

Úradný vestník

Európskej únie

C 146



Slovenské vydanie

Informácie a oznámenia

Zväzok 56

25. mája 2013

Číslo oznamu

Obsah

Strana

I *Uznesenia, odporúčania a stanoviská*

ODPORÚČANIA

Európsky výbor pre systémové riziká

2013/C 146/01

Odporúčanie Európskeho výboru pre systémové riziká z 20. decembra 2012 o fondoch peňažného trhu (ESRB/2012/1) 1

Cena:
3 EUR

I

(Uznesenia, odporúčania a stanoviská)

ODPORÚČANIA

EURÓPSKY VÝBOR PRE SYSTÉMOVÉ RIZIKÁ

ODPORÚČANIE EURÓPSKEHO VÝBORU PRE SYSTÉMOVÉ RIZIKÁ

z 20. decembra 2012

o fondoch peňažného trhu

(ESRB/2012/1)

(2013/C 146/01)

GENERÁLNA RADA EURÓPSKEHO VÝBORU PRE SYSTÉMOVÉ RIZIKÁ,

so zreteľom na nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1092/2010 z 24. novembra 2010 o makroprudenciálnom dohľade Európskej únie nad finančným systémom a o zriadení Európskeho výboru pre systémové riziká⁽¹⁾, a najmä na jeho článok 3 ods. 2 písm. b), d) a f) a články 16 až 18,

so zreteľom na rozhodnutie Európskeho výboru pre systémové riziká z 20. januára 2011, ktorým sa prijíma rokovací poriadok Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB/2011/1)⁽²⁾, a najmä na jeho článok 15 ods. 3 písm. e) a články 18 až 20,

keďže:

- (1) Fondy peňažného trhu, hoci podliehajú regulácii v oblasti trhu s cennými papiermi, sú kľúčovým komponentom systému tieňového bankovníctva najmä preto, že plnia funkciu transformácie splatnosti a likvidity a môžu tak predstavovať systémové riziko.
- (2) Investori môžu vnímať fondy peňažného trhu, najmä fondy s konštantnou čistou hodnotou aktív, ktorých cieľom je udržiavať konštantnú nominálnu hodnotu aktív, za bezpečnú alternatívu bankových vkladov. Fondy peňažného trhu však nemajú priamy prístup k verejným systémom ochrany vkladov, akými sú financovanie zo strany centrálnych bánk a poistenie vkladov. Preto v ich prípade existuje nebezpečenstvo zámene s bankovými vkladmi, na ktoré sa vzťahuje ochrana vkladov.
- (3) Fondy peňažného trhu spravidla nemajú výslovnú a pevnú podporu svojich sponzorských spoločností,

často bánk, hoci existuje niekoľko prípadov, keď sponzorské spoločnosti na základe vlastnej úvahy oslabené fondy peňažného trhu následne aktívne podporili.

- (4) Ekonomický výskum dokazuje, že spôsob fungovania a povaha fondov peňažného trhu ich vystavuje riziku destabilizačného hromadného vyberania vkladov investorov, ktoré sa môže rýchlo šíriť z jedného fondu na druhý, čo zhoršuje stav likvidity a dostupnosť krátkodobých úverov, najmä v prípade bánk. Riziko hromadného vyberania vkladov investorov môže byť vyššie v prípade fondov s konštantnou čistou hodnotou aktív, ak sa predpokladá, že nespĺnia očakávania investorov týkajúce sa vyplatenia v nominálnej hodnote.
- (5) Hoci fondy peňažného trhu nespôsobili finančnú krízu v rokoch 2007 až 2008, ich pôsobenie počas finančnej nerovnováhy zvýraznilo ich potenciál krízu rozšíriť alebo ju aspoň zosilniť. Skúsenosť z krízy z rokov 2007 až 2008 ukazuje, že fondy peňažného trhu môžu ľahko podľahnúť hromadnému vyberaniu vkladov investorov a potrebovať podporu sponzorských spoločností, najmä s cieľom udržať ich konštantnú čistou hodnotu aktív.
- (6) Potenciálne systémové riziká vyplývajúce z fondov peňažného trhu sa preto týkajú investorov s výhodou prvého aktéra, implicitnej a dobrovoľnej povahy podpory sponzorskými spoločnosťami, veľkej vzájomnej previazanosti fondov peňažného trhu so zvyškom finančného systému, najmä bankami a peňažnými tržmi, a sú špecificky relevantné pre fondy s konštantnou čistou hodnotou aktív.
- (7) V nadväznosti na hodnotenie príčin nedávnej finančnej krízy viacerými národnými regulačnými orgánmi a medzinárodnými organizáciami poukázalo na potrebu štrukturálnych

⁽¹⁾ Ú. v. EÚ L 331, 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ Ú. v. EÚ C 58, 24.2.2011, s. 4.

reforím fondov peňažného trhu. Rada pre finančnú stabilitu (Financial Stability Board – FSB) zverejnila 27. októbra 2011 súbor počiatočných odporúčaní s cieľom posilniť dohľad a reguláciu systému tieňového bankovníctva. FSB identifikovala hlavné problémy, ktorými je potrebné sa zaoberať, a to najmä povinný prechod na fondy s variabilnou čistou hodnotou aktív, zavedenie požiadaviek týkajúcich sa kapitálu a likvidity fondov s konštantnou čistou hodnotou aktív a iné možné regulačné prístupy.

- (8) Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) vydala na základe žiadosti FSB 9. októbra 2012 odporúčania zamerané na zníženie náchylnosti fondov peňažného trhu podľahnúť hromadnému vyberaniu vkladov investorov. Aj keď sa už podstatná časť týchto odporúčaní IOSCO týka Európskej únie, je ešte stále niekoľko nedoriešených otázok.
- (9) Regulačné orgány Spojených štátov pracovali na revízii rámca pre fondy peňažného trhu. Predovšetkým, Komisia pre cenné papiere a burzy (Securities and Exchange Commission – SEC) revidovala svoje Pravidlo 2a-7. Navyše, Rada pre dohľad nad finančnou stabilitou sprístupnila 13. novembra 2012 navrhované odporúčania týkajúce sa reformy fondov peňažného trhu na verejnú konzultáciu.
- (10) Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere zverejnil v máji 2010 usmernenia o jednotnom vymedzení pojmu európskych „fondov peňažného trhu“ s cieľom zaviesť nové spoločné normy na odstránenie nedostatkov zistených počas finančnej krízy. Usmernenia najmä ukladajú prísne normy kvality a splatnosti portfólia, riadenia rizík a zverejňovania informácií. Tieto nezáväzná usmernenia sú určené tak pre fondy peňažného trhu typu PKIPCP, ako aj pre iné fondy, a boli implementované členskými štátmi na vnútroštátnej úrovni.
- (11) Európska komisia uviedla svoj zámer vypracovať nové legislatívne opatrenia EÚ o PKIPCP, pričom skúma najmä potrebu podrobnejšej a harmonizovanej regulácie o fondoch peňažného trhu⁽¹⁾.
- (12) V súlade s nariadením (EÚ) č. 1092/2010 môže Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB) predkladať Komisii odporúčania v súvislosti s príslušnými právnymi predpismi Únie. Tieto odporúčania sú zamerané na poskytnutie usmernenia Komisii v tomto ohľade, ako aj ESMA pri plnení jeho poradných a regulačných úloh.
- (13) Hoci sa hromadné vyberanie vkladov investorov môže vyskytnúť pri všetkých typoch fondov vyznačujúcich sa nesúladom v profile splatnosti alebo likvidity, špecifické

črty fondov s konštantnou čistou hodnotou aktív môžu znamenať vyššiu pravdepodobnosť snahy investorov o využitie výhody prvého aktéra v obdobiach napätia na trhu. Transformáciou na fondy s variabilnou čistou hodnotou aktív by sa mohla znížiť motivácia podielnikov na hromadné vyberanie vkladov, keď fond utrpí len miernu stratu, a mohla by sa tiež ešte viac zvýšiť cenová transparentnosť. Mohlo by to zároveň pomôcť zmierniť systémové riziká vyplývajúce zo vzájomnej previazanosti fondov peňažného trhu so sponzorskými spoločnosťami a znížiť potrebu a význam podpory sponzorov.

- (14) Používanie oceňovania v reálnej hodnote vo všeobecnosti a účtovania na základe amortizovaných nákladov len za obmedzených okolností zo strany fondov peňažného trhu zabezpečí cenovú transparentnosť pre investorov, zlepši pochopenie rizík vlastných týmto fondom peňažného trhu zo strany investorov a jasnejšie ukáže rozdiel medzi fondmi peňažného trhu a bankovými vkladmi.
- (15) Likvidné aktíva pomáhajú fondom peňažného trhu vyplatiť podielnikov a zabrániť výpredaju aktív so stratou, a tým aj kontaminácii ďalších fondov s podobným portfóliom cenných papierov. Z tohto dôvodu, jednoznačné minimálne objemy denných a týždenných likvidných aktív zabezpečia, že fondy peňažného trhu budú schopné uspokojiť potenciálne rozsiahle žiadosti o vyplatenie investorov a prekonať obdobia trhovej volatility. Účinné nástroje na riešenie nedostatku likvidity, napríklad dočasné pozastavenie vyplácania, pomôžu fondom peňažného trhu prekonať obdobia napätia.
- (16) Zverejňovanie dodatočných informácií fondmi peňažného trhu o dôležitých skutočnostiach, akými sú neexistencia kapitálovej záruky, podpora sponzorskými spoločnosťami a postupy oceňovania, zabezpečí, že investori si budú jednoznačne vedomí existujúcich rizík.
- (17) Podrobnejšie vykazovanie fondmi peňažného trhu umožní orgánom dohľadu lepšie porozumieť vývoju v sektore fondov peňažného trhu a identifikovať zdroje rizika. Preto by malo dôjsť k ďalšiemu zlepšeniu pravidelného vykazovania fondmi peňažného trhu, najmä pokiaľ ide o skladbu ich aktív a pasív, používanie účtovníctva na základe amortizovaných nákladov a podporu sponzorov. Príslušné vnútroštátne orgány dohľadu by mali zdieľať relevantné informácie s inými príslušnými vnútroštátnymi a európskymi orgánmi.
- (18) V súlade s odôvodnením 29 nariadenia (EÚ) č. 1092/2010 boli pri vypracovaní tohto odporúčania zohľadnené pripomienky relevantných zainteresovaných strán súkromného sektora.
- (19) Týmto odporúčaním nie sú dotknuté právomoci centrálnych bánk v Únii týkajúce sa menovej politiky.

⁽¹⁾ Konzultácia o pravidlách pre produkty, riadenie likvidity, depozitár, fondy peňažného trhu, dlhodobé investície, 26. júla 2012.

- (20) Odporúčania ESRB sa zverejňujú po tom, ako Generálna rada informuje Radu Európskej únie o zámere tak urobiť a poskytnúť jej možnosť reagovať,

PRIJALA TOTO ODPORÚČANIE:

ODDIEL 1

ODPORÚČANIA

Odporúčanie A – Povinný prechod na variabilnú čistú hodnotu aktív

Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy Únie:

1. požadovali od fondov peňažného trhu uplatňovanie variabilnej čistej hodnoty aktív;
2. požadovali od fondov peňažného trhu používať oceňovanie v reálnej hodnote vo všeobecnosti a účtovanie na základe amortizovaných nákladov používať len za obmedzených vopred stanovených okolností.

Odporúčanie B – Požiadavky na likviditu

Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy Únie:

1. doplnili existujúce požiadavky na likviditu fondov peňažného trhu stanovením jednoznačných minimálnych denných a týždenných objemov likvidných aktív, ktoré sú fondy peňažného trhu povinné držať;
2. rozšírili zodpovednosť správcov fondov za monitorovanie rizika likvidity;
3. zabezpečili, aby vnútroštátne orgány dohľadu a správcovia fondov zaviedli účinné nástroje, napríklad dočasné pozastavenie vyplácania, na riešenie nedostatku likvidity v obdobiach napätia vyplývajúceho z vývoja v rámci fondu i v rámci celého trhu.

Odporúčanie C – Zverejňovanie informácií

Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy Únie:

1. požadovali osobitné zverejňovanie informácií fondmi peňažného trhu, tiež v ich propagačných materiáloch, ktoré upozornia investorov na neexistenciu kapitálovej záruky a možnosť straty istiny;
2. požadovali, aby fondy peňažného trhu v rámci zverejnených informácií uvádzali možnosť sponzorskej podpory a schopnosť podpory alebo ochrany len vtedy, ak takáto podpora alebo ochrana vyplýva z pevného záväzku sponzora, pričom v takom prípade musí byť vykázaná v rámci jeho účtovníctva a prudenciálnych požiadaviek;

3. požadovali, aby fondy peňažného trhu zverejňovali svoje postupy oceňovania, predovšetkým pokiaľ ide o používanie účtovania na základe amortizovaných nákladov, a poskytovali investorom zodpovedajúce informácie o platných postupoch vyplácania v obdobiach napätia.

Odporúčanie D – Vykazovanie a zdieľanie informácií

1. Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy Únie:

- a) požadovali, aby fond peňažného trhu alebo jeho správca a sponzor vykazovali všetky prípady sponzorskej podpory, ktoré by mohli ovplyvniť cenu fondu peňažného trhu, príslušnému vnútroštátnemu orgánu dohľadu, spolu s úplným popisom povahy a rozsahu takejto podpory;
- b) zlepšili pravidelné vykazovanie zo strany fondov peňažného trhu;
- c) zabezpečili, aby príslušné vnútroštátne orgány dohľadu v relevantných prípadoch zdieľali informácie uvedené v písmenách a) a b) s inými vnútroštátnymi orgánmi dohľadu toho istého alebo iného členského štátu, s európskymi orgánmi dohľadu, členmi Európskeho systému centrálnych bánk a ESRB.

2. Komisii sa odporúča podporovať vývoj harmonizovaného vykazovania a harmonizovaného súboru údajov podľa odseku 1 písm. b) a organizovanie zdieľania informácií uvedených v odseku 1 písm. c).

ODDIEL 2

IMPLEMENTÁCIA

1. Výklad

1. Na účely tohto odporúčania sa uplatňujú tieto vymedzenia pojmov:

- a) „úverovou inštitúciou“ sa rozumie úverová inštitúcia, ako je vymedzená v článku 4 ods. 1 smernice Európskeho parlamentu a Rady 2006/48/ES zo 14. júna 2006 o začatí a vykonávaní činností úverových inštitúcií ⁽¹⁾;
- b) „vnútroštátnym orgánom dohľadu“ sa rozumie príslušný orgán alebo orgán dohľadu uvedený v článku 1 ods. 3 písm. f) nariadenia (EÚ) č. 1092/2010;
- c) „fondmi peňažného trhu“ sa rozumejú regulované podniky kolektívneho investovania Únie podliehajúce dohľadu, ktorých základným cieľom je udržanie istiny fondu s cieľom zaistiť výnosy v súlade so sadzbami platnými na peňažnom trhu, a to investovaním do nástrojov peňažného trhu alebo vkladov v úverových inštitúciách;

⁽¹⁾ Ú. v. EÚ L 177, 30.6.2006, s. 1.

- d) „fond s variabilnou čistou hodnotou aktív“ je fond peňažného trhu, ktorého cieľom nie je udržiavať nemennú nominálnu hodnotu a ktorého čistá hodnota aktív je preto pohyblivá. Jeho aktíva sa v princípe oceňujú na základe reálnej hodnoty;
- e) „fond s konštantnou čistou hodnotou aktív“ je fond peňažného trhu, ktorého cieľom je udržiavať nemennú nominálnu hodnotu. Jeho aktíva sa v princípe oceňujú na základe amortizovaných nákladov;
- f) „účtovanie na základe amortizovaných nákladov“ je účtovná metóda, ktorou sa uznávajú náklady na obstaranie cenného papiera a táto hodnota sa upraví kvôli amortizácii prémie alebo diskontov do doby splatnosti.
2. Príloha tvorí neoddeliteľnú súčasť tohto odporúčania. V prípade rozporu medzi hlavným textom a prílohou má prednosť hlavný text.
- 2. Kritériá pre implementáciu**
1. Na implementáciu tohto odporúčania sa uplatňujú nasledujúce kritériá:
- a) toto odporúčanie sa vzťahuje na všetky fondy peňažného trhu, ako sú ním vymedzené;
- b) malo by sa vylúčiť obchádzanie regulácie;
- c) mala by sa venovať náležitá pozornosť princípu proporcionality pri implementácii, pričom sa zohľadňuje cieľ a obsah každého odporúčania;
- d) špecifické kritériá pre implementáciu tohto odporúčania sú uvedené v prílohe.
2. Od Komisie sa požaduje, aby oznámila ESRB a Rade kroky, ktoré podnikla v nadväznosti na toto odporúčanie, alebo aby primerane odôvodnila svoju nečinnosť. Správa by mala obsahovať aspoň:
- a) informácie o podstate a harmonograme podniknutých krokov vrátane všetkých krokov podniknutých vo vzťahu k európskym orgánom dohľadu;
- b) hodnotenie fungovania podniknutých krokov z pohľadu cieľov tohto odporúčania;
- c) podrobné odôvodnenie každej nečinnosti alebo odchýlenia sa od tohto odporúčania vrátane akýchkoľvek oneskorení.
- 3. Harmonogram pre nadväzujúce kroky**
1. Od Komisie sa požaduje, aby predložila ESRB a Rade správu o krokoch podniknutých v nadväznosti na tieto odporúčania, alebo aby primerane odôvodnila svoju nečinnosť, v nasledujúcich termínoch:
- a) od Komisie sa žiada, aby do 30. júna 2013 predložila ESRB priebežnú správu, ktorá bude obsahovať prvé hodnotenie implementácie týchto odporúčaní;
- b) od Komisie sa žiada, aby do 30. júna 2014 predložila ESRB a Rade záverečnú správu o implementácii týchto odporúčaní.
2. Generálna rada môže predĺžiť termín uvedený v odseku 1, ak na dosiahnutie súladu s jedným alebo viacerými z týchto odporúčaní je potrebná legislatívna iniciatíva.
- 4. Monitorovanie a hodnotenie**
1. Sekretariát ESRB:
- a) pomáha Komisii vrátane poskytovania príslušných vzorov a podrobností o spôsoboch a harmonograme nadväzujúcich krokov, ak je to potrebné;
- b) overuje nadväzujúce kroky Komisie vrátane pomoci na základe jej žiadosti a podáva správy o nadväzujúcich krokoch Generálnej rade prostredníctvom Riadiaceho výboru.
2. Generálna rada hodnotí kroky a odôvodnenia, ktoré jej predkladá Komisia, a ak je to relevantné, rozhoduje, či toto odporúčanie nebolo dodržané a či jeho adresát nedostatočne odôvodnil svoju nečinnosť.
- Vo Frankfurte nad Mohanom 20. decembra 2012
- Predseda ESRB*
Mario DRAGHI

PRÍLOHA K ODPORÚČANIU ESRB O FONDOCH PEŇAŽNÉHO TRHU

OBSAH

	<i>Strana</i>
POUŽITÉ SKRATKY	6
ZHRNUTIE	7
ÚVOD	8
I. SÚČASNÉ INICIATÍVY V OBLASTI REGULÁCIE	8
I.1. Medzinárodné iniciatívy	8
I.2. Európske iniciatívy	9
II. MMF A FINANČNÁ STABILITA	10
II.1. Výhoda prvého aktéra	10
II.2. Sponzorská podpora	11
II.3. Súčasný hospodársky prostredie	12
III. ŠTRUKTÚRA EURÓPSKEHO SEKTORA MMF	12
III.1. Rozsah osobitného prieskumu ESRB	12
III.2. Prehľad aktív MMF	14
III.3. Prehľad investorov MMF	19
III.4. Koncentrácia v odvetví	21
III.5. Odchýlka fondov CNAV od parity	22
IV. ODPORÚČANIA ESRB	23
IV.1. Rozsah odporúčaní	23
IV.2. Odporúčanie A – Povinný prechod na variabilnú čistú hodnotu aktív	23
IV.2.1. Ekonomické odôvodnenie	23
IV.2.2. Hodnotenie	26
IV.3. Odporúčanie B – Likviditné požiadavky	30
IV.3.1. Ekonomické odôvodnenie	30
IV.3.2. Hodnotenie	33
IV.4. Odporúčanie C – Zverejňovanie informácií	34
IV.4.1. Ekonomické odôvodnenie	34
IV.4.2. Hodnotenie	34
IV.5. Odporúčanie D – Vykazovanie a zdieľanie informácií	35
IV.5.1. Ekonomické odôvodnenie	35
IV.5.2. Hodnotenie	35
IV.6. Nadväzujúce kroky	36
IV.6.1. Termíny	36
IV.6.2. Kritériá plnenia	36
IV.6.3. Správy o prijatých nadväzujúcich krokoch	37
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	39

POUŽITÉ SKRATKY

- AIF** alternatívny investičný fond
- AIFM** správca alternatívneho investičného fondu
- mlđ.** miliarda
- CESR** Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere
- PKI** podnik kolektívneho investovania
- CNAV** konštantná čistá hodnota aktív
- ECB** Európska centrálna banka
- ESA** európsky orgán dohľadu
- ESCB** Európsky systém centrálnych bánk
- ESMA** Európsky orgán pre cenné papiere a trhy
- ESRB** Európsky výbor pre systémové riziká
- EÚ** Európska únia
- EUR** euro
- FSB** Rada pre finančnú stabilitu
- FSOC** Rada pre dohľad nad finančnou stabilitou
- GBP** britská libra
- ICI** Inštitút investičných spoločností
- IMMFA** Asociácia inštitucionálnych fondov peňažného trhu
- IOSCO** Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere
- PFI** peňažná finančná inštitúcia
- MMF** fond peňažného trhu
- mil.** milión
- NAV** čistá hodnota aktív
- OFI** ostatné finančné inštitúcie
- SEC** Komisia pre cenné papiere a burzy
- STMMF** krátkodobý fond peňažného trhu
- PKIPCP** podnik kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov
- USD** americký dolár
- VNAV** variabilná čistá hodnota aktív

ZHRNUTIE

Táto príloha obsahuje podklady k odporúčaniam ESRB, ktorých cieľom je podporiť a zhodnotiť stav celoeurópskeho zavádzania reforiem FSB týkajúcich sa tieňového bankovníctva, a to vo vzťahu k MMF. MMF sú kľúčovým komponentom sektora tieňového bankovníctva. Podobne ako banky MMF plnia funkciu transformovania splatnosti a likvidity a investori ich môžu považovať za bezpečnú alternatívu bankových vkladov (predovšetkým v prípade fondov CNAV, ktoré sa snažia udržiavať konštantnú nominálnu hodnotu aktív). Hoci MMF podliehajú regulácii cenných papierov, nevzťahujú sa na ne požiadavky bankovej regulácie a v niektorých prípadoch môžu byť mimoriadne ohrozené destabilizujúcim hromadným výberom vkladov zo strany investorov. MMF tak môžu byť zdrojom výrazného systémového rizika. Ďalším rizikom spojeným s MMF je implicitná a dobrovoľná sponzorská podpora, pričom pravdepodobnosť podpory môže byť väčšia v prípade fondov CNAV.

