

I

(Usnesení, doporučení a stanoviska)

DOPORUČENÍ

EVROPSKÁ RADA PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA

DOPORUČENÍ EVROPSKÉ RADY PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA

ze dne 6. května 2020

o riziku likvidity v investičních fondech

(ESRB/2020/4)

(2020/C 200/01)

GENERÁLNÍ RADA EVROPSKÉ RADY PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA,

s ohledem na Smlouvu o fungování Evropské unie,

s ohledem na nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makrobezpečnostním 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 uvedeného nařízení,

s ohledem na rozhodnutí Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2011/1 ze dne 20. ledna 2011, kterým se přijímá jednací 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) Pandemie onemocnění koronavirem 2019 (COVID-19) a s tím související a nezbytná opatření proti šíření nákazy představují pro evropské ekonomiky vážný a nebývalý šok. V této souvislosti generální rada Evropské rady pro systémová rizika (ESRB) na svém zasedání dne 2. dubna 2020 oznámila, že svou pozornost zaměří na pět prioritních oblastí, v nichž bude koordinace mezi orgány v Unii pravděpodobně obzvláště důležitá pro zajištění finanční stability v Unii ⁽³⁾. Jedna z pěti prioritních oblastí se týká likvidity finančních trhů a dopadů na správce aktiv a pojistitele.
- (2) Prudký pokles cen aktiv, jenž byl zaznamenán na počátku pandemie COVID-19, byl doprovázen významnými odkupy z některých investičních fondů a výrazným zhoršením likvidity finančního trhu. I když se podmínky na trhu následně stabilizovaly, především díky rozhodným opatřením centrálních bank, orgánů dohledu a vlád v Unii i na celém světě, přetrvává značná nejistota ohledně makrofinančního výhledu.
- (3) Předchozí hodnocení nebankovního finančního zprostředkování ze strany ESRB ⁽⁴⁾ upozornila na potenciální zranitelná místa, která souvisejí s investičními fondy, které mají krátké lhůty pro odkup, avšak investují do méně likvidních aktiv. Tento nesoulad likvidity zvyšuje riziko dalšího tlaku na ocenění aktiv v období napětí, pokud se

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

⁽²⁾ Úř. věst. C 58, 24.2.2011, s. 4.

⁽³⁾ Viz tisková zpráva zveřejněná po zasedání generální rady ESRB dne 2. dubna 2020, k dispozici na adrese: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>

⁽⁴⁾ Viz např. výroční publikace „EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019“, k dispozici na adrese: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.report190717_NBFImonitor2019~ba7c155135.en.pdf?aad1f4a011a6d589537645242475aa89

investiční fondy ve snaze uspokojit žádosti o odkup pokouší během krátké doby prodat méně likvidní aktiva. To by mohlo vést k vyšším ztrátám z ocenění podle tržní hodnoty na straně jiných finančních institucí, které mají expozice vůči stejným nebo korelovaným aktivům, nebo k náhlému zpřísnění finančních podmínek.

