Generální rada hodnotí přijatá opatření a zdůvodnění oznámená Komisí a případně rozhoduje o tom, že toto doporučení nebylo zohledněno a jeho příjemce řádně nezdůvodnil svou nečinnost.

Ve Frankfurtu nad Mohanem dne 20. prosince 2012.

Předseda ESRB
Mario DRAGHI

PŘÍLOHA K DOPORUČENÍ ESRB O FONDĚCH PENĚŽNÍHO TRHU

OBSAH

	Strana
SEZNAM ZKRATEK	6
SOUHRN	7
ÚVOD	8
I. NEDÁVNÉ REGULATORNÍ INICIATIVY	8
I.1 Mezinárodní iniciativy	8
I.2 Evropské iniciativy	9
II. FONDY PENĚŽNÍHO TRHU A FINANČNÍ STABILITA	10
II.1 Výhoda prvního subjektu	10
II.2 Podpora sponzora	11
II.3 Současné hospodářské prostředí	12
III. STRUKTURA EVROPSKÉHO ODVĚTVÍ FONDŮ PENĚŽNÍHO TRHU	12
III.1 Rozsah <i>ad hoc</i> průzkumu ESRB	12
III.2 Přehled aktiv fondů peněžního trhu	14
III.3 Přehled investorů do fondů peněžního trhu	19
III.4 Koncentrace odvětví	21
III.5 Odchylka fondů CNAV od parity	22
IV. DOPORUČENÍ ESRB	23
IV.1 Rozsah doporučení	23
IV.2 Doporučení A – Povinný přechod na pohyblivou hodnotu čistých aktiv	23
IV.2.1 Ekonomická východiska	23
IV.2.2 Zhodnocení	26
IV.3 Doporučení B – Požadavky na likviditu	30
IV.3.1 Ekonomická východiska	30
IV.3.2 Zhodnocení	33
IV.4 Doporučení C – Zveřejňování informací	34
IV.4.1 Ekonomická východiska	34
IV.4.2 Zhodnocení	34
IV.5 Doporučení D – Vykazování a sdílení informací	35
IV.5.1 Ekonomická východiska	35
IV.5.2 Zhodnocení	35
IV.6 Návazné kroky	36
IV.6.1 Načasování	36
IV.6.2 Kritéria splnění požadavků	36
IV.6.3 Sdělení týkající se návazných kroků	37
ODKAZY	39

SEZNAM ZKRATEK

- ABS:** cenné papíry kryté aktivy
- AIF:** alternativní investiční fond
- AIFM:** správce AIF
- AuM:** spravovaná aktiva
- mld.:** miliarda
- b. b.:** bazický bod
- BSI:** položka rozvahy
- CESR:** Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry
- CIU:** subjekt kolektivního investování
- CNAV:** konstantní hodnota čistých aktiv
- ECB:** Evropská centrální banka
- ESA:** Evropský orgán dohledu
- ESCB:** Evropský systém centrálních bank
- ESMA:** Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
- ESRB:** Evropská rada pro systémová rizika
- EU:** Evropská unie
- EUR:** euro
- FSB:** Rada pro finanční stabilitu
- FSOC:** Rada pro dohled nad finanční stabilitou
- ICI:** Investment Company Institute
- ICPF:** pojišťovny a penzijní fondy
- IMMFA:** Asociace institucionálních fondů peněžního trhu
- IOSCO:** Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry
- MFI:** měnová finanční instituce
- MMF:** fond peněžního trhu
- mil.:** milion
- n/a:** údaje nejsou k dispozici
- NAV:** hodnota čistých aktiv
- NFC:** nefinanční podnik
- OFI:** ostatní finanční instituce
- SEC:** Komise pro cenné papíry a burzu
- ST-MMF:** krátkodobý fond peněžního trhu
- SKIPCP:** subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
- USD:** americký dolar
- VNAV:** pohyblivá hodnota čistých aktiv
- WAL:** vážená průměrná životnost
- WAM:** vážená průměrná doba splatnosti

SOUHRN

Tato příloha slouží jako podkladový materiál pro doporučení ESRB, jejichž cílem je podpořit a posoudit zavádění reform stínového bankovníctví FSB v Evropě ze strany FSB, které se týkají fondů peněžního trhu. Ty jsou jednou z klíčových složek stínového bankovního sektoru. Podobně jako banky provádějí transformaci splatností a likvidity a investoři je mohou vnímat jako jednu z bezpečných alternativ k bankovním vkladům (zejména v případě fondů CNAV, které se snaží zachovat nominální hodnotu bez změny). Fondy peněžního trhu, které sice podléhají regulaci v oblasti cenných papírů, však nespádají pod regulatorní požadavky vztahující se na bankovníctví a v některých případech mohou být značně zranitelné náhlým masivním odlivem investic, který má destabilizující účinek. Fondy peněžního trhu tak mohou být jedním ze zdrojů výrazného systémového rizika. Další riziko s nimi spojené je implicitní a nezávazná podpora sponzorů – pravděpodobnost podpory může být větší u fondů CNAV.

Různé mezinárodní a evropské regulatorní iniciativy (jako doporučení IOSCO z října 2012 a obecné pokyny CESR/ESMA z května 2010), které mají rizika spojená s fondy peněžního trhu řešit, již byly přijaty. Dále se očekává, že FSB vydá v září 2013 svá konečná doporučení ke všem dílčím projektům, které se týkají stínového bankovníctví. V USA se regulatorní rámec pro fondy peněžního trhu může dále vyvíjet v návaznosti na zveřejnění návrhu doporučení FSOC k veřejné konzultaci v listopadu 2012. V Evropě se očekává, že Evropská komise zveřejní svůj legislativní návrh reformy rámce SKIPCP a fondů peněžního trhu během prvního čtvrtletí 2013. Doporučení ESRB a příloha k nim by měly být pro činnost Komise v této důležité oblasti zdrojem informací.

Charakteristika odvětví fondů peněžního trhu v Evropě

Pro posouzení možného dopadu doporučení ESRB byl sestaven podrobný profil odvětví fondů peněžního trhu v Evropě. Tento profil vychází mimo jiné z od hoc sběru údajů. V Evropě spravují fondy peněžního trhu aktiva v hodnotě zhruba 1 bil. EUR, přičemž tři země (Francie, Irsko a Lucembursko) představují na celkových aktivech fondů peněžního trhu dohromady 95 %. Investoři do francouzských fondů peněžního trhu jsou v zásadě domácí investoři, zatímco v případě Irska a Lucemburska jsou do vysoké míry usídleni v jiných zemích. Většina fondů peněžního trhu v Evropě je oprávněna působit podle regulačního rámce SKIPCP. Prvních pět největších skupin, které spravují fondy peněžního trhu v Evropě, představuje 40 % celého odvětví a čtyři z těchto pěti jsou navázány na banky.

Fondy peněžního trhu hrají na peněžních trzích důležitou úlohu a podle odhadů drží přibližně 25 % všech krátkodobých dluhových cenných papírů vydaných v eurozóně. Zhruba 75 % jejich expozic je vůči měnovým finančním institucím, což jsou v případě Irska převážně instituce mimo EU. Irské a lucemburské fondy drží hlavní podíl svých aktiv v cizích měnách, převážně v amerických dolarech a britských librách.

Souhrnně poskytují evropské fondy peněžního trhu produkty většinou institucionálním investorům, i když v některých jednotlivých zemích jsou zpravidla jedním z retailových produktů. Měnové finanční instituce jsou samy o sobě významnými investory do fondů peněžního trhu. Představují více než 30 % celkové investorské základny a vykazují přednostní zájem o fondy CNAV. Pro evropské fondy peněžního trhu a zejména pro irské fondy CNAV existuje důležitá investorská základna mimo EU. Provázanost fondů peněžního trhu se zbytkem finančního systému se dále zvyšuje prostřednictvím vztahu s jejich sponzory, často bankami.

O něco více než 40 % spravovaných aktiv odvětví je investováno fondy CNAV. Evropské fondy CNAV mají ze dvou třetin sídlo v Irsku a z jedné třetiny v Lucembursku. Takové fondy jsou zpravidla výrazně větší, mají konzervativnější profil rizik, kratší doby splatnosti, vyšší úroveň likvidity a větší investorskou základnu mimo EU než fondy VNAV. V této souvislosti je třeba poznamenat, že obecné pokyny CESR/ESMA z roku 2010 stanovily pro fondy peněžního trhu standardy z hlediska způsobilých aktiv i jejich kvality a splatnosti. Podle výsledků sběru dat provedeného ESRB vykázalo v průzkumu zhruba 27 % fondů CNAV v nedávném pětiletém období odchylky mezi nominální a tržní hodnotou svých aktiv v rozsahu více než 10 b. b. Ani v jednom z případů nevykázaly fondy účastníci se průzkumu podporu sponzorů.

Doporučení ESRB

Doporučení ESRB jsou podobná doporučením IOSCO zveřejněným v říjnu 2012. V kontextu řešení systémového rizika je hlavním cílem činnosti IOSCO snížit náchylnost fondů peněžního trhu k riziku náhlého masivního odlivu investic. Doporučení ESRB, která vycházejí mimo jiné z výsledků účelového sběru dat, jsou doplněna kvantitativní a kvalitativní analýzou s cílem zjistit, zda by změna obchodních modelů po reformách způsobila vážný útlum fondů peněžního trhu, a to zejména v době, kdy jsou ještě nepříznivě ovlivňovány prostředím nízkých úrokových sazeb. Doporučení pokrývají tyto čtyři konkrétní oblasti.

Povinný přechod na VNAV: Fondy peněžního trhu by měly povinně mít pohyblivou hodnotu čistých aktiv. Tímto způsobem by posílily prvky investiční povahy a oslabily by prvky svou povahou podobné přijímání bankovních vkladů. Tento požadavek omezí motivaci investorů k náhlým masivním odlivům investic, zvýší cenovou transparentnost a sníží provázanost ve finančním systému. Po fondech peněžního trhu se dále požaduje, aby obecně používaly ocenění podle reálné hodnoty, přičemž ocenění na základě zůstatkových hodnot by mělo být omezeno na několik předem definovaných okolností.

Požadavky na likviditu: Stávající požadavky na likviditu by měly být posíleny zavedením explicitních minimálních objemů denních a týdenních likvidních aktiv, které fondy peněžního trhu musí udržovat. Měla by být zvýšena odpovědnost správců fondů za sledování rizika likvidity. V neposlední řadě by měly být k dispozici efektivní nástroje, např. v podobě dočasných pozastavení výběrů, s cílem řešit nedostatek likvidity v době napětí v důsledku vývoje jak konkrétního fondu, tak celého trhu.

Zveřejňování informací: Marketingové materiály fondů peněžního trhu by měly investory upozorňovat na neexistenci kapitálové záruky a možnost ztráty investované částky. Veškeré informace pro veřejnost, které by vzbuzovaly dojem podpory sponzora nebo schopnost takové podpory, by měly být zakázány, pokud taková podpora není pevným závazkem sponzora – v takovém případě musí být vykázána v jeho finančních výkazech a stanovena v obezřetnostních požadavcích na sponzora. Informace by také měly obsahovat popis postupů oceňování, zejména pokud jde o ocenění na základě zůstatkových hodnot, a možnost pozastavit úpisy a výběry rovněž v době napětí.

Vykazování a sdílení informací: Jakékoli případy podpory sponzora by měly být hlášeny odpovědným vnitrostátním orgánům dohledu, které by tyto informace měly sdílet s ostatními příslušnými vnitrostátními a evropskými orgány. Pravidelné vykazování ze strany fondů peněžního trhu by mělo být dále posíleno a harmonizováno. V relevantních případech by měly vnitrostátní orgány dohledu sdílet informace s ostatními příslušnými orgány (vnitrostátními, zahraničními nebo evropskými).

ÚVOD

Cílem doporučení ESRB a podpůrné analýzy je vyhodnotit z hlediska finanční stability doporučení IOSCO z října 2012 o fondech peněžního trhu, pokud jde o jejich potenciální dopad na odvětví fondů peněžního trhu v EU. S cílem zajistit podporu a doporučení pro tvůrce politiky v EU se tato příloha zaměřuje na otázky implementace, které jsou pro finanční stabilitu velice důležité.

Kvantitativní i kvalitativní analýza v této příloze čerpá z různých informačních zdrojů včetně akademického výzkumu, z předchozích prací o fondech peněžního trhu provedených ESRB, ze statistických údajů ECB a vyhrazeného *ad hoc* průzkumu z popudu ESRB. Cílem uvedeného průzkumu bylo shromáždit podrobnější údaje nad rámec těch, které jsou k dispozici z veřejně dostupných zdrojů. ESRB dále uspořádala jednání s účastníky trhu, aby si vyžádala jejich stanoviska.

Oddíl I přílohy vyhodnocuje nedávné mezinárodní a evropské regulatorní iniciativy týkající se fondů peněžního trhu a nabízí tak širší východisko pro doporučení ESRB. **Oddíl II** je stručným přehledem zdrojů systémového rizika vycházejícího z fondů peněžního trhu, kterým se doporučení zabývají. Pro účely analytické podpory doporučení hodnotí **oddíl III** tržní strukturu odvětví fondů peněžního trhu v Evropě, se zaměřením na ty prvky trhu, které jsou z hlediska systémového rizika zvláště významné. **Oddíl IV** pojednává o jednotlivých doporučeních ESRB a v každém případě obsahuje ekonomická východiska a hodnocení včetně kritérií splnění požadavků.

I. NEDÁVNÉ REGULATORNÍ INICIATIVY

I.1 Mezinárodní iniciativy

Po vyhodnocení příčin nedávné finanční krize vyjádřilo několik vnitrostátních regulátorů a mezinárodních organizací potřebu strukturálních reforem fondů peněžního trhu. Na summitu v Soulu v listopadu 2010 požádali představitelé G20 **Radu pro finanční stabilitu** (FSB), aby vypracovala doporučení k posílení regulace stínového bankovního systému a dohledu nad ním. FSB zveřejnila 27. října 2011 soubor počátečních doporučení, jež summit G20 v Cannes podpořil. Konkrétně FSB doporučila, aby byl dále posílen regulatorní rámec fondů peněžního trhu. FSB identifikovala fondy peněžního trhu s konstantní hodnotou čistých aktiv (CNAV), které se snaží zachovat neměnnou nominální hodnotu, jako jeden ze zásadních zdrojů potenciálního rizika, které je třeba řešit pomocí podpory či požadavků přechodu na fondy s pohyblivou hodnotou čistých aktiv (VNAV), stanovením kapitálových a likviditních požadavků pro fondy peněžního trhu CNAV nebo pomocí dalších prostředků. FSB dále pověřila Mezinárodní organizaci komisí pro cenné papíry (IOSCO), aby posoudila potenciální regulatorní reformy, které by zmírnily náchylnost fondů peněžního trhu k náhlému masivnímu odlivu investic a k dalším systémovým rizikům a aby vypracovala doporučení pro přijetí opatření.

Na základě této žádosti vypracovala IOSCO 9. října 2012 doporučení pro reformu fondů peněžního trhu. V návaznosti na tato doporučení uvedla IOSCO v jedné z tiskových zpráv, že i když většina členů Komise pro cenné papíry a burzu (SEC) zveřejnění doporučení IOSCO nepodpořila, žádné další výhrady nebyly vzneseny a rada IOSCO zprávu schválila.

Dne 18. listopadu 2012 zveřejnila FSB několik konzultačních dokumentů, z nichž jeden byl integrovaným přehledem doporučení pro oblast stínového bankovníctví. V této zprávě FSB podpořila doporučení IOSCO jako účinný rámec pro komplexní posílení odolnosti fondů peněžního trhu vůči rizikům. FSB také podpořila doporučení, aby v případech, kde to bude proveditelné, se fondy peněžního trhu s konstantní NAV transformovaly na fondy peněžního trhu s plovoucí (nebo pohyblivou) NAV. FSB dále uvedla, že by pojistné mechanismy, jejichž zavedení se požaduje k posílení odolnosti fondů peněžního trhu s konstantní NAV vůči náhlým masivním odlivům investic tam, kde transformace není proveditelná, měly být funkčně ekvivalentní požadavkům na kapitál a likviditu bank a dalším obezřetnostním požadavkům vztahujícím se na banky, kde tyto požadavky chrání před náhlými masivními výběry bankovních vkladů.

FSB oznámila, že do září 2013 připraví svá konečná doporučení ke stínovému bankovníctví včetně podrobných doporučení z každého ze svých dílčích projektů (jedním z nich jsou i fondy peněžního trhu). I když dílčí projekt k fondům peněžního trhu je již z velké části dokončen, některé další, a to zejména ty, které se týkají vzájemného působení bank a subjektů stínového bankovníctví i zápůjček cenných papírů a repo operací, mohou mít na reformu fondů peněžního trhu také vliv.

Ve **Spojených státech** byly určité reformy fondů peněžního trhu přijaty v roce 2010. V té době SEC uvedla, že tyto reformy slouží jako první krok. V říjnu 2010 pracovní skupina prezidenta zveřejnila zprávu uvádějící soubor dalších možných opatření, neboť nebylo možné očekávat, že by reformy z roku 2010 samy o sobě zabránily náhlým masivním odlivům investic. SEC se tedy zabývala vypracováním dalších strukturálních reforem. Dne 22. srpna 2012 však předsedkyně SEC Mary Schapiroová oznámila, že návrh pracovníků SEC na strukturální reformu fondů peněžního trhu většina členů SEC nepodpoří.

V důsledku toho ministr financí USA Timothy Geithner 27. září 2012 požádal Radu pro dohled nad finanční stabilitou (FSOC), aby přijala opatření namísto SEC. Dne 13. listopadu 2012 FSOC zveřejnila k veřejné konzultaci své návrhy doporučení k reformě fondů peněžního trhu. Tato doporučení obsahovala tři varianty, které se vzájemně nutně nevylučují: i) pohyblivá NAV, ii) konstantní NAV s polštářem NAV s „minimálními rizikovými zůstatky“ a iii) konstantní NAV s polštářem NAV a dalšími opatřeními. K datu této zprávy není výsledek veřejné konzultace znám. Také není zřejmé, zda SEC bude jednat v souladu s doporučeními FSOC, zejména v kontextu potíží na straně SEC při jejích shora uvedených počátečních snahách.