V záujme riešenia rizík spojených s MMF už vznikli rôzne medzinárodné a európske regulačné iniciatívy (napr. odporúčania IOSCO z októbra 2012 a usmernenia CESR/ESMA z mája 2010). Rada FSB by okrem toho mala v septembri 2013 vydať svoje záverečné odporúčania v rámci všetkých svojich pracovných projektov zaoberajúcich sa tieňovým bankovníctvom. V Spojených štátoch by mohlo dôjsť k ďalším zmenám regulačného rámca MMF v nadväznosti na predloženie navrhovaných odporúčaní FSOC na verejnú konzultáciu v novembri 2012. V Európe by mala Európska komisia v priebehu prvého štvrtroka 2013 zverejniť svoj legislatívny návrh na reformu rámca PKIPCP a MMF. Odporúčania ESRB spolu s prílohou by mali Komisii pri jej práci v tejto dôležitej oblasti slúžiť ako podkladový materiál.

Základné črty európskeho sektora MMF

V záujme vyhodnotenia možného vplyvu odporúčaní ESRB bol vypracovaný podrobný profil európskeho sektora MMF, ktorého základom sú okrem iného príležitostne zozbierané údaje. V Európe spravujú MMF aktíva v približnej hodnote 1 bil. EUR, pričom 95 % celkových aktív MMF sa spravuje v troch krajinách (vo Francúzsku, Írsku a Luxembursku). Do francúzskych MMF investujú prevažne domáci investori, zatiaľ čo do írskych a luxemburských fondov vo veľmi veľkej miere investujú nerezidenti. Väčšina MMF v Európe má povolenie vykonávať svoju činnosť v súlade s regulačným rámcom PKIPCP. Päť najväčších skupín spravujúcich MMF v Európe má na celkovom trhu podiel 40 %, pričom štyri z týchto skupín sú previazané s bankami.

MMF zohrávajú na peňažných trhoch dôležitú úlohu a odhaduje sa, že v ich držbe je približne 25 % všetkých krátkodobých dlhových cenných papierov vydaných v eurozóne. Približne 75 % expozícií MMF je voči PFI, v prípade Írska najmä voči inštitúciám z krajín mimo EÚ. Írske a luxemburské fondy držia podstatnú časť svojich aktív v cudzích menách, najmä v amerických dolároch a britských librách.

V celkovom vyjadrení európske MMF využívajú najmä inštitucionálni investori, hoci v niektorých krajinách sú MMF zvyčajne retailovým produktom. Samotné PFI sú dôležitými investormi do MMF (predstavujú viac ako 30 % celkovej investície do MMF), s preferenciou investovať do fondov CNAV. Európske MMF majú dôležitú investorskú základňu tvorenú investormi z krajín mimo EÚ, najmä pokiaľ ide o írsky fondy CNAV. Vzájomná prepojenosť MMF so zvyškom finančného systému sa ešte prehlbuje prostredníctvom vzťahu s ich sponzormi, ktorými sú často banky.

O niečo viac ako 40 % aktív v správe MMF je investovaných prostredníctvom fondov CNAV. Dve tretiny európskych fondov CNAV majú sídlo v Írsku a jedna tretina v Luxembursku. V porovnaní s fondmi VNAV sú tieto fondy spravidla oveľa väčšie, majú konzervatívnejší rizikový profil, kratšie doby splatnosti, vyššie úrovne likvidity a väčšiu základňu investorov z krajín mimo EÚ. V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že v roku 2010 boli prostredníctvom usmernení CESR/ESMA fondom MMF stanovené štandardy týkajúce sa akceptovateľných aktív, ako aj ich kvality a splatnosti. Na základe výsledkov zberu údajov, ktorý uskutočnil ESRB, približne 27 % fondov CNAV zapojených do prieskumu zaznamenalo v poslednom päťročnom období rozdiel medzi ich nominálnou hodnotou a trhovou hodnotou ich aktív v rozsahu viac ako 10 bázičných bodov; ani v jednom prípade fond v rámci prieskumu nevykázal sponzorskú podporu.

Odporúčania ESRB

Odporúčania ESRB sú podobné ako odporúčania IOSCO zverejnené v októbri 2012. V rámci riešenia systémového rizika je hlavným cieľom práce IOSCO zvýšiť odolnosť MMF voči riziku hromadných výberov vkladov investorov. Súčasťou odporúčaní ESRB, v ktorých sú okrem iného spracované výsledky samostatného zberu údajov, je aj kvantitatívna a kvalitatívna analýza, ktorej cieľom je zistiť, či by zmena obchodných modelov vyvolaná reformami mala za následok výraznú redukciu MMF, a to najmä v čase, keď už sú vystavené nepriaznivému vplyvu prostredia nízkych úrokových sadzieb. Odporúčania sa týkajú nasledujúcich štyroch konkrétnych oblastí:

Povinný prechod na VNAV: Na MMF by sa mala vzťahovať požiadavka pohyblivej čistej hodnoty aktív. Investície v MMF tak budú mať viac investičný charakter a menej sa podobajú bankovým vkladom. Táto požiadavka zníži motiváciu investorov vyberať svoje vklady, zvýši cenovú transparentnosť a obmedzí vzájomnú prepojenosť v rámci finančného systému. Od MMF sa tiež vyžaduje, aby vo väčšine prípadov používali oceňovanie v reálnych hodnotách, zatiaľ čo oceňovanie na základe amortizovaných nákladov by sa malo používať len za určitých vopred definovaných okolností.

Likviditné požiadavky: Súčasnú požiadavku týkajúcu sa likvidity je potrebné doplniť stanovením explicitných minimálnych denných a týždenných objemov likvidných aktív, ktoré sú MMF povinné držať. Mala by sa zvýšiť zodpovednosť správcov fondov za monitorovanie rizika likvidity. V neposlednom rade by sa mali zaviesť účinné nástroje, napríklad formou dočasného pozastavenia vyplácania, na riešenie nedostatku likvidity v období napätia vyplývajúceho z vývoja v rámci fondu i v rámci celého trhu.

Zverejňovanie informácií: Marketingový materiál MMF by mal investorov upozorňovať na neexistenciu kapitálovej záruky a možnosť straty istiny. Všetky verejné informácie navodzujúce dojem sponzorskej podpory alebo možnosti takejto podpory, by mali byť zakázané, pokiaľ takáto podpora nepredstavuje pevný záväzok, pričom v takom prípade musí byť vykázaná v účtovníctve a prudenciálnych požiadavkách sponzora. Verejné informácie by tiež mali obsahovať opis postupov oceňovania, najmä pokiaľ ide o využívanie oceňovania na základe amortizovaných nákladov, a mali by informovať o možnosti pozastavenia upisovania a vyplácania, a to aj v období napätia.

Vykazovanie a zdieľanie informácií: Všetky prípady sponzorskej podpory by sa mali vykazovať zodpovedným národným orgánom dohľadu, ktoré by tieto informácie mali zdieľať s ďalšími relevantnými vnútroštátnymi a európskymi orgánmi. Malo by dôjsť k ďalšiemu zlepšeniu a harmonizácii vykazovania MMF. V potrebných prípadoch by kompetentné vnútroštátne orgány dohľadu mali informácie zdieľať s ďalšími relevantnými orgánmi (či už domácimi, zahraničnými alebo európskymi).

ÚVOD

Cieľom odporúčaní a podkladovej analýzy ESRB je z pohľadu finančnej stability vyhodnotiť odporúčania IOSCO týkajúce sa fondov peňažného trhu (z októbra 2012), pokiaľ ide o ich potenciálny vplyv na sektor MMF v rámci EÚ. S cieľom poskytnúť podporu a odporúčania tvorcom politik EÚ sa táto príloha zameriava na otázky implementácie, ktoré sú z pohľadu finančnej stability najrelevantnejšie.

Kvantitatívne i kvalitatívne analýzy v tejto prílohe vychádzajú z rôznych zdrojov informácií vrátane výsledkov akademickeho výskumu, doterajšej činnosti ESRB v oblasti MMF, štatistických údajov ECB i výsledkov osobitného prieskumu, ktorý ESRB uskutočnil s cieľom získať informácie, ktoré by boli podrobnejšie ako informácie z verejne dostupných zdrojov. ESRB tiež zorganizoval okrúhly stôl s účastníkmi trhu, aby sa oboznámil s názormi tohto sektora.

Časť I prílohy hodnotí súčasné medzinárodné a európske regulačné iniciatívy týkajúce sa MMF a poskytuje tak širší okruh informácií slúžiacich ako podklad k odporúčaniam ESRB. Časť II obsahuje stručný prehľad zdrojov systémového rizika vyplývajúceho z MMF, ktorým sa tieto odporúčania zaoberajú. Analytickým základom odporúčaní je časť III, ktorá rozoberá štruktúru trhu MMF v Európe a zameriava sa na tie jeho prvky, ktoré sú z pohľadu systémového rizika najviac relevantné. Časť IV sa zaoberá jednotlivými odporúčaniami ESRB, pričom v každom prípade uvádza príslušné ekonomické odôvodnenie, vyhodnotenie, ako aj kritériá plnenia.

I. SÚČASNÉ INICIATÍVY V OBLASTI REGULÁCIE

I.1. Medzinárodné iniciatívy

V nadväznosti na vyhodnotenie príčin nedávnej finančnej krízy viacerými národnými regulačnými orgánmi a medzinárodnými organizáciami poukázalo na potrebu štrukturálnych reforiem MMF. Pri príležitosti samitu v novembri 2010 v Soule vedúci predstavitelia krajín G20 požiadali Radu pre finančnú stabilitu (Financial Stability Board – FSB) o vypracovanie odporúčaní na posilnenie dohľadu a regulácie systému tieňového bankovníctva. Dňa 27. októbra 2011 FSB zverejnila súbor počiatočných odporúčaní, ktoré skupina G20 schválila na samite v Cannes. FSB predovšetkým odporučila ďalšie zdokonalenie rámca regulácie MMF. FSB označila fondy CNAV, ktorých cieľom je udržiavať konštantnú nominálnu hodnotu aktív, za hlavný zdroj potenciálneho rizika, ktoré by sa malo riešiť prostredníctvom odporúčaného alebo povinného prechodu na fondy VNAV (fondy s variabilnou hodnotou aktív), zavedením požiadaviek týkajúcich sa kapitálu a likvidity fondov CNAV, resp. iným spôsobom. FSB tiež poverila Medzinárodnú organizáciu komisií pre cenné papiere (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) uskutočnením revízie potenciálnych regulačných reforiem, ktoré by zvýšili odolnosť MMF voči riziku hromadných výberov vkladov investorov a ďalším systémovým rizikám, a prípravou príslušných odporúčaní.

Organizácia **IOSCO** v tejto súvislosti dňa 9. októbra 2012 vydala odporúčania týkajúce sa reformy MMF. V súvisiacej tlačovej správe IOSCO uviedla, že hoci väčšina členov Komisie pre cenné papiere a burzy (SEC) zverejnenie odporúčaní nepodporila, neboli vznesené žiadne ďalšie námietky, a rada IOSCO správu schválila.

Dňa 18. novembra 2012 FSB zverejnila sériu konzultačných dokumentov vrátane celkového prehľadu navrhovaných opatrení týkajúcich sa tieňového bankovníctva. FSB vo svojej správe označila odporúčania IOSCO za rámec, ktorý účinným a uceleným spôsobom zvyšuje odolnosť MMF voči potenciálnym rizikám. FSB tiež vyjadrila svoj súhlas s odporúčaním podľa možnosti transformovať MMF so stálou čistou hodnotou aktív na fondy s pohyblivou, resp. variabilnou hodnotou. FSB zároveň podotkla, že povinné preventívne opatrenia, ktoré by mali zvýšiť odolnosť MMF so stálou hodnotou aktív voči hromadnému výberu vkladov v prípade, že takáto transformácia neprichádza do úvahy, by mali svojim účinkom zodpovedať kapitálovým, likviditným a iným prudenciálnym požiadavkám kladeným na banky na prevenciu hromadného vyberania ich vkladov.

FSB avizovala vypracovanie záverečných odporúčaní o tieňovom bankovníctve vrátane podrobných odporúčaní v rámci každého zo svojich piatich hlavných pracovných projektov (jedným z nich sú MMF) do septembra 2013. Hoci je už projekt MMF v súčasnosti takmer ukončený, na reformy v oblasti MMF môžu mať dosah aj niektoré z ostatných projektov, týkajúcich sa najmä interakcie bánk so subjektmi zo segmentu tieňového bankovníctva ako aj požíčavania cenných papierov a repo obchodov.

Spojené štáty v roku 2010 prijali určité reformy týkajúce sa MMF. SEC tieto reformy vtedy označila za prvý krok. V októbri 2010 pracovná skupina prezidenta vydala správu s návrhom súboru ďalších možných opatrení, keďže reformy z roku 2010 by samotné na prevenciu hromadného výberu vkladov nestačili. SEC sa tak zúčastnila na tvorbe dodatočných štruktúrálnych reforiem. Dňa 22. augusta 2012 však predsedkyňa SEC Mary Schapiroová oznámila, že väčšina členov komisie SEC návrh pracovníkov SEC na reformu štruktúry MMF nepodporí.

Americký minister financií Timothy Geithner preto 27. septembra 2012 požiadal Radu pre dohľad nad finančnou stabilitou (Financial Stability Oversight Council – FSOC), aby namiesto SEC prijala potrebné kroky ona. Dňa 13. novembra 2012 FSOC vydala svoj návrh odporúčaní na reformu MMF na verejnú konzultáciu. Jej odporúčania obsahujú tri alternatívy, ktoré sa nemusia navzájom vylučovať: i) pohyblivá NAV; ii) stála NAV s rezervou NAV a „minimálnym rizikovým zostatkom“ a iii) stála NAV s rezervou NAV a ďalšími opatreniami. V čase vydania tejto správy ešte výsledok verejnej konzultácie nebol známy. Rovnako nie je jasné, či sa SEC bude odporúčaniami FSOC riadiť, a to najmä vzhľadom na spomenuté počiatočné ťažkosti.

1.2. Európske iniciatívy

V máji 2010 **Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere** [Committee of European Securities Regulators – CESR, predchodca Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (European Securities and Markets Authority – ESMA)] vydal usmernenia na vytvorenie jednotnej definície pojmu „MMF“ v rámci Európy a stanovenie nových jednotných postupov na odstránenie nedostatkov zistených počas finančnej krízy. Usmernenia zaviedli klasifikáciu s dvomi typmi MMF – „krátkodobými fondmi peňažného trhu“ (short-term money market funds – STMMF) a „fondmi peňažného trhu“ (money market funds – MMF) – a prísne štandardy kvality a splatnosti portfólia, riadenia rizík a zverejňovania informácií. Usmernenia CESR/ESMA vstúpili do platnosti v júli 2011, s šesťmesačným prechodným obdobím pre existujúce fondy, a vzťahujú sa na fondy typu PKIPCP i iné fondy.

Usmernenia už zohľadňujú väčšinu odporúčaní IOSCO. Napríklad v zmysle odporúčaní IOSCO č. 1 až 3 obsahujú jednoznačnú definíciu MMF, prísne pravidlá týkajúce sa druhu nástrojov, do ktorých MMF môžu investovať (vrátane zákazu investícií do akcií), limity zostatkovej doby splatnosti nástrojov, ako aj limit priemernej váženej doby do splatnosti a priemernej váženej životnosti portfólia. Po vstupe usmernení do platnosti, t. j. v posledných mesiacoch roka 2011, došlo k premenovaniu veľkého počtu fondov pôvodne predávaných ako MMF a ich presunu do iných kategórií fondov.

Pokiaľ ide o odporúčania IOSCO týkajúce sa riadenia likvidity (odporúčania 6 až 8), v tejto oblasti je európska legislatíva už dostatočne silná. Podľa smernice 2010/43/EÚ o podnikoch kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) a smernice 2011/61/EÚ o správach alternatívnych investičných fondov sa musí uskutočňovať pravidelné testovanie likvidity za stresových podmienok.

V neposlednom rade treba poznamenať, že rámec PKIPCP už rieši otázky diverzifikácie rizík, ich obmedzovania a akceptovateľnosti aktív.

Usmernenia CESR/ESMA však neriešia všetky odporúčania IOSCO, ani všetky problémy, ktoré sú podľa IOSCO pre MMF charakteristické. STMMF napríklad môžu stále aplikovať model CNAV. MMF navyše môžu oceňovať nástroje so zostávajúcou dobou do splatnosti do 397 dní na základe amortizovaných nákladov, čo predstavuje potenciálny zdroj rizík a zníženia cenovej transparentnosti. Okrem toho, keďže v súčasnosti neexistuje predpis, ktorý by riadil otázku sponzorskej podpory, ani zodpovedajúca vykazovacia povinnosť, regulátori v tejto súvislosti nemajú k dispozícii žiadne informácie.

V snahe doplniť európsky regulačný rámec **sektor investičných fondov** vypracoval súbor najlepších postupov, ktorý je súčasťou Kódexu postupov asociácie inštitucionálnych fondov peňažného trhu (IMMFA). Podľa tohto kódexu sú MMF CNAV povinné najmenej týždenne zisťovať rozdiel medzi svojimi zverejnenými cenami a ich trhovým ocenením (tzv. tieňovú cenu). V prípade odchýlok o 10, 20 a 30 základných bodov by mali mať zavedené postupy eskalácie (ohlasovania), najmä prostredníctvom systému interného vykazovania. Prípady, v ktorých trhová cena klesne pod nominálnu hodnotu o viac než 50 základných bodov, sa považujú za „trvalú stratu hodnoty“ fondu. Všetky prípady „pádu pod dolár“ sa musia hlásiť IMMFA.