- (4) Stávající pravidla Unie zahrnují zvláštní povinnosti správcovských společností, pokud jde o řízení rizika likvidity fondů, které spravují ⁽⁵⁾. V případě subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) musí být profil investic SKIPCP z hlediska likvidity přiměřený politice vyplácení stanovené ve statutu fondu, základacích dokumentech nebo prospektu. Obdobně v případě alternativních investičních fondů musí být investiční strategie, povaha investic z hlediska likvidity a pravidla pro zpětný odkup ve vzájemném souladu ⁽⁶⁾. Tato pravidla jsou doplněna obecnými pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) k zátěžovému testování likvidity u SKIPCP a alternativních investičních fondů, podle nichž mají správci fondů pravidelně testovat odolnost svých fondů vůči riziku likvidity za běžných a mimořádných podmínek likvidity ⁽⁷⁾.
- (5) Účelem tohoto doporučení je zvýšit připravenost reagovat na potenciální budoucí nepříznivé šoky, které by mohly vést ke zhoršení likvidity finančního trhu, což by mohlo mít potenciální nepříznivé důsledky pro podmínky finanční stability v Unii.
- (6) ESRB si je vědoma toho, že odvětví investičních fondů v Unii je rozsáhlé a rozmanité. S přihlédnutím k této skutečnosti ESRB jako obzvláště prioritní identifikovala dva segmenty, které vyžadují zvýšenou kontrolu z hlediska finanční stability.
- (7) Prvním z těchto segmentů jsou investiční fondy s významnými expozicemi vůči podnikovému dluhu. Krátce po vypuknutí pandemie COVID-19 došlo k významným odkupům z investičních fondů, které investují do podnikového dluhu. Investiční fondy kromě toho drží významnou část objemu nesplacených dluhopisů nefinančních podniků v Unii. Jakýkoli budoucí tlak na odkup z otevřených fondů, které mají krátké lhůty pro odkup, by mohl vést k tomu, že správci fondů budou rychle prodávat méně likvidní aktiva, což přispěje ke zhoršení podmínek likvidity na trzích s podnikovými dluhopisy. To by mohlo mít nepříznivé účinky na jiné finanční instituce, které mají expozice vůči těmto aktivům – např. na pojišťovací společnosti, penzijní fondy nebo banky, nebo nepříznivý dopad na náklady a dostupnost tržního financování pro nefinanční podniky.
- (8) Druhým segmentem, který ESRB identifikovala jako obzvláště prioritní oblast, která vyžaduje zvýšenou kontrolu z hlediska finanční stability, jsou investiční fondy s významnými expozicemi vůči nemovitostem. Omezení v oblasti veřejného zdraví, která jsou nezbytná pro zastavení šíření onemocnění COVID-19, by mohla vést ke snížení objemu transakcí na trhu s nemovitostmi a zvýšení nejistoty ocenění. Nemovitostní investiční fondy podle odhadů drží přibližně třetinu trhu s komerčními nemovitostmi v Unii. Budoucí odkupy z investičních fondů s významnými nemovitostními aktivy by mohly zvýšit tlak na nižší ocenění nemovitostí, pokud budou provázeny prodejem nemovitostí v prostředí nízkého objemu transakcí. To by mohlo mít nepříznivé důsledky pro jiné finanční instituce, které mají expozice vůči nemovitostem, včetně institucí, které používají nemovitosti jako zajištění pro poskytování úvěrů.
- (9) K tomu, aby finanční systém v Unii pomáhal šok způsobený pandemií COVID-19 tlumit, a nikoli jej umocňoval, je zapotřebí zásadní koordinace jak mezi orgány dohledu odpovědnými za různé segmenty finančních trhů, tak na přeshraniční úrovni. To platí zejména v případě činností na kapitálových trzích, včetně činností investičních fondů, při nichž dochází k rozsáhlým přeshraničním tokům a jejichž hladké fungování závisí na celé řadě subjektů v rámci celého finančního systému.

⁽⁵⁾ Viz čl. 40 odst. 4 směrnice Komise 2010/43/EU ze dne 1. července 2010, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o organizační požadavky, střety zájmů, pravidla jednání, řízení rizik a obsah smlouvy mezi depozitářem a správcovskou společností (Úř. věst. L 176, 10.7.2010, s. 42).

⁽⁶⁾ Viz čl. 16 odst. 2 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010 (Úř. věst. L 174, 1.7.2011, s. 1).

⁽⁷⁾ „Final Report: Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs“ vydaný orgánem ESMA dne 2. září 2019, k dispozici na adrese: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-882_final_report_guidelines_on_lst_in_ucits_and_aifs.pdf

- (10) ESRB bere na vědomí vysoce prioritní práci, kterou v současné době vykonává orgán ESMA v otázce posílení sbližování dohledu nad řízením rizika likvidity ze strany správců fondů. To zahrnuje společný postup v oblasti dohledu týkající se řízení rizika likvidity ze strany správců SKIPCP, který byl oznámen v roce 2020⁽⁸⁾, jakož i probíhající koordinaci opatření v oblasti dohledu ze strany orgánu ESMA navzdory pandemii COVID-19.
- (11) Tímto doporučením není dotčen mandát centrálních bank v Unii k provádění měnové politiky.
- (12) Doporučení ESRB se zveřejňují poté, co byli vyrozuměni adresáti, a poté, co generální rada o svém záměru tato doporučení zveřejnit informovala Radu Evropské unie a dala jí příležitost se k tomuto záměru vyjádřit,