1.2 Evropské iniciativy

V květnu 2010 **Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry** (CESR), předchůdce Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA), zveřejnil obecné pokyny k vytvoření harmonizované definice pojmu „fondy peněžního trhu“ v Evropě a k zavedení nových společných standardů pro řešení selhání identifikovaných během finanční krize. Obecné pokyny zavedly klasifikaci rozlišující dva druhy fondů peněžního trhu: „krátkodobé fondy peněžního trhu“ (ST-MMF) a „fondy peněžního trhu“ a stanovily přísné standardy z hlediska kvality a splatnosti portfolií, řízení rizik a vykazování informací. Obecné pokyny CESR/ESMA vstoupily v platnost v červenci 2011 se šestiměsíčním přechodovým obdobím pro stávající fondy a vztahují se jak na fondy SKIPCP, tak na fondy jiné než SKIPCP.

Obecné pokyny již zohledňují většinu doporučení IOSCO. Například podle doporučení IOSCO (doporučení 1 až 3) obsahují obecné pokyny jednoznačnou definici fondů peněžního trhu, přísná pravidla pro druhy nástrojů, do nichž mohou fondy peněžního trhu investovat (včetně zákazu akciových expozičních), limity pro zbytkovou dobu splatnosti nástrojů i limity pro váženou průměrnou dobu splatnosti (WAM) a váženou průměrnou dobu životnosti (WAL) portfolia. V období po nabytí platnosti obecných pokynů, tj. během posledních měsíců roku 2011, byl značný počet fondů původně označovaných jako fondy peněžního trhu přejmenován a přesunut do jiných kategorií fondů.

Pokud jde o doporučení IOSCO v oblasti řízení likvidity (doporučení 6 až 8), je stávající evropský právní rámec již silný. Pravidelné zátěžové testy likviditního rizika musí probíhat podle směrnice 2010/43/EU v případě subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) a podle směrnice 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů.

V neposlední řadě je třeba uvést, že rámec SKIPCP otázky diverzifikace rizik, omezení rizik a způsobilosti aktiv již řeší.

Obecné pokyny CESR/ESMA se však nezabývají všemi doporučeními IOSCO ani všemi problémy, které IOSCO identifikovala jako inherentní problémy spojené s fondy peněžního trhu. Především krátkodobé fondy peněžního trhu mohou stále používat CNAV. Navíc mohou fondy peněžního trhu používat pro oceňování nástrojů s omezením zbytkové doby splatnosti stanoveným na 397 dní zůstatkovou hodnotu, což může rovněž vytvářet rizika a snižovat cenovou transparentnost. Dále protože není podpora sponzorů v současnosti regulatorně upravena, ani nepodléhá oznamovací povinnosti, nemají o ní regulátoři k dispozici žádné informace.

K doplnění evropského regulatorního rámce vypracovalo **odvětví fondů** soubor osvědčených postupů, které odpovídají kodexu Asociace institucionálních fondů peněžního trhu (IMMFA). Podle tohoto kodexu musí fondy peněžního trhu CNAV alespoň týdně sledovat rozdíly mezi jimi zveřejněnými cenami a aktuálními tržními cenami (známými jako stínové ceny). Pro odchylky více než 10 bazických bodů (b. b.), 20 b. b. a 30 b. b. by měly existovat postupy eskalace, především prostřednictvím interního podávání zpráv. V případech, kdy je tržní hodnota o 50 b. b. nižší než nominální hodnota, má se za to, že fond utrpěl „trvalou ztrátu hodnoty“. Každý takový případ „poklesu NAV pod 1 USD“ být hlášen IMMFA.

Potřebu dalších reforem regulace fondů peněžního trhu zvažuje také **Komise**. Ve své zelené knize o stínovém bankovníctví (2012) poukazuje na úlohu fondů peněžního trhu ve stínovém bankovním systému. Komise dále zveřejnila konzultační materiál o budoucím rámci pro investiční fondy (2012). Jedna část dokumentu se zabývá problematikou fondů peněžního trhu CNAV versus VNAV, jejich oceňováním, úlohou fondů peněžního trhu ve vztahu k systémovému riziku a spoléháním se na úvěrové ratingy. Legislativní návrh Komise týkající se fondů peněžního trhu bude k dispozici pravděpodobně během prvního čtvrtletí 2013. V říjnu 2012 přijal **Evropský parlament** na úrovni výboru návrh ke stínovému bankovníctví, kterým podpořil doporučení IOSCO a v němž požadoval, aby fondy CNAV měly povinnost držet bankovní licenci s omezeným účelem.

Jak vyplývá z dalšího textu, odvětví fondů peněžního trhu v Evropě má velký mezinárodní prvek. Jednou z výzev v různých probíhajících mezinárodních a evropských iniciativách je tedy řídit potenciální riziko, které může vzniknout z rozdílnosti regulatorních iniciativ k řešení systémových rizik spojených s fondy peněžního trhu.

II. FONDY PENĚŽNÍHO TRHU A FINANČNÍ STABILITA

Fondy peněžního trhu jsou jednou z klíčových složek stínového bankovního systému (FSB, 2011). Jedná se o investiční produkty podléhající regulaci cenných papírů, ale jsou podobné bankám v tom, že provádějí transformaci splatnosti a likvidity a že investoři mohou tyto fondy a zejména fondy CNAV vnímat jako jednu z bezpečných alternativ k bankovním vkladům. Fondy peněžního trhu však mohou držet méně likvidní aktiva, která mohou být splatná mnohem později než výběry ze strany investorů a mohou také obsahovat investiční rizika. Na rozdíl od bank nemají fondy peněžního trhu přístup k veřejné záchranné síti; v zásadě nemají výslovnou podporu od svých sponzorujících společností, i když bylo několik případů, v nichž sponzoři oslabující fondy aktivně podpořili *ex post*.

Rozsáhlý ekonomický výzkum provedený zejména s ohledem na trh USA dokládá, že chování a charakter fondů peněžního trhu je činí zranitelnými v důsledku náhlých masivních odlivů investic, které mají destabilizující účinek a které se mezi fondy mohou rychle rozšířit. To může dále zhoršit stav likvidity a dostupnost krátkodobých úvěrů, a to hlavně v případě bank, jejichž jedním z významných zdrojů financování jsou fondy peněžního trhu. (1) Riziko náhlých masivních výběrů ze strany investorů je dáno především výhodou prvního subjektu a nejistotou ohledně implicitní a nezávazné podpory sponzora.

II.1 Výhoda prvního subjektu

I když je výhoda prvního tahu jedním z rysů všech investičních fondů, mnozí ji považují za relevantní hlavně v případě **fondů peněžního trhu CNAV**, neboť nabízejí okamžitý výběr za zaokrouhlenou stálou cenu (např. 1 EUR nebo 1 USD za podíl) (2). Je zde tedy riziko, že cena podílu nemusí odrážet „reálnou hodnotu“ podkladového portfolia

(1) Viz také FSOC (2012) s. 17–28, kde je obsažena analýza systémových rizik a přehled dalšího akademického výzkumu, např. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (zveřejněný se připravuje); Gordon and Gandia (2012); Gorton and Metrick (2010), s. 261–297; Kacperczyk and Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

(2) Viz ESRB Occasional Paper (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton and Metrick (2010); McCabe (2010).

fondu v době napětí nebo v případě obav z kvality podkladových aktiv. Jedním z rysů této výhody je, že požadavky na předčasný výběr jsou uspokojovány v nominální hodnotě, i když skutečná hodnota aktiv je potenciálně nižší. To vyvolává přenos ztrát na zbývající podílňky, neboť investoři, kteří provádějí výběr později, nesou neproporční ztráty. Tato výhoda prvního subjektu může přispívat k destabilizujícím náhlým masivním odlivům investic. Nejistota spojená s kvalitou aktiv v portfoliu může motivovat k náhlým masivním odlivům investic, i když se tržní hodnota od nominální hodnoty neliší. Riziko náhlého masivního odlivu investic vzniká především u institucionálních investorů, neboť ti mají silnou averzi k riziku a mají tendenci reagovat rychleji a ve větším měřítku než retailoví investoři. Obecněji platí, že parametry CNAV mohou zvýšit riziko nestability tím, že vyvolávají u některých investorů očekávání výběru v nominální hodnotě v domnění, že podíly fondů peněžního trhu jsou bezrizikovým ekvivalentem peněžní hotovosti. Mohou tak riziko náhlých masivních odlivů investic zvyšovat, pokud fond tato očekávání nenaplní, tj. pokud vykáže „pokles NAV pod 1 USD“.

I když se výhoda prvního subjektu týká převážně fondů CNAV, zkušenosti z finanční krize ukazují, že i investoři do **fondů peněžního trhu VNAV** mohou mít motivaci investice stahovat⁽¹⁾. Vzhledem k tomu, že fondy peněžního trhu nemají 100 % denní likvidity, fakticky nastávají případy, kdy výběry nelze realizovat. Investoři tedy stále mohou mít motivaci k rychlému výběru (jako v případě jakéhokoli investičního fondu), protože následné výběry mohou donutit fond, aby prodal méně likvidní aktiva a potenciálně utrpěl ztráty. Motivace k náhlým masivním odlivům investic může vzrůst z důvodu účetní nejistoty, která může nastat i u fondů VNAV.

II.2 Podpora sponzora

Několik studií ukazuje, že po celou dobu existence fondů peněžního trhu poskytovaly podporu třetí strany⁽²⁾. Společnost Moody's našla během období let 1980–2009 ve Spojených státech a v Evropě více než 200 fondů peněžního trhu CNAV, které získaly podporu od sponzora. Podpora dosáhla nejvyšší úrovně mezi lety 2007 a 2009, kdy více než 60 fondů (36 amerických a 26 evropských) potřebovalo pomoc, převážně v důsledku zhoršení úvěrové kvality či úvěrového selhání a problémů s likviditou. Podle společnosti Moody's vznikly nejméně 20 společnostem spravujícím prime fondy ve Spojených státech a v Evropě výdaje ve výši přibližně 12 mld. USD na zachování hodnoty jejich fondů CNAV. Navíc byly přeměněny dvě společnosti spravující fondy odkázány na rozvahu svých mateřských společností a přístup k financování Federálního rezervního systému s cílem splnit výplaty investorům, zatímco dvě společnosti konsolidovaly aktiva fondů peněžního trhu do svých rozvah (viz také ESRB Occasional Paper, 2012).

Pád Reserve Primary Fund ve Spojených státech ilustruje klíčový nedostatek toho, když se fond spoléhá na implicitní a nezávaznou podporu sponzora. Uvedený fond nebyl po pádu společnosti Lehman Brothers schopen udržet NAV ve výši 1 USD (expozice vůči Lehman Brothers činila 1,2 % jeho NAV). Tato ztráta okamžitě vedla k náhlému masivnímu odlivu prostředků z tohoto fondu, který přivedl ještě širší vybírání prostředků z amerických fondů peněžního trhu, přičemž velké výběry byly uskutečněny během pouhých několika dní. Sponzor fondu Reserve Primary Fund nakonec fond nepodpořil, což mohlo vytvořit nejistotu týkající se podpory sponzorů obecně a urychlit masivní odliv investic z odvětví fondů peněžního trhu. Celkově tyto události narušily trh s obchodními cennými papíry a přiměly americké orgány, aby se angažovaly mimo jiné vytvořením dvou likviditních facilit a rozšířením systému pojištění vkladů.

Tyto poznatky naznačují význam podpory sponzorů v minulosti, avšak zároveň ilustrují potenciální nedostatek. Nejistota ohledně dostupnosti podpory během poslední krize tak mohla přispět k náhlému masivnímu odlivu investic. McCabe (2011) a Gordon a Gandia (2012) ukazují, že kapacita sponzorů je důležitým faktorem v chování investorů. Gordon a Gandia (2012) poskytují údaje o tom, že fondy CNAV spravované či sponzorované potenciálně křehkými společnostmi čelily značné vysokému odlivu prostředků a vyššímu riziku náhlého masivního odlivu investic. Analytici a ratingové agentury dále mohou vzít v potaz rozvahu a finanční sílu institucí, které fondy peněžního trhu nabízejí. Implicitní

⁽¹⁾ Viz Scott (2012), jenž cituje údaje ICI, že francouzské fondy VNAV ztratily zhruba 40 % aktiv v rozpětí tří měsíců od července 2007 do září 2007. Tyto fondy však nebyly fondy peněžního trhu podle francouzských právních předpisů, ale byly uváděny na trhu jako „posílené fondy peněžního trhu“.

⁽²⁾ Viz Brady (2012) a Moody's (2010). Konzultační zpráva IOSCO (z dubna 2012) poskytuje také podrobnosti o závěrech SEC ve vztahu k podpoře sponzora: během období od srpna 2007 do 31. prosince 2008 obdrželo podle odhadů pracovníků SEC téměř 20 % všech fondů peněžního trhu určitou podporu od svých peněžních správců či přidružených subjektů.

povaha podpory od sponzora a její závislost na jeho možnostech může tedy vytvořit mezi účastníky trhu nejistotu, což může vést k větší zranitelnosti fondů peněžního trhu vůči náhlému masivnímu odlivu investic. Obecně režim, který závisí na implicitních a nezávazných garancích třetích stran, může být považován za nestabilní, protože poskytovatel garance neinternalizuje náklady implicitního ujednání (McCabe, 2011).

II.3 Současné hospodářské prostředí

Současné prostředí s nízkými úrokovými sazbami nastoluje otázky ohledně schopnosti fondů peněžního trhu udržet CNAV. Poté, co ECB v červenci 2012 snížila úrokové sazby, zaznamenaly krátkodobé dluhové nástroje, do kterých evropské fondy peněžního trhu výrazně investovaly, rychlý pokles výnosů, který dosáhl dokonce i záporných hodnot. Jelikož se struktura CNAV nedokáže přizpůsobit ztrátám, přiměla tato situace správce fondů CNAV, aby byly přerušeny úpisy, přičemž některé fondy se rozhodly pro alespoň nepřímo plovoucí režim NAV. V některých případech se snížil kurz podílu, nýbrž jejich počet vlastněný investory, a to ve výši skutečných ztrát nesených investory. Například v říjnu 2012 oznámila společnost JPMorgan Chase tento způsob řešení ztrát investorů do jejich dvou velkých evropských fondů peněžního trhu (Euro Liquid Fund se spravovanými aktivy ve výši 4 mld. EUR a Government Liquidity Fund ve výši 13 mld. EUR). Byla přidána nová třída podílů „flex“ u takových fondů, které budou udržovat aktiva v držení investorů na stabilní úrovni 1 EUR za podíl, avšak budou pro pokrytí provozních nákladů a záporných výnosů odečítat podíly z celkového účtu.

III. STRUKTURA EVROPSKÉHO ODVĚTVÍ FONDŮ PENĚŽNÍHO TRHU

Tato kapitola poskytuje podrobný přehled o evropském odvětví fondů peněžního trhu na základě kvantitativní analýzy s cílem zhodnotit důsledky fondů peněžního trhu pro finanční stabilitu (o kterých pojednával na teoretičtější úrovni předchozí oddíl) a možný dopad doporučení ESRB předložených v oddíle IV.

Podle statistiky ECB představovala spravovaná aktiva evropských fondů peněžního trhu k červnu 2012 přibližně 1 bil. EUR, což představuje pokles z nejvyšší úrovně 1,4 bil. EUR dosažené v roce 2008 a blíží se úrovni z roku 2011. Počet fondů se také snížil z více než 1 300 fondů v roce 2011 na 1 171 fondů k červnu 2012. K tomuto nedávnému poklesu došlo částečně formou konsolidace tohoto odvětví po zavedení obecných pokynů CESR/ESMA uvedených v oddíle I.2.

Přibližně 95 % evropského odvětví fondů peněžního trhu je soustředěno ve třech zemích: ve Francii (39 % tržní podíl spravovaných aktiv), v Lucembursku (31 %) a Irsku (25 %). Ve vztahu k souhrnu odvětví investičních fondů v eurozóně představovaly fondy peněžního trhu k červnu 2012 přibližně 15 % celkových spravovaných aktiv. Nejvyšší podíl je zaznamenán ve Francii, kde činí přibližně 38 %. V Irsku představují aktiva fondů peněžního trhu přibližně 32 % a v Lucembursku 11 % celkového trhu investičních fondů. Aktiva spravovaná fondy peněžního trhu EU však představují pouze 2,5 % celkových aktiv odvětví MFI eurozóny (s výjimkou centrálních bank).

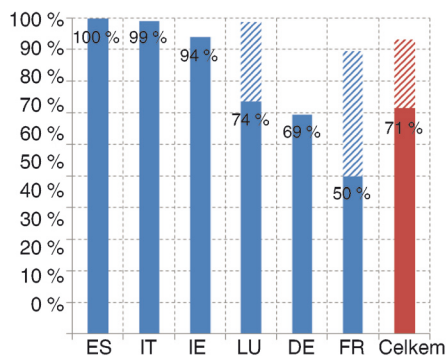
III.1 Rozsah *ad hoc* průzkumu ESRB

Za účelem shromáždění strukturovanějších informací, než nabízí statistika ECB, provedla ESRB *ad hoc* průzkum týkající se fondů peněžního trhu rovněž za použití údajů o individuálních fondech. Údaje byly shromážděny na základě nejlepšího úsilí šesti zeměmi (Francií, Německem, Irskem, Itálií, Lucemburskem a Španělskem) a týkají se situace ke konci června 2012. Údaje poskytují informace o členění rozvahy podle druhu fondu, tzn. CNAV, krátkodobá VNAV a další fondy VNAV, přičemž takovéto členění není v rámci statistiky ECB k dispozici. Průzkum zahrnuje také informace k fondům CNAV o stínové ceně v období od června 2007 do června 2012.

Průzkum ESRB zahrnuje 71 % aktiv spravovaných v tomto odvětví v šesti vykazujících zemích na základě statistiky ECB ⁽¹⁾. Další informace, a to v souhrnném vyjádření, byly shromážděny za dalších 22 % tohoto odvětví v uvedených zemích. Tyto další informace zachycují pouze členění podle druhu fondu, fondového správce a velikosti fondu, pokud jde o spravovaná aktiva (viz **graf 1**). Údaje v průzkumu zahrnují společně 93 % odvětví fondů peněžního trhu v šesti zemích (a 89 % odvětví fondů peněžního trhu EU).

⁽¹⁾ Pokud jde o závazky, zahrnuje mírně nižší podíl, protože nejsou k dispozici údaje o investorské základně fondů peněžního trhu v Německu.