Komisia zvažuje potrebu ďalších reforiem v oblasti regulácie MMF. Vo svojej Zelenej knihe o tieňovom bankovníctve (2012) zdôrazňuje úlohu MMF v systéme tieňového bankovníctva. Komisia zverejnila aj konzultačný materiál k budúcejmu rámcu pre investičné fondy (2012). Jedna z jeho častí sa zaoberá porovnaním MMF CNAV a MMF VNAV, ich oceňovaním, úlohou MMF vo vzťahu k systémovému riziku a spoliehaní sa na úverové ratingy. Komisia pravdepodobne predloží svoj legislatívny návrh týkajúci sa MMF v prvom štvrtroku 2013. V októbri 2012 **Európsky parlament** prostredníctvom svojho výboru vydal podnet k tieňovému bankovníctvu, v ktorom podporil odporúčania IOSCO a navrhol zavedenie účelovej bankovej licencie pre fondy CNAV.

Ako vidieť z nasledujúceho textu, sektor MMF v Európe má významnú medzinárodnú zložku. Jednou z úloh v rôznych prebiehajúcich medzinárodných a európskych iniciatívach je preto riadiť potenciálne riziko, ktoré môže vzniknúť v dôsledku nejednotnosti regulačných iniciatív zameraných na riešenie systémových rizík vyplývajúcich z MMF.

II. MMF A FINANČNÁ STABILITA

MMF sú kľúčovým komponentom systému tieňového bankovníctva (FSB, 2011). Sú investičnými produktmi podliehajúcimi regulácii v oblasti cenných papierov, ktoré sa však podobajú bankám v tom, že plnia funkciu transformácie splatnosti a likvidity, i v tom, že investori ich (najmä fondy CNAV) môžu považovať za bezpečnú alternatívu bankových vkladov. MMF však môžu držať menej likvidné aktíva, ktoré môžu byť splatné oveľa neskôr ako výbery investorov a obsahovať aj investičné riziká. MMF na rozdiel od bánk nemajú prístup k verejným systémom ochrany vkladov. Spravidla nemajú ani výslovnú podporu svojich sponzorských spoločností, hoci existuje niekoľko prípadov, keď sponzori oslabené fondy následne aktívne podporili.

Ako ukazuje rozsiahly ekonomický výskum, najmä v prípade trhu Spojených štátov, spôsob fungovania a povaha MMF ich vystavuje riziku destabilizačného hromadného vyberania vkladov, ktoré sa môže rýchlo šíriť z jedného fondu na druhý. Dôsledkom môže byť ďalšie zhoršenie stavu likvidity a dostupnosti krátkodobých úverov, najmä pre banky, pre ktoré sú MMF dôležitým zdrojom financovania⁽¹⁾. Riziko hromadného vyberania vkladov investorov vyplýva predovšetkým z výhody prvého aktéra a neistoty spojenej s nevyslovenou a dobrovoľnou sponzorskou podporou.

II.1. Výhoda prvého aktéra

Výhoda prvého aktéra je síce znakom všetkých investičných fondov, často sa však považuje za relevantnú najmä v prípade fondov **MMF CNAV**, ktoré ponúkajú okamžité vyplácanie zaokrúhlenej stálej ceny (napr. 1 EUR alebo 1 USD za podielový list)⁽²⁾. To znamená riziko, že cena podielového listu v období napätia na trhu alebo z dôvodu obáv o kvalitu

⁽¹⁾ Viac informácií v publikácii FSOC (2012), s. 17 – 28, ktorá obsahuje analýzu systémového rizika a prehľad ďalšieho akademického výskumu, napr. Baba a kol. (2009), Duygan-Bump a kol. (pripravované), Gordon a Gandia (2012), Gorton a Metrick (2010), s. 261 – 297, Kacperczyk a Schnabl (2012), McCabe (2010), McCabe a kol. (2012), Rosengren (2012), Scharfstein (2012), Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ ESRB Occasional Paper (2012), FSB (2011), FSOC (2012), IOSCO (2012), Baba a kol. (2009), Gorton a Metrick (2010), McCabe (2010).

podkladových aktív nemusí zodpovedať „skutočnej hodnote“ podkladového portfólia fondu. Jedným zo znakov tejto výhody je to, že žiadosti o predčasné vyplatenie sa uspokojujú v nominálnej hodnote, a to aj vtedy, ak je skutočná hodnota aktív potenciálne nižšia. V dôsledku toho dochádza k prenosu strát na zostávajúcich podielnikov, pretože investori žiadajúci o vyplatenie neskôr nesú neúmerné straty. Výhoda prvého aktéra môže prispieť k destabilizujúcemu vyberaniu vkladov. Neistota v otázke kvality portfóliových aktív môže zapríčiniť hromadné vyberanie vkladov dokonca aj vtedy, keď sa trhová cena v skutočnosti od nominálnej hodnoty nelíši. Riziko vyberania vkladov je relevantné najmä pri inštitucionálnych investoroch, ktorí sú známi silnou averziou voči riziku a ktorí majú sklon reagovať rýchlejšie a ráznejšie ako retailoví investori. Všeobecnejšie možno povedať, že CNAV ako črta MMF môže spôsobiť zvýšenie rizika nestability tým, že u niektorých investorov vyvoláva očakávanie vyplatenia v nominálnej hodnote v predstave, že podielové listy MMF sú bezrizikovým ekvivalentom hotovosti. Riziko hromadného vyberania vkladov je tak v prípade, ak fond tieto očakávania nedokáže splniť („pád pod dolár“), vyššie.

Hoci sa výhoda prvého aktéra týka v prvom rade fondov CNAV, skúsenosti z finančnej krízy ukazujú, že k rušeniu investícií môžu byť vedení aj investori MMF VNAV⁽¹⁾. Keďže MMF nedisponujú stopercentnou dennou likviditou, sú prípady, keď žiadosti investorov o vyplatenie nedokážu uspokojiť. Pre investorov má preto stále zmysel vybrať svoj vklad čo najskôr (rovnako ako v prípade akéhokoľvek investičného fondu), pretože neskoršie výbery môžu fond donútiť k predaju menej likvidných aktív s potenciálnou stratou. Ďalším dôvodom na hromadné vyberanie vkladov môže byť aj neistota spojená s účtovníctvom, ktorá môže byť aktuálna aj v prípade fondov s VNAV.

II.2. Sponzorská podpora

Podporu tretích strán v priebehu existencie MMF dokumentuje viacero štúdií⁽²⁾. Podľa Moody's v období rokov 1980 – 2009 získalo sponzorskú podporu viac než 200 MMF CNAV v Spojených štátoch a Európe. Objem podpory vrcholil v rokoch 2007 až 2009, keď bolo na ňu najmä v dôsledku zhoršenia kvality úverov, nesplácania a problémov s likviditou odkázaných viac než 60 fondov (36 v Spojených štátoch a 26 v Európe). Podľa Moody's najmenej 20 spoločností spravujúcich prvotriedne fondy v Spojených štátoch a v Európe vynaložilo na záchranu hodnoty svojich fondov CNAV približne 12 mld. USD. Okrem toho minimálne dve správovské spoločnosti využili súvahu svojich materských spoločností a prístup k úverovým operáciám Federálneho rezervného systému, aby dokázali uspokojiť žiadosti o výber vkladov, zatiaľ čo dve spoločnosti skonsolidovali aktíva MMF do svojich súvah (viac v príležitostnej štúdií ESRB z roku 2012).

Bankrot fondu Reserve Primary Fund v USA je názorným príkladom toho, že je zásadnou chybou spoliehať sa na nevyšlovenú a dobrovoľnú sponzorskú podporu. Fond po bankrote Lehman Brothers (expozícia voči Lehman predstavovala 1,2 % jeho NAV) „padol pod dolár“, tzn. nedokázal udržať čistú hodnotu svojich aktív na úrovni 1 USD. Táto strata okamžite spustila hromadný výber vkladov, ktorý v priebehu len niekoľkých dní prerástol do rozsiahleho vyberania vkladov z amerických MMF. To, že sponzor Reserve Primary Fund tento fond nakoniec nepodporil, mohlo vyvolať neistotu v súvislosti so sponzorskou podporou vo všeobecnosti a urýchliť nájazd na sektor MMF. Tieto udalosti v konečnom dôsledku spôsobili poruchy trhu s obchodnými cennými papiermi a donútili orgány Spojených štátov intervenovať okrem iného zriadením dvoch likviditných úverových línií a rozšírením krytia ochrany vkladov.

Tieto skúsenosti znázorňujú dôležitosť sponzorskej podpory v minulosti, a zároveň poukazujú na jej potenciálny nedostatok. Neistá dostupnosť podpory počas súčasnej krízy tak mohla prispieť k hromadnému vyberaniu vkladov. McCabe (2011) a Gordon a Gandia (2012) konštatujú, že sila sponzora je dôležitým faktorom správania investorov. Gordon a Gandia (2012) prinášajú dôkazy o tom, že fondy CNAV spravované alebo sponzorované potenciálne zraniteľnými firmami boli vystavené podstatne vyššiemu odlevu prostriedkov a vyššiemu riziku vyberania vkladov. Stav súvahy

⁽¹⁾ Scott (2012) cituje údaje ICI, podľa ktorých francúzske fondy VNAV v priebehu trojmesačného obdobia do júla do septembra 2007 stratili približne 40 % svojich aktív. V tomto prípade však nešlo o fondy MMF v zmysle francúzskeho práva, ale o „zdokonalené MMF“.

⁽²⁾ Brady (2012) a Moody's (2010). Konzultačná správa IOSCO (apríl 2012) tiež približuje zistenia SEC v súvislosti so sponzorskou podporou: od augusta 2007 do konca decembra 2008 podľa odhadov SEC získalo určitú podporu od správcov svojich aktív alebo ich pridružených spoločností takmer 20 % všetkých MMF.

a finančnú silu inštitúcií ponúkajúcich MMF môžu brať do úvahy i analytici a ratingové agentúry. To znamená, že implicitná povaha sponzorskej podpory a jej závislosť od sily sponzora môže medzi účastníkmi trhu vyvolávať neistotu, ktorá môže MMF vystaviť vyššiemu riziku hromadného vyberania vkladov. Systém postavený na implicitných a dobrovoľných zárukách tretích strán možno spravidla považovať za nestabilný, pretože ručiteľ v tomto prípade neinternalizuje náklady implicitnej dohody (McCabe, 2011).

II.3. Súčasný hospodársky prostredie

V súčasnosti nízke úrokové miery vyvolávajú pochybnosti o schopnosti MMF udržať svoju CNAV. Po znížení úrokových sadzieb ECB v júli 2012 prudko klesli výnosy tých krátkodobých dlhových nástrojov, do ktorých európske MMF vo veľkej miere investujú, niektoré z nich dokonca až pod nulu. Keďže fondy CNAV nie sú stavané na absorbovanie strát, táto situácia ich správcov donútila pozastaviť upisovanie, pričom niektoré fondy sa rozhodli aspoň nepriamo prejsť na pohyblivú NAV. Niektoré fondy danú situáciu namiesto zníženia hodnoty podielových listov riešia znížením počtu podielových listov vo vlastníctve investorov, čím sa straty v skutočnosti preniesli na investorov. JPMorgan Chase napríklad v októbri 2012 vyhlásil, že takýmto spôsobom na investorov preniesie straty svojich dvoch veľkých európskych MMF (Euro Liquid Fund s hodnotou spravovaných aktív 4 mld. EUR a Government Liquidity Fund s hodnotou 13 mld. EUR). V týchto fondoch bola zavedená nová trieda „flexibilných“ podielových listov, vďaka ktorým investičná hodnota zostane na stabilnej úrovni 1 EUR za podielový list, pričom prevádzkové náklady a záporné výnosy sa budú kryť odpočítaním podielových listov z celkového účtu.

III. ŠTRUKTÚRA EURÓPSKEHO SEKTORA MMF

S cieľom posúdiť vplyv MMF na finančnú stabilitu (viac koncepcie rozobratý v predchádzajúcej časti) a možný vplyv odporúčaní ESRB uvedených v kapitole IV táto kapitola podrobne opisuje profil európskeho sektora MMF na základe kvantitatívnej analýzy.

Podľa štatistiky ECB objem aktív v správe európskych MMF v júni 2012 dosahoval približne 1 bil. EUR, čo predstavovalo pokles v porovnaní s maximálnou hodnotou 1,4 bil. EUR z roku 2008, a zhruba zodpovedalo úrovni v roku 2011. Klesol aj počet fondov, z viac než 1 300 v roku 2011 na 1 171 v júni 2012. Časť tohto nedávneho poklesu bola dôsledkom konsolidácie sektora po zavedení usmernení CESR/ESMA spomenutých v kapitole I.2.

Okolo 95 % európskeho sektora MMF sa sústreďuje v troch krajinách: Francúzsku (39 % spravovaných aktív), Luxembursku (31 %) a Írsku (25 %). Z celého sektora investičných fondov v eurozóne MMF v júni 2012 spravovali približne 15 % celkových aktív. Najvyšší podiel bol zaznamenaný vo Francúzsku (38 %). V Írsku aktíva MMF predstavovali asi 32 % a v Luxembursku okolo 11 % celkových aktív na trhu investičných fondov. Aktíva v správe MMF v EÚ však tvoria len 2,5 % celkových aktív sektora PFI eurozóny (bez centrálnych bánk).

III.1. Rozsah osobitného prieskumu ESRB

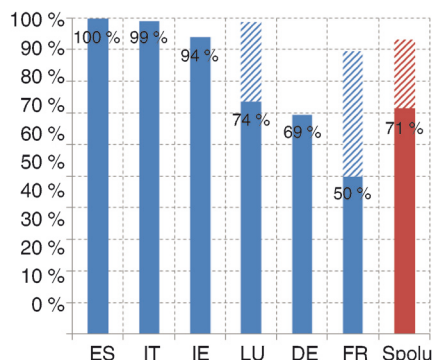
V snahe o získanie informácií podrobnejších ako štatistiky ECB uskutočnil ESRB osobitný prieskum MMF, pri ktorom využil aj údaje za jednotlivé fondy. Zber údajov prebehol na základe „maximálneho úsilia“ v šiestich krajinách (Francúzsko, Írsko, Luxembursko, Nemecko, Španielsko a Taliansko) a vyjadruje stav ku koncu júna 2012. Získané údaje obsahujú informácie o súvahovom členení podľa typu fondu, t. j. CNAV, krátkodobé VNAV a ostatné fondy VNAV (toto členenie v štatistikách ECB nie je k dispozícii). Prieskum v prípade fondov CNAV obsahuje aj informácie o tieňovej cene za obdobie od júna 2007 do júna 2012.

Prieskum ESRB pokrýva 71 % spravovaných aktív v šiestich respondentných krajinách podľa štatistiky ECB ⁽¹⁾. V prípade ďalších 22 % tohto sektora v uvedených krajinách boli získané agregátne údaje, ktoré obsahujú len členenie podľa typu a správcu fondu a jeho veľkosti z hľadiska spravovaných aktív (**graf 1**). Celkovo tak získané údaje pokrývajú 93 % sektora MMF v uvedených šiestich krajinách (resp. 89 % sektora MMF v EÚ).

⁽¹⁾ V prípade záväzkov je miera pokrytia o niečo menšia v dôsledku absencie údajov o investorskej základni MMF so sídlom v Nemecku.

Graf 1

Prieskum ESRB – pokrytie v jednotlivých krajinách (v %)

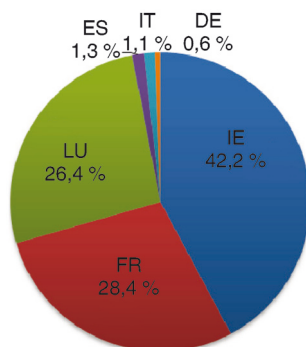


Zdroj: Prieskum ESRB a ECB.

Poznámky: Pôvodný zámer bol pokryť 75 % celkových aktív v správe rezidentských MMF v jednotlivých krajinách. Šrafované polia označujú neúplné údaje (len typ fondov). Vzhľadom na to, že niektoré údaje boli započítané dvakrát, je miera pokrytia v skutočnosti vyššia (napr. vo Francúzsku po vylúčení fondov fondov a hlavných/zberných fondov dosahuje 60 %).

Graf 2

Zloženie vzorky (na základe spravovaných aktív, v %)



Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Len podiel kompletných údajov.

Prieskum ukazuje, že fondy s CNAV spravujú približne 43 % (433 mld. EUR) celkových aktív v správe európskych MMF. Asi dve tretiny z nich majú sídlo v Írsku (272 mld. EUR) a jedna tretina v Luxembursku (161 mld. EUR). MMF so sídlom vo Francúzsku majú charakter buď krátkodobých VNAV (ST-VNAV) alebo iných VNAV (t. j. VNAV iných ako ST-VNAV) s podielom 47 %, resp. 36 %. V Nemecku, Španielsku a Taliansku pôsobia takmer výlučne fondy typu VNAV. Pokiaľ ide o rozdelenie fondov na CNAV a VNAV, treba poznamenať, že tieto údaje vychádzajú zo samoklasifikácie sledovaných fondov, keďže po právnej ani štatistickej stránke žiadna jednoznačná definícia CNAV a VNAV neexistuje. Niektoré fondy majú pritom podielové listy triedy CNAV i VNAV.

Čo sa týka počtu fondov, prieskum zahŕňa 123 fondov CNAV pôsobiach v Luxembursku a Írsku, čo predstavuje 13 % počtu fondov v šiestich skúmaných krajinách, ale zároveň 45 % aktív v ich správe (tabuľka 1). Zahŕňa aj 330 fondov VNAV (z toho 124 ST-VNAV) z uvedených šiestich krajín.

Tabuľka 1

Členenie spravovaných aktív a počtu fondov podľa typu fondu a krajiny (v mil. EUR)

	Francúzsko		Írsko		Luxembursko		Španielsko		Taliansko		Nemecko		Vzorka spolu	
	počet fondov	aktíva v správe	počet fondov	aktíva v správe	počet fondov	aktíva v správe	počet fondov	aktíva v správe	počet fondov	aktíva v správe	počet fondov	aktíva v správe	počet fondov	aktíva v správe
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 %
Ostatné 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 %
PKIPCP	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 %
Iné ako PKIPCP	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 %
Spolu	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Zdroj: Prieskum ESRB a ECB.

Poznámky: Údaj „Spolu“ vychádza zo štatistiky ECB týkajúcej sa súvahových položiek MMF a registra PFI. Kategória „Ostatné VNAV“ predstavuje fondy nezahrnuté do prieskumu. Kategória „n/a“ pre francúzske fondy predstavuje zamestnanecké systémy, hlavné/zberné fondy, fondy fondov a fondy s obmedzeným počtom investorov (fonds dédiés), ktoré môžu a nemusia byť PKIPCP.

III.2. Prehľad aktív MMF

Štatistika ECB o MMF v súvislosti s **hospodárskymi sektormi** ukazuje, že tieto fondy investujú v prvom rade do sektora PFI. Prieskum ESRB to potvrdzuje a konštatuje priemernú expozíciu voči PFI v rozsahu 75 %. Expozície sa spravidla v rôznych typoch fondov nelíšia (**tabuľka 2** a **graf 4**). Expozície voči podnikovému sektoru sú pomerne nízke (10 %). Štatistika ECB zároveň v posledných rokoch poukazuje na klesajúci význam dlhových cenných papierov sektora nefinančných spoločností v portfóliu aktív MMF (**graf 3**). Čo sa týka emitentov, usmernenia CESR/ESMA obmedzujú fondy z hľadiska úverovej kvality. Alokácia aktív európskych MMF preto smeruje do pomerne malého počtu vysoko kvalitných bankových a nebankových emisií (FitchRatings 2012).