PŘIJALA TOTO DOPORUČENÍ:

ODDÍL 1

DOPORUČENÍ

Doporučení A – Koordinace dohledové činnosti ve vztahu k investičním fondům za účelem posouzení jejich připravenosti

Doporučuje se, aby Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA):

1. koordinoval svou činnost s vnitrostátními příslušnými orgány za účelem provedení cíleného šetření v oblasti dohledu u investičních fondů, které mají významné expozice vůči podnikovému dluhu a nemovitostem, s cílem posoudit připravenost těchto dvou segmentů odvětví investičních fondů na případné budoucí nepříznivé šoky, včetně případného obnovení významných odkupů a/nebo zvýšení nejistoty ocenění, a
2. informoval ESRB o své analýze a o závěrech ohledně připravenosti příslušných investičních fondů.

ODDÍL 2

PROVÁDĚNÍ

1. Definice

1. Pro účely tohoto doporučení se použijí tyto definice:

- a) „vnitrostátním příslušným orgánem“ se rozumí příslušný orgán ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. h) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES⁽⁹⁾ nebo čl. 4 odst. 1 písm. f) směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU⁽¹⁰⁾;
- b) „investičním fondem“ se rozumí: i) subjekt kolektivního investování do převoditelných cenných papírů“ (SKIPCP) ve smyslu čl. 1 odst. 2 směrnice 2009/65/ES, kterému bylo uděleno povolení v souladu s článkem 5 uvedené směrnice, a ii) alternativní investiční fond ve smyslu čl. 4 odst. 1) písm. a) směrnice 2011/61/EU.

2. Prováděcí kritéria

1. Při provádění tohoto doporučení se uplatňují následující kritéria:

- a) náležitou pozornost je třeba věnovat zásadě proporcionality při současném zohlednění cíle a obsahu doporučení;
- b) měla by být splněna zvláštní kritéria pro soulad, která jsou stanovena v příloze.

⁽⁸⁾ Viz tisková zpráva orgánu ESMA ze dne 30. ledna 2020, k dispozici na adrese: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-ucits-liquidity-risk-management>

⁽⁹⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (Úř. věst. L 302, 17.11.2009, s. 32).

⁽¹⁰⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnice 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010 (Úř. věst. L 174, 1.7.2011, s. 1).

3. Časový rámec pro návazné kroky

1. V souladu s čl. 17 odst. 1 nařízení (EU) č. 1092/2010 jsou adresáti povinni informovat Evropský parlament, Radu, Komisi a ESRB o opatřeních přijatých v reakci na doporučení a odůvodnit případnou nečinnost. Orgán ESMA se vyzývá, aby příslušné informace předložil do 31. října 2020.

4. Sledování a hodnocení

1. Sekretariát ESRB v případě potřeby:
 - a) napomáhá orgánu ESMA tím, že přispívá k určitým částem analýzy z hlediska finanční stability;
 - b) koordinuje postup pro návazné kroky;
 - c) na žádost orgánu ESMA poskytuje tomuto orgánu pomoc.
2. Generální rada vyhodnotí opatření a zdůvodnění oznámená orgánem ESMA a případně může rozhodnout, že toto doporučení nebylo zohledněno a že orgán ESMA řádně nezduvodnil svou nečinnost.

Ve Frankfurtu nad Mohanem dne 6. května 2020.

vedoucí sekretariátu ESRB,
jménem generální rady ESRB,
Francesco MAZZAFERRO

PŘÍLOHA

KRITÉRIA PLNĚNÍ DOPORUČENÍ

V případě doporučení A platí následující kritéria plnění:

1. Aby bylo možné provést cílené a včasné šetření, měl by orgán ESMA koordinovat své kroky s vnitrostátními příslušnými orgány s cílem:
 - a) identifikovat investiční fondy v Unii, které mají obzvláště velké expozice vůči trhům s podnikovými dluhopisy a trhům s nemovitostmi a které jsou obzvláště významné z makrobezpečnostního hlediska. Omezením rozsahu šetření na tyto fondy se toto doporučení snaží zajistit, aby uvedené šetření mohlo být provedeno v době, která je k dispozici. Při identifikaci příslušných fondů může vzít ESMA v úvahu i jiné relevantní charakteristiky, např. frekvenci odkupů a/nebo míru pákového efektu.
 - b) zaměřit svou činnost na podskupinu investičních fondů určených podle písmene a) s cílem posoudit jejich současný stav připravenosti na neočekávaný nárůst počtu odkupů nebo zvýšení nejistoty ocenění a získat představu, jak by tyto fondy mohly v krátkodobém horizontu reagovat na potenciální budoucí nepříznivé šoky;
 - c) posoudit připravenost segmentů podnikového dluhu a nemovitostí v rámci odvětví investičních fondů a zvážit, zda je třeba přijmout další opatření ke zvýšení této připravenosti. Toto posouzení by se mělo zaměřit zejména na potenciální budoucí šoky spojené s odkupem a/nebo nejistotou ocenění a na to, zda je třeba přijmout další opatření – například dodatečné pokyny pro fondy nebo orgány dohledu ohledně využívání nástrojů řízení likvidity a/nebo řešení nejistoty ocenění.
2. V rámci šetření v oblasti dohledu by měly být zohledněny následující aspekty, se zvláštním důrazem na oblasti, které jsou významné z hlediska finanční stability.

a) **Fondy s obzvláště velkými expozicemi vůči podnikovému dluhu**

V rámci cíleného šetření ve vztahu k fondům s obzvláště velkými expozicemi vůči podnikovému dluhu budou z hlediska finanční stability pravděpodobně zvláště užitečné tyto informace:

- i) *Informace pro posouzení chování fondu na začátku pandemie COVID-19.* Tyto informace mohou zahrnovat: i) úroveň odkupů zaznamenanou na začátku pandemie COVID-19, kdy byly odkupy z různých fondů podnikových dluhopisů na zvýšené úrovni; ii) jak byly v té době používány nástroje řízení likvidity, včetně konkrétních nástrojů aktivovaných jednotlivými typy fondů, a iii) jaké druhy aktiv byly prodány za účelem uspokojení žádostí o odkup a jakým způsobem (například prostřednictvím tzv. „vertikálního řezu“ („vertical slicing“)).
- ii) *Informace pro posouzení aktuálního stavu připravenosti.* Tyto informace mohou zahrnovat popis: i) souboru nástrojů řízení likvidity, jež mají určené fondy k dispozici; ii) toho, jak se sami správci fondů připravují na případné budoucí nepříznivé šoky; iii) způsobu, jakým by sami správci fondů pravděpodobně reagovali na možné obnovení odkupů; iv) aktuálních likvidních aktiv určených fondů; a v) počtu a druhu investorů určených fondů (například porovnání retailových a institucionálních investorů).

b) **Fondy s obzvláště velkými expozicemi vůči nemovitostem**

V rámci cíleného šetření ve vztahu k fondům s obzvláště velkými expozicemi vůči nemovitostem budou z hlediska finanční stability pravděpodobně zvláště užitečné tyto informace:

- i) *Informace pro posouzení aktuální míry odkupů a nejistoty ocenění.* Tyto informace mohou zahrnovat popis: i) problémů týkajících se nejistoty ocenění, s nimiž se nemovitostní fondy v různých zemích případně potýkají, ii) způsobu, jakým byly dosud používány nástroje řízení likvidity, včetně konkrétních aktivovaných nástrojů, a iii) objemu požadovaných odkupů od začátku pandemie COVID-19 a způsobu, jakým určené fondy na tyto žádosti reagovaly.
 - ii) *Informace pro posouzení aktuálního stavu připravenosti.* Tyto informace mohou zahrnovat popis: i) strukturálních charakteristik nemovitostních fondů (např. četnost obchodování, výpovědní lhůty atd.); ii) souboru nástrojů řízení likvidity, jež mají určené fondy k dispozici; iii) toho, jak se sami správci fondů připravují na případné budoucí nepříznivé šoky; iv) způsobu, jakým by sami správci fondů pravděpodobně reagovali na zvýšení nejistoty ocenění nebo na zvýšení odkupů; v) aktuálních likvidních aktiv určených fondů; a vi) počtu a druhu investorů určených fondů (například porovnání retailových a institucionálních investorů).
-