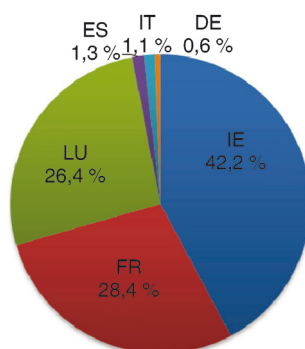
Graf 1

Průzkum ESRB: pokrytí podle zemí (v %)

Zdroj: průzkum ESRB, ECB.

Pozn.: Průzkum měl za cíl pokrýt přibližně 75 % celkových spravovaných aktiv podle rezidentských fondů peněžního trhu v každé zemi. Pruhované úseky označují částečně vykázané údaje (např. pouze druh fondů). Pokrytí údajů je přitom vyšší při zohlednění určitého dvojího započítávání (např. Francie dosahuje pokrytí 60%, jsou-li vyňaty fondy fondů a struktury „master-feeder“).

Graf 2

Příklad složení (podle spravovaných aktiv, v %)

Zdroj: průzkum ESRB.

Pozn.: pouze podíl bezzbytku vykázaných údajů.

Průzkum ukázal, že fondy CNAV představují přibližně 43 % (433 mld. EUR) celkových aktiv spravovaných evropskými fondy peněžního trhu. Dvě třetiny z nich mají sídlo v Irsku (272 mld. EUR) a jedna třetina v Lucembursku (161 mld. EUR). Fondy peněžního trhu ve Francii jsou rozděleny mezi krátkodobé fondy VNAV (ST-VNAV) se 47% podílem a ostatní fondy VNAV s 36% podílem. V Německu, Itálii a Španělsku se jedná téměř výlučně o druh VNAV. Pokud jde o rozlišení mezi CNAV a VNAV, je třeba poznamenat, že tyto údaje jsou založeny na samoklasifikaci fondů, které se průzkumu účastnily, protože žádná jednoznačná právní či statistická definice CNAV a VNAV neexistuje; některé fondy mají obě třídy podílů, tedy CNAV i VNAV.

Pokud jde o počet fondů, průzkum zahrnuje 123 fondů CNAV provozovaných v Lucembursku a Irsku, což představuje 13 % počtu fondů v šesti zemích, které byly do průzkumu zahrnuty, ale 45 % jejich spravovaných aktiv (viz **tabulka 1**). Průzkum zahrnuje rovněž 330 fondů VNAV (z nichž je 124 ST-VNAV) z uvedených šesti zemí.

Tabulka 1

Členění spravovaných aktiv a počtu fondů podle druhu a země (v mil. EUR)

	Francie		Irsko		Lucembursko		Španělsko		Itálie		Německo		Vzorek celkem	
	počet fondů	sprav. aktiva	počet fondů	sprav. aktiva	počet fondů	sprav. aktiva	počet fondů	sprav. aktiva	počet fondů	sprav. aktiva	počet fondů	sprav. aktiva	počet fondů	sprav. aktiva
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
ST-VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Ostatní VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
SKIPCP	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Mimo SKIPCP	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
n/a	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Celkem	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Zdroj: Průzkum ESRB; ECB.

Pozn.: Kategorie „Celkem“ uvádí statistiku ECB o položkách rozvahy (BSI) fondů peněžního trhu a registr MFI. Kategorie „Ostatní VNAV“ uvádí fondy, které průzkum nezahrnuje. Kategorie „údaje nejsou k dispozici (n/a)“ se v případě francouzských fondů týká zaměstnaneckých programů, fondů „feeder“, fondů fondů a fondů pouze pro jednoho nebo omezený počet investorů („fonds dédiés“), které mohou, ale nemusí být oba SKIPCP.

III.2 Přehled aktiv fondů peněžního trhu

Co se týče **hospodářských odvětví**, statistiky ECB týkající se fondů peněžního trhu ukazují, že tyto fondy v první řadě investují do odvětví MFI. Průzkum ESRB tuto skutečnost potvrzuje a ukazuje průměrnou expozici vůči MFI na úrovni 75 %. Expozice se zpravidla mezi jednotlivými druhy fondů neliší (viz **tabulka 2** a **graf 4**). Expozice vůči podnikovému sektoru jsou poměrně malé (10 %). Statistika ECB také ukazuje snižující se význam dluhových cenných papírů nefinančních podniků v portfoliu aktiv fondů peněžního trhu (viz **graf 3**) během posledních let. Pokud jde o emitenty, obecné pokyny CESR/ESMA omezují fondy, co se týče úvěrové kvality. Alokace aktiv evropských fondů peněžního trhu se tedy soustřeďuje na poměrně malý počet vysoce kvalitních bankovních a nebankovních emisí (viz FitchRatings, 2012).

Tabulka 2

Rozdělení investic podle druhu fondu a odvětví (v % z celkových aktiv)

	MFI	Nefinanční podniky	Stát	Ostatní finanční zprostředkovatelé
1 – CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 – Krátkodobé (ST) VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

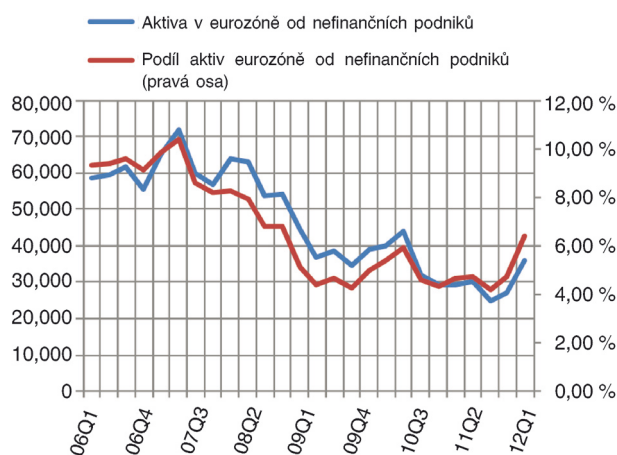
	MFI	Nefinanční podniky	Stát	Ostatní finanční zprostředkovatelé
3 – VNAV (bez ST-VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 – SKIPCP	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 – Jiné než SKIPCP	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Průzkum celkem	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Údaje ECB celkem	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Zdroj: průzkum ESRB; ECB.

Pozn.: Celkové údaje od ECB se týkají pouze protistran v eurozóně.

Graf 3

Expozice fondů peněžního trhu vůči nefinančním podnikům v eurozóně (v mil. EUR a %)



Zdroj: ECB.

Pozn.: „Podíl aktiv v eurozóně od nefinančních podniků“ uvádí poměr aktiv fondů peněžního trhu emitovaných nefinančními podniky v eurozóně k aktivům fondů peněžního trhu emitovaným všemi rezidenty v eurozóně.

Vzhledem k členění v tabulce 2 představují fondy peněžního trhu pro banky oproti ostatním odvětvím důležitý zdroj financování. Statistiky ECB o emisích cenných papírů poskytují poznatky o významu fondů peněžního trhu, pokud jde o krátkodobé financování (tj. se splatností kratší než jeden rok) MFI v eurozóně. Ty drží v eurozóně, jak ukazuje tabulka 3, přibližně 40 % krátkodobého dluhu emitovaného bankami.

Tabulka 3

Podíl celkového krátkodobého dluhu MFI v eurozóně v držení fondů peněžního trhu v eurozóně (v mil. EUR a %)

Období	Aktiva fondů pen. trhu	Emise cenných papírů	Poměr
2010Q2	320 802	734 187	43,7 %
2010Q3	314 738	743 246	42,3 %
2010Q4	299 593	572 050	52,4 %
2011Q1	289 694	617 695	46,9 %
2011Q2	245 488	582 244	42,2 %
2011Q3	238 795	613 012	39,0 %

Období	Aktiva fondů pen. trhu	Emise cenných papírů	Poměr
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Zdroj: ECB.

Navíc zatímco mají fondy VNAV se sídlem ve Francii značnou expozici vůči domácímu odvětví MFI (banky a další fondy peněžního trhu), fondy CNAV v Irsku mají značnou expozici vůči MFI mimo EU (viz **tabulka 4 a graf 4**). Fondy se sídlem v Lucembursku zase investují ve větší míře do MFI se sídlem v EU, ale mimo Lucembursko. V poměrném vyjádření pak fondy peněžního trhu v Německu, Itálii a ve Španělsku investují ve větší míře do domácího vládního sektoru.

Tabulka 4

Vybraná členění investic fondů peněžního trhu podle regionu a druhu fondu a odvětví (v mil. EUR)

	Fondy CNAV se sídlem v Irsku				
	MFI	NFC	Stát	OFI	Celkem
Domácí	12 661	1 531	57	2	14 251
Zbytek EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Zbytek světa	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Celkem	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fondy CNAV se sídlem v Lucembursku				
	MFI	NFC	Stát	OFI	Celkem
Domácí	965	0	446	0	1 411
Zbytek EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Zbytek světa	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Celkem	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fondy VNAV se sídlem ve Francii				
	MFI	NFC	Stát	OFI	Celkem
Domácí	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Zbytek EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Zbytek světa	3 100	678	0	0	3 778
Celkem	166 954	23 983	6 441	605	197 982

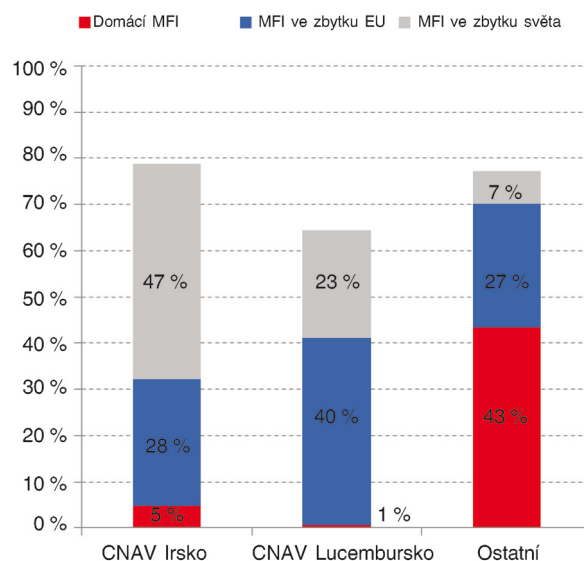
	Fondy se sídlem v Německu, Itálii a ve Španělsku				
	MFI	NFC	Stát	OFI	Celkem
Domácí	6 390	213	10 093	101	16 797
Zbytek EU	1 887	338	1 345	136	3 706
Zbytek světa	284	54	237	8	583
Celkem	8 561	604	11 675	245	21 086

Zdroj: Průzkum ESRB.

Pozn.: Celkově jsou zahrnuty údaje za 65 % aktiv spravovaných fondy peněžního trhu v šesti vykazujících zemích.

Graf 4

Podíl investic v MFI podle zeměpisného původu (v %)



Zdroj: Průzkum ESRB.

Pozn.: „Ostatní“ zahrnuje fondy z Francie, Itálie, ze Španělska a z Německa plus fondy VNAV z Irsku a Lucemburska. Zahrnuto je 100 % všech údajů z průzkumu ESRB a přibližně 70 % celkových aktiv fondů peněžního trhu v EU.

Pokud jde o **druh aktiv**, průzkum ukazuje, že nástroje peněžního trhu (např. obchodní cenné papíry, depozitní certifikáty) jsou nejdůležitější třídou aktiv v portfoliích fondů peněžního trhu (viz **tabulka 5**). Reverzní repo operace, používané fondy peněžního trhu k poskytování likvidity oproti zajištění, představují pouze 9 % celkových spravovaných aktiv a jsou téměř zcela u jiných subjektů MFI. Cenné papíry kryté aktivy (ABS) představují pouze malý zlomek. Procentní podíl „hotovosti“ (tj. vkladů, které nemají žádnou dobu splatnosti nebo není určena) činí 6,6 % aktiv ve vzorku; je však vyšší u fondů CNAV v Irsku (11 %) než u ostatních fondů (např. 2 % u fondů CNAV v Lucembursku a 2,5 % u fondů ST-VNAV se sídlem ve Francii).

Tabulka 5

Rozdělení investic podle druhu fondu a nástrojů aktiv (v %)

	Hotovost	Nástroje peněžního trhu		Reverzní repo operace		ABS	Státní dluh	Ostatní nástroje / jinde nezahrzeno
			z toho institucím MFI		z toho institucím MFI			
1 – CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 – Krátkodobé (ST) VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 – VNAV (bez ST-VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 – SKIPCP	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 – Jiné než SKIPCP	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Celkem	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Zdroj: Průzkum ESRB.

Pozn.: Jedná se o procentuální podíl na celkovém objemu spravovaných aktiv obsažených v průzkumu. Kategorie „hotovost“ zahrnuje neomezené bankovní vklady. Vklady se stanovenou dobou splatnosti jsou zahrnuty v kategorii „ostatní nástroje“.

Průzkum také zahrnuje údaje o **splatnosti** aktiv fondů peněžního fondu. Zdá se, že fondy CNAV mají konzervativnější profil likvidity, protože pracují s kratšími dobami splatnosti než jiné fondy. Například přibližně 39 % (133 mld. EUR) aktiv spravovaných CNAV má dobu splatnosti do jednoho týdne oproti 22 % v případě krátkodobých fondů finančního trhu VNAV (většinou ve Francii) a 16 % v případě ostatních fondů peněžního trhu VNAV (viz **tabulka 6**)⁽¹⁾.

Tabulka 6

Členění aktiv podle druhu fondů a skupin aktiv podle splatnosti (v %)

	Nejvýše 1 den / jeden den.	> 1 den; ≤ 1 týden	> 1 týden; ≤ 1 měsíc	> 1 měsíc; ≤ 3 měsíce	> 3 měsíce; ≤ 6 měsíců	> 6 měsíců; ≤ 1 rok	> 1 rok; ≤ 397 dní	> 397 dní (jiné než krátkodobé fondy pen. trhu)	Pokrytí
1 – CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 – Krátkodobé VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 – VNAV (bez krátkodobých VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 – SKIPCP	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 – Jiné než SKIPCP	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Celkem	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Zdroj: průzkum ESRB.

Pozn.: Pokrytí uvádí podíl na celkových spravovaných aktivech (identifikovaných v průzkumu), u nichž jsou k dispozici údaje o členění. Kategorie „Nejvýše 1 den“ zahrnuje také vklady bez doby splatnosti nebo jejichž doba splatnosti není omezena.

Statistika ECB poskytuje také přehled aktiv fondů podle měny. Údaje v tabulce 7 ukazují, že největší podíl aktiv držných irskými fondy peněžního trhu je v britských librách, přičemž největší podíl aktiv držných fondy peněžního trhu se sídlem v Lucembursku je v amerických dolarech. Aktiva v měnách jiných, než je euro, tvoří zanedbatelnou část celkových aktiv spravovaných fondy ve Francii, Německu, Itálii a Španělsku. Dílčí poznatky naznačují, že se fondy peněžního trhu nevystavují významnějšímu měnovému nesouladu.

Tabulka 7

Členění aktiv podle měn u fondů peněžního trhu se sídlem v Irsku, Lucembursku a Francii (v mil. EUR a %)

	Aktiva denomi novaná v měně	Dluhové cenné papíry domácích MFI	Dluhové cenné papíry z MFI dalších zemí eurozóny	Dluhové cenné papíry domácích institucí jiných než MFI	Dluhové cenné papíry jiných institucí než MFI z vnějšku eurozóny	Dluhové cenné papíry z vnějšku eurozóny	Vklady z vnějšku eurozóny	Další aktiva	Celkem podle měny	% podle měny
Irsko	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Není k dispozici ⁽¹⁾							13 945	13 945	4,51 %
	Položka celkem	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

⁽¹⁾ Procentní podíly uvádějí celková spravovaná aktiva pokrytá průzkumem ESRB, pro něž je k dispozici členění splatnosti (např. 81 % celkových spravovaných aktiv v případě fondů CNAV a 100 % u dalších kategorií fondů). Tyto procentní podíly se tedy mohou změnit, pokud by byly pokryty všechny fondy.

	Aktiva denomi novaná v měně	Dluhové cenné papíry domácích MFI	Dluhové cenné papíry z MFI dalších zemí eurozóny	Dluhové cenné papíry domácích institucí jiných než MFI	Dluhové cenné papíry jiných institucí než MFI z vnějšku eurozóny	Dluhové cenné papíry z vnějšku eurozóny	Vklady z vnějšku eurozóny	Další aktiva	Celkem podle měny	% podle měny
Lucembursko	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06 %
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98 %
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79 %
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01 %
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17 %
	Není k dispozici ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	<i>Položka celkem</i>	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
Francie	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90 %
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22 %
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01 %
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Není k dispozici ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	<i>Položka celkem</i>	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Zdroj: ECB.

⁽¹⁾ Kategorie „není k dispozici“ uvádí aktiva držena fondy peněžního trhu v podobě: i) podílů a jiných majetkových účastí (celkově zanedbatelné), ii) podílů v jiných fondech peněžního trhu a iii) ostatních aktiv. V případě Francie je složka ii) značně velká, přibližně 50 mld. EUR, nejspíše v eurech.

III.3 Přehled investorů do fondů peněžního trhu

Statistika ECB o fondech peněžního trhu nabízí pouze celkový pohled na složení investorů do fondů peněžního trhu, zejména v případě eurozóny. Údaje z průzkumu ESRB statistiku ECB doplňují o další informace týkající se odvětvového členění investorské základny, zejména u investorů z vnějšku eurozóny. **Tabulka 8** shrnuje na základě dvou dostupných zdrojů zeměpisné členění investorů do fondů peněžního trhu podle regionu a druhu fondu.

Pokud jde o **zeměpisné členění**, je zřejmé, že fondy se sídlem ve Francii, v Itálii a ve Španělsku mají domácí investorskou základnu, zatímco fondy se sídlem v Irsku a Lucembursku se mnohem více spoléhají na zahraniční poptávku. Mezi oběma datovými soubory však existují určité rozdíly v zeměpisném složení investorů, zejména co se týče oddělení investorů z eurozóny/EU a ze zbytku světa v případě fondů se sídlem v Irsku a Lucembursku (viz **tabulka 8**). Důvodem může být různé pokrytí a objektivní potíže správců fondů při rozřazení jejich investorů do regionů a odvětví původu. Podle údajů z průzkumu představují investoři pocházející ze zemí mimo EU značnou část investorské základny fondů peněžního trhu (41 %), přičemž tato hodnota je mnohem vyšší v případě Irska (70 %). Přitom 90 % investorů do fondů peněžního trhu EU pocházejících ze zemí mimo EU zvolilo možnost investovat do fondů CNAV. Dále pak investorská základna německých fondů peněžního trhu je k dispozici pouze ve statistice ECB, která ukazuje převahu domácích investorů.