Tabuľka 2

Alokácia investícií podľa typu fondu a sektora (v % celkových aktív)

	PFI	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa	Ostatní finanční sprostredkovatelia
1 – CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 – Krátkodobé VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

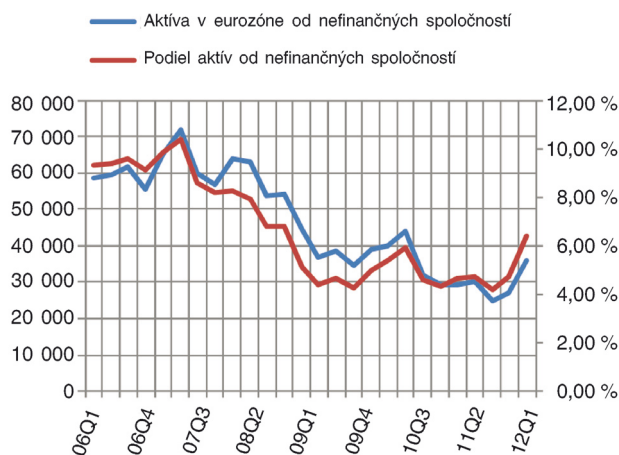
	PFI	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa	Ostatní finanční sprostredkovatelia
3 – VNAV (bez ST-VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 – PKIPCP	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 – Iné ako PKIPCP	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Prieskum spolu	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Spolu z údajov ECB	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Zdroj: Prieskum ESRB a ECB.

Poznámky: Celkové hodnoty na základe údajov ECB sa vzťahujú len na zmluvné strany v eurozóne.

Graf 3

Expozícia MMF voči nefinančnému podnikovému sektoru v eurozóne (v mil. EUR a v %)



Zdroj: ECB.

Poznámky: „Podiel aktív eurozóny od nefinančných spoločností“ predstavuje podiel aktív MMF vydaných nefinančnými spoločnosťami v eurozóne na celkových aktívach MMF vydaných všetkými rezidentmi eurozóny.

Podľa členenia uvedeného v tabuľke 2 sú MMF v porovnaní s ostatnými sektormi dôležitým zdrojom financovania bánk. Štatistika ECB o emisii cenných papierov potvrdzuje význam MMF v krátkodobom financovaní (s dobou splatnosti menej ako jeden rok) PFI v eurozóne. Ako ukazuje tabuľka 3, MMF v eurozóne vlastnia približne 40 % krátkodobých dlhových nástrojov vydaných bankami.

Tabuľka 3

Podiel celkového krátkodobého dlhu PFI eurozóny v držbe MMF eurozóny

Obdobie	Aktíva MMF	Emisia cenných papierov	Pomer
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 %

Obdobie	Aktíva MMF	Emisia cenných papierov	Pomer
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Zdroj: ECB.

Navyše, kým fondy VNAV so sídlom vo Francúzsku vykazujú podstatnú expozíciu voči domácejmu sektoru PFI (bankám a ostatným MMF), fondy CNAV v Írsku majú podstatnú expozíciu voči PFI mimo EÚ (**tabuľka 4** a **graf 4**). Fondy v Luxembursku zase viac investujú do PFI v EÚ mimo Luxemburska. V pomernom vyjadrení MMF v Nemecku, Španielsku a Taliansku investujú vo väčšej miere do domáceho sektora verejnej správy.

Tabuľka 4

Členenie investícií MMF podľa regiónu/typu fondu a sektora (v mil. EUR)

	Fondy CNAV v Írsku				
	PFI	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa	OFI	Spolu
Domáci	12 661	1 531	57	2	14 251
Zvyšok EÚ	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Zvyšok sveta	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Spolu	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fondy CNAV v Luxembursku				
	PFI	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa	OFI	Spolu
Domáci	965	0	446	0	1 411
Zvyšok EÚ	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Zvyšok sveta	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Spolu	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fondy VNAV vo Francúzsku				
	PFI	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa	OFI	Spolu
Domáci	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Zvyšok EÚ	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Zvyšok sveta	3 100	678	0	0	3 778
Spolu	166 954	23 983	6 441	605	197 982

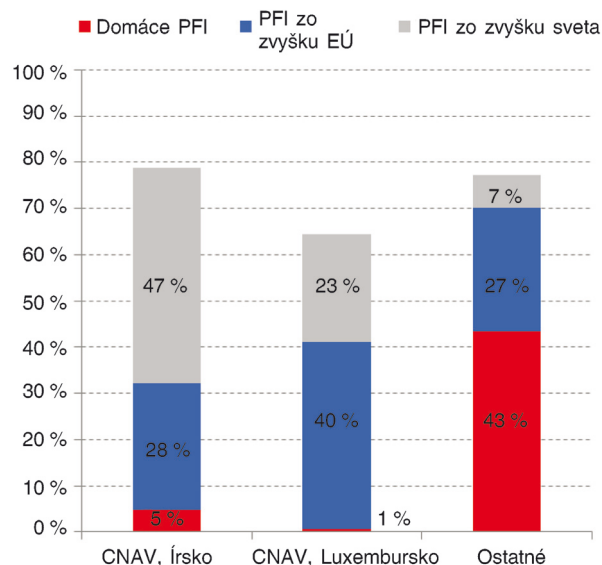
	Fondy v Nemecku, Taliansku a Španielsku				
	PFI	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa	OFI	Spolu
Domáci	6 390	213	10 093	101	16 797
Zvyšok EÚ	1 887	338	1 345	136	3 706
Zvyšok sveta	284	54	237	8	583
Spolu	8 561	604	11 675	245	21 086

Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Celkové pokrytie predstavuje 65 % aktív v správe MMF so sídlom v šiestich hodnotených krajinách.

Graf 4

Podiel investícií do PFI podľa krajiny pôvodu (v %)



Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Do kategórie „Ostatné“ sú zaradené fondy z Francúzska, Talianska, Španielska a Nemecka a fondy VNAV z Írska a Luxemburska. Miera pokrytia predstavuje 100 % prieskumu ESRB a približne 70 % celkových aktív v správe MMF v EÚ.

Čo sa týka **typu aktív**, podľa prieskumu sú najdôležitejšou triedou aktív v portfóliách MMF (**tabuľka 5**) nástroje peňažného trhu (napr. obchodné cenné papiere, vkladové certifikáty). Reverzné repo obchody, ktoré MMF používajú na poskytovanie likvidity výmenou za kolaterál, tvoria len 9 % celkových spravovaných aktív a uzatvárajú sa takmer výlučne s inými PFI. Podiel cenných papierov krytých aktívami je len zanedbateľný. Percentuálny podiel „hotovosti“ (t. j. vkladov bez doby splatnosti, resp. s neurčitou dobou splatnosti) predstavuje 6,6 % aktív vo vzorke. Vo fondoch CNAV so sídlom v Írsku je však tento podiel vyšší (11 %) než v iných fondoch (napr. vo fondoch CNAV v Luxembursku predstavuje 2 % a vo fondoch ST-VNAV vo Francúzsku 2,5 %).

Tabuľka 5

Alokácia investícií podľa typu fondu a nástrojov aktív (%)

	Hotovosť	Nástroje peňažného trhu		Reverzné repo obchody		Cenné papiere kryté aktívami	Dlh verejnej správy	Ostatné nástroje/nealokované
			z toho voči PFI		z toho voči PFI			
1 – CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 – Krátkodobé 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 – PKIPCP	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 – Iné ako PKIPCP	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Spolu	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Uvedené hodnoty predstavujú percentuálny podiel na celkových spravovaných aktívach zahrnutých do prieskumu. Kategória „hotovosť“ zahŕňa bankové vklady bez výpovednej lehoty. Vklady s pevnou dobou splatnosti sú zaradené do kategórie „ostatné nástroje“.

Prieskum obsahuje aj údaje o **splatnosti** aktív MMF. Zdá sa, že fondy CNAV majú konzervatívnejší likviditný profil, pretože narábajú s kratšími dobami splatnosti než ostatné fondy. Okolo 39 % (133 mld. EUR) aktív v správe CNAV je napríklad splatných do jedného týždňa, pričom v prípade krátkodobých VNAV (prevažne vo Francúzsku) tento podiel dosahuje 22 % a v prípade ostatných VNAV je to 16 % (**tabuľka 6**)⁽¹⁾.

Tabuľka 6

Členenie aktív podľa typu fondu a splatnosti aktív (v %)

	do jedného dňa/jed- nodňové	> 1 deň; <= 1 týždeň	> 1 týždeň; <= 1 mesiac	> 1 mesiac; <= 3 mesiace	> 3 mesiace; <= 6 mesiacov	> 6 mesiacov; <= 1 rok	> 1 rok; <= 397 dní	> 397 dní (pre MMF iné ako STMMF)	Pokrytie
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 ST-VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 – PKIPCP	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 – Iné ako PKIPCP	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Spolu	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Stĺpec „pokrytie“ predstavuje podiel celkových spravovaných aktív (podľa prieskumu), za ktoré sú k dispozícii údaje o skladbe splatnosti. Kategória „do 1 dňa vrátane“ obsahuje aj vklady bez doby splatnosti, resp. bez výpovednej lehoty.

Štatistika ECB poskytuje aj prehľad zloženia aktív fondov podľa jednotlivých mien. Z tabuľky 7 vyplýva, že najväčší podiel aktív v držbe írskych MMF je denominovaný v britských librách, zatiaľ čo v prípade luxemburských MMF je to americký dolár. Aktíva denominované v menách iných ako euro tvoria zanedbateľnú časť celkových aktív v správe fondov vo Francúzsku, Nemecku, Španielsku a Taliansku. Podľa nepriamych dôkazov MMF nemajú žiadne významné menové nesúlady.

Tabuľka 7

Členenie aktív fondov v Írsku, Luxembursku a Francúzsku podľa meny (v mil. EUR a %)

	Mena aktív	Dlhové cenné papiere domácich PFI	Dlhové cenné papiere PFI z iných krajín eurozóny	Dlhové cenné papiere domácich subjektov iných ako PFI	Dlhové cenné papiere subjektov iných ako PFI z iných krajín eurozóny	Dlhové cenné papiere z krajín mimo eurozóny	Vklady mimo eurozóny	Ostatné aktíva	Spolu v jednotlivých menách	Percentuálny podiel v jednotlivých menách
Írsko	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 %
	Nie je k dispozícii ⁽¹⁾							13 945	13 945	4,51 %
	Spolu za položku	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

⁽¹⁾ Percentuálne podiely na celkových spravovaných aktívach fondov zahrnutých do prieskumu ESRB, za ktoré je k dispozícii členenie podľa doby splatnosti (napr. 81 % celkových spravovaných aktív v prípade fondov CNAV a 100 % v prípade ostatných kategórií fondov). V prípade pokrytia všetkých fondov by sa preto tieto hodnoty mohli zmeniť.

	Mena aktív	Dlhové cenné papiere domácich PFI	Dlhové cenné papiere PFI z iných krajín eurozóny	Dlhové cenné papiere domácich subjektov iných ako PFI	Dlhové cenné papiere subjektov iných ako PFI z iných krajín eurozóny	Dlhové cenné papiere z krajín mimo eurozóny	Vklady mimo eurozóny	Ostatné aktíva	Spolu v jednotlivých menách	Percentuálny podiel v jednotlivých menách
Luxembursko	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 %
	Nie je k dispozícii ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	Spolu za položku	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
Francúzsko	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 %
	Nie je k dispozícii ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	Spolu za položku	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Zdroj: ECB.

(¹) Kategória „Nie je k dispozícii“ predstavuje aktíva MMF v podobe i) podielov a iných podielových účastí (spravidla zanedbateľné), ii) podielov v iných MMF a iii) ostatných aktív. V prípade Francúzska je komponent ii) významný, v hodnote približne 50 mld. EUR, a je prevažne denominovaný v eurách.

III.3. Prehľad investorov MMF

Štatistika ECB ponúka len základné informácie o zložení investorov MMF, a to predovšetkým v eurozóne. Údaje z prieskumu ESRB dopĺňajú štatistiku ECB o ďalšie informácie o sektorovom členení investorskej základne, najmä pokiaľ ide o investorov mimo eurozóny. Tabuľka 8 vychádza z uvedených dvoch zdrojov a obsahuje súhrnný prehľad geografického členenia investorov MMF podľa regiónu a typu fondu.

Pokiaľ ide o **geografické členenie**, fondy so sídlom vo Francúzsku, Španielsku a Taliansku majú jednoznačne domácu investorskú základňu, kým fondy v Írsku a Luxembursku sa v oveľa väčšej miere spoliehajú na zahraničný dopyt. Medzi uvedenými dvoma zdrojmi údajov však v geografickom členení investorov vidieť určité rozdiely, predovšetkým pokiaľ ide o rozdelenie investorov z eurozóny/EÚ a zvyšku sveta v prípade fondov so sídlom v Írsku a Luxembursku (**tabuľka 8**). Príčinou môže byť odlišná miera pokrytia a objektívne ťažkosti správcov fondov pri určovaní regiónu a sektora, z ktorého ich investori pochádzajú. Podľa údajov z prieskumu tvoria investori z krajín mimo EÚ významnú časť investorskej základne MMF (41 %), ktorá je v prípade Írska ešte oveľa vyššia (70 %). Približne 90 % investorov z krajín mimo EÚ investujúcich do MMF v EÚ sa rozhodlo pre fondy CNAV. Údaje o investorskej základni MMF v Nemecku sú dostupné len zo štatistiky ECB a vypovedajú o prevahe domácich investorov.

Tabuľka 8

Porovnanie geografického členenia investorov európskych MMF na základe štatistiky ECB a prieskumu ESRB (v mil. EUR a %)

		Domáci	Eurozóna (bez domácich)	EÚ (bez domácich)	Zvyšok sveta ⁽¹⁾	Zosta-tok	Spolu (v mil. EUR)	Domáci	Euro-zóna (bez domácich)	EÚ (bez domácich)	Zvyšok sveta
Francúzsko	Údaje ECB	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Prieskum	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Írsko	Údaje ECB	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Prieskum	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		Domáci	Eurozóna (bez domáci)	EÚ (bez domáci)	Zvyšok sveta (1)	Zosta- tok	Spolu (v mil. EUR)	Domáci	Euro- zóna (bez domá- cich)	EÚ (bez domá- cich)	Zvyšok sveta
Luxem- bursko	Údaje ECB	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Prieskum	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Taliansko	Údaje ECB	7 820	12	n/a	22	80	7 934	99 %	0 %	n/a	0 %
	Prieskum	7 820	n/a	15	20	n/a	7 854	100 %	n/a	0 %	0 %
Španielsko	Údaje ECB	8 860	72	n/a	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Prieskum	8 881	n/a	100	0	n/a	8 981	99 %	n/a	1 %	0 %
Nemecko	Údaje ECB	4 120	1 547	n/a	384	26	6 077	68 %	25 %	n/a	6 %
	Prieskum	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Spolu	Údaje ECB	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Prieskum	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

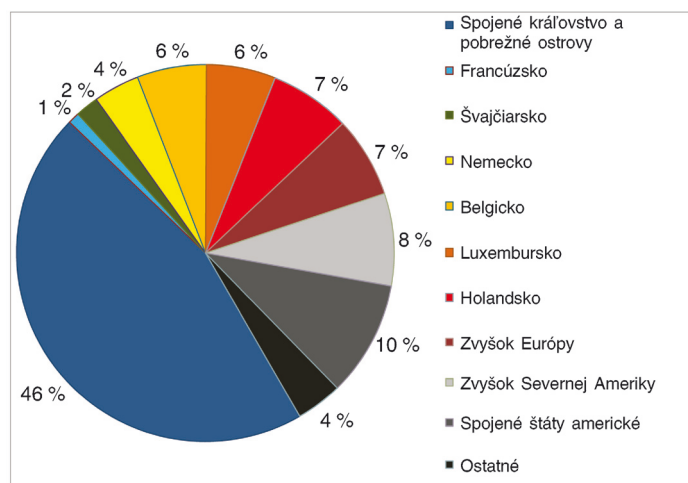
Zdroj: Prieskum ESRB a ECB.

(1) Ekvivalent nerezidentov EÚ za prieskum ESRB a nerezidentov eurozóny za súbor údajov ECB.

Neistota spojená s údajmi o investorskej základni je zjavná aj údajov IMMFA, podľa ktorých je podiel investorov fondov CNAV v EÚ pochádzajúcich z krajín mimo EÚ oveľa nižší (graf 5).

Graf 5

Investori MMF IMMFA podľa krajiny pôvodu (december 2010)



Zdroj: IMMFA (prevzaté z príležitostnej štúdie ESRB Occasional Paper, 2012).

Pri pohľade na **sektorové členenie** investorskej základne MMF v EÚ (tabuľka 9) prieskum ukazuje význam sektora PFI ako investora (32 % investorskej základne). Na druhom mieste je podnikový sektor s podielom 21 %, nasleduje sektor poisťovní a penzijných fondov s podielom 13 % a po ňom ostatné finančné inštitúcie (OFI, napr. ostatné investičné fondy a hedžové fondy) s podielom 12 %. MMF sú preto nielen dôležitým zdrojom financovania bánk, ale banky samotné zároveň hrajú dôležitú úlohu ako investori MMF.

Tabuľka 9

Investorská základňa pre vybrané kategórie fondov (v mil. EUR a %)

Typ fondu	Vykazujúce krajiny	EUR)	PFI	Nefinančné spoločnosti	OFI	Poisťovne a penzijné fondy	Domácnosti	Ostatní, resp. nezistení	Pokrytie ⁽¹⁾	Upravené pokrytie
1 – CNAV	Írsko	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxembursko	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 – Krátkodobé VNAV	Francúzsko	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Ostatné krajiny	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 – VNAV (bez ST-VNAV)	Francúzsko	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Ostatné krajiny	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 – PKIPCP	Všetky krajiny	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 – Iné ako PKIPCP	Všetky krajiny	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Spolu	Všetky krajiny	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Zdroj: Prieskum ESRB.

⁽¹⁾ Miera pokrytia podľa typu fondu bola vypočítaná na základe súčtu úplných a čiastočných údajov. Pokrytie celkových hodnôt bolo vypočítané na základe celkového počtu fondov v šiestich sledovaných krajinách podľa údajov ECB. Upravené pokrytie predstavuje čisté pokrytie kategórie „Ostatní, resp. nezistení“. **Položky uvedené červenou farbou predstavujú viac ako 20 mld. EUR.**

Miera pokrytia podľa typu fondu bola vypočítaná na základe súčtu úplných a čiastočných údajov. Pokrytie celkových hodnôt bolo vypočítané na základe celkového počtu fondov v šiestich sledovaných krajinách podľa údajov ECB. Upravené pokrytie predstavuje čisté pokrytie kategórie „Ostatní, resp. nezistení“. Položky uvedené červenou farbou predstavujú viac ako 20 mld. EUR. Pri pohľade na niektoré **národné zvláštnosti** údaje poukazujú na dominanciu investorov PFI v prípade fondov CNAV so sídlom v Luxembursku a Írsku. Írske fondy CNAV sú tiež veľmi relevantné pre investorov z radov OFI mimo EÚ (22 %). Hlavnými investormi fondov ST-VNAV vo Francúzsku sú poisťovne a penzijné fondy. Najvyššia koncentrácia investícií nefinančných spoločností do MMF bola zaznamenaná vo fondoch CNAV v Luxembursku (46 mld. EUR), vo fondoch VNAV vo Francúzsku (41 mld. EUR, bez krátkodobých fondov) a vo fondoch CNAV v Írsku (29 mld. EUR). V Španielsku a Taliansku je prevažná väčšina investorov MMF zo sektora domácností. Celková výška investícií domácností v EÚ do MMF v šiestich sledovaných krajinách predstavuje 32 mld. EUR. Značný podiel investorov zo sektora domácností mimo EÚ smeruje do fondov CNAV v Luxembursku (16 mld. EUR).

III.4. Koncentrácia v odvetví

Európsky sektor MMF sa vyznačuje pomerne vysokou mierou koncentrácie, predovšetkým v prípade fondov CNAV. Podľa prieskumu má desať najväčších fondov CNAV v Európe (z celkového počtu 123) trhový podiel 55 %, čo predstavuje 226 mld. EUR (tabuľka 10). Pre porovnanie, v prípade desiatich najväčších fondov VNAV tento podiel dosahuje 33 %, pričom s výnimkou jedného z nich majú všetky sídlo vo Francúzsku. V prípade fondov iných ako PKIPCP desať najväčších fondov kontroluje 74 % trhu ⁽¹⁾.

Tabuľka 10

Koncentrácia najväčších 3, 5, 10 a 20 fondov za vybrané kategórie fondov (v %)

Fondy	CNAV, Írsko	CNAV, Luxembursko	Francúzsko	Všetky CNAV	Všetky VNAV	PKIPCP	Iné ako PKIPCP	Všetky fondy
Prvé 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Prvých 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Prvých 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Predovšetkým vďaka veľkému fondu VNAV vo Francúzsku, ktorého podiel tvorí 35 % fondov iných ako PKIPCP zahrnutých do prieskumu.

Fondy	CNAV, Írsko	CNAV, Luxembursko	Francúzsko	Všetky CNAV	Všetky VNAV	PKIPCP	Iné ako PKIPCP	Všetky fondy
Prvých 20	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Podiely v kategóriách „Francúzsko“ a „všetky fondy“ sa vzťahujú na celkové spravované aktíva v sledovaných krajinách podľa štatistiky ECB. Vo všetkých ostatných kategóriách sa vzťahujú na celkové aktíva v správe fondov, za ktoré boli k dispozícii príslušné informácie (CNAV alebo VNAV, PKIPCP alebo iné ako PKIPCP), resp. 89 % a 82 %.

Z analýzy koncentrácie podľa správcovskej skupiny vyplýva, že prvých päť skupín spravujúcich MMF v Európe predstavuje 40 % celého sektora MMF v EÚ, a v prípade prvých desiatich skupín je to 54 %. Sektor fondov CNAV je ešte koncentrovanejší, pričom v Luxembursku prvých päť skupín spravuje 87 % aktív a v Írsku 59 %. Pokiaľ ide o fondy iné ako PKIPCP, prví traja prevádzkovatelia v Európe spravujú približne 67 % sektora. Z desiatich najväčších skupín v Európe je sedem napojených na banky (vrátane štyroch z prvých piatich), dve sú nezávislé správcovské spoločnosti a jedna patrí poisťovacej skupine.

Tabuľka 11

Koncentrácia sektora MMF podľa skupín spravujúcich fondy (v %)

Sponzori	CNAV, Írsko	CNAV, Luxembursko	Francúzsko	Všetky CNAV	Všetky VNAV	PKIPCP	Iné ako PKIPCP	Všetky fondy
Prvé 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Prvých 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Prvých 10	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Podiely v kategóriách „Francúzsko“ a „Všetky fondy“ sa vzťahujú na celkové spravované aktíva v sledovaných krajinách podľa štatistiky ECB. Vo všetkých ostatných kategóriách sa vzťahujú na celkové aktíva v správe fondov, za ktoré boli k dispozícii príslušné informácie (CNAV alebo VNAV, PKIPCP alebo iné ako PKIPCP), resp. 89 % a 82 %.

III.5. Odchýlka fondov CNAV od parity

Európske fondy MMF v minulosti vykazovali odchýlky svojej tieňovej ceny od svojej stálej ceny (t. j. nerealizované straty voči trhovej cene). Podľa prieskumu ESRB v období od júna 2007 do júna 2012 zo vzorky 76 fondov (so spravovanými aktívami v hodnote 414 mld. EUR) zaregistrovalo 18 fondov CNAV odchýlky do 10 základných bodov a 15 fondov CNAV odchýlky nad 10 základných bodov. Okrem toho 13 z 15 fondov CNAV s odchýlkami nad 10 základných bodov spravuje aktíva vo výške približne 72 mld. EUR⁽¹⁾. Patria medzi ne tri z desiatich najväčších fondov vo vzorke. V prípade niektorých fondov však odchýlky boli spôsobené len úverovou udalosťou po páde Lehman Brothers v roku 2008. Treba poznamenať, že tieto údaje sa vzťahujú na obdobie pred i po reforme regulácie MMF zo strany CESR/ESMA a že odchýlky vzniknuté v týchto fázach nemožno odlišiť od údajov z prieskumu.

Tabuľka 12

Odchýlky fondov CNAV od parity v období od júna 2007 do júna 2012 (v mil. EUR a %)

Odchýlka	Spolu	na základe dostupných údajov o veľkosti			
	Počet fondov	Počet fondov	Celková NAV	Podiel	NAV prvých 3 fondov
do 10 bás. bodov	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 a viac bás. bodov	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Počet odchýlok od parity v období od júna 2007 do júna 2012. Pokrytie: 78 fondov CNAV (údaje o veľkosti boli k dispozícii len za 65 fondov).

⁽¹⁾ Údaje o ostatných dvoch fondoch CNAV nie sú k dispozícii.

IV. ODPORÚČANIA ESRB

IV.1. Rozsah odporúčaní

Účelom odporúčaní ESRB je zmierniť riziká, ktoré MMF v EÚ predstavujú pre finančnú stabilitu vzhľadom na ich črty podobné bankám a ich náchylnosť na hromadné vyberanie vkladov investorov (predovšetkým v prípade fondov CNAV). Ďalším cieľom je náležité a jednotné zavedenie odporúčaní IOSCO v Európe.

Komisia naznačila svoj zámer vypracovať legislatívne opatrenia týkajúce sa PKIPCP a MMF na úrovni Únie. V súlade s cieľom jednotného uplatňovania v celej Únii sú odporúčania ESRB **adresované** výhradne Komisii. Komisia môže požiadať Európske orgány dohľadu – najmä ESMA – o stanovisko k implementácii odporúčaní ESRB a v záujme ich jednotného uplatňovania ich môže požiadať o vypracovanie potrebných technických štandardov, usmernení a odporúčaní (vrátane vzorov výkazov a zverejňovaných informácií). Stanovenie technických štandardov súvisiacich s reguláciou MMF presahuje rámec tejto prílohy.

Pokiaľ ide o termín implementácie odporúčaní, v súlade s plánovaným harmonogramom reformy rámca PKIPCP sa Komisii navrhuje podať ESRB správu o stave implementácie odporúčaní do konca júna 2013 a do konca júna 2014. Pre odporúčanie A sú okrem toho navrhnuté prechodné opatrenia.

Čo sa týka **pokrytia fondov**, v súlade s odporúčaniami IOSCO sa odporúčania ESRB zameriavajú na podniky kolektívneho investovania v EÚ, ktoré sú ponúkané/predávané investorom ako produkt zameraný na zachovanie hodnoty istiny a poskytovanie dennej likvidity a cieľových výnosov zodpovedajúcich sadzbám na peňažnom trhu. Týkajú sa predovšetkým fondov označovaných a predávaných ako fondy MMF, resp. ako fondy s vlastnosťami MMF (t. j. s cieľom zachovať hodnotu kapitálu, denné výbery a sadzby peňažného trhu), a fondov predávaných spôsobom, ktorý tento dojem navodzuje (napr. predávané ako peňažné fondy, likvidné alebo likviditné fondy alebo ako fondy s krátkou dobou splatnosti). V prípade chýbajúcej informácie o type fondu (napr. CNAV, VNAV, krátkodobé MMF, PKIPCP, fondy iné ako PKIPCP) sa odporúčania ESRB vzťahujú na všetky uvedené typy európskych MMF, bez ohľadu na ich názov alebo príslušný regulačný rámec.

Všetky odporúčania sú podrobnejšie opísané nižšie spolu s ekonomickým odôvodnením a hodnotením ich pozitív a negatív a podľa možnosti aj ich potenciálneho dosahu na trh. Pri hodnotení sa vo veľkej miere používajú výskumné štúdie, výsledky osobitného zberu údajov a diskusie s účastníkmi trhu.

IV.2. Odporúčanie A – Povinný prechod na variabilnú čistú hodnotu aktív

Komisiu sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy EÚ:

1. **od MMF vyžadovali uplatňovanie pohyblivej čistej hodnoty aktív;**
2. **od MMF vyžadovali vo všeobecnosti používať oceňovanie v reálnej hodnote a účtovanie na základe amortizovaných nákladov používať len za obmedzených vopred stanovených okolností.**

IV.2.1. Ekonomické odôvodnenie

a) Možné opatrenia

Jedným z hlavných aspektov systémového rizika v spojitosti s MMF je ich postavenie tieňových bankových subjektov, ktoré plnia podobnú ekonomickú funkciu ako banky. Hoci podliehajú trhovému dohľadu, nevzťahuje sa na ne žiadna ekvivalentná právna forma ani regulačný rámec ako na banky (kapitola II).

Cieľom odporúčaní IOSCO (z októbra 2012), ktoré schválila FSB, je riešiť práve túto otázku. Konzultačný dokument FSB (z novembra 2012) v súvislosti s reformou tieňového bankovníctva odporúčania IOSCO schvaľuje. Podľa tohto dokumentu sa existujúce riziká dajú riešiť dvoma spôsobmi: i) odstrániť znaky MMF, ktoré zvyšujú ich náchylnosť na hromadné vyberanie vkladov investorov, tzn. odstrániť vkladové črty, ktoré majú spoločné s bankami, alebo ii) umožniť im si svoje vkladové črty zachovať za predpokladu zavedenia rovnakých opatrení na zmiernenie rizík ako v prípade regulácie obozretného podnikania bánk.

Prvá možnosť by si vyžadovala zmenu oceňovania podielových listov MMF, ktorá by odstránila ich vkladové črty. To znamená, že oceňovanie podielových listov by muselo vernejšie odrážať hodnotu podkladových aktív MMF. MMF by v takom prípade museli aplikovať model VNAV a vo všeobecnosti používať oceňovanie v reálnej hodnote. V prípade používania účtovania na základe amortizovaných nákladov by sa hodnota aktív nesmela podstatne odchyliť od ich

reálnej hodnoty. Druhou možnosťou by bolo nechať MMF i naďalej používať model CNAV, ale pod podmienkou lepšieho zosúladenia s bankovou reguláciou. Svoju činnosť by predovšetkým museli vykonávať v súlade s požiadavkami zodpovedajúcimi kapitálovým, likviditným a iným prudenciálnym požiadavkám kladeným na banky v záujme ochrany pred hromadným vyberaním vkladov.

Tento aspekt je súčasťou odporúčania IOSCO č. 10: „Na MMF, ktoré ponúkajú stálu NAV, by sa mali vzťahovať opatrenia zamerané na zníženie špecifických rizík spojených so stálou NAV a na internalizáciu nákladov vyplývajúcich z týchto rizík. Regulačné orgány by mali podľa možnosti vyžadovať prechod na pohyblivú/variabilnú NAV. Ďalšou možnosťou je zavedenie preventívnych opatrení na zvýšenie odolnosti MMF so stálou NAV a ich schopnosti vyrovnáť sa s vyplácaním vkladov vo významnom rozsahu.“ FSB vo svojom konzultačnom dokumente z novembra 2012 dodáva, že ak takáto transformácia nie je uskutočniteľná, požadované preventívne opatrenia „by mali svojim účinkom zodpovedať kapitálovým, likviditným a iným prudenciálnym požiadavkám kladeným na banky na prevenciu hromadného vyberania ich vkladov.“ Odporúčanie IOSCO č. 4 ďalej uvádza, že „MMF by mali pri oceňovaní cenných papierov vo svojom portfóliu dodržiavať všeobecnú zásadu oceňovania v reálnej hodnote. Metóda amortizovaných nákladov by sa mala používať len za obmedzených okolností.“

V rámci zvažovania prechodu z CNAV na VNAV by sa mala venovať náležitá pozornosť aktuálnemu medzinárodnému vývoju (kapitola I.1). FSB má dokončiť svoj súbor odporúčaní k tieňovému bankovníctvu v septembri 2013 (FSB, november 2012). Vzhľadom na vzájomnú previazanosť trhov a značnú prispôbovosť tieňového bankového systému možno tvrdiť, že návrhy týkajúce sa systému tieňového bankovníctva, ktorého súčasťou sú MMF, by mali byť komplexné, a že čiastočné alebo neúplné riešenie by mohlo rýchlo skončiť arbitrážou. FSB uviedla, že po dokončení svojich odporúčaní sa bude venovať vypracovaniu postupov, ktoré majú zabezpečiť riadnu implementáciu rôznych odporúčaných opatrení v oblasti tieňového bankovníctva. O pokračovaní práce na samotných odporúčaníach týkajúcich sa MMF však neuvažuje.

Vzhľadom na povahu produktu MMF sa ako opatrenie uprednostňuje posilnenie ich investičného charakteru a obmedzenie ich bankových/vkladových znakov prostredníctvom povinnej transformácie fondov CNAV na fondy VNAV. Hlavným argumentom v prospech tohto riešenia, ktoré zachádza ďalej ako odporúčanie IOSCO č. 10, je potlačenie motivácie investorov na hromadné vyberanie vkladov, zvýšenie cenovej transparentnosti a zníženie previazanosti (podrobnejšie informácie sú v nasledujúcich častiach).

b) Zníženie rizík

Hoci sa hromadné vyberanie vkladov investorov môže vyskytnúť pri všetkých typoch fondov vyznačujúcich sa nesúlalom v profile splatnosti alebo likvidity, špecifické črty fondov CNAV môžu znamenať vyššiu pravdepodobnosť snahy investorov o využitie výhody prvého aktéra v období napätia na trhu (kapitola II.1). Transformáciou na VNAV sa obmedzia špecifické riziká spojené s fondmi CNAV i účinky prípadnej úverovej udalosti. Model VNAV môže **znižiť motiváciu podielnikov na hromadné vyberanie vkladov**, keď fond utrpí len miernu stratu. Ako je uvedené v kapitole II, aj malé straty môžu spôsobiť hromadné vyberanie vkladov MMF, ktoré sa môže rozšíriť aj na iné MMF. Výhoda prvého aktéra, ktorá vzniká v dôsledku účtovania na základe amortizovaných nákladov a zaokrúhľovania NAV, sa môže obmedziť, ak sa podiely investorov budú vyplácať v hodnote NAV odrážajúcej bežné straty, a tým sa obmedzí prenos strát na ostatných podielnikov.

Opustenie modelu oceňovania na základe amortizovaných nákladov a zaokrúhľovania môže investorom priniesť aj **cenovú transparentnosť**, pretože umožňuje pohyb ceny podielových listov ako v prípade všetkých ostatných podnikov kolektívneho investovania, a zároveň prispievať k dôkladnejšiemu pochopeniu rizík spojených s týmito fondmi a ich rozdielov oproti vkladom. V dôsledku toho sa môžu znížiť očakávania investorov, že MMF nemôžu utrpieť straty, čím sa obmedzí možnosť hromadného vyberania vkladov, keď niektorý fond tieto očakávania nesplní. Je pravdepodobnejšie, že investori budú predpokladať, a tým aj akceptovať pravidelné fluktuácie, podobne ako pri iných investičných produktoch, pretože pokles trhových cien v takom prípade nemusí znamenať bezprostrednú hrozbu straty hodnoty cenných papierov v portfóliu. ⁽¹⁾ VNAV môžu znížiť mieru neistoty spojené s kvalitou portfóliových aktív, pretože táto sa prejaví na NAV.

⁽¹⁾ Počas leta 2011 bola napríklad zaznamenaná fluktuácia hodnoty európskych MMF VNAV, spôsobená zmenou trhových podmienok a zvýšenou volatilitou. To, že sa tieto výkyvy takmer neprejavili na miere výberu vkladov, naznačuje, že investori akceptujú prechodné pohyby (vrátane negatívnych) NAV svojich fondov.

V MMF investujúcich do nástrojov s veľmi krátkou dobou splatnosti s nižším úverovým a úrokovým rizikom sa toto nižšie riziko pravdepodobne prejaví menej výrazným pohybom NAV. Vzhľadom na to, že investori budú mať možnosť porovnávať denné pohyby hodnoty za rôznych podmienok na trhu, tieto informácie im pomôžu prijímať rozhodnutia lepšie zodpovedajúce ich rizikovým a ziskovým preferenciám.

Aj v prípade obmedzenia spomínanej výhody prvého aktéra však motivácia vyberať vklady skôr než ostatní investori môže zostať, hoci v menšom rozsahu. Keďže MMF nedisponujú stopercentnou dennou likviditou, môže sa stať, že v krajných prípadoch nedokážu žiadosti investorov o vyplatenie v plnej miere uspokojiť. V prípade rozsiahleho vyberania vkladov tak investori stále môžu mať dôvod na vybratie svojich vkladov (rovnako ako v prípade akéhokoľvek investičného fondu), pretože neskoršie výbery môžu fond viesť k predaju menej likvidných aktív s potenciálnou stratou. K riziku hromadného vyberania vkladov môže prispieť aj neistota spojená s účtovaním, ktorá sa týka aj fondov VNAV.

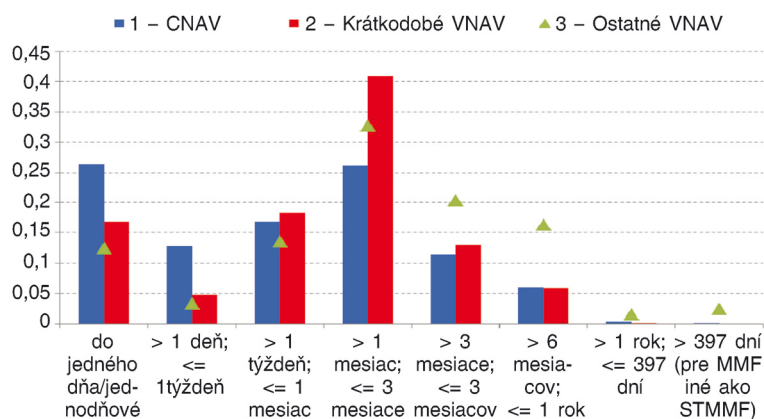
V záujme obmedzenia takýchto rizík, aj v prípade fondov VNAV, sa odporúčanie zaoberá otázkou oceňovania jednotlivých nástrojov. MMF by vo všeobecnosti mali zabezpečiť oceňovanie aktív na základe aktuálnych trhových cien, za predpokladu, že sú k dispozícii a že sú spoľahlivé a aktuálne. V prípade nedostupnosti alebo nespoľahlivosti trhových cien by fondy vo všeobecnosti mali aktíva vo svojom portfóliu oceňovať pomocou modelov postavených na aktuálnej výnosovej krivke a spreadoch emitentov.

Z odporúčania nevyplýva úplný zákaz účtovania na základe amortizovaných nákladov. V prípade povolenia tohto spôsobu účtovania však musia byť prijaté účinné preventívne opatrenia na minimalizáciu rizika nesprávneho ocenenia. V súlade s odporúčaním IOSCO by sa účtovanie na základe amortizovaných nákladov malo používať len vtedy, ak umožňuje primeranú aproximáciu ceny nástroja.

Mali by platiť obmedzenia používania účtovania na základe amortizovaných nákladov vo vzťahu k zostatkovej dobe splatnosti nástroja, ktoré by výrazne znížili riziká nesúladu ceny CNAV a skutočnej ceny MMF. Hoci IOSCO odporúča maximum 90 dní, citlivosť na úrokové a úverové riziko môžu spôsobiť aj nástroje s ešte kratšou zostatkovou dobou splatnosti. V tejto súvislosti treba poznamenať, že európske MMF (najmä fondy CNAV) majú veľkú časť aktív so zostatkovou dobou splatnosti pod 90 dní (graf 6). V Spojených štátoch SEC (1977) umožňuje používanie oceňovania na základe amortizovaných nákladov v podielových fondoch len v prípade zostatkovej doby splatnosti do 60 dní, a to len v kombinácii s dodatočnými preventívnymi opatreniami.⁽¹⁾ Napriek tomu, že všetky obmedzenia sa uplatňujú kumulatívne, by preto hrozilo riziko nadmerného používania účtovania na základe amortizovaných nákladov, ak by sa zvažovalo stanovenie maximálnej hranice 90 dní. V prípade fondu CNAV môže hromadné vyberanie vkladov spustiť už dokonca aj chyba ocenenia aktív v rozsahu 0,5 %, pretože investori sa môžu snažiť svoje vklady vybrať v nominálnej hodnote skôr, než fond „padne pod dolár“.

Graf 6

Profil splatnosti aktív podľa typu fondu (v %)



Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Kategória „do 1 dňa vrátane“ obsahuje aj vklady bez stanovenej doby splatnosti, resp. bez výpovednej lehoty. Pokrytie fondov CNAV predstavuje 82 % objemu spravovaných aktív.