Tabulka 8

Srovnání zeměpisného členění investorů do evropských fondů peněžního trhu ze statistiky ECB a průzkumu ESRB (v mil. EUR a %)

		DOMÁCÍ	EURO-ZÓNA (bez domácích)	EU (bez domácích)	Zbytek světa ⁽¹⁾	Zbytek	Celkem (mil. EUR)	DOMÁCÍ	EURO-ZÓNA (bez domácích)	EU (bez domácích)	Zbytek světa
Francie	Údaje ECB	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Průzkum	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Irsko	Údaje ECB	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Průzkum	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		DOMÁCÍ	EURO-ZÓNA (bez domácích)	EU (bez domácích)	Zbytek světa (1)	Zbytek	Celkem (mil. EUR)	DOMÁCÍ	EURO-ZÓNA (bez domácích)	EU (bez domácích)	Zbytek světa
Lucembursko	Údaje ECB	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Průzkum	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Itálie	Údaje ECB	7 820	12	n/a	22	80	7 934	99 %	0 %	n/a	0 %
	Průzkum	7 820	n/a	15	20	n/a	7 854	100 %	n/a	0 %	0 %
Španělsko	Údaje ECB	8 860	72	n/a	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Průzkum	8 881	n/a	100	0	n/a	8 981	99 %	n/a	1 %	0 %
Německo	Údaje ECB	4 120	1 547	n/a	384	26	6 077	68 %	25 %	n/a	6 %
	Průzkum	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Celkem	Údaje ECB	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Průzkum	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

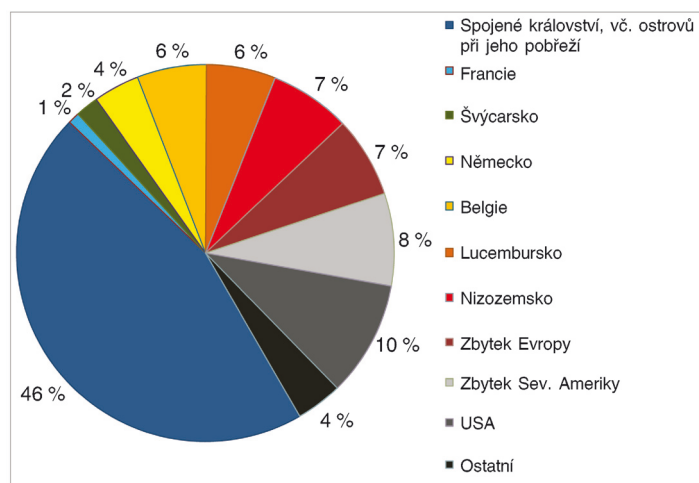
Zdroje: průzkum ESRB; ECB.

(1) Odpovídá nerezidentům EU v případě průzkumu ESRB a nerezidentům eurozóny v případě datových souborů ECB.

Nejistota ohledně údajů o investorské základně je dále ilustrována údaji sdružení IMMFA, podle kterých je podíl investorů do fondů CNAV v EU pocházejících ze zemí mimo EU mnohem nižší (viz **graf 5**).

Graf 5

Investoři do fondů peněžního trhu IMMFA podle zemí (prosinec 2010)



Zdroj: IMMFA (uvedeno také v ESRB Occasional Paper, 2012).

Při pohledu na **odvětvové členění** investorské základny fondů peněžního trhu v EU (viz **tabulka 9**) průzkum ukazuje význam sektor MFI jako investora (32 % investorské základny). Na druhém místě je sektor podniků s podílem 21 %, po kterém následuje sektor pojišťoven a penzijních fondů (ICPF) s 13 % a ostatní finanční instituce (OFI, např. jiné investiční fondy, hedge fondy) s 12 %. Fondy peněžního trhu nejsou tedy jen důležitým zdrojem financování pro banky, ale banky samotné jsou důležitými investory do fondů peněžního trhu.

Tabulka 9

Investorská základna u vybraných kategorií fondů (v mil. EUR a %)

Druh fondu	Vykazující země	CELKEM (mil. EUR)	MFI	nefi- nanční podniky	OFI	ICPF	domá- cnosti	Ostatní / není k dispo- zici	Pokrytí (¹)	Upra- vené pokrytí
1 – CNAV	Irsko	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Lucembur- sko	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 – Krátko- dobé VNAV	Francie	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Ostatní země	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 – VNAV (bez krátko- dob. VNAV)	Francie	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Ostatní země	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 – SKIPCP	Všechny země	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 – Jiné než SKIPCP	Všechny země	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Celkem	Všechny země	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Zdroj: průzkum ESRB.

(¹) Pozn.: Pokrytí podle druhu fondu bylo vypočteno na základě součtu úplných a částečných údajů. Pokrytí celkových hodnot bylo vypočteno na základě celkového počtu fondů v uvedených šesti vykazujících zemích. Upravené pokrytí představuje čisté pokrytí kategorie „Ostatní / není k dispozici“. Červenou barvou jsou vyznačeny částky vyšší než 20 mld. EUR.

Při pohledu na **situaci v jednotlivých zemích** ukazují údaje na dominanci investorů MFI v případě fondů CNAV se sídlem v Lucembursku a Irsku. Irské fondy CNAV mají také velkou relevanci pro investory OFI mimo EU (22 %). Hlavními investory do fondů krátkodobých VNAV se sídlem ve Francii jsou pojišťovny a penzijní fondy. Nejvyšší koncentrace investic nefinančních podniků do fondů peněžního trhu byla zaznamenána ve fondech CNAV se sídlem v Lucemburku (46 mld. EUR), VNAV se sídlem ve Francii bez krátkodobých (ST) (41 mld. EUR) a irských fondech CNAV (29 mld. EUR). Velká většina investorů do fondů peněžního trhu ve Španělsku a Itálii patří k sektoru domácností. Celková hodnota investic domácností EU do fondů peněžního trhu za uvedených šest vykazujících zemí činí 32 mld. EUR. Nemalý podíl investorů-domácností mimo EU připadá na fondy CNAV v Lucembursku (16 mld. EUR).

III.4 Koncentrace odvětví

Evropské odvětví fondů peněžního trhu je poměrně koncentrované, zejména fondy CNAV. Podle průzkumu má deset největších fondů CNAV v Evropě – z celkového počtu 123 – tržní podíl přibližně 55 %, což představuje 226 mld. EUR (viz **tabulka 10**). Naproti tomu v případě největších deseti fondů VNAV, které mají až na jednu výjimku sídlo ve Francii, činí tento podíl 33 %. V případě fondů jiných než SKIPCP má deset největších fondů tržní podíl 74 % (¹).

Tabulka 10

Koncentrace největších 3, 5, 10 a 20 fondů ve vybraných kategoriích fondů (v %)

Fondy	CNAV, Irsko	CNAV, Lucembur- sko	Francie	Všechny CNAV	Všechny VNAV	SKIPCP	Jiné než SKIPCP	Všechny fondy
První 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Prvních 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Prvních 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(¹) Většinou v důsledku jednoho velkého fondu VNAV se sídlem ve Francii, který představuje 35 % fondů jiných než SKIPCP v průzkumu.

Fondy	CNAV, Irsko	CNAV, Lucembursko	Francie	Všechny CNAV	Všechny VNAV	SKIPCP	Jiné než SKIPCP	Všechny fondy
Prvních 20	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Zdroj: průzkum ESRB.

Pozn.: Podíly v kategoriích „Francie“ a „Všechny fondy“ byly vypočteny vůči celkovým spravovaným aktivům, jak byly vykazány ve statistice ECB za vykazující země. Ve všech ostatních kategoriích se vztahují na celková aktiva spravovaná fondy, pro něž jsou odpovídající informace (CNAV nebo VNAV, SKIPCP nebo Jiné než SKIPCP) k dispozici, tedy 89 % a 82 % celkové výše.

Z analýzy koncentrace podle skupin spravujících fondy vyplývá, že největších pět skupin spravujících fondy peněžního trhu v Evropě představuje 40 % celkového sektoru fondů peněžního trhu v EU a největších deset pak 54 %. Odvětví fondů CNAV je charakterizováno ještě větší koncentrací, přičemž největších pět skupin spravuje v Lucembursku 87 % aktiv a v Irsku 59 % aktiv. S ohledem na fondy jiné než SKIPCP spravují v Evropě tři největší přibližně 67 % aktiv tohoto odvětví. Z největších deseti skupin v Evropě je sedm napojeno na banky (včetně čtyř z největších pěti), dvě jsou nezávislí správci aktiv a jedna patří k pojišťovací skupině.

Tabulka 11

Koncentrace odvětví fondů peněžního trhu podle skupiny správy fondu (v %)

Fondy	CNAV, Irsko	CNAV, Lucembursko	Francie	Všechny CNAV	Všechny VNAV	SKIPCP	Jiné než SKIPCP	Všechny fondy
První 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Prvních 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Prvních 10	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Zdroj: průzkum ESRB.

Pozn.: Podíly v kategoriích „Francie“ a „Všechny fondy“ byly vypočteny vůči celkovým spravovaným aktivům, jak byly vykazány ve statistice ECB za vykazující země. Ve všech ostatních kategoriích se vztahují na celková aktiva spravovaná fondy, pro něž jsou odpovídající informace (CNAV nebo VNAV, SKIPCP nebo Jiné než SKIPCP) k dispozici, tedy 89 % a 82 % celkové výše.

III.5 Odchylka fondů CNAV od parity

Evropské fondy peněžního trhu v minulosti vykazovaly odchylky mezi svou stínovou cenou a svou konstantní cenou (tzn., že utrpěly nerealizované ztráty z tržního ocenění). Podle průzkumu ESRB zaznamenalo v období od června 2007 do června 2012 ze vzorku 76 fondů (se spravovanými aktivy ve výši 414 mld. EUR) 18 fondů CNAV odchylky až 10 b. b. a 15 fondů CNAV odchylky více než 10 b. b. (viz **tabulka 12**). Navíc 13 z 15 fondů CNAV, které zaznamenaly odchylky vyšší než 10 b. b., spravuje přibližně 72 mld. EUR⁽¹⁾. Jsou mezi nimi tři z deseti největších fondů ve vzorku. U některých fondů však byly odchylky omezené na úvěrovou událost po pádu banky Lehman Brothers v roce 2008. Je třeba poznamenat, že tyto údaje spadají jak do období před regulační reformou CESR/ESMA, tak i po ní a že odchylky, které se udály během těchto období, nelze odlišit od údajů v průzkumu.

Tabulka 12

Odchylka fondů CNAV od parity v období od června 2007 do června 2012 (v mil. EUR a %)

Odchylka	Celkový	S dostupnými údaji o velikosti			
	počet fondů	Počet fondů	Celkový NAV	Podíl	První 3 NAV
Do 10 b. b.	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 b. b. a více	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Zdroj: průzkum ESRB.

Pozn.: Počet odchylek od parity v období od června 2007 do června 2012; pokrytí: 78 fondů CNAV (údaje o velikosti fondu byly k dispozici pro 65 fondů)

⁽¹⁾ Údaje o zbylých dvou fondech CNAV nejsou k dispozici.

IV. DOPORUČENÍ ESRB

IV.1 Rozsah doporučení

Doporučení ESRB vycházejí z **hlavního cíle** snížit rizika ohrožující finanční stabilitu, jež jsou spojena s fondy peněžního trhu sídlícími v EU a jež vyplývají z jejich společných rysů s bankami a náchylnosti k náhlému masivnímu odlivu investic (především v případě fondů s konstantní hodnotou čistých aktiv). Doporučení mají také za cíl řádné a důsledné provádění souvisejících doporučení IOSCO v Evropě.

Komise naznačila svůj záměr vypracovat pro celou Evropskou unii legislativní opatření týkající se SKIPCP a fondů peněžního trhu. Komise je v souladu s cílem harmonizovaného provádění na úrovni Evropské unie jediným **adresátem** doporučení ESRB. Komise může v otázce provádění doporučení ESRB požádat o radu evropské orgány dohledu (ESA), zejména pak ESMA, a s cílem zajistit harmonizované uplatnění doporučení je může požádat o vypracování potřebných technických norem, obecných pokynů a doporučení (včetně šablon pro vykazování a zveřejňování informací). Ustanovení technických norem k regulaci fondů peněžního trhu jde nad rámec této přílohy.

Co se prováděcího období doporučení týče, je Komise v souladu s předpokládaným harmonogramem reformy rámce SKIPCP vyzvána, aby ESRB podala do konce června 2013 a do konce června 2014 zprávu o dosaženém pokroku při provádění doporučení. V případě doporučení A jsou navržena dodatečná přechodná opatření.

V otázce **působnosti fondů** se doporučení ESRB v souladu s doporučeními IOSCO vztahují na subjekty kolektivního investování (CIU) se sídlem v EU, které jsou investorům nabízeny/prodávány s cílem zachovat hodnotu investované částky, poskytovat denní likviditu a cílovou návratnost odpovídající sazbám peněžního trhu. Zejména se zaměřují na fondy, které jsou označeny nebo prodávány jako fondy peněžního trhu (tj. s cílem zachovat hodnotu kapitálu, denní vyplácení a sazby peněžního trhu), či fondy prodávané způsobem, který tento dojem vyvolává (např. prodávané jako peněžní fondy, likvidní nebo likviditní fondy či fondy s krátkou dobou splatnosti). Pokud není výslovně uveden typ fondu (např. CNAV, VNAV, krátkodobý fond peněžního trhu, SKIPCP či jiný fond než SKIPCP), mají doporučení ESRB zahrnovat všechny typy evropských fondů peněžního trhu dle výše uvedené definice, a to bez ohledu na jejich název či uplatněný regulační rámec.

Níže se podrobně rozebírají jednotlivá doporučení, uvádí se ekonomická východiska a zhodnocení, a to včetně možných výhod a nevýhod, a v případě možnosti i potenciální vliv na trh. Při zhodnocení se vychází z rozsáhlého využití odborných článků, výsledků speciálně shromážděných údajů a diskusí s účastníky trhu.

IV.2 Doporučení A – Povinný přechod na pohyblivou hodnotu čistých aktiv

Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Evropské unie:

1. **vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu měly pohyblivou hodnotu čistých aktiv;**
2. **vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu obecně používaly ocenění reálnou hodnotou a omezily využití oceňování na základě zůstatkových hodnot na omezený počet předem stanovených případů.**

IV.2.1 Ekonomická východiska

a) Výběr politik

Významným faktorem systémového rizika u fondů peněžního trhu je skutečnost, že se jedná o subjekty stínového bankovníctví vykonávající podobnou ekonomickou funkci jako banky. Ačkoliv podléhají tržnímu dohledu, nemají s bankami ani srovnatelnou právní formu, ani uplatňovaný regulační rámec (viz oddíl II).

Doporučení IOSCO (říjen 2012) schválená FSB se tomuto problému věnují. Poradní dokument FSB (listopad 2012), který se zabývá reformou stínového bankovníctví, pak tato doporučení podporuje. V poradním dokumentu se uvádí, že tato rizika se dají řešit dvěma způsoby: i) odstraněním vlastností fondů peněžního trhu, které zvyšují jejich náchylnost k náhlému masivnímu odlivu investic, tj. odstraněním vlastností, jež sdílejí s bankami a které se svou povahou podobají přijímání vkladů, nebo ii) ponecháním fondům peněžního trhu i nadále tyto vlastnosti svou povahou podobné přijímání vkladů, ale zavedením opatření na snížení rizik stejným způsobem jako v případě obezřetnostní bankovní regulace.

První možnost by znamenala změnit oceňování podílů fondů peněžního trhu, aby se tak odstranily rysy svou povahou podobné přijímání vkladů. Ocenění podílů by mělo lépe odrážet hodnotu podkladových aktiv fondu peněžního trhu. Z toho vyplývá, že fondy peněžního trhu budou muset používat model VNAV a obecně využívat ocenění reálnou

hodnotou. Případné další užívání ocenění na základě zůstatkových hodnot by nemělo umožnit výrazné odchylky hodnot aktiv od jejich reálných hodnot. Alternativa spočívá v dalším používání modelu CNAV, ale pod podmínkou výrazného přiblížení se bankovní regulaci. Konkrétně by musely vykonávat svou činnost v souladu s rovnocennými požadavky na kapitálovou přiměřenost, likviditu a dalšími obezřetnostními požadavky, které se vztahují na banky a chrání je před náhlým masivním odlivem vkladů.

To je součástí doporučení IOSCO 10: „Fondy peněžního trhu nabízející stabilní hodnotu čistých aktiv by měly podléhat opatřením navrženým na snížení specifických rizik spojených s jejich charakteristickým rysem stabilní hodnoty čistých aktiv a vykazovat náklady spojené s těmito riziky ve finančních výkazech. Regulátoři by měli požadovat, pokud je to proveditelné, přechod na plovoucí/pohyblivou hodnotu čistých aktiv. Jako alternativa mohou být zavedena ochranná opatření k posílení odolnosti fondů peněžního trhu se stabilní hodnotou čistých aktiv a jejich schopnosti čelit případům výrazných výběrů.“ Ve výše zmíněném konzultativním dokumentu z listopadu 2012 FSB dále dodává, že v případech, kdy tento přechod není proveditelný, požadovaná ochranná opatření „by měla být svým vlivem funkčně srovnatelná s požadavky na kapitálovou přiměřenost, likviditu a dalšími makroobezřetnostními požadavky na banky, které je chrání před náhlými masivními odlivy vkladů“. Doporučení IOSCO 4 dále uvádí, že „fondy peněžního trhu by se měly při oceňování cenných papírů držených v portfoliu řídit obecným principem reálné hodnoty. Postup na základě zůstatkových hodnot by měl být využíván pouze v omezených případech.“

Při zvažování přechodu z konstantní na pohyblivou NAV je nutné mít stále na paměti probíhající mezinárodní vývoj (viz oddíl I.1). Podle harmonogramu má ESB dokončit svůj soubor doporučení pro stínové bankovníctví v září 2013 (FSB, listopad 2012). Při zohlednění provázanosti trhů a silné přizpůsobivosti stínového bankovního systému lze tvrdit, že návrhy řešící stínové bankovníctví, jehož jsou fondy peněžního trhu součástí, by měly být komplexní, protože nesystematicky a pouze dílčí přístup by téměř okamžitě vyústil v existenci arbitráže. FSB uvedla, že po dokončení závěrečných doporučení se zaměří na postupy, jež zajistí řádné provádění různých doporučení politik stínového bankovníctví. Co se však vlastních doporučení pro fondy peněžního trhu týče, další práci na nich nezvažuje.