⁽¹⁾ V súčasnosti platné pravidlo 2a-7 povoľuje výnimku z tohto všeobecného pravidla pre MMF, ktoré môžu používať účtovanie na základe amortizovaných nákladov a zaokrúhľovanie bez tohto obmedzenia. Podľa FSOC (2012) by si transformácia na VNAV vyžadovala zrušenie tejto výnimky, takže MMF by museli svoje portfólio oceňovať rovnako ako ostatné podielové fondy, čo platí aj pre možnosť používania oceňovania na základe amortizovaných nákladov len v prípade zostávajúcej doby do splatnosti do 60 dní spolu s ďalšími podmienkami.

Odporúčanie B o požiadavkách v oblasti likvidity sa bude týkať aj fondov VNAV a malo by ďalej znížiť riziko hromadného výberu vkladov. Je však potrebné dodať, že napriek pravdepodobnému zníženiu rizík sa riziko hromadného výberu vkladov nedá úplne vylúčiť, pretože MMF plnia funkciu transformácie splatnosti.

Odporúčanie A môže v neposlednom rade pomôcť zmierniť systémové riziko vyplývajúce zo **vzájomnej previazanosti** sponzorov MMF, keďže akékoľvek pohyby VNAV môžu spôsobiť zníženie miery spoľiehania sa investorov na implicitnú a dobrovoľnú podporu sponzorov. Je to preto, lebo sponzori fondov VNAV majú menej dôvodov zasahovať v snahe o stabilizáciu ceny podielov.

IV.2.2. Hodnotenie

a) Možný vplyv

Všetky možné opatrenia týkajúce sa MMF by sa mali dôkladne posúdiť z hľadiska ich potenciálneho dosahu na finančnú stabilitu a fungovanie trhu. V súčasnosti najdiskutovanejšou alternatívou v medzinárodnom meradle je transformácia MMF CNAV na VNAV. Vzhľadom na medzinárodné väzby vytvorené prostredníctvom MMF by bolo optimálnym riešením globálne zosúladienie intervencií regulačných orgánov. V čase vydania tejto správy však nie je známe, či budú v Spojených štátoch (najväčšom svetovom trhu MMF) v dohľadnom čase prijaté ďalšie regulačné opatrenia. V Európe zároveň prebiehajú legislatívne iniciatívy zamerané na rámec PKIPCP, ktoré môžu byť príležitosťou na prijatie opatrení na ďalšie zníženie systémových rizík spojených s MMF (kapitola I).

Na jednej strane by následky (jednostranného) povinného prechodu európskych MMF na VNAV mohli byť pre európsky sektor MMF nepodstatné, za predpokladu, že investorov MMF CNAV viac ako samotná klasifikácia ich fondov zaujímajú ich podkladové aktíva. Na druhej strane by mohlo dôjsť k náhlemu odlevu z európskych fondov CNAV do iných jurisdikcií alebo alternatívnych produktov. To by mohlo mať vážny vplyv na cenu a dostupnosť krátkodobého financovania pre dlžníkov v Európe, najmä banky.

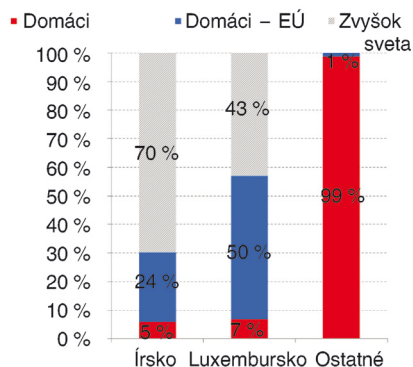
Pri okrúhlym stole, ku ktorému ESRB prizval zainteresované strany zo súkromného sektora, veľa účastníkov tohto odvetvia vyjadrilo názor, že hoci v prípade investorov z EÚ je pokles dopytu možno nepravdepodobný, v prípade investorov z krajín mimo EÚ, a predovšetkým investorov z USA, pre ktorých sú vlastnosti fondov CNAV mimoriadne zaujímavé, by tento pokles bol výraznejší. Pokles dopytu investorov z USA by mohol byť výrazný, ak v Spojených štátoch v dohľadnej budúcnosti nebude prijatá alebo očakávaná podobná regulačná reforma. Hoci posúdiť vplyv možného jednostranného prechodu na VNAV v Európe je veľmi ťažké, v neposlednom rade vzhľadom na neisté správanie investorov, kapitola II obsahuje veľa užitočných údajov, ktoré tento vplyv môžu aspoň naznačiť.

Fondy CNAV majú značnú expozíciu voči PFI z krajín mimo EÚ (v celkovom rozsahu 161 mld. EUR), v porovnaní s expozíciou voči PFI z EÚ (146 mld. EUR), ktorá ide predovšetkým na konto írskych fondov (128 mld. EUR, 47 % celkových spravovaných aktív). Cezhraničná expozícia írskych fondov CNAV voči PFI v rámci EÚ je tiež vysoká (75 mld. EUR). V Luxembursku je expozícia voči PFI z EÚ (58 mld. EUR) vyššia než expozícia voči PFI mimo EÚ (33 mld. EUR), aj keď v tomto prípade je miera pokrytia nižšia a skutočná expozícia tak môže byť vyššia. Povinná transformácia na VNAV by tak mohla mať vplyv na financovanie európskych PFI v objeme 146 mld. EUR, aj keď je pravdepodobné, že časť z týchto prostriedkov by zostala investovaná do európskych PFI, napr. prostredníctvom priamych investícií do cenných papierov vydaných európskymi bankami alebo prostredníctvom bankových vkladov.

V otázke geografického členenia investorov MMF existuje značná neistota, o čom svedčia aj rozdiely medzi štatistikou ECB a výsledkami osobitného prieskumu ESRB (**tabuľka 9** v kapitole III.3). Fondy CNAV majú sídlo prevažne v Írsku a Luxembursku, pričom tabuľka 9 v kapitole III.3 obsahuje informácie o geografickom a sektorovom členení ich investorskej základne (ďalšie informácie sú aj v **grafoch 7 a 8**).

Graf 7

Geografické členenie investorov MMF (%)

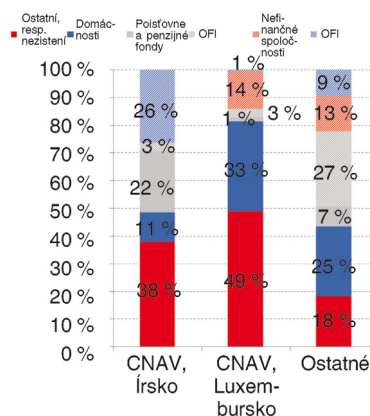


Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Medzi „Ostatné“ patria fondy z Francúzska, Nemecka, Talianska a Španielska. Miera pokrytia predstavuje 100 % prieskumu ESRB a približne 70 % celkových aktív v správe MMF v EÚ.

Graf 8

Sektorové členenie investorov MMF (v %)



Zdroj: Prieskum ESRB.

Poznámky: Medzi „Ostatné“ patria fondy z Francúzska, Nemecka, Talianska a Španielska a fondy VNAV z Írska a Luxemburska. Miera pokrytia predstavuje 100 % prieskumu ESRB a približne 70 % celkových aktív v správe MMF v EÚ.

Podľa výsledkov štúdie ESRB predstavuje podiel investorov z krajín mimo EÚ na írskych MMF 70 % (202 mld. EUR) z celkového počtu investorov (graf 7). Podľa štatistiky ECB, ktorá zahŕňa celú populáciu MMF, však investori mimo eurozóny tvoria 82 % (253 mld. EUR). Nie je však reálne, aby investori zo Spojeného kráľovstva a ostatných členských štátov EÚ mimo eurozóny predstavovali len 51 mld. EUR (rozdiel medzi uvedenými dvoma údajmi), kým fondy denominované v britských librách v Írsku predstavujú približne 134 mld. EUR. Napriek tomu, že presný údaj nie je k dispozícii, je možné údaj z prieskumu ESRB (202 mld. EUR) považovať za hornú hranicu intervalu. Dolnú hranicu možno odvodiť zo štatistiky ECB odpočítaním celkovej hodnoty fondov v britských librách od celkového sektora zvyšku sveta (t. j. 119 mld. EUR, resp. 253 mld. EUR mínus 134 mld. EUR). Celkový podiel investorov zo zvyšku sveta na írskych fondoch by sa tak mohol pohybovať medzi 119 mld. EUR a 202 mld. EUR. Podľa prieskumu títo investori investujú predovšetkým do fondov CNAV (84 %).

Čo sa týka Luxemburska, údaje z prieskumu predstavujú len čiastočné pokrytie investorskej základne MMF, približne 74 % celkových investovaných prostriedkov. Podľa týchto údajov sektor zvyšku sveta (t. j. mimo EÚ) tvorí približne 43 % celkovej investorskej základne (79 mld. EUR). Zodpovedajúci údaj zo štatistiky ECB, ktorá však zahŕňa aj investorov zo Spojeného kráľovstva, je 61 % celkovej investorskej základne (152 mld. EUR). Po odpočítaní luxemburských fondov vedených v britských librách (ekvivalent približne 20 mld. EUR) je rozpätie medzi týmito dvoma údajmi naďalej pomerne široké (od 79 mld. EUR do 132 mld. EUR).

Za fondy CNAV sú k dispozícii len údaje z prieskumu ESRB. Podľa tohto zdroja predstavujú investori mimo EÚ 62 % celkovej investorskej základne (257 mld. EUR). Toto číslo je však pravdepodobne nadhodnotené vzhľadom na neistotu spojenú s pôvodom investorov.

Celkovo teda na základe výsledkov prieskumu ESRB existuje potenciálny dopyt investorov mimo EÚ v objeme 257 mld. EUR (resp. 25 % celkového dopytu), ktorý môže priťahovať predovšetkým povaha CNAV. Geografické členenie investorskej základne žiaľ neumožňuje identifikáciu triedy investorov z USA. Ak by prechod na VNAV spôsobil odchod týchto investorov, mohlo by to mať vplyv na približne štvrtinu aktív v správe európskych MMF. To by mohlo ovplyvniť aj financovanie PFI. Avšak vzhľadom na to, že fondy CNAV investujú prevažne mimo EÚ (tabuľka 4 v kapitole III.2), môže byť vplyv na európske PFI menej výrazný. Je tiež pravdepodobné, že podiel investorov mimo EÚ je v prieskume výrazne nadhodnotený. Podľa údajov IMMFA možno investorom z USA pripísať približne desaťpercentný podiel (40 mld. EUR). To znamená, že priamy dosah odchodu týchto investorov by bol pomerne malý.

b) Prechodné opatrenia

Pri povinnom prechode na model VNAV existuje viacero dôvodov na potrebu prechodných opatrení. Po prvé, transformácia CNAV na VNAV by mohla byť prevádzkovo náročná tak pre správcov fondov, ako aj pre investorov, pretože by mohlo byť potrebné reštrukturalizovať informačné systémy a systémy spracovania obchodov. Po druhé, môže dôjsť k rozsiahlemu vyberaniu vkladov v dôsledku snahy investorov zabrániť potenciálnym stratám, ak sa aktuálna hodnota CNAV líši od „skutočnej“ VNAV. Z tohto dôvodu sa pre existujúce MMF odporúča dostatočne dlhé prechodné obdobie, počas ktorého by zachovanie CNAV vytvorilo podmienky na potrebné úpravy. Prechodné obdobie pre existujúce fondy CNAV by mohlo trvať najmenej dva roky po vydaní platných pravidiel. MMF by mali navyše prechod na VNAV ohlásiť a podrobne informovať o jeho vplyve v dostatočnom predstihu pred uskutočnením tejto zmeny. Investori by tak mali mať dostatok času nato, aby sa oboznámili s prípadnými reformami MMF v USA, čím by sa mali zmierniť obavy z predbiehania.

c) Kapitálové požiadavky ako možná alternatíva

Odôvodnenie

Ak by prechod na VNAV nebol možný, FSB (november 2012) navrhuje ako alternatívu zavedenie požiadaviek s rovnakým účinkom, ako má regulácia obozretného podnikania bánk. Ak nebude prijatá európska legislatíva vyžadujúca povinnú transformáciu všetkých MMF CNAV na VNAV, uplatňovali by sa prísne preventívne opatrenia vrátane kapitálových požiadaviek, ktoré by zodpovedali regulácii bankového sektora.

Nasledujúca časť je venovaná kapitálovým požiadavkám. Zavedenie formálnych kapitálových požiadaviek sa koncepcne odôvodňuje existenciou paralel medzi fondmi CNAV a bankovými vkladmi (ktoré sú v bankách chránené kapitálovými požiadavkami). Cieľom kapitálových požiadaviek vzťahujúcich sa na fondy CNAV je zvýšiť ich schopnosť znášať straty, ktoré môžu vzniknúť v dôsledku výpadku aktív alebo ich núteného predaja na uspokojenie výziev o vyplatenie ohrozujúceho stabilnú hodnotu podielov. Takýmto spôsobom by sa mohlo zmierniť systémové riziko spojené s týmito fondmi, pretože by sa zmenšila výhoda prvého aktéra i motivácia investorov vyberať vklady v období napätia, ak predpokladajú, že straty nepresiahnu výšku kapitálovej rezervy (¹).

Popri kapitálových požiadavkách by sa na MMF CNAV tiež mohla vzťahovať povinnosť žiadať o udelenie účelovej bankovej licencie (Európsky parlament, 2012). Takýmto spôsobom by sa zabezpečilo, aby fondy CNAV podliehali podobnej regulácii obozretného podnikania ako banky, a to najmä pokiaľ ide o výšku kapitálu. Tieto subjekty by tak zároveň získali prístup k ochrane vkladov a likvidite centrálnej banky, rovnako ako banky.

Možné modely

V rámci medzinárodnej diskusie sa uvažuje o dvoch možných modeloch kapitálových požiadaviek: i) rezerva NAV financovaná investormi a ii) kapitálové požiadavky kladené na správcu. V nasledujúcom texte sú obidva modely opísané podrobnejšie.

i) Rezerva NAV financovaná trhom

Prvou alternatívou je rezerva NAV, pri ktorej MMF na vyrovnanie prípadných strát vytvárajú na úrovni jednotlivých fondov kapitálovú rezervu z nerozdeleného zisku. Právne predpisy by mohli stanoviť minimálnu výšku rezervy NAV, pričom po jej dosiahnutí by fond mohol odvody z nerozdeleného zisku ukončiť. Tento koncept má však viacero nevýhod (IOSCO, október 2012).

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

Vytvorenie dostatočne vysokej rezervy si vyžaduje dlhší čas a vzhľadom na jej pomalú kumuláciu by bola počas prechodného obdobia použiteľná len v obmedzenom rozsahu. Malá rezerva sa dá síce vytvoriť rýchlejšie, ale jej použitie by bolo obmedzené. Mohla by dokonca vyvolať nesprávny dojem, že straty investorov sú chránené lepšie než v skutočnosti sú, a tým zvýši systémové riziko. V súčasnom prostredí nízkych úrokových mier by bolo vytvorenie podstatnej rezervy tiež veľmi náročné.

Tvorba rezervy môže okrem toho viesť k presunu výhod zo súčasných podielnikov, ktorí sa podieľajú na tvorbe rezervy, na budúcich podielnikov, ktorí z nej môžu neskôr čerpať.

Keďže rezerva priamo znižuje výnos, ktorý fond dokáže ponúknuť, investície do MMF môžu stratiť na atraktivite a dopyt investorov môže klesnúť. Fondy sa môžu v snahe vyhnúť sa tvorbe rezervy rozhodnúť pre odchod z trhu, čo povedie k zmenšovaniu tohto sektora a tým aj k obmedzeniu dostupnosti dôležitého zdroja krátkodobého financovania pre PFI.

Navyše vzhľadom na to, že rezervy by sa tvorili z prostriedkov podielnikov, správcovia a sponzori by na nich nemali finančný podiel, v dôsledku čoho by nemuseli byť až natoľko motivovaní uplatňovať obozretné riadenie rizík.

ii) Kapitálové požiadavky týkajúce sa sponzora/explicitná záruka sponzora

Druhou možnosťou je požadovať od správcov/sponzorov MMF výslovný záväzok finančnej podpory, ktorý sa často implicitne predpokladá. Takýto explicitný záväzok by zmenil (momentálne dobrovoľnú) podporu, na ktorú sa MMF v minulosti často spoliehali, na povinnosť a donútil sponzorov/správco internalizovať súvisiace náklady. Takýto výslovný záväzok dáva zmysel, pretože, ako bolo spomenuté v kapitole II.2, jedným zo zdrojov systémového rizika spojeného s MMF je práve dobrovoľnosť sponzorskej podpory.

Správcovia MMF, resp. všeobecnejšie ich sponzori, by mohli mať povinnosť zriadiť a financovať viazaný účet na krytie strát MMF. Kapitál by bol vedený mimo MMF a predstavoval by podielové účasti vo vlastníctve sponzora/ručiteľa, a nie záväzky MMF. Investori by prispievali nepriamo, napríklad prostredníctvom zvýšených nákladov/poplatkov, čo by mohlo znížiť ich dopyt. Ďalšou z možností je poskytnutie výslovej záruky správcu/sponzora, a to za predpokladu, že správca/sponzor je regulovaný subjekt podliehajúci prudenciálnym kapitálovým požiadavkám.

Veľkosť

Úroveň kapitálovej rezervy/požiadavky by mala byť dostatočne vysoká, aby poskytovala podstatnú ochranu proti stratám a tým účinne znižovala riziko hromadného vyberania vkladov investorov. Inak by podielníci mali podobný dôvod vyberať svoje vklady z fondu, ktorý podľa nich čelí riziku strát presahujúcich jeho kapitálové rezervy, resp. z fondu s neistou podporou ručiteľa. Kapitálová požiadavka v podobe výslovej záruky sponzorov, hlavne v prípade zachovania modelu CNAV, by musela zodpovedať príslušným regulačným kapitálovým požiadavkám na banky.

Skupina **Squam Lake Group** (2011) navrhuje pri stanovovaní výšky požadovanej rezervy zohľadniť sumy, ktoré sponzori v minulosti poskytli, aby zabránili pádu fondov CNAV pod dolár. Počas dvoch dní po páde Lehman Brothers, keď fond Reserve Primary Fund vykázal minimálnu cenu podielu 97 centov, by napríklad bola bývala potrebná rezerva vo výške najmenej 0,03 USD na podielový list.

FSOC (2012) navrhuje prispôsobiť výšku rezerv rizikovosti aktív fondu, a to nasledujúcim spôsobom: i) žiadna povinnosť vytvárať rezervy na hotovosť, štátne cenné papiere a štátne repo obchody (zabezpečené len hotovosťou a štátnymi cennými papiermi); ii) rezerva vo výške 0,75 % na ostatné denné likvidné aktíva (resp. týždenné likvidné aktíva v prípade nezdaňovaných fondov) a iii) 1,00 % na všetky ostatné aktíva. Rezerva NAV sa vedie nad rámec aktív potrebných na stabilizáciu ceny podielu fondu CNAV. FSOC tiež dodáva, že hoci MMF spravidla investujú do menej rizikových cenných papierov, zo skúsenosti vidieť, že fondy môžu napriek tomu utrpieť straty prekračujúce spomenutú 1 % úroveň rezervy NAV. FSOC preto navrhuje ďalšiu alternatívu s rezervou až do výšky 3 % (aj v tomto prípade v závislosti od skladby aktív). Súčasťou návrhov FSOC je tiež možnosť „minimálneho rizikového zostatku“, ktorý predstavuje časť hodnoty účtu vyplácanú s oneskorením.

IOSCO uvádza ako príklad minimálnu rezervu NAV vo výške 50 bázičných bodov, určenú na krytie rozdielov medzi trhovou a nominálnou hodnotou. Rezerva takéhoto rozsahu by však nemala rovnaký účinok ako kapitálové požiadavky na banky, ako navrhuje **FSB** (november 2012). Podľa **kapitálového rámca Bazilej III** sú banky povinné mať dostatok kapitálu na splnenie dvoch požiadaviek: rizikovo-váženej kapitálovej primeranosti a pomeru dlhového financovania. Pomer dlhového financovania vyžaduje, aby kapitál predstavoval najmenej 3 % aktív banky (Bazilejský výbor pre bankový

dohľad 2010, odsek 153). Konsolidácia aktív MMF do súvahy ručiteľskej banky tak znamená kapitálovú požiadavku vo výške 3 % NAV fondu MMF. To znamená, že ako ekvivalent regulácie obozretného podnikania bánk by sa mala vo všeobecnosti zvažovať kapitálová rezerva vo výške 3 %. Táto podmienka by mala platiť bez ohľadu na to, či kapitálový príslub vydávajú banky, alebo (ak je to povolené) správca či tretia strana. Treba však poznamenať, že návrh Bazilejského výboru týkajúci sa pomeru dlhového financovania na úrovni 3 % sa bude v období od januára 2013 do januára 2017 uplatňovať len paralelne, v dôsledku čoho môže dôjsť k jeho ďalšej kalibrácii.

Riziká

Alternatíva zavedenia kapitálových požiadaviek je spojená s viacerými rizikami. Po prvé, tieto požiadavky by mohli mať **podstatné kapitálové dôsledky** pre správcov/sponzorov. Vychádzajúc z kapitálového rámca Bazilej III možno vyžadovať rezervu vo výške najmenej 3 % NAV fondov MMF. Podľa odhadov niektorých členov ESRB by niektoré európske banky vytvorenie trojpercentnej kapitálovej rezervy na všetky aktíva fondov MMF CNAV spravovaných v rámci bankovej skupiny mohlo stáť až pol percentuálneho bodu ich základného kapitálu (za predpokladu, že by táto kapitálová rezerva bola účtovným aktívom sponzorskej banky, ktoré by sa v plnej výške odpočítavalo od jej vlastného kapitálu).

Vyžadovanie výslovného záväzku by navyše mohlo **zvýšiť vzájomnú previazanosť** v rámci finančného systému (najmä s bankovým systémom), predovšetkým ak je financovanie kapitálu jednoduchšie pre systémovo dôležitých sponzorov. Na druhej strane stojí protiargument, že kapitálové požiadavky by namiesto prehĺbovania vzájomnej previazanosti len zviditeľnili väzby, ktoré už aj tak existujú v dôsledku implicitných podporných vzťahov. Investori bánk i MMF by tak získali lepší prehľad o rizikách, ktoré nesú. Sektor MMF CNAV v Európe je však už do značnej miery **koncentrovaný** (kapitola III.4). Zavedenie kapitálových požiadaviek pre fondy CNAV alebo ich sponzorov zrejme povedie ku konsolidácii v sektore, čím sa zvýši koncentrácia rizík.

Keďže je pravdepodobné, že investori by sa na kapitálových rezervách/požiadavkách podieľali aspoň nepriamo prostredníctvom vyšších nákladov/poplatkov, výsledkom by mohol byť **pokles dopytu investorov**. Pokiaľ ide o potenciálny vplyv na financovanie bánk, je potrebné pripomenúť, že európske MMF CNAV poskytujú európskym PFI finančné prostriedky v objeme približne 146 mld. EUR.

Aj keby sa v záujme stability a transparentnosti mali uprednostňovať explicitné záväzky pred implicitnými, najlepším riešením sa zdá byť transformácia CNAV na VNAV, a nie explicitné kapitálové požiadavky. Kapitálové rezervy sú v rozpore so základným znakom investičného fondu – investičným rizikom investorov. Okrem toho môžu **ešte viac sťažiť ich rozdiely oproti bankám**.

IV.3. Odporúčanie B – Likviditné požiadavky

Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy EÚ:

1. **doplnili existujúce požiadavky týkajúce sa likvidity MMF stanovením explicitných minimálnych denných a týždenných objemov likvidných aktív, ktoré sú MMF povinné držať;**
2. **rozšírili zodpovednosť správcov fondov v oblasti monitorovania rizika likvidity;**
3. **zabezpečili, aby vnútroštátne orgány dohľadu a správcovia fondov zaviedli účinné nástroje, napríklad dočasné pozastavenie vyplácania vkladov, na riešenie nedostatku likvidity v období napätia vyplývajúceho z vývoja v rámci fondu i v rámci celého trhu.**

IV.3.1. Ekonomické odôvodnenie

a) Zvýšenie odolnosti MMF

Odporúčanie B vychádza z odporúčaní IOSCO týkajúcich sa riadenia likvidity. Predovšetkým odporúčanie č. 7 stanovuje, že „fondy peňažného trhu by mali mať minimálny objem likvidných aktív, aby dokázali lepšie uspokojovať žiadosti o vyplatenie vkladov a predchádzať výpredaju aktív“.

Ako bolo uvedené vyššie (kapitola I.2), v rámci EÚ je európsky právny rámec na riadenie likvidity už silný. Okrem iného platí všeobecná zásada stanovená v článku 1 smernice PKIPCP, že PKIPCP sú povinné na žiadosť investorov vyplatiť ich podiely. V prípade MMF usmernenia CESR/ESMA stanovujú, že MMF by mali investorom poskytovať dennú likviditu a svoju likviditu riadiť so zreteľom na túto zásadu. Usmernenia CESR/ESMA pre MMF tiež definujú limity váženej priemernej životnosti a váženej priemernej doby splatnosti, ktoré obmedzujú riadenie likvidity a nútia správcov držať likvidné aktíva.

Na rozdiel od existujúcich predpisov, najmä v Spojených štátoch, však v legislatíve EÚ nie je jednoznačne stanovený minimálny pomer likvidných aktív, ktoré by MMF mali držať. V tejto súvislosti treba poznamenať, že Európsky parlament (2012) vyzval Komisiu, aby posúdila možnosť zavedenia špecifických požiadaviek na likviditu MMF stanovením minimálnej požadovanej jednodňovej, týždennej a mesačnej likvidity⁽¹⁾.

Likvidné aktíva fondom MMF v prípade potreby pomáhajú vyplatiť podielnikov a zabrániť výpredaju aktív so stratou, a tým aj kontaminácii ďalších fondov s podobným portfóliom cenných papierov. Z tohto dôvodu sa odporúča v regulačnom rámci EÚ zaviesť jednoznačné minimálne objemy denných a týždenných likvidných aktív. Hlavný prínos tejto dodatočnej požiadavky:

- a) vyjadruje dôležitosť likvidných aktív MMF na **uspokojenie potenciálne rozsiahlych žiadostí o vyplatenie** investorov a prekonanie období trhovej volatility: prínos tohto opatrenia dokumentujú udalosti z leta 2011, keď MMF v Spojených štátoch dokázali uspokojiť početné žiadosti o vyplatenie vkladov⁽²⁾;
- b) vytvorí **jednotný základ riadenia likvidity** MMF v celej Európe a povzbudí dôveru investorov: Kódex postupov IMMFA a metodiky ratingových agentúr v súčasnosti v oblasti riadenia likvidity stanovujú rôzne limity a požiadavky (**box 1** nižšie). Naopak predpisy v Spojených štátoch, ako už bolo spomenuté, stanovujú konkrétne limity denných a týždenných likvidných aktív;
- c) zabezpečí, že MMF **budú k riadeniu likvidity dlhodobo prístupovať obozretne**: likvidita MMF sa po finančnej kríze v roku 2008 a v dôsledku rastúcej averzie voči riziku v rámci krízy štátneho dlhu v EÚ a vysokej volatility trhu zvýšila. Hrozí však riziko, že MMF po stabilizácii podmienok na trhu objem likvidných aktív vo svojich portfóliách opäť znížia a preorientujú sa na výnosnejšie nástroje s dlhšou dobou splatnosti, čím môžu svoju likviditnú pozíciu oslabiť;
- d) zavedenie jednoznačných kritérií je potrebné považovať za súčasť obozretného riadenia rizika likvidity (napr. v zmysle definície článku 51 smernice PKIPCP), pričom za riadenie svojej likvidity zostáva v plnej miere zodpovedná správcovská spoločnosť.

Box 1

Rôzne prístupy k likviditným rezervám

IMMFA: Fond IMMFA musí investovať minimálne 10 % čistých aktív do nástrojov splatných v nasledujúci pracovný deň a najmenej 20 % čistých aktív do nástrojov splatných do piatich pracovných dní. Členovia môžu na tento účel rozhodnúť o používaní štátnych dlhových nástrojov, pričom namiesto ich konečnej splatnosti sa berie do úvahy ich likvidita.

Fitch: Denná likvidita sa definuje ako: hotovosť uložená u uschovávatel'a s minimálnym ratingom „A“ a/alebo „F1“, resp. ekvivalentným ratingom, jednodňové dohody o spätnom odkúpení, podielové listy MMF s ratingom „AAAmmf“ od Fitch alebo ekvivalentným ratingom, cenné papiere splatné alebo vypovedateľné držiteľom do jedného pracovného dňa od subjektu s primeraným ratingom, a priame záväzky vydané štátmi s vysokým ratingom pod podmienkou vysokej trhovej likvidity, denominácie v základnej mene portfólia a zostatkovej doby splatnosti maximálne 397 dní. Týždenná likvidita sa definuje ako všetky horeuvedené nástroje plus cenné papiere splatné alebo vypovedateľné držiteľom do piatich pracovných dní od subjektu s primeraným ratingom a cenné papiere vydané nadnárodnými alebo vládnymi orgánmi s vysokým ratingom pod podmienkou vysokej trhovej likvidity a zostatkovej doby splatnosti maximálne 95 dní.

Moody's: Moody's pri hodnotení likvidity posudzuje štruktúru splatnosti i kvalitu aktív, ako aj expozíciu voči riziku rozsiahleho neplánovaného vyberania vkladov. Moody's hodnotí, do akej miery fond investuje do likvidných cenných papierov, predovšetkým štátnych cenných papierov s ratingom Aaa, a ich dobu splatnosti, ako aj ďalších likvidných aktív ako sú cenné papiere s dobou splatnosti menej ako sedem dní.

SEC: MMF v Spojených štátoch sú povinné mať najmenej 10 % svojich aktív v podobe jednodňových vkladov a 30 % aktív so splatnosťou do jedného týždňa. Denné likvidné aktíva sa definujú ako hotovosť, cenné papiere ministerstva

⁽¹⁾ Európsky parlament (2012) tiež Komisiu vyzval na uplatňovanie likviditných poplatkov v stanovených prípadoch, čo by tiež viedlo k priamej ohlasovacej povinnosti voči príslušnému orgánu dohľadu a ESMA.

⁽²⁾ Podľa FSO (2012) primárne inštitucionálne MMF počas osemtýždňového obdobia končiaceho sa 3. augusta 2011 zaznamenali čistý odlev v objeme 179 mld. USD (16 % aktív).

financií Spojených štátov a cenné papiere prevoditeľné na hotovosť do jedného pracovného dňa. Týždenné likvidné aktíva tvorí hotovosť, cenné papiere ministerstva financií Spojených štátov, diskontné zmenky vládnych agentúr so zostatkovou dobou splatnosti do 60 dní a cenné papiere prevoditeľné na hotovosť (na základe ich splatnosti alebo na požiadanie) do piatich pracovných dní.

Poznámka: Uvedené informácie sú len výňatkom. Viac informácií sa nachádza v platných predpisoch a metodikách.

Pri určovaní veľkosti a skladby rezerv likvidných aktív by sa mali zohľadňovať nasledujúce aspekty.

- a) Medzi veľkosťou požadovaných rezerv a typom akceptovateľných aktív je **kompromis**, ktorý znázorňujú rôzne metodiky v súčasnosti používané v Európe a rôzne údaje o likvidných aktívach, ktoré MMF vykazujú. Čím je požadovaná rezerva vyššia, tým ťažšie je ju splniť prostredníctvom vysokokvalitných aktív.
- b) Mali by sa definovať **denné i týždenné likvidné aktíva**. Denné likvidné aktíva sú dôležité, pretože žiadosti o vyplatenie môžu prísť veľmi náhle⁽¹⁾. Týždenné likvidné aktíva tiež zvyšujú odolnosť fondu a jeho schopnosť vyrovnávať sa s rozsiahlym výberom vkladov a zároveň rozširujú okruh akceptovateľných aktív.
- c) V záujme zníženia závislosti fondu od likvidity sekundárneho trhu by mala definícia likvidných aktív (okrem hotovosti) brať do úvahy v prvom rade **zostatkovú dobu splatnosti**. Nástroje zahrnuté medzi denné a týždenné likvidné aktíva by preto mali mať zostatkovú dobu splatnosti jeden pracovný deň, resp. päť pracovných dní. Tento prístup založený na zostatkovej dobe splatnosti predchádza subjektívnemu hodnoteniu trhovej likvidity určitých nástrojov, keďže v období napätia na trhu sa aj likvidné aktíva môžu stať nelikvidnými. Táto definícia sa líši od definície platnej v Spojených štátoch, ktorá zahŕňa aj cenné papiere ministerstva financií a vládnych agentúr, čo je odrazom špecifik miestneho trhu a veľkosti trhu s dlhovými nástrojmi vlády USA.
- d) Pri definovaní výšky rezerv by sa mali brať do úvahy riziká spojené s **potenciálne voliteľnou dobou splatnosti aktív**. Takáto možnosť môže vychádzať z rôznych parametrov vrátane techník na riadenie expozície voči riziku zmluvnej strany, ako sú nástroje s možnosťou predčasného predaja (napr. dlhopisy s povinnosťou odkúpenia), zrušiteľné nástroje (napr. zrušiteľné opcie) a vypovedateľné nástroje (napr. kúpne repo techniky). Takéto možnosti črty môžu vyvolať kontamináciu a oslabiť celkovú likviditnú pozíciu fondov, predovšetkým v prípade napätia na trhu.
- e) Je potrebné zohľadniť aj **ďalšie vplyvy vzájomnej previazanosti**, predovšetkým s bankovým sektorom, ktoré môžu ovplyvniť dostupnosť aktív použiteľných na likviditnú rezervu.

b) Zlepšenie riadenia rizika likvidity

Stanovené limity by sa mali považovať za minimálne hodnoty. Správcovia by preto mali svoje likvidné aktíva prispôbiť svojmu profilu a investorskej základni (typ investorov, spôsob vyberania vkladov, koncentrácia investorskej základne atď.), ako aj podmienkam na trhu.

Správcovia by mali ako súčasť riadenia likvidity na základe spoľahlivých „najlepších postupov“ zaviesť pravidelné stresové testovanie s rôznymi nepriaznivými scenármi vývoja (vo fonde i na celom trhu) s dosahom na ich profil likvidity. Tento prístup je v súlade s odporúčaním IOSCO č. 8. MMF by pre prípad takýchto období napätia tiež mali mať núdzové plány.

Ako naznačuje odporúčanie IOSCO č. 6, jedným z dôležitých faktorov sú podielníci fondu. Tento faktor je relevantný predovšetkým v rámci EÚ, kde väčšinu investorskej základne tvoria inštitucionálni investori, ktorí sú spravdla náchylnejší na hromadné vyberanie vkladov. Ako bolo podrobne uvedené vyššie (kapitola III.3), prieskum ESRB poukazuje na relatívnu neistotu, pokiaľ ide o investorskú základňu fondov. Existujú aj nepriame dôkazy o rastúcej úlohe obchodných platforiem v Európe, čo správcom fondov identifikáciu svojich podielnikov ešte sťažuje. Dôsledky tohto trendu je potrebné posúdiť. MMF by okrem toho mohli byť povinné zisťovať informácie o svojich skutočných vlastníkoch, podobne ako navrhujú odporúčania FSOC pre MMF v Spojených štátoch⁽²⁾.

⁽¹⁾ V prípade fondu Reserve Primary Fund sa investori snažili vybrať približne 40 mld. USD v priebehu dvoch dní, pričom za týždeň bolo vybratých 15 % vkladov hlavných MMF.

⁽²⁾ Návrh odporúčaní zverejnený v novembri 2012 uvažuje o zavedení dodatočných požiadaviek na identifikáciu investorov.

c) Riadenie likvidity v období napätia

Aj keď správcovia fondov k riadeniu rizika likvidity pristupujú obozretne, môžu sa vyskytnúť prípady, v ktorých MMF musia čeliť mimoriadne napätým podmienkam na trhu a rozsiahlemu vyberaniu vkladov v dôsledku špecifického vývoja vo fonde alebo celkového vývoja na trhu. Odporúčanie IOSCO č. 9 preto stanovuje, že „fondy peňažného trhu by mali mať nástroje, ktoré im umožnia vyrovnat' sa s mimoriadnymi podmienkami na trhu a výrazným tlakom na vyplácanie vkladov“. Takéto nástroje môžu zmierniť tlak na vyplácanie vkladov a tým zabrániť ich hromadnému výberu alebo iným stádovitým prejavom investorov daného fondu alebo skupiny fondov. IOSCO tiež poznamenáva, že „s cieľom zabrániť účinkom kontaminácie môžu štáty tiež zvážiť udelenie právomoci regulačným orgánom vyžadovať používanie takýchto nástrojov, ak mimoriadna situácia v jednom alebo viacerých MMF môže ovplyvniť širší finančný systém“.

Pokiaľ ide o regulačný rámec EÚ, súčasťou smernice PKIPCP i smernice AIFM sú ustanovenia o dočasnom pozastavení činnosti.

- Článok 45 ods. 2 **smernice PKIPCP** uvádza, že členské štáty môžu príslušným orgánom udeliť oprávnenie požadovať alebo povoliť dočasné pozastavenie upisovania, odkupovania alebo vyplácania podielových listov v záujme ochrany podielníkov alebo verejnosti. Podľa článku 84 ods. 2 môže fond v mimoriadnych prípadoch dočasne pozastaviť odkupovanie alebo vyplácanie svojich podielových listov, ak si to vyžadujú okolnosti a ak je to v záujme podielníkov.
- Článok 46 ods. 2 **smernice AIFM** stanovuje, že príslušné orgány „sú oprávnené požiadať o pozastavenie emisie, odkupovania alebo vyplácania podielových listov v záujme podielníkov alebo verejnosti“. Na úrovni fondu však žiadne takéto ustanovenie neexistuje. Článok 23 ods. 1 písm. h okrem toho vyžaduje zverejňovanie informácií o riadení rizika likvidity AIF vrátane práv na vyplatenie za bežných i za mimoriadnych okolností.

Tento rámec sa líši od predpisov platných v Spojených štátoch, kde musí fond po pozastavení činnosti prejsť do likvidácie⁽¹⁾. Dočasné pozastavenie činnosti je pravdepodobne najlepšou odpoveďou na mimoriadne okolnosti, keď sú fondy vystavené výraznému tlaku na vyplácanie podielov. Rámec EÚ by mal byť preto upravený tak, aby rozšíril možnosť dočasného pozastavenia žiadostí o vyplatenie podielov na všetky fondy (PKIPCP i iné ako PKIPCP), rovnako ako je to v súčasnosti podľa smernice PKIPCP⁽²⁾. Príslušné orgány by mohli požadovať aj dočasné pozastavenie vyplácania, ktoré už právne predpisy EÚ umožňujú v prípade fondov PKIPCP a fondov iných ako PKIPCP, v záujme podielníkov alebo verejnosti, čo je v súlade s odporúčaniami IOSCO.

Popri dočasnom pozastavení činnosti je možné zvážiť aj zavedenie ďalších mimoriadnych nástrojov na riadenie likvidity MMF. Podmienky a okolnosti, za akých by sa tieto nástroje mohli použiť, by mali byť jasne stanovené a mal by sa hodnotiť ich prínos pre finančnú stabilitu. V zmysle odporúčaní IOSCO by sa predovšetkým mohol ďalej posúdiť prínos kvót (v prípade používania kvót môžu fondy obmedziť výšku vyplácanej sumy v daný deň na určitý podiel).

V súlade s odporúčaniami IOSCO by mali byť zavedené primerané oznamovacie povinnosti, aby investori boli informovaní o postupoch uplatňovaných za stresových podmienok. Fondy musia predovšetkým zabezpečiť, aby ich investori vedeli, za akých okolností sa takýto postup (pozastavenie činnosti a pod.) môže uplatniť. Podrobnosti a podmienky jeho uplatnenia by sa však zverejňovať nemali, aby nepodnecovali využívanie výhody prvého aktéra a možnosti preventívneho vyberania podielov. Otázka zverejňovania postupov uplatňovaných v období napätia sa podrobnejšie rozoberá v odporúčaní C odsek 3.