V souladu s hlavními rysy produktu fondu peněžního trhu je upřednostňovanou volbou politika posílení investičních prvků fondů peněžního trhu a snížení jejich vlastností svou povahou podobných přijímání vkladů, a to prostřednictvím povinné přeměny z fondů CNAV na fondy VNAV. Hlavní opodstatnění širšího rámce politik než v případě doporučení IOSCO 10 spočívá ve snížení motivace investorů k náhlému masivnímu odchodu, větší cenové transparentnosti a menší provázanosti; podrobnosti viz níže.

b) Snížení rizik

Přestože k náhlému masivnímu odlivu investic může dojít u všech typů fondů, u nichž se vyskytuje nesoulad splatnosti nebo likvidity, vlastností fondů CNAV naznačují, že investoři budou v dobách napětí na trhu ještě s větší pravděpodobností usilovat o získání „výhody prvního subjektu“ (viz oddíl II.1). Přeměna na fond VNAV snižuje specifická rizika spojená s fondy CNAV a rovněž dopady úvěrové události. Model VNAV může **snížit motivaci podílníků k odchodu** v momentě, kdy fond vykáže mírné ztráty. Oddíl II nastínil, že dokonce i malé ztráty mohou způsobit náhlý masivní odliv investic z fondu peněžního trhu a tento odliv se pak může rozšířit do dalších fondů peněžního trhu. Pokud budou podílníci vypláceni na základě NAV, která odráží stávající ztráty, sníží se výhoda prvního subjektu vytvořená oceňováním na základě zůstatkových hodnot a zaokrouhlováním NAV, čímž se zároveň sníží přenos ztrát na zbývající podílníky.

Přechod od oceňování na základě zůstatkových hodnot a zaokrouhlování může též investorům poskytnout **transparentnější ceny**, jelikož ceny podílů pak kolísají jako v případě dalších subjektů kolektivního investování, a může jim napomoci porozumět rizikům těchto fondů a jejich odlišnosti od vkladů. Může tedy částečně vyvrátit očekávání investorů, že fondy peněžního trhu snad nemohou upadnout do ztráty, a snížit možné riziko náhlého masivního odlivu v okamžiku, kdy fond tato očekávání nenaplní. Investoři tak budou spíše očekávat a akceptovat pravidelné kolísání cen jako v případě dalších investičních produktů, jelikož poklesy tržních cen nebudou nutně předznamenávat hrozící nespacení cenných papírů v portfoliu⁽¹⁾. Pohyblivá hodnota čistých aktiv může snížit nejistotu ohledně kvality portfolia aktiv, jelikož ta se promítne právě do hodnoty čistých aktiv.

⁽¹⁾ Například v létě 2011 došlo ke kolísání hodnot evropských fondů peněžního trhu s pohyblivou hodnotou čistých aktiv v důsledku měnících se tržních podmínek a zvýšené volatility. Toto kolísání však nemělo téměř žádný vliv na vyplácení, což naznačuje, že investoři u svých fondů akceptovali dočasné výkyvy hodnoty čistých aktiv (a to i záporné).

U fondů peněžního trhu, které investují do aktiv s velice krátkou dobou splatnosti spojenými s menšími úvěrovými a úrokovými riziky, se toto menší riziko pravděpodobně promítne do menšího kolísání čisté hodnoty aktiv. Investoři pak budou schopni porovnávat každodenní kolísání hodnot za různých tržních podmínek a to jim pomůže činit rozhodnutí, která lépe odpovídají jejich preferencím při volbě odpovídajícího rizika a návratnosti.

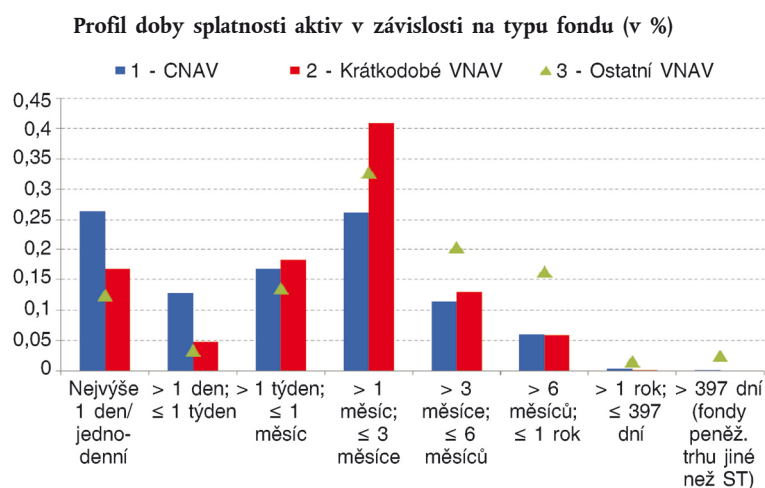
I po úspěšném omezení výše zmíněné výhody prvního subjektu může i nadále existovat motivace, i když již v menší míře, k vyplacení dříve, než tak učiní ostatní. Jelikož fond peněžního trhu nikdy nedrží 100 % denní likvidity, může ve výjimečných případech dojít k neschopnosti vyplacení. Proto v případech velice objemného vyplacení se u investorů mohou stále objevovat motivy k vyplacení (jako je tomu i u ostatních investičních fondů), jelikož následné vyplacení může fond donutit prodat méně likvidní aktiva, a to teoreticky se ztrátou. U fondů VNAV se vyskytují též nejistoty spojené s účetnictvím, což může dále přispívat k riziku náhlých masivních odlivů.

Aby se tato rizika dále omezila, a to i ve spojitosti s fondy VNAV, věnuje doporučení pozornost oceňování jednotlivých nástrojů. Obecně vzato by měly fondy peněžního trhu zajistit, že aktiva jsou oceněna podle aktuálních tržních cen, za předpokladu dostupnosti těchto cen, jejich spolehlivosti a aktuálnosti. V případech, kdy tržní ceny nejsou dostupné či spolehlivé, měly by fondy obvykle oceňovat cenné papíry držené v portfoliu pomocí oceňovacích modelů založených na aktuální výnosové křivce a spreadu emitenta.

Z doporučení neplyne úplný zákaz oceňování na základě zůstatkových hodnot. Pokud však bude oceňování na základě zůstatkových hodnot i nadále povoleno, musí se uplatňovat přísná ochranná opatření k minimalizaci rizika zachycení neodpovídající ceny. Ocenění na základě zůstatkových hodnot se má v souladu s doporučeními IOSCO použít pouze v případech, kde se předpokládá, že umožní vhodným způsobem stanovit přibližnou cenu daného nástroje.

Využití ocenění na základě zůstatkových hodnot by mělo být omezeno s ohledem na zbytkovou dobu splatnosti příslušného nástroje, čímž by došlo k výraznému snížení rizik nesouladu mezi cenou čistých aktiv fondu CNAV a skutečnou cenou fondu peněžního trhu. Přestože IOSCO doporučuje horní hranici 90 dnů, nástroje s ještě kratší zbytkovou dobou splatnosti mohou způsobit náchylnost k úrokovému a úvěrovému riziku. V tomto ohledu je dobré mít na paměti, že evropské fondy peněžního trhu (obzvláště fondy CNAV) drží značnou část aktiv se zbytkovou dobou splatnosti kratší než 90 dnů (viz **graf 6**). Ve Spojených státech SEC (1977) povoluje ocenění v zůstatkových hodnotách u podílových fondů pouze v případě zbývajících doby splatnosti 60 dnů a kratší, společně s dodatečnými ochrannými opatřeními ⁽¹⁾. Přestože se veškerá omezení uplatňují souhrnně, hrozilo by riziko rozsáhlého využití oceňování na základě zůstatkových hodnot, pokud by se zvažovala horní hranice 90 dnů. V případě fondu CNAV může špatně stanovená cena i o pouhých 0,5 % ceny aktiv vést až k náhlému masivnímu odlivu investic, pokud se investoři budou snažit vyplatit za nominální hodnotu dříve, než NAV klesne pod úroveň 1 USD na podíl.

Graf 6



Zdroj: Průzkum ESRB.

Pozn.: Kategorie „1 den a méně“ zahrnuje rovněž vklady s žádnou či nijak neomezenou dobou splatnosti. U fondů s konstantní hodnotou čistých aktiv je zahrnuto 82 % spravovaných aktiv.

⁽¹⁾ V současné době povoluje pravidlo 2a-7 fondům peněžního trhu odchýlit se od tohoto obecného pravidla a využívat oceňování na základě zůstatkových hodnot a zaokrouhlování bez omezení. Podle FSOC (2012) by přeměna na VNAV vyžadovala odstranění této výjimky a fondy peněžního trhu by pak musely oceňovat svá portfolia stejným způsobem jako ostatní podílové fondy, včetně využití oceňování na základě zůstatkových hodnot pouze v případě zbytkové doby splatnosti 60 dnů a kratší a splnění dalších dodatečných podmínek.

Doporučení B, věnující se požadavkům na likviditu, se bude fondy VNAV rovněž zabývat a mělo by přinést další snižování rizika náhlého masivního odlivu. Je však nutné si připustit, že ačkoliv dojde pravděpodobně ke snížení rizik, nelze riziku náhlého masivního odlivu zcela zabránit, jelikož fondy peněžního trhu nabízejí časovou transformaci.

Doporučení A může rovněž pomoci při řešení systémového rizika spojeného s **provázaností** sponzorů fondů peněžního trhu, jelikož jakékoliv kolísání VNAV může snížit závislost investorů na implicitní a nezávazné podpoře sponzorů, neboť sponzoři fondů VNAV mají menší motivaci svými zásahy stabilizovat cenu podílů.

IV.2.2 Zhodnocení

a) Možný dopad

Každá varianta politiky vztahující se na fondy peněžního trhu by měla být důsledně zhodnocena z pohledu možného dopadu na finanční stabilitu a fungování trhu. Na mezinárodní úrovni se nyní nejvíce diskutuje politika povinného přechodu z fondů CNAV na fondy VNAV. Vezmou-li se v úvahu mezinárodní propojení vytvořená fondy peněžního trhu, představovala by celosvětová spolupráce na regulatorních intervencích ideální řešení. V době přípravy této zprávy však není jisté, zda ve Spojených státech (největší světový trh s fondy peněžního trhu) proběhnou v dohledné době další regulatorní reformy. Současné pokračují v Evropě legislativní iniciativy týkající se rámce SKIPCP, což by mohlo přinést příležitost k zavedení opatření na další snížení systémových rizik plynoucích z fondů peněžního trhu (viz oddíl I).

Na jednu stranu by pro odvětví evropských fondů peněžního trhu mohly být důsledky (jednostranného) povinného přechodu evropských fondů peněžního trhu na VNAV zanedbatelné, pokud se investoři ve fondech peněžního trhu CNAV spíše než o aktuální zařazení fondu do jedné či druhé kategorie zajímají o jeho podkladová aktiva. Na druhou stranu by mohlo dojít k náhlému odlivu investic z evropských fondů CNAV do jiných států či k alternativním produktům. To by mohlo mít vážný dopad na cenu a dostupnost krátkodobého financování pro evropské dlužníky, zejména pak banky.

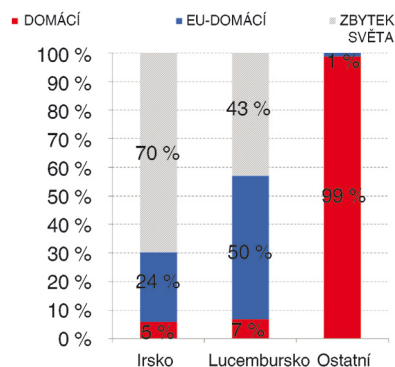
ESRB uspořádala jednání se zainteresovanými subjekty ze soukromého sektoru, na kterém řada účastníků z tohoto odvětví namítala, že snížení zájmu investorů může být v případě investorů z EU nepravděpodobné, ale že je větší pravděpodobnost u neevropských investorů, především v případě investorů ze Spojených států, kteří obzvláště vyhledávají vlastnosti CNAV. Snížení zájmu amerických investorů by mohlo být citelné, pokud ve Spojených státech neproběhne nebo nebude v dohledné době očekávána podobná regulatorní reforma. Přestože lze dopad možného jednostranného přechodu na VNAV v Evropě jen velice obtížně odhadnout, a to i z důvodu nejistot ohledně chování investorů, oddíl II nabízí řadu užitečných údajů, které mohou být přinejmenším určitým vodítkem.

Fondy CNAV jsou významně angažovány v měnových finančních institucích mimo EU (celkem 161 mld. EUR) ve srovnání s angažovaností měnových finančních institucí v EU (146 mld. EUR), především vliv irských fondů (128 mld. EUR, 47 % celkových spravovaných aktiv). Přeshraniční angažovanost irských fondů CNAV vůči měnovým finančním institucím v EU je také velká (75 mld. EUR). V případě Lucemburska je angažovanost v měnových finančních institucích v EU větší (58 mld. EUR) než angažovanost mimo EU (33 mld. EUR), i když v tomto případě je rozsah zahrnutí menší a tyto číselné údaje mohou skutečnou angažovanost podhodnocovat. Teoreticky by tedy mohlo být povinným přechodem na VNAV ovlivněno financování evropských měnových finančních institucí až do výše 146 mld. EUR, přestože je velice pravděpodobné, že část těchto prostředků by zůstala investována v evropských měnových finančních institucích, např. prostřednictvím přímo držaných cenných papírů emitovaných evropskými bankami či prostřednictvím bankovních vkladů.

Existuje značná nejistota ohledně zeměpisného členění investorů fondů peněžního trhu, což dokazují i rozdíly mezi statistikami ECB a údaji z průzkumu vytvořeného ESRB *ad hoc* pro tento případ (viz **tabulka 9** v oddíle III.3). Fondy s konstantní hodnotou čistých aktiv sídlí především v Irsku a Lucembursku a **tabulka 9** v oddíle III.3 nabízí informace o zeměpisném a sektorovém členění investorské základny (viz také **graf 7** a **graf 8** níže).

Graf 7

Zeměpisné členění investorů ve fondech peněžního trhu (v %)

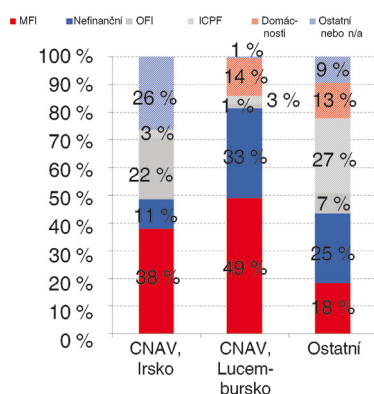


Zdroj: Průzkum ESRB.

Pozn.: Kategorii „ostatní“ tvoří fondy z Francie, Německa, Itálie a Španělska. Zahrnuto je 100 % z průzkumu ESRB a přibližně 70 % celkové výše aktiv spravovaných fondy peněžního trhu v EU.

Graf 8

Sektorové členění investorů ve fondech peněžního trhu (v %)



Zdroj: Průzkum ESRB.

Pozn.: Kategorii „ostatní“ tvoří fondy z Francie, Německa, Itálie a Španělska společně s fondy VNAV z Irsku a Lucemburska. Zahrnuto je 100 % z průzkumu ESRB a přibližně 70 % celkové výše aktiv spravovaných fondy peněžního trhu v EU.

Podle výsledků průzkumu ESRB se podíl investorů mimo EU v irských fondech peněžního trhu pohybuje na úrovni 70 % (či 202 mld. EUR) všech investorů (viz **graf 7**). Nicméně podle statistik ECB, které zahrnují veškeré fondy peněžního trhu, dosahuje podíl investorů mimo eurozónu 82 % (či 253 mld. EUR). Je však téměř nemožné, že by podíl investorů ze Spojeného království a dalších členských států EU mimo eurozónu představoval pouze 51 mld. EUR (rozdíl mezi oběma částkami), zatímco fondy denominované v britských librách dosahují v Irsku výše 134 mld. EUR. Přestože není k dispozici přesné číslo, lze číselnou hodnotu z průzkumu ESRB (202 mld. EUR) považovat za horní hranici rozpětí, jehož dolní hranici lze získat ze statistik ECB po odečtení celkové hodnoty fondů v britských librách od celkového sektoru zbytku světa (tj. 119 mld. EUR či 253 mld. EUR minus 134 mld. EUR). Podíl investorů ze zbytku světa by se tedy v Irsku mohl pohybovat mezi 119 a 202 mld. EUR. Podle průzkumu tito investoři investují především do fondů CNAV (84 %).

V případě Lucemburska se průzkum zaměřil jen na částečné zahrnutí investorské základny ve fondech peněžního trhu, okolo 74 % z celkové investované částky. Podle těchto údajů činí sektor zbytku světa (tj. mimo EU) přibližně 79 mld. EUR či 43 % celkové investorské základny. Odpovídající hodnota ze statistik ECB, které však zahrnují investory ze Spojeného království, dosahuje 152 mld. EUR či 61 % celkové investorské základny. Po odečtení fondů se sídlem v Lucembursku denominovaných v britských librách (ekvivalent 20 mld. EUR) zůstává rozpětí mezi oběma hodnotami stále poměrně velké (od 79 mld. EUR do 132 mld. EUR).

U fondů CNAV jsou k dispozici pouze údaje z průzkumu ESRB. Podle tohoto zdroje činí investoři mimo EU 257 mld. EUR či 62 % celkové investorské základny. Toto číslo je však z důvodu nejistoty panující ohledně původu investorů pravděpodobně nadhodnocené.

Podle výsledků průzkumu ESRB se tedy potenciálně jedná o poptávku investorů mimo EU ve výši 257 mld. EUR (či 25 % celkové poptávky), jež by se mohla zajímat specificky o rys CNAV. Bohužel není ze zeměpisného členění investorské základny možné vyčlenit skupinu amerických investorů. Pokud by v důsledku přechodu na VNAV tito investoři odešli, mohlo by to teoreticky mít vliv až na čtvrtinu aktiv spravovaných evropskými fondy peněžního trhu. To by mohlo též ovlivnit financování měnových finančních institucí. Jelikož však fondy CNAV investují převážně mimo EU (viz **tabulka 4** v oddíle III.2), nemusel by být dopad na evropské měnové finanční instituce tak významný. Navíc je pravděpodobné, že je v průzkumu podíl investorů mimo EU silně nadsazen. Podle údajů IMMFA je možné americkým investorům přiřadit 10 % či 40 mld. EUR. Přímý dopad odchodu těchto investorů by tak byl poměrně malý.

b) Přechnodná opatření

Přechnodná opatření by v případě povinného přechodu na VNAV byla nutná hned z několika důvodů. Zaprvé může být přeměna z CNZV na VNAV provozně náročná, a to jak pro správce, tak pro investory, jelikož může být třeba restrukturalizovat informační i interní systémy. Zadruhé může dojít k rozsáhlému vyplácení investorů, kteří se chtějí vyhnout případným ztrátám v případě, že by se převládající CNAV lišila od „skutečné“ VNAV. Proto se pro stávající fondy peněžního trhu doporučuje stanovit dostatečně dlouhé přechnodné období, během něhož lze z důvodu nezbytných úprav zachovat CNAV. Přechnodné období pro stávající fondy CNAV by mohlo trvat přinejmenším dva roky od závěrečného uveřejnění příslušných pravidel. Navíc by měly fondy peněžního trhu přechod na VNAV oznámit a důkladně vysvětlit jeho dopady, a to s dostatečným předstihem před provedením změny. To by mělo rovněž poskytnout dostatečný čas investorům, aby vzali v potaz případné reformy, které by mohly být pro fondy peněžního trhu zavedeny ve Spojených státech, což může vést k částečnému rozptýlení obav z přednostního obchodování (tzv. front running).

c) Kapitálové požadavky jako možná alternativa

Východiska

Pokud nebude přeměna na VNAV proveditelná, navrhla FSB (listopad 2012) alternativu v podobě uplatnění požadavků, které budou mít stejné dopady, jaké má obezřetnostní bankovní regulace. Pokud nebudou přijaty evropské právní předpisy požadující povinnou přeměnu všech fondů peněžního trhu CNAV na VNAV, zavedla by se v souladu s bankovní regulací přísná ochranná opatření včetně kapitálových požadavků.

Dále je kladen důraz na kapitálové požadavky. Základní východisko pro zavedení oficiálních kapitálových požadavků spočívá koncepčně v analogii mezi fondy CNAV a bankovními vklady (které jsou chráněny prostřednictvím kapitálových požadavků na banky). Cílem kapitálových požadavků na fondy CNAV je zvýšit jejich schopnost nést ztráty z nesplacených aktiv či z prodeje aktiv za účelem uspokojení požadavků na vyplácení s potenciálně negativním dopadem na konstantní hodnotu podílu. To může vést ke snížení systémového rizika spojeného s těmito fondy, jelikož by došlo k omezení výhody prvního subjektu a snížení motivace investorů k vyplácení v obdobích napětí, dokud budou očekávat, že ztráty nepřesáhnou velikost kapitálového polštáře⁽¹⁾.

Kromě kapitálových požadavků by se pro fondy peněžního trhu CNAV mohla zavést povinnost požádat o bankovní licenci s omezeným účelem (viz Evropský parlament, 2012). Fondy CNAV by tak podléhaly podobné obezřetnostní regulaci jako banky, obzvláště pak v otázce kapitálu. Dále by to těmto subjektům, podobně jako bankám, umožnilo přístup k pojištění vkladů a likviditě centrální banky.

Uvažované modely

Na mezinárodní úrovni se projednávají dvě možné koncepce kapitálových požadavků: i) polštář čistých aktiv financovaný investory a ii) kapitálové požadavky na správce. Oba modely jsou dále podrobně rozebrány.

i) Polštář čistých aktiv financovaný trhem

První alternativou je polštář čistých aktiv, kdy by daný fond peněžního trhu vytvářel z části svých zisků kapitálový fond jako určitou pojistku pro případ budoucích ztrát. Právní předpisy by stanovily minimální výši polštáře čistých aktiv a po dosažení této minimální výše by již fond nemusel zadržovat další zisky. Tento koncept má však řadu nevýhod (viz IOSCO, říjen 2012).

⁽¹⁾ Viz například Gordon a Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Vytvoření dostatečně velkého fondu by trvalo značnou dobu a postupně navyšovaný polštář by měl během přechodného období jen omezené využití. Nashromáždění menšího polštáře by sice vyžadovalo méně času, ale měl by jen omezené využití; dokonce by mohl vyvolat mylný dojem, že ztráty investorů jsou chráněny lépe, než by ve skutečnosti byly, což by mohlo vést ke zvýšení systémového rizika. V současné situaci nízkých úrokových měr by vytvoření dostatečně objemného polštáře mohlo být velice složité.

Vytváření polštáře může dále vést k převodu ekonomického prospěchu ze stávajících podílníků, kteří se podílejí na jeho zřizování, na budoucí podílníky, kteří z něj mohou následně čerpat.

Jelikož polštář nepříznivě ovlivní návratnost nabízenou fondem, mohou se investice do fondů peněžního trhu stát méně zajímavé a to může vést k poklesu poptávky ze strany investorů. Fondy se mohou rozhodnout trh opustit, aby se tomuto polštáři vyhnuly, což sníží velikost celého odvětví a omezí dostupnost důležitých zdrojů krátkodobého financování měnových finančních institucí.

V neposlední řadě by polštáře vytvářené podílníky fondu bez finanční spoluúčasti správců/sponzorů mohly snižovat jejich motivaci k obezřetnému řízení rizik.

ii) Kapitálové požadavky na sponzory / výslovná garance sponzorů

Druhou alternativou je požadovat od správců/sponzorů fondů peněžního trhu výslovný závazek k finanční podpoře, která se od nich často nepřímo očekává. Výslovný závazek by učinil tuto podporu (v současné době nezávaznou), na níž se fondy peněžního trhu často v minulosti spoléhaly, povinnou a přinutil by sponzory/správce vykázat související náklady ve finančních výkazech. Takovýto výslovný závazek má své opodstatnění, protože, jak ukázal rozbor v oddíle II.2, jedním ze zdrojů systémového rizika fondů peněžního trhu je právě nezávazná povaha podpory sponzorů.

Správci, či všeobecně vzato sponzoři, fondů peněžního trhu by měli povinnost zřídit a financovat svěřenecký účet, jenž by pokryl případné ztráty fondu peněžního trhu. Tento kapitál by byl v držení mimo daný fond peněžního trhu a představoval by vlastní kapitál sponzora/ručitele, nikoliv závazek fondu peněžního trhu. Investoři by přispívali nepřímo, např. prostřednictvím zvýšených nákladů/poplatků, což by mohlo snížit jejich zájem. Případně by správce/sponzor mohl rovněž poskytnout výslovnou garanci za podmínky, že je správce/sponzor regulovaným subjektem podléhajícím obezřetnostním kapitálovým požadavkům.

Velikost

Kapitálový polštář/požadavek by měl být dostatečně veliký, aby představoval výraznou ochranu proti ztrátám a mohl tak účinně snižovat riziko náhlého masivního odlivu investic. Jinak by podílníci měli opět motiv k odchodu z fondu, u nějž riziko ztrát zdánlivě převyšuje kapitálový polštář, či z fondu, ve kterém vzrostla nejistota ohledně schopnosti ručitele poskytnout nabízenou podporu. Kapitálový požadavek na výslovnou záruku poskytovanou sponzory, obzvláště v případě zachování modelu CNAV, by musel být v souladu s odpovídajícími regulačními kapitálovými požadavky na banky.

Squam Lake Group (2011) navrhuje, aby se při stanovování velikosti požadovaného polštáře vzaly v úvahu částky, jež sponzoři v minulosti vynaložili na pomoc fondům CNAV, u nichž hrozil pokles NAV pod 1 USD na podíl. Například polštář o velikosti nejméně 0,03 USD na podíl by byl třeba ve dvou následujících dnech po bankrotu Lehman Brothers, kdy fond peněžního trhu Reserve Primary Fund vykázal nejnižší cenu podílu na úrovni 0,97 USD.

FSOC (2012) navrhuje polštář přizpůsobený rizikovosti aktiv fondu: i) bez požadavku na vytváření polštáře u hotovosti, státních cenných papírů a dohod o zpětném odkupu hotovosti a státních cenných papírů (tzv. Treasury repos); ii) 0,75% požadavek na vytváření polštáře u denních či týdenních likvidních aktiv v případě fondů osvobozených od daně) a iii) 1,00% požadavek na vytváření polštáře u všech ostatních aktiv. Polštář NAV v držení fondu přesahuje aktiva potřebná ke stabilizaci ceny podílu fondu CNAV. FSOC dále zmiňuje, že přestože fondy peněžního trhu zpravidla investují do cenných papírů s menší mírou rizika, ukázalo se, že mohou utrpět ztráty přesahující polštář NAV na výše zmíněné úrovni 1 %. FSOC proto nabízí alternativu v podobě až 3% polštáře (opět v závislosti na skladbě aktiv). Návrh FSOC navíc obsahuje také myšlenku „minimálních rizikových zůstatků“, tedy část hodnoty účtu, která by byla k dispozici k vyplácení s určitým zpožděním.

IOSCO využívá pro polštář NAV příklad ve výši minimálně 50 bazických bodů vytvořený cíleně na krytí rozdílů mezi tržním oceněním a nominální hodnotou. Taktó velký polštář by však svým účinkem nebyl funkčně srovnatelný s kapitálovými požadavky na banky podle požadavků **FSB** (listopad 2012). V rámci **kapitálového rámce Basel III** musí banky držet dostatečný kapitál na splnění dvou omezení: kapitálový požadavek na pokrytí rizik a požadavek na pákový efekt. V rámci požadavku na pákový efekt musí kapitál banky dosahovat přinejmenším 3 % jejich aktiv (viz Basilejský výbor pro bankovní dohled 2010, odst. 153). Případná konsolidace aktiv fondu peněžního trhu do rozvahy banky poskytující

záruku tak s sebou nese kapitálový požadavek ve výši 3 % hodnoty čistých aktiv fondu peněžního trhu. Obecně by tedy v souladu s obezpečovací bankovní regulací měl být zvažován kapitálový polštář ve výši 3 %, a to bez ohledu na to, zda je kapitálový závazek poskytnut bankou, či, je-li to možné, správcem či třetí stranou. Je však třeba mít na paměti, že pákový poměr ve výši 3 % navržený Basilejským výborem je v období od ledna 2013 do ledna 2017 testován a může být následně dále upraven.

Rizika

Se zavedením kapitálových požadavků se pojí řada rizik. Zprvce by tento požadavek mohl mít **významné kapitálové důsledky** pro správce/sponzory. Pokud by jako výchozí bod sloužil kapitálový rámec Basel III, mohly by se v souladu s výše uvedeným požadovat přinejmenším 3 % NAV fondů peněžního trhu. Podle odhadů poskytnutých některými členy ESRB by pro některé evropské banky mohlo vytvoření kapitálového polštáře ve výši 3 % ze všech aktiv fondů peněžního trhu CNAV ve správě bankovní skupiny stát až polovinu procentního bodu kmenového kapitálu (za předpokladu, že tento kapitálový polštář bude v účetnictví sponzorské banky představovat aktivum a z jejího vlastního kapitálu se plně odečte).

Navíc by požadavek na výslovný závazek mohl **zvýšit provázanost** finančního systému (především s bankovním systémem), obzvláště pokud je více systémově důležitých sponzorů v lepší pozici na poskytnutí potřebného kapitálu. Na druhou stranu lze argumentovat, že spíše než k větší provázanosti by kapitálové požadavky vedly ke zprůhlednění již existujících vazeb vzniklých na základě skryté podpory. To by umožnilo investorům jak v bankách, tak ve fondech peněžního trhu lépe porozumět rizikům, která nesou. Nicméně fondy peněžního trhu CNAV v Evropě jsou již významně **koncentrovány** (viz oddíl III.4). Uplatnění kapitálových požadavků na fondy CNAV či jejich sponzory pravděpodobně povede k další konsolidaci daného odvětví s dopadem na ještě větší koncentraci rizik.

Jelikož je pravděpodobné, že by investoři přispívali na tvorbu kapitálových polštářů/požadavků přinejmenším nepřímo prostřednictvím zvýšených nákladů/poplatků, mohl by jedním z důsledků být i **snížený zájem investorů**. Co se možného dopadu na financování bank týče, je třeba zopakovat, že evropské fondy peněžního trhu CNAV poskytují evropským měnovým finančním institucím financování ve výši okolo 146 mld. EUR.

Přestože jsou z důvodu stability a transparentnosti výslovné závazky lepší než ty implicitní, přeměna fondů CNAV na fondy VNAV se jeví ve srovnání s výslovnými kapitálovými požadavky jako první nejlepší řešení. Kapitálový polštář není v souladu se základním rysem investičního fondu, v němž investoři nesou investiční riziko. Navíc by mohlo teoreticky dojít k **dalšímu zastření rozdílů mezi těmito fondy a bankami**.

IV.3 Doporučení B – Požadavky na likviditu

Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Evropské unie:

- 1. doplňovaly stávající požadavky na likviditu fondů peněžního trhu zavedením přímo vyjádřené minimální hodnoty denních a týdenních likvidních aktiv, kterou musí fondy peněžního trhu udržovat;**
- 2. posílily odpovědnost správců fondu v oblasti sledování likviditního rizika;**
- 3. zajistily, že vnitrostátní orgány dohledu a správci fondu mají k dispozici účinné nástroje, například dočasné pozastavení vyplácení, na řešení nedostatku likvidity v obdobích napětí vyplývajících z vývoje jak konkrétního fondu, tak celého trhu.**

IV.3.1 Ekonomická východiska

a) Zlepšení odolnosti fondů peněžního trhu

Doporučení B vychází z doporučení IOSCO o řízení likvidity. Především v doporučení 7 se uvádí, že „fondy měnového trhu by měly držet minimální stanovenou výši likvidních aktiv na posílení schopnosti čelit vyplácení a zabránit prodejem pod cenou“.

Jak bylo vysvětleno výše (oddíl I.2), je v kontextu EU evropský právní rámec v oblasti řízení likviditního rizika již silný. Obecná zásada definovaná v článku 1 směrnice o SKIPCP stanovuje společně s dalšími ustanoveními, že SKIPCP má vyplatit podílové jednotky na žádost podílníků. V případě fondů peněžního trhu uvádí obecné pokyny CESR/ESMA, že fondy peněžního trhu by měly poskytovat investorům denní likviditu a musí ji tedy v souladu s tímto principem i řídit. Obecné pokyny CESR/ESMA pro fondy peněžního trhu také definují limity prostřednictvím vážené průměrné životnosti (WAL) a vážené průměrné doby splatnosti (WAM), které omezují řízení likvidity a nutí sponzory držet likvidní aktiva.

Nicméně ve srovnání se stávajícími právními předpisy, především ve Spojených státech, nejsou v právních předpisech EU v otázce minimální hodnoty likvidních aktiv v držení fondů peněžního trhu přímo definovány žádné poměrové ukazatele. V tomto ohledu je třeba poznamenat, že Evropský parlament (2012) vyzval Komisi k přezkumu možnosti zavést specifické požadavky na likviditu pro fondy peněžního trhu prostřednictvím požadavků na minimální likviditu přes noc, týdenní a měsíční likviditu ⁽¹⁾.

Likvidní aktiva umožňují fondům peněžního trhu vyplatit podílníky a zabránit prodejem aktiv se ztrátou, také brání rozšíření na další fondy držící podobné cenné papíry. Proto se doporučuje, aby se do regulačního rámce EU zavedla přímo stanovená minimální hodnota denních a týdenních likvidních aktiv. Tento krok přinese následující hlavní přínosy:

- a) bude odrážet důležitost likvidních aktiv u fondů peněžního trhu pro **uspokojení potenciálně vysokých požadavků investorů na vyplácení** a přečkání období tržní volatility. Zkušenosti z léta 2011, kdy nebyly americké fondy peněžního trhu schopné vyrovnat se s výrazným vyplácením, jsou názorným příkladem těchto přínosů ⁽²⁾;
- b) poskytne **harmonizovaný základ pro likviditní postupy** fondů peněžního trhu po celé Evropě a přispěje tak k důvěře investorů: kodex zásad IMMFA a metodiky ratingových agentur v současné době stanovují rozdílné referenční hodnoty a požadavky na řízení likvidity (viz **ráměček 1** níže). Naopak výše zmíněná regulace ve Spojených státech definuje přesně stanovené referenční hodnoty denních a týdenních likvidních aktiv;
- c) zajistí, že fondy peněžního trhu **v průběhu času zachovají obezřetnostní přístup k řízení likvidity**: likvidita fondů peněžního trhu se následkem finanční krize v roce 2008 a rostoucí averze k riziku zvyšuje, a to v kontextu krize státního dluhu v EU a vysoké tržní volatility. Po stabilizaci tržních podmínek však hrozí, že fondy peněžního trhu opět sníží výši likvidních aktiv držených v portfoliu a budou vyhledávat výnosnější, dlouhodobější nástroje, což může vést k oslabení jejich likviditní pozici;
- d) zavedení přesně stanovených poměrů lze považovat za součást obezřetného řízení likviditního rizika (definovaného například v čl. 51 směrnice o SKIPCP), správcovská společnost zůstává plně odpovědná za řízení likvidity.

Ráměček 1

Rozdílné přístupy stanovení likviditního polštáře

IMMFA: Fond IMMFA musí mít nejméně 10 % čistých aktiv v investicích s dobou splatnosti následující pracovní den a nejméně 20 % čistých aktiv v investicích se splatností do pěti pracovních dnů. Za tímto účelem mohou členové posuzovat státní dluh spíše z pohledu likvidity jednotlivých investic, než podle doby konečné splatnosti.

Fitch: Denní likvidita je definována jako: hotovost v držení správce cenných papírů s ratingem přinejmenším „A“ či „F1“ či srovnatelným; jednodenní dohody o zpětném odkupu; podíly fondů peněžního trhu s ratingem „AAAmf“ agentury Fitch nebo srovnatelným; cenné papíry s jednodenní splatností nebo cenné papíry s prvkem na požádání od poskytovatele s odpovídajícím ratingem, které jsou jejich držitelem uplatnitelné a splatné v rámci jednoho pracovního dne a státní dluhopisy vydané státy s vysokým ratingem těžící ze silné tržní likvidity, pokud jsou tyto obligace vydané v základní měně portfolia se zbytkovou dobou splatnosti 397 dní či méně. Týdenní likvidita je definována jako vše předcházející plus cenné papíry s pětidenní splatností nebo cenné papíry s prvkem na požádání od poskytovatele s odpovídajícím ratingem, které jsou jejich držitelem uplatnitelné a splatné v rámci pěti pracovních dnů, a cenné papíry vydané nadnárodními či vládními agenturami a orgány s vysokým ratingem těžící ze silné tržní likvidity a se zbytkovou dobou splatnosti 95 dnů či méně.

Moody's: Hodnocení likvidity agenturou Moody's zohledňuje jak dobu splatnosti a kvalitu aktiv, tak expozici vůči riziku velkého neplánovaného vyplácení. Moody's hodnotí, do jaké míry fond investuje do likvidních cenných papírů, obzvláště státních dluhopisů s ratingem „Aaa“ a jejich doby splatnosti, a také do dalších likvidních aktiv, jako jsou cenné papíry s dobou splatnosti kratší než sedm dní.

SEC: Fondy peněžního trhu ve Spojených státech mají povinnost držet alespoň 10 % svých aktiv v jednodenních vkladech a 30 % v aktivech se splatností do jednoho týdne. Denní likvidní aktiva jsou definována jako hotovost,

⁽¹⁾ Evropský parlament (2012) také vyzval Komisi, aby na základě spouštěcího mechanismu vybírala poplatky za likviditu, což vede také k povinnosti informovat přímo příslušný orgán dohledu a orgán ESMA.

⁽²⁾ Podle FOC (2012) došlo u prime institucionálních fondů peněžního trhu během osmi týdnů do 3. srpna 2011 k čistému odlivu prostředků ve výši 179 mld. USD (16 % aktiv).

americké státní cenné papíry a cenné papíry směnitelné na hotovost v rámci jednoho pracovního dne. Týdenní likvidní aktiva obsahují hotovost, americké státní cenné papíry, vládní dluhopisy s diskontem a se zbytkovou dobou splatnosti 60 dnů a méně a cenné papíry směnitelné na hotovost (ať již ukončením doby splatnosti či prostřednictvím prodejní opce) v rámci pěti pracovních dnů.

Poznámka: Jedná se pouze o úryvky. Podrobnosti naleznete v odpovídajících právních předpisech a metodologiích.

Při stanovování velikosti a složení polštářů likvidních aktiv je třeba zvážit následující prvky.

- a) Je třeba nalézt **kompromis** mezi velikostí požadovaných polštářů a druhem aktiv uznávaných jako způsobilé aktivum, jak dokládají různé metodologie uplatňované v současné době v Evropě a různé číselné údaje vykazované fondy peněžního trhu týkající se likvidních aktiv v držení. Je zřejmé, že čím vyšší bude požadavek na polštář, tím těžší jej bude naplnit vysoce kvalitními aktivy.
- b) Měla by se definovat jak **denní, tak týdenní likvidní aktiva**. Denní likvidní aktiva jsou důležitá, jelikož požadavky na vyplácení se mohou objevit velice rychle⁽¹⁾. Týdenní likvidní aktiva rovněž posilují odolnost fondu a jeho schopnost zvládat velká vyplácení, zatímco rozšiřují rámec způsobilých aktiv.
- c) Aby se fond nespolehal do takové míry na likviditu sekundárního trhu, měla by definice likvidních aktiv (kromě hotovosti) zvažovat zejména **zbytkovou dobu splatnosti**. Podle toho by měly mít nástroje definované jako denní nebo týdenní likvidní aktiva zbytkovou dobu splatnosti v rámci jednoho nebo pěti pracovních dnů. Podstatou tohoto přístupu založeného na zbytkové době splatnosti je zabránit vytváření předpokladů ohledně tržní likvidity určitých nástrojů, jelikož při napětí na trzích se likvidní aktiva mohou proměnit v nelikvidní. Tato definice se liší od definice ve Spojených státech, kde jsou zahrnuty státní a vládní cenné papíry, což odpovídá specifickým rysům amerického trhu a velikosti amerického trhu se státními cennými papíry.
- d) Při definování likviditních polštářů je třeba vzít v úvahu rizika spojená s **možností volitelné lhůty splatnosti aktiv**. Tato volba může záviset na řadě odlišných parametrů včetně operací zahrnujících expozici vůči riziku protistrany, jako je prodej (dluhopisy s vloženou prodejní opcí), zrušitelnost (např. zrušitelné opce), svolatelnost (např. vypověditelné repo operace). Tyto rysy mohou vést k dalšímu šíření a oslabit tak celkovou likviditní pozici fondů, obzvláště v případě napětí na trhu.
- e) Je třeba též zvážit **další vlivy provázanosti**, především s bankovním sektorem, které mohou mít dopad na dostupnost aktiv způsobilých pro likviditní polštáře.

b) Posílené řízení likviditního rizika

Limity, které mají být stanoveny, je třeba považovat za minimální hodnoty. Správci fondů by tedy měli přizpůsobit likvidní aktiva v držení tak, aby odpovídala jejich profilu a investorské základně (typům investorů, způsobům vyplácení, koncentraci investorské základny atd.) i podmínkám na trhu.

V rámci odpovědného přístupu k řízení likvidity založeného na osvědčených postupech a v souladu s doporučením IOSCO 8 by měli správci vypracovat pravidelné zátěžové testy založené na více nepříznivých scénářích (konkrétně pro daný fond i obecně pro celý trh), které mohou mít dopad na jejich likviditní profil. Fondy peněžního trhu by rovněž měly mít zavedeny plány pro případ nepředvídatelných okolností, aby byly schopny se s těmito obdobími napětí vyrovnat.

Jak je uvedeno v doporučení IOSCO 6, jedna z důležitých oblastí, které je třeba mít na paměti, se týká podílníků fondu. To je zejména důležité v kontextu EU, kde institucionální investoři, u nichž je náhlý masivní odliv investic obecně pravděpodobnější, představují převážnou část investorské základny. Jak je uvedeno výše (viz oddíl III.3), z průzkumu ESRB vyplývá, že ohledně investorské základny fondů panuje relativní nejistota. Dílčí poznatky rovněž naznačují vzrůstající roli platforem v Evropě, takže pro správce je obtížnější „znát své podílníky“. Měly by být posouzeny důsledky tohoto trendu. Kromě toho by bylo možné na fondech peněžního trhu požadovat, aby získávaly informace týkající se skutečných vlastníků fondu, jak se předpokládá v návrhu doporučení FSOC ohledně fondů peněžního trhu ve Spojených státech⁽²⁾.

⁽¹⁾ V případě Reserve Primary fund požadovali investoři vyplácení přibližně 40 mld. USD během dvou dnů a z prime fondů peněžních trhů bylo za jeden týden vybráno celkem 15 % aktiv.

⁽²⁾ Návrh doporučení zveřejněný v listopadu 2012 uvažuje o uplatnění dodatečných požadavků na informace o investorech fondu.

c) Řízení likvidity v dobách napětí na trhu

I když správci fondů uplatňují při řízení likviditního rizika omezitelný přístup, mohou nastat případy, kdy fondy peněžního trhu čelí podmínkám extrémního napětí na trhu, případně vysokým požadavkům na vyplacení v důsledku vývoje týkajícího se konkrétního fondu či trhu obecně. V souladu s tím doporučení IOSCO 9 uvádí, že „fondy peněžního trhu by měly mít zavedeny nástroje s cílem vypořádat se s výjimečnými podmínkami na trhu a významnými tlaky na vyplacení“. Takové nástroje mohou zmírnit tlak na vyplacení a tak předejít náhlému masivnímu odlivu investic nebo jinému davovému chování mezi investory konkrétního fondu či skupiny fondů. IOSCO rovněž poznamenává, že „s cílem zabránit dominovému efektu mohou státy rovněž zvážit, zda udělit regulátorům pravomoc požadovat využití takových nástrojů v případech, kde výjimečná situace, s níž se potýká jeden či více fondů peněžního trhu, může mít důsledky pro finanční systém v širším měřítku“.

Pokud jde o regulační rámec EU, jak směrnice o SKIPCP, tak směrnice o správcích AIF obsahují ustanovení o dočasném pozastavení.

- Čl. 45 odst. 2 **směrnice o SKIPCP** stanoví, že členské státy mohou povolit příslušným orgánům, aby požadovaly nebo povolily dočasné pozastavení upisování, odkupu nebo vyplacení podílových jednotek, je-li takové pozastavení odůvodněno ochranou podílníků či veřejnosti. Podle čl. 84 odst. 2 může fond dočasně pozastavit odkup nebo vyplacení svých podílových jednotek ve výjimečných případech, pokud to vyžadují okolnosti a pokud je pozastavení oprávněné vzhledem k zájmům podílníků.
- Čl. 46 odst. 2 **směrnice o správcích AIF** stanoví, že příslušné orgány mají pravomoc „požadovat pozastavení emise, odkupu nebo vyplacení podílových jednotek v zájmu podílníků nebo veřejnosti“. Na úrovni fondu však žádné specifické ustanovení neexistuje. Čl. 23 odst. 1 písm. h dále požaduje, aby byly zveřejněny informace o řízení likviditního rizika AIF, včetně práv na vyplacení za běžných a výjimečných okolností.

Tento rámec se liší od stávající právní úpravy ve Spojených státech, kde musí být fond po pozastavení předmětem likvidace⁽¹⁾. Za výjimečných okolností, kdy se fondy potýkají se značným tlakem na vyplacení, je dočasné pozastavení pravděpodobně nejvhodnějším řešením. Rámec EU by měl tedy být pozměněn tak, aby se možnost dočasného pozastavení požadavků na vyplacení rozšířila na všechny fondy (SKIPCP i ostatní), jak v současné době stanoví směrnice o SKIPCP⁽²⁾. Právní předpisy EU týkající se fondů SKIPCP i ostatních fondů již v současnosti umožňují, aby dočasné pozastavení vyplacení požadovaly příslušné orgány v zájmu podílníků či veřejnosti, což je v souladu s doporučeními IOSCO.

Kromě dočasného pozastavení by bylo možné zvážit zavedení dodatečných mimořádných nástrojů řízení likvidity pro fondy peněžního trhu. Podmínky a okolnosti použití těchto nástrojů by měly být jasně vymezeny a měl by být posouzen jejich přínos pro finanční stabilitu. Jak je uvedeno v doporučení IOSCOMOKCP, lze zejména podrobněji posoudit výhody opatření, kdy fondy omezí vyplácenou částku na konkrétní procentní podíl v jeden výplatní den (tzv. gates).

Dle doporučení MOKCP by investoři měli být odpovídajícím způsobem informováni o tom, jaké postupy jsou zavedeny pro období napětí na trhu. Fondy musí zejména zajistit, aby si jejich investoři byli vědomi okolností, za nichž se tyto postupy (pozastavení apod.) mohou uplatnit. Podrobné informace o provádění a podmínkách by se však zveřejňovat neměly, aby nebyla poskytnuta výhoda prvního subjektu či nedošlo k náhlému masivnímu odlivu investic z preventivních důvodů. Zveřejnění příslušných postupů pro období napětí na trhu se věnuje doporučení C, odst. 3, které rozebereme níže.

IV.3.2 *Zhodnocení*

Pokud jde o zavedení specifických požadavků na likvidní aktiva, z konzultace IOSCO provedené na jaře 2012 vyplynulo, že respondenti celkově podporují zavedení likviditních polštářů pro fondy peněžního trhu. Respondenti zejména vyzdvihli přínosy nových ustanovení amerického pravidla 2a-7 pro posílení odolnosti fondů. Respondenti z EU poukázali na to, že na rozdíl od Spojených států v Evropě chybí harmonizovaný rámec pro řízení likvidity a obecně vyjádřili podporu iniciativě ze strany regulátorů.

Při posuzování možného dopadu zavedení nových kvantitativních požadavků na řízení likvidity je třeba vzít v úvahu stávající složení portfolií fondů, neboť polštáře mohou posílit tendenci upřednostňovat nekrátkodobější financování a nutit správce ke změnám v alokaci aktiv. Z průzkumu ESRB vyplývá, že fondy peněžního trhu v EU již dnes drží značnou část portfolií v aktivech se splatností do jednoho dne a do jednoho týdne, jak je uvedeno v tabulce 6 v oddíle III.2 a na graf 6. Podíl těchto likvidních aktiv je vyšší u fondů CNAV (26 %, resp. 11 % jejich aktiv k červnu 2012), které

⁽¹⁾ Podle nového pravidla SEC č. 22e-3 z roku 2010 se představenstvu fondu peněžního trhu na základě oznámení doručenému SEC povolí pozastavení vyplacení a likvidace fondu, pokud NAV klesne pod úroveň 1 USD na podíl nebo existuje riziko, že by pod tuto úroveň klesnout mohla.

⁽²⁾ Viz Evropská komise (2012), kapitola 5, která se zabývá mimořádnými nástroji na řízení likvidity.

rovněž drží relativně vyšší procentní podíl aktiv v hotovosti (téměř 7 % k červnu 2012). Ostatní fondy peněžního trhu v EU také již drží poměrně významný podíl aktiv v likvidních aktivech s jednodenní a týdenní splatností (přibližně 17 %, resp. 5 % u krátkodobých fondů s pohyblivou hodnotou čistých aktiv a 12 %, resp. 3 % u ostatních fondů s pohyblivou hodnotou čistých aktiv).

Soubor dat použitý ESRB se vyznačuje jistými omezeními, neboť průzkum nezahrnuje všechny fondy peněžního trhu a poskytnuté číselné údaje jsou souhrnné napříč fondy, přičemž mezi jednotlivými fondy mohou existovat určité rozdíly. Kromě toho průzkum dává obrázek o určitém časovém okamžiku, kdy byla averze vůči riziku vysoká. Výsledky průzkumu nicméně odpovídají dalším pozorováním ze strany orgánů dohledu a ratingových agentur i informacím o řízení likvidity, které poskytli správci aktiv.

IV.4 Doporučení C – Zveřejňování informací

Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Evropské unie:

- 1. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu i ve svých marketingových materiálech specificky upozorňovaly investory na neexistenci kapitálové záruky a možnost ztráty investované částky;**
- 2. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu ve zveřejňovaných informacích poukazovaly na možnou podporu ze strany sponzora, schopnost poskytnout podporu či ochranu pouze tehdy, představuje-li taková podpora či ochrana pevný závazek sponzora, přičemž v tomto případě musí být vykázána ve finančních výkazech sponzora a dále zohledněna v obezřetnostních požadavcích na sponzora;**
- 3. vyžadovaly, aby fondy peněžního trhu zveřejňovaly metody oceňování, zejména s ohledem na oceňování na základě zůstatkových hodnot, a poskytovaly odpovídající informace investorům ohledně postupů pro vyplácení uplatňovaných v období napětí na trhu.**

IV.4.1 Ekonomická východiska

Fondy peněžního trhu jsou obecně vnímány jako „bezpečné“ investice s velmi nízkou mírou rizika. Toto vnímání může přispívat k riziku náhlého masivního odlivu investorů v případě, že fond taková očekávání nenaplní. Dodatečné zveřejňování informací má za cíl zajistit, aby měli investoři jasné povědomí o tom, jaký druh investičního produktu fondy peněžního trhu představují, a tak toto riziko snížit. Tento požadavek na zveřejňování informací je plně v souladu s doporučeními IOSCO 13 a 14, i když zachází poněkud dále, když požaduje, aby jakákoli veřejná zmínka o podpoře sponzora či schopnosti sponzora takovou podporu poskytnout byla povolena jen v případě, že se opírá o pevný závazek na straně sponzora.

Jak je nastíněno v oddíle II.2, předpoklad podpory ze strany sponzora, která je implicitní a nezávazná, přispívá k nestabilitě systému. Portfolia fondů a politika vyplácení by proto měly být nastaveny tak, aby s žádnou podporou sponzora nepočítaly. V opačném případě musí být záměr spolehnout se na tuto podporu výslovný a plně zachycený ve finančních výkazech subjektem poskytujícím podporu a musí podléhat regulačním kapitálovým požadavkům, jak je uvedeno v textu k doporučení A.

Dokumentace k produktům by měla investorům osvětlit postupy, které se užívají k oceňování nástrojů, včetně informací o použití ocenění na základě zůstatkových hodnot, a dále předpokladů, z nichž tato metoda oceňování vychází, a souvisejících rizik. Kromě toho by si investoři měli být vědomi postupů, které mohou být použity v případě značného napětí na trhu nebo silných tlaků na vyplácení a které mohou mít dopad na možnosti investorů dosáhnout vyplácení (viz též doporučení B, odstavec 3). Tyto informace o charakteristikách produktů by měly investorům umožnit přijímání kvalifikovaných investičních rozhodnutí a snížit pravděpodobnost nepříznivého výběru.

IV.4.2 Zhodnocení

Odpovídající informace o charakteristikách fondů peněžního trhu by měly snížit riziko nepříznivého výběru a náhlého masivního odlivu investorů a v důsledku toho snížit i systémové riziko. Z hlediska ochrany investora jsou také zásadní pro přijímání kvalifikovaných rozhodnutí. V součtu evropské fondy peněžního trhu slouží především institucionálním investorům. Tento typ investorů je velmi pravděpodobně již dobře obeznámen s riziky souvisejícími s fondy peněžního trhu. Toto povědomí je pravděpodobně mnohem nižší mezi drobnými investory, kteří v některých členských státech představují největší investorskou základnu fondů peněžního trhu. Ti by proto nejvíce získali ze situace, kdy by informace byly lépe dostupné veřejnosti. Odpovídající informace by zejména pomohly drobným investorům pochopit, že fondy peněžního trhu nejsou bez rizika. V důsledku lepší informovanosti mohou někteří investoři dát přednost alternativnímu nástroji řízení peněžních prostředků před fondem peněžního trhu. V případě drobných investorů bude touto alternativou s největší pravděpodobností tradiční bankovní vklad a nikoli investice do jiného subjektu stínového bankovníctví. Konečně požadavek odkazovat ve zveřejňovaných informacích na podporu sponzora pouze v případě, že se opírá o pevný závazek na straně sponzora, zvýší transparentnost propojení finančního systému a sníží systémové riziko související se situací, kdy se subjekty spoléhají na podporu sponzora, která je implicitní a nezávazná.

Některé aspekty zveřejňování informací, jak je požaduje toto doporučení, jsou již upraveny právními předpisy EU (např. směrnici o SKIPCP či obecnými pokyny CESR/ESMA z roku 2010). Některé zveřejňované informace či dokumenty však možná bude nutné revidovat, což by fondům peněžního trhu přineslo dodatečné náklady na splnění požadavků. U vnitrostátních orgánů dohledu se významné náklady neočekávají.

IV.5 Doporučení D – Vykazování a sdílení informací

1. **Komisi se doporučuje zajistit, aby příslušné právní předpisy Evropské unie:**
 - a) **vyžadovaly, aby veškeré případy podpory ze strany sponzora, které mohou mít dopad na cenu fondu peněžního trhu, ohlásili fond peněžního trhu či jeho správce a sponzor příslušnému vnitrostátnímu orgánu dohledu společně s úplným popisem charakteru a rozsahu takové podpory;**
 - b) **rozšířily pravidelné vykazování informací ze strany fondů peněžního trhu;**
 - c) **zajistily, aby příslušné vnitrostátní orgány dohledu v relevantních případech sdílely informace uvedené v bodech a) a b) s dalšími vnitrostátními orgány dohledu v rámci téhož členského státu či z jiného členského státu, s evropskými orgány dohledu, ESCB a ESRB.**
2. **Komisi se doporučuje podporovat rozvoj harmonizovaného vykazování informací a harmonizovaného datového souboru uvedených v odst. 1 b) a organizaci sdílení informací uvedeného v odst. 1 c).**

IV.5.1 Ekonomická východiska

Přestože fondy peněžního trhu VNAV nejsou povinny udržovat nominální hodnotu a tlak na podporu ze strany sponzora není tentýž jako u fondů CNAV, lze předpokládat, že i ony čelily omezení likvidity a během krize byly konfrontovány s nelikvidním trhem. V důsledku toho rovněž mohly spoléhat na podporu ze strany správců či mateřských společností. Konkrétní informace o případech takové podpory, ať už u fondů CNAV či VNAV, v současné době nejsou pro Evropu k dispozici, zejména proto, že podpora může mít mnoho podob a jako taková se nemusí zřetelně objevit v rozvaze a výkazu zisku a ztráty příslušného subjektu. Průzkum ESRB obsahoval otázku o podpoře ze strany sponzorů, avšak fondy poskytly jen obecné formulace jako „obchodní charakter“ či „žádná opatření“. Celkově požadavek na využití pohyblivé hodnoty čistých aktiv spolu s požadavkem nespolehat na implicitní podporu nevylučuje, že taková podpora bude za extrémních tržních podmínek v budoucnu uplatněna.

S cílem umožnit orgánům sledování rizik spojených s takovou podporou by měl fond peněžního trhu nebo jeho správce hlásit veškeré budoucí případy přímé či nepřímé podpory ze strany sponzora bez ohledu na typ (včetně odkupu cenných papírů u problematických portfolií) příslušnému vnitrostátnímu orgánu. Vzhledem k tomu, že taková podpora může zvýšit provázanost finančního systému a tím přispívat k systémovým rizikům, měly by tuto informaci obdržet i další příslušné orgány (vnitrostátní, zahraniční či celoevropské).

Na základě zkušeností se stávajícími statistikami ohledně fondů peněžního trhu a sběrem dat prováděným za určitým účelem *ad hoc* je zjevné, že pravidelně shromažďované údaje o evropských fondech peněžního trhu by bylo možné dále zlepšit. Fondy peněžního trhu jsou velmi důležité pro hladké fungování peněžních trhů v Evropě. Jak vnitrostátní, tak evropské regulační orgány by tedy měly mít přístup k podrobným údajům o těchto fondech, aby byly schopny odhalit trendy již v počátku. V případech, kde národní centrální banky již údaje o fondech peněžního trhu shromažďují, by se mělo uvažovat o sdílení těchto informací s vnitrostátními orgány dohledu pro obezřetnostní účely.

Pravidelně vykazované informace by měly obsahovat alespoň dostatečně podrobné členění aktiv a závazků fondu peněžního trhu s cílem umožnit příslušným orgánům sledování pozice fondu z hlediska likvidity a charakteru a kvality jeho podkladových aktiv. Kromě toho v případech, kdy se stále užívá ocenění na základě zůstatkových hodnot, by regulátoři měli mít přístup k pravidelně vykazovaným informacím o tom, v jakém rozsahu je tato metoda oceňování využívána a jakých případů se týká. Pokud je nadále používán model CNAV, měly by pravidelně vykazované informace také obsahovat podrobnosti ohledně fondů CNAV včetně informací o jejich stínové ceně.

Podrobnější informace by příslušným orgánům umožnily lépe porozumět vývoji v odvětví fondů peněžního trhu a vymezit zdroje rizik. Z makroobezřetnostního hlediska by bylo třeba disponovat těmito podrobnějšími informacemi souhrnně za celé odvětví fondů peněžního trhu i za jednotlivé fondy.

IV.5.2 Zhodnocení

Pečlivé sledování složení fondů peněžního trhu z hlediska aktiv a investorů, jejich pozice z hlediska likvidity, používaných metod oceňování a spoléhání na podporu ze strany sponzorů jsou potřebné pro účely vymezení akumulace rizik a vazeb fondů peněžního trhu na další části finančního systému. Je to tedy základní předpoklad pro uplatnění jakýchkoli preventivních opatření zaměřených na potenciální systémová rizika. Požadavek pravidelného vykazování informací o stínových cenách zvýší povědomí správců fondů peněžního trhu o tom, že vnitrostátní orgány dohledu tuto otázku sledují. Očekává se, že to povede k větší kázní ohledně možných odchylek stínové ceny ve vztahu k NAV a spoléhání na podporu ze strany sponzorů.

Nevýhody spojené s rozšířeným vykazováním informací představují náklady spojené s procesy, které je nutno zavést na úrovni správcovských společností a obezřetnostních orgánů. Jakákoli činnost v souvislosti s rozšířeným vykazováním informací ze strany fondů peněžního trhu by tedy měla vzít v úvahu stávající vykazovací povinnost, která se na fondy peněžního trhu vztahuje, a řádně uplatnit princip proporcionality, čímž se sníží související náklady. Jmenovitě

sběr dat týkajících se rozvah měnových finančních institucí (kam fondy peněžního trhu spadají) prováděný ECB již zahrnuje podrobné informace o aktivech a závazcích těchto fondů (viz nařízení ECB č. 2008/32). Nicméně vzhledem k tomu, že tyto informace jsou vykazovány pro účely měnové politiky, nemusí plně odpovídat požadavkům na údaje pro účely finanční stability.

IV.6 Návazné kroky

IV.6.1 Načasování

Komise se žádá, aby podala ESRB a Radě Evropské unie zprávu o krocích, které byly učiněny v návaznosti na tato doporučení, nebo odpovídajícím způsobem zdůvodnila případnou nečinnost, a to ve lhůtách uvedených níže.

- **Do 30. června 2013** Komise předloží ESRB předběžnou zprávu s prvním hodnocením výsledků první fáze provádění těchto doporučení.
- **Do 30. června 2014** Komise předloží ESRB a Radě závěrečnou zprávu z druhé fáze provádění těchto doporučení.

IV.6.2 Kritéria splnění požadavků

Pro **doporučení A až D** jsou stanovena následující obecná kritéria splnění požadavků.

- Doporučení mají rovněž za cíl řádné a jednotné provádění příslušných doporučení IOSCO týkajících se fondů peněžního trhu v Evropě.
- Komise může v otázce provádění doporučení ESRB požádat o radu příslušné evropské orgány dohledu (zejména ESMA) a s cílem zajistit harmonizované uplatnění doporučení může požádat evropské orgány dohledu o vypracování potřebných technických norem, obecných pokynů a doporučení (včetně šablon pro vykazování a zveřejňování informací s tím, že řádně zohlední stávající požadavky na vykazování a zveřejňování informací).
- Doporučení ESRB jsou zaměřena na subjekty kolektivního investování se sídlem v EU, které jsou nabízeny/prodávány investořům s informací, že mají za cíl zachovat hodnotu investované částky, poskytovat denní likviditu a cílovou návratnost odpovídající sazbám peněžního trhu. Zejména se zaměřují na fondy, které jsou označeny nebo prodávány jako fondy peněžního trhu nebo prodávány s charakteristikami fondu peněžního trhu (tj. s cílem zachovat hodnotu kapitálu, denní vyplacení a sazby peněžního trhu), či fondy prodávané způsobem, který tento dojem vyvolává (např. prodávané jako peněžní fondy, likvidní nebo likviditní fondy či fondy s krátkou dobou splatnosti).

Pro **doporučení A** jsou stanovena následující kritéria splnění požadavků.

- Fondy peněžního trhu by měly mít povinnost používat výhradně model pohyblivé hodnoty čistých aktiv. Zejména by měl existovat zákaz zaokrouhlovat ceny podílů na nejbližší celé číslo. Bylo by třeba zavést přechodná opatření pro povinný přechod na model pohyblivé hodnoty čistých aktiv. Proto se doporučuje stanovit pro stávající fondy peněžního trhu dostatečně dlouhé přechodné období, během něhož lze stále uplatňovat model konstantní hodnoty čistých aktiv, aby byl poskytnut prostor pro nezbytné úpravy. Přechodné období pro stávající fondy s konstantní hodnotou čistých aktiv by mohlo trvat alespoň dva roky od závěrečného uveřejnění příslušných pravidel. Kromě toho by měly fondy s dostatečným předstihem a důkladně seznámit veřejnost se skutečností, že přecházejí na pohyblivou hodnotu čistých aktiv, a s dopady, které tato změna bude mít.
- Doporučení A neznamená úplný zákaz ocenění na základě zůstatkových hodnot. Tato metoda by však měla být povolena pouze v případech, kde se předpokládá, že umožní odpovídajícím způsobem přibližně stanovit cenu nástroje.
- V případě, že se nadále bude užívat ocenění na základě zůstatkových hodnot, měla by být uplatněna omezení s ohledem na zbytkovou dobu splatnosti příslušného nástroje s cílem snížit riziko nesouladu mezi jeho cenou a zůstatkovou hodnotou; při stanovování těchto omezení je třeba věnovat důkladnou pozornost profilu splatnosti aktiv peněžních fondů se sídlem v EU.

Pro **doporučení B** jsou stanovena následující kritéria splnění požadavků.

- Pro účely stanovení rozsahu a složení minimálních polštářů likvidních aktiv by měly být zohledněny následující prvky:
 - a) kompromis mezi rozsahem požadovaných polštářů a typem aktiv, která budou považována za způsobilá;
 - b) potřeba stanovit minimální množství likvidních aktiv s jednodenní a týdenní splatností;
 - c) s cílem snížit závislost fondů peněžního trhu na likviditě sekundárního trhu by definice likvidních aktiv (kromě hotovosti) měla v první řadě zohlednit zbytkovou splatnost. Podobně nástroje definované jako likvidní aktiva s jednodenní a týdenní splatností by měly mít zbytkovou splatnost do jednoho, resp. pěti pracovních dnů;

- d) při stanovování polštářů by měla být zohledněna rizika spojená s možnou volitelnou splatností aktiv. Možnosti volby mohou vycházet z různých parametrů včetně technik s expozicí vůči riziku protistrany, jako je prodej (např. dluhopisy s vloženou prodejní opcí), zrušitelnost (např. zrušitelné opce), svolatelnost (např. vypověditelné repo operace);
 - e) další účinky propojení, zejména s bankovním odvětvím, které mohou mít dopad na dostupnost aktiv způsobilých tvořit součást likviditních polštářů.
- Fondy peněžního trhu by měly být povinny přizpůsobit držení minimálních polštářů likvidních aktiv svému rizikovému profilu a investorské základně.
 - Měly by provádět pravidelné zátěžové testy vycházející z více nepříznivých scénářů týkajících se jednotlivých fondů i trhu obecně, které mohou mít dopad na jejich likviditní profil.
 - Fondy peněžního trhu by měly mít zavedeny plány pro případ nepředvídatelných situací s cílem vyrovnat se s obdobími napětí na trhu.
 - Musí mít rovněž zavedeny potřebné nástroje, aby byly schopny se vypořádat s mimořádnými požadavky na vyplacení ze strany investorů.

Pro **doporučení C** jsou stanovena následující kritéria splnění požadavků

- Informace o produktech poskytované ze strany fondů peněžního trhu by měly investory upozorňovat na neexistenci či omezení kapitálové záruky a možnost ztráty investované částky.
- Tyto informace by dále měly investorům osvětlit postupy, které se užívají k oceňování nástrojů, včetně informací o použití ocenění na základě zůstatkových hodnot, a dále předpokladů, z nichž tato metoda oceňování vychází, a souvisejících rizik.
- Poukazovat v informačních materiálech fondů peněžního trhu na možnou podporu ze strany sponzora, schopnost poskytnout podporu či ochranu by mělo být povoleno pouze tehdy, představuje-li taková podpora či ochrana pevný závazek sponzora, přičemž v tomto případě musí být vykázána v jeho finančních výkazech a stanovena v obezřetnostních požadavcích na sponzora.
- Investoři by si měli být vědomi postupů, které mohou být použity v případě značného napětí na trhu nebo silných tlaků na vyplacení a které mohou mít dopad na možnosti investorů dosáhnout vyplacení.

Pro **doporučení D** jsou stanovena následující kritéria splnění požadavků.

- Veškeré případy podpory fondu peněžního trhu ze strany sponzora, které mohou mít dopad na cenu fondu, by fond peněžního trhu (či jeho správce) a sponzor měli ohlásit příslušnému vnitrostátnímu orgánu společně s popisem charakteru a rozsahu takové podpory.
- Informace, které fondy peněžního trhu pravidelně vykazují orgánům dohledu či centrálním bankám, by měly obsahovat alespoň dostatečně podrobné členění aktiv a závazků fondu peněžního trhu s cílem umožnit příslušným orgánům sledování pozice fondu z hlediska likvidity a charakteru a kvality jeho podkladových aktiv.
- Pokud fond peněžního trhu nadále používá model CNAV, měly by pravidelně vykazované informace také obsahovat samostatné podrobné informace týkající se fondů CNAV včetně informací o jejich stínové ceně.
- V případech, kdy fondy peněžního trhu stále užívají metodu ocenění na základě zůstatkových hodnot, by regulátoři měli mít přístup k pravidelně vykazovaným informacím o tom, v jakém rozsahu je tato metoda využívána a jakých případů se týká.
- Měla by být přijata opatření na podporu rozvoje harmonizovaného vykazování informací a harmonizovaného datového souboru pro fondy peněžního trhu využitelného rovněž pro makroobezřetnostní účely, jak je uvedeno výše. Veškerá taková opatření by měla zohlednit stávající povinnost vykazovat informace, která se na fondy peněžního trhu vztahuje, jako je sběr údajů z rozvah měnových finančních institucí (ECB/2008/32).
- Je třeba zajistit, aby nic nebránilo sdílení výše uvedených informací mezi obezřetnostními orgány a centrálními bankami na vnitrostátní, přeshraniční i evropské úrovni.

IV.6.3 Sdělení týkající se návazných kroků

Předběžná zpráva, která má být předložena do 30. června 2013, by měla obsahovat minimálně:

- a) informace o zákonodárných iniciativách, které Komise zahájila a plánuje v návaznosti na tato doporučení;
- b) informace o opatřeních, která Komise přijala ve vztahu k evropským orgánům dohledu v návaznosti na tato doporučení;
- c) orientační harmonogram pro zavedení opatření, která Komise již navrhla nebo připravuje v návaznosti na tato doporučení;

- d) hodnocení celkového dopadu opatření, která Komise již navrhla nebo připravuje v návaznosti na tato doporučení;
- e) podrobné zdůvodnění případné nečinnosti či odchýlení se od těchto doporučení.

Závěrečná zpráva, která má být předložena do 30. června 2014, by měla obsahovat minimálně:

- a) informace o stavu legislativního procesu po legislativních iniciativách, které Komise zahájila v návaznosti na tato doporučení;
 - b) informace o stavu opatření, která Komise přijala ve vztahu k evropským orgánům dohledu v návaznosti na tato doporučení;
 - c) orientační harmonogram pro zavedení opatření, která Komise navrhla v návaznosti na tato doporučení;
 - d) hodnocení celkového dopadu opatření, která Komise navrhla v návaznosti na tato doporučení;
 - e) podrobné zdůvodnění případné nečinnosti či odchýlení se od těchto doporučení.
-

ODKAZY

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. and Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, No. 1, June.
- Baba, N., McCauley, R.N. and Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, March, pp. 65-81.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December (rev June 2011).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13 August.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 May.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*. March.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. and Willen, P., *How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*, Journal of Finance, forthcoming.
- European Central Bank (2008), *Regulation (EC) No 25/2009 of the ECB of 19 December 2008 concerning the balance sheet of the monetary financial institutions sector (Recast) (ECB/2008/32)*, OJ L 15, 20.1.2009, p. 14.
- European Commission (2012), *Green paper on shadow banking*, 19 March.
- European Commission (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Consultation document, 26 July.
- European Parliament (2012), *Report on shadow banking*, Committee on Economic and Monetary Affairs, 25 October.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 February.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 July.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Consultative document, 18 November.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 April.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, November.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, November.
- Gordon, J.N. and Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, 23 September.
- Gorton, G. and Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, Brookings Papers on Economic Activity, Fall.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 June.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Consultation Report, 27 April.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 October.
- Kacperczyk, M. and Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, draft, April 2012.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, September.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. and Martin, A. (2012), *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, July.

Moody's (2010), *Sponsor key to money market funds*, August.

President's Working Group on Financial Markets (2010), *Money market fund reform options*, October.

Rosengren, E.S (2012), *Money market mutual funds and financial stability*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference," 11 April.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Testimony before U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 21 June.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, 20 November.

Securities and Exchange Commission (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 March.

Securities and Exchange Commission (1977), *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, June 7.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, 14 January.