IV.3.2. Hodnotenie

Pokiaľ ide o zavedenie konkrétnych požiadaviek na likviditu aktív, konzultácia IOSCO na jar 2012 ukázala, že respondenti vo všeobecnosti podporujú zavedenie likviditných rezerv pre MMF. Respondenti predovšetkým zdôraznili prínos nových ustanovení pravidla 2a-7 v Spojených štátoch na zvýšenie odolnosti fondov. V rámci EÚ miestni respondenti poukázali na to, že v Európe na rozdiel od Spojených štátov neexistuje jednotný rámec riadenia likvidity, a iniciatíve regulačných orgánov prevažne vyjadřili svoju podporu.

Pri posudzovaní potenciálneho vplyvu zavedenia nových kvantitatívnych požiadaviek v riadení likvidity je potrebné zohľadniť súčasnú skladbu portfólií fondov, pretože tvorba rezerv môže zvýšiť záujem o financovanie s najkratšou dobou splatnosti a viesť správcov k zmene alokácie aktív. Ako ukazuje prieskum ESRB, už dnes podstatnú časť portfólií MMF v EÚ tvoria aktíva so splatnosťou do jedného dňa a jedného týždňa (podrobnejšie v tabuľke 6 v kapitole III.2 a v grafe 6). Podiel týchto likvidných aktív je vyšší v prípade fondov CNAV (26 % a 11 % aktív v júni 2012), ktoré majú aj

⁽¹⁾ Podľa nového pravidla SEC 22e-3 prijatého v roku 2010 je správna rada fondu MMF po oznámení SEC oprávnená pozastaviť vyplácanie podielových listov a začať likvidáciu fondu v prípade jeho pádu, resp. hrozby pádu pod dolár.

⁽²⁾ Európska komisia (2012), kapitola 5, ktorá sa zaoberá mimoriadnymi nástrojmi na riadenie likvidity.

pomerne vysoký podiel aktív v hotovosti (takmer 7 % v júni 2012). Pomerne vysoký podiel aktív s dennou a týždennou likviditou vykazujú aj ostatné MMF v EÚ (iné ako CNAV) – približne 17 % a 5 % v prípade krátkodobých fondov VNAV a 12 % a 3 % v prípade ostatných fondov VNAV).

Súbor údajov ESRB má určité obmedzenia, keďže prieskum sa nevzťahuje na všetky MMF a uvedené údaje sú agregátnymi hodnotami za všetky fondy, pričom situácia v jednotlivých fondoch sa môže líšiť. Prieskum zároveň podáva obraz len o momentálnom stave v čase vysokej averzie voči riziku. Výsledky prieskumu však zodpovedajú ďalším zisteniam orgánov dohľadu a ratingových agentúr, ako aj informáciám, ktoré o svojom riadení likvidity poskytli správcovské spoločnosti.

IV.4. Odporúčanie C – Zverejňovanie informácií

Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy EÚ:

1. **požadovali, aby MMF vo svojich marketingových materiáloch investorov upozorňovali na neexistenciu kapitálovej záruky a možnosť straty istiny;**
2. **požadovali, aby MMF v rámci zverejňovaných informácií uvádzali možnosť sponzorskej podpory a schopnosť podpory alebo ochrany len vtedy, ak takáto podpora alebo ochrana vyplýva z pevného záväzku sponzora, pričom v takom prípade musí byť vykázaná v rámci jeho účtovníctva a prudenciálnych požiadaviek;**
3. **požadovali, aby MMF zverejňovali svoj postup oceňovania, predovšetkým pokiaľ ide o používanie účtovania na základe amortizovaných nákladov, a poskytovali investorom potrebné informácie o platných postupoch vyplácania v období napätia.**

IV.4.1. Ekonomické odôvodnenie

MMF sa vo všeobecnosti považujú za veľmi nízkorizikové „bezpečné“ investície. Takýto pohľad môže prispieť k riziku hromadného vyberania vkladov investorov, ak fond tieto očakávania nesplní. Účelom zverejňovania dodatočných informácií je zabezpečiť, aby si investori boli jasne vedomí investičnej povahy MMF, a tým toto riziko znížiť. Táto oznamovacia povinnosť je v plnom súlade s odporúčaniami IOSCO č. 13 a 14, hoci zachádza trochu ďalej v tom, že vyžaduje, aby akákoľvek verejná zmienka o sponzorskej podpore, resp. schopnosti takejto podpory, bola povolená len v prípade pevného záväzku sponzora.

Ako bolo uvedené v kapitole II.2, predpoklad implicitnej a dobrovoľnej sponzorskej podpory prispieva k nestabilite systému. Portfóliá fondov a politika vyplácania by preto mali byť stavané tak, aby žiadna sponzorská podpora potrebná nebola. V opačnom prípade musí byť zámer spoliehať sa na podporu výslovný, plne internalizovaný na strane poskytovateľa podpory a musí podliehať regulačným kapitálovým požiadavkám, v zmysle diskusie k odporúčaniam A.

Dokumentácia investičných produktov by mala investorov informovať o platných postupoch oceňovania nástrojov vrátane informácií o používaní účtovania na základe amortizovaných nákladov, o predpokladoch, z ktorých tento spôsob účtovania vychádza, a súvisiacich rizikách. Investori by okrem toho mali poznať postupy, ktoré sa môžu uplatniť v prípade výrazného napätia na trhu alebo vysokého tlaku na vyberanie vkladov a ktoré môžu obmedziť možnosť výberu ich vkladov (viac v odporúčaní B, odsek 3). Tieto informácie o špecifikách jednotlivých produktov by mali investorom umožniť prijať racionálne investičné rozhodnutia a znížiť výskyt negatívneho výberu.

IV.4.2. Hodnotenie

Dostatok informácií o povahe MMF by mal znížiť riziko negatívneho výberu a hromadného vyberania vkladov, a tým aj systémové riziko. Z hľadiska ochrany investorov je tiež dôležitý pre racionálne rozhodnutia. Z agregátneho pohľadu európske MMF slúžia prevažne inštitucionálnym investorom. Tento typ investorov si už riziká spojené s MMF zrejme plne uvedomuje. V radoch retailových investorov, ktorí v niektorých členských štátoch tvoria väčšinu investorskej základne, je však úroveň pochopenia rizík pravdepodobne oveľa nižšia. Títo investori by tak z rozšírenia oznamovacích povinností profitovali najviac. Retailoví investori by si vďaka primeraným informáciám predovšetkým uvedomili, že MMF nie sú bez rizika, a niektorí by sa možno radšej rozhodli pre iný nástroj na riadenie hotovosti. V prípade retailových investorov by s najväčšou pravdepodobnosťou išlo o tradičné bankové vklady, a nie investície do iného subjektu tieňového bankovníctva. V neposlednom rade povinnosť spomínať v zverejňovaných informáciách sponzorskú podporu len v prípade pevného záväzku sponzora zviditeľní vzájomnú previazanosť v rámci finančného sektora a zníži systémové riziko vyplývajúce zo spoliehania sa na nevýslovnú a dobrovoľnú sponzorskú podporu.

Hoci niektoré z oznamovacích povinností uvedených v tomto odporúčaní sú už súčasťou právnych predpisov EÚ (napr. smernica PKIPCP a usmernenia CESR/ESMA z roku 2010), časť z týchto informácií a dokumentácie môže byť potrebná revidovať, čo by pre MMF znamenalo dodatočné náklady plnenia. Na strane vnútroštátnych orgánov dohľadu sa so žiadnymi podstatnými nákladmi nepočíta.

IV.5. Odporúčanie D – Vykazovanie a zdieľanie informácií

1. **Komisii sa odporúča zabezpečiť, aby príslušné právne predpisy EÚ:**
 - a) **požadovali, aby MMF alebo jeho správca a sponzor ohlasovali všetky prípady sponzorskej podpory, ktoré by mohli ovplyvniť cenu MMF, príslušnému vnútroštátnemu orgánu dohľadu, spolu s úplným popisom povahy a rozsahu takejto podpory;**
 - b) **zlepšili pravidelné vykazovanie zo strany MMF;**
 - c) **zabezpečili, aby príslušné vnútroštátne orgány dohľadu v relevantných prípadoch zdieľali informácie uvedené v písm. a) a b) s inými vnútroštátnymi orgánmi dohľadu toho istého alebo iného členského štátu, s Európskymi orgánmi dohľadu, ESCB a ESRB.**
2. **Komisii sa odporúča podporovať vývoj harmonizovaného vykazovania a harmonizovaného súboru údajov podľa odseku 1 písm. b) a organizovanie zdieľania informácií podľa odseku 1 písm. c).**

IV.5.1. Ekonomické odôvodnenie

Hoci MMF VNAV nie sú povinné udržiavať nominálnu hodnotu podielov a tlak na sponzorskú podporu je v ich prípade iný ako pri fondoch CNAV, počas krízy zrejme tiež čelili obmedzeniam likvidity a nelikvidnému trhu. V dôsledku toho je možné, že sa takisto spoliehali na podporu svojich správcov alebo materských spoločností. Konkrétne informácie o prípadoch takejto podpory v rámci Európy, či už vo fondoch CNAV alebo VNAV, však v súčasnosti nie sú k dispozícii. Je to hlavne preto, lebo takáto podpora môže mať rôzne podoby a v dôsledku toho nemusí byť zjavná zo súvahy ani výkazu ziskov a strát poskytovajúcej strany. Prieskum ESRB síce obsahoval otázku o sponzorskej podpore, alebo fondy na ňu dávali len všeobecné odpovede ako „obchodovanie“ alebo „žiadne opatrenia“. Požiadavka uplatňovania modelu VNAV ani požiadavka nespoliehať sa na nevýslovnú podporu možnosť takejto podpory za mimoriadnych trhových podmienok v budúcnosti nemôže vylúčiť.

Aby orgány dokázali riziká spojené s takouto podporou monitorovať, MMF alebo jeho správca by mali všetky budúce prípady priamej alebo nepriamej sponzorskej podpory, bez ohľadu na jej povahu (vrátane odkúpenia problémových cenných papierov), ohlasovať príslušnému vnútroštátnemu orgánu. Vzhľadom na to, že takáto podpora môže prehĺbiť vzájomnú previazanosť v rámci finančného systému a tým prispieť k systémovým rizikám, by sa tieto informácie mali zdieľať s ostatnými relevantnými orgánmi (domácimi, zahraničnými alebo európskymi).

Na základe skúseností s existujúcimi štatistikami MMF a osobitným zberom údajov je jasné, že pravidelný zber údajov o európskom sektore MMF je možné zlepšiť. MMF majú zásadný význam pre plynulé fungovanie peňažných trhov v Európe. Tak vnútroštátne, ako aj európske regulačné orgány by preto mali mať prístup k podrobným údajom o týchto fondoch, ktoré im umožnia včas rozpoznať aktuálne trendy. Ak informácie o MMF už zbierajú národné centrálné banky, mala by sa zväziť možnosť zdieľania týchto informácií s vnútroštátnymi orgánmi dohľadu na prudenciálne účely.

Súčasťou pravidelného vykazovania by malo byť prinajmenšom podrobné členenie aktív a pasív MMF, ktoré orgánom dohľadu umožní monitorovať stav likvidity fondu a povahu a kvalitu jeho podkladových aktív. V prípade používania účtovania na základe amortizovaných nákladov by regulačné orgány mali mať prístup k pravidelným informáciám o rozsahu a prípadoch používania tejto metódy oceňovania. Ak sa bude aj naďalej používať model CNAV, súčasťou pravidelného vykazovania by mali byť aj podrobné informácie o fondoch CNAV vrátane informácií o ich tieňovej cene.

Podrobnejšie informácie by orgánom dohľadu umožnili lepšie rozumieť vývoju v sektore MMF a identifikovať možné zdroje rizika. Z makroprudenciálneho hľadiska by tieto podrobnejšie informácie mali byť k dispozícii tak na úrovni agregátneho sektora MMF, ako aj na úrovni jednotlivých fondov.

IV.5.2. Hodnotenie

Pozorné monitorovanie skladby aktív a investorov MMF, stavu ich likvidity, spôsobu oceňovania a prípadného využitia sponzorskej podpory je potrebné na sledovanie akumulácie rizík a väzieb MMF na ostatné časti finančného systému. Je preto nevyhnutným predpokladom prijatia akýchkoľvek preventívnych opatrení proti potenciálnym systémovým rizikám. Vďaka požiadavke pravidelného vykazovania tieňových cien si správcovia MMF budú lepšie vedomí skutočnosti, že vnútroštátne orgány dohľadu tento aspekt monitorujú. Výsledkom by mala byť lepšia disciplína, pokiaľ ide o možné odchýlky tieňovej ceny od NAV a spoliehanie sa na sponzorskú podporu.

Nevýhodou rozsiahlejšieho vykazovania sú náklady spojené s postupmi, ktoré musia byť zavedené v správcovských spoločnostiach a orgánoch dohľadu. Pri zavádzaní rozšíreného vykazovania MMF by sa preto mali zohľadňovať existujúce vykazovacie povinnosti MMF i zásada proporcionality, čím sa súvisiace náklady znížia. Predovšetkým údaje, ktoré ECB

zbiera v súvislosti so súvahou PFI (ktorých súčasťou sú MMF), už obsahuje podrobné informácie o aktívach a pasívach MMF (nariadenie ECB/2008/32). Vzhľadom na to, že tieto údaje sú určené na účely menovej politiky, však nemusia v plnej miere pokryť potrebu informácií na účely finančnej stability.

IV.6. **Nadväzujúce kroky**

IV.6.1. *Termíny*

Od Komisie sa vyžaduje, aby predložila ESRB a Rade Európskej únie správu o krokoch prijatých v nadväznosti na tieto odporúčania, alebo aby primerane odôvodnila svoju nečinnosť, v nasledujúcich termínoch:

- **do 30. júna 2013** Komisia predloží ESRB priebežnú správu, ktorá bude obsahovať prvé hodnotenie výsledkov prvej etapy implementácie týchto odporúčaní,
- **do 30. júna 2014** Komisia predloží ESRB a Rade záverečnú správu o druhej etape implementácie týchto odporúčaní.

IV.6.2. *Kritériá plnenia*

V prípade **odporúčaní A až D** platia nasledujúce všeobecné kritériá plnenia.

- Cieľom odporúčaní je okrem iného riadne a jednotné zavedenie príslušných odporúčaní IOSCO týkajúcich sa MMF v Európe.
- Komisia môže požiadať príslušné Európske orgány dohľadu (ESA) – najmä ESMA – o stanovisko k implementácii odporúčaní ESRB a v záujme ich jednotného uplatňovania môže požiadať ESA o vypracovanie potrebných technických štandardov, usmernení a odporúčaní (vrátane vzorov výkazov a zverejňovaných informácií, po náležitom zohľadnení existujúcich vykazovacích a oznamovacích povinností).
- Odporúčania ESRB sú zamerané na podniky kolektívneho investovania (PKI) so sídlom v EÚ, ktoré sa ponúkajú/predávajú investorom ako produkt zameraný na zachovanie hodnoty istiny a poskytovanie dennej likvidity a cieľových výnosov zodpovedajúcich sadzbám na peňažnom trhu. Týkajú sa predovšetkým fondov označovaných a predávaných ako fondy MMF, resp. predávaných ako fondy s vlastnosťami MMF (t. j. s cieľom zachovať hodnotu kapitálu, denné výbery a sadzby peňažného trhu), a fondov predávaných spôsobom, ktorý tento dojem navodzuje (napr. predávané ako hotovostné fondy, likvidné alebo likviditné fondy alebo ako fondy s krátkou dobou splatnosti).

V prípade **odporúčania A** platia nasledujúce kritériá plnenia.

- MMF by mali byť povinné používať len model variabilnej čistej hodnoty aktív. Zakázané by malo byť predovšetkým zaokrúhľovanie cien podielových listov na najbližšiu jednotku. Na povinný prechod na model variabilnej čistej hodnoty aktív by boli potrebné prechodné opatrenia. Z tohto dôvodu sa pre existujúce MMF odporúča dostatočne dlhé prechodné obdobie, počas ktorého by pokračujúce používanie modelu stálej čistej hodnoty aktív umožnilo uskutočniť potrebné úpravy. Prechodné obdobie pre existujúce fondy so stálou čistou hodnotou aktív by mohlo trvať najmenej dva roky od vydania platných pravidiel. MMF by navyše mali prechod na model variabilnej čistej hodnoty aktív ohlásiť a podrobne informovať o vplyve tejto zmeny, a to v dostatočnom predstihu pred zavedením tejto požiadavky.
- Z odporúčaní A nevyplýva úplný zákaz účtovania na základe amortizovaných nákladov. Účtovanie na základe amortizovaných nákladov by však malo byť povolené len vtedy, ak umožňuje primeranú aproximáciu ceny nástroja.
- Ak sa bude aj naďalej používať účtovanie na základe amortizovaných nákladov, mali by byť zavedené obmedzenia týkajúce sa zostatkovej doby splatnosti príslušného nástroja s cieľom znížiť riziko nesúlady medzi jeho cenou a amortizovanými nákladmi. Pri určovaní takýchto obmedzení by mal byť náležite zohľadnený profil splatnosti aktív MMF so sídlom v EÚ.

V prípade **odporúčaní B** platia nasledujúce kritériá plnenia.

- Pri určovaní veľkosti a skladby minimálnych rezerv likvidných aktív by sa mali zohľadňovať nasledujúce aspekty:
 - a) kompromis medzi veľkosťou požadovaných rezerv a typom akceptovateľných aktív;
 - b) mala by sa stanoviť minimálna výška denných i týždenných likvidných aktív;
 - c) v záujme zníženia závislosti MMF od likvidity sekundárneho trhu by mala definícia likvidných aktív (okrem hotovosti) brať do úvahy v prvom rade zostatkovú dobu splatnosti, nástroje zahrnuté medzi denné a týždenné likvidné aktíva by preto mali mať zostatkovú dobu splatnosti do jedného pracovného dňa, resp. do piatich pracovných dní;

- d) pri určovaní výšky rezerv by sa mali brať do úvahy riziká spojené s potenciálne voliteľnou dobou splatnosti aktív, takáto možnosť môže vyplývať z rôznych parametrov vrátane techník na riadenie expozície voči riziku zmluvnej strany ako sú nástroje s možnosťou predčasného predaja (napr. dlhopisy s povinnosťou odkúpenia), zrušiteľné nástroje (napr. zrušiteľné opcie) a vypovedateľné nástroje (napr. kúpne repo techniky);
- e) ďalšie vplyvy vzájomnej previazanosti, predovšetkým s bankovým sektorom, ktoré môžu ovplyvniť dostupnosť aktív použiteľných na likviditnú rezervu;
- MMF by mali byť povinné upravovať svoje minimálne rezervy likvidných aktív v závislosti od svojho rizikového profilu a investorskej základne,
- mali by uskutočňovať pravidelné stresové testy s rôznymi nepriaznivými scenármi vývoja (vo fonde i na celom trhu) s dosahom na ich profil likvidity,
- MMF by pre prípad takýchto období napätia tiež mali mať núdzové plány,
- je potrebné, aby zaviedli nástroje, ktoré im umožnia vyrovnáť sa s mimoriadnymi žiadosťami investorov o vyplatenie.

V prípade **odporúčania C** platia nasledujúce kritériá plnenia.

- Informácie o produktoch MMF by mali investorov upozorňovať na neexistenciu, resp. obmedzený rozsah kapitálovej záruky a možnosť straty istiny.
- Tieto informácie by tiež mali investorov oboznámiť s platnými postupmi oceňovania nástrojov vrátane informácií o používaní účtovania na základe amortizovaných nákladov, o predpokladoch, z ktorých tento spôsob oceňovania vychádza, a súvisiacich rizikách.
- Akékoľvek zmienky o možnosti sponzorskej podpory a schopnosti podpory alebo ochrany by mali byť povolené len vtedy, ak takáto podpora alebo ochrana vyplýva z pevného záväzku sponzora, pričom v takom prípade musí byť vykázaná v jeho účtovníctve a prudenciálnych požiadavkách.
- Investori by mali poznať postupy, ktoré sa môžu uplatniť v prípade výrazného napätia na trhu alebo vysokého tlaku na vyberanie vkladov a ktoré môžu obmedziť možnosť výberu ich vkladov.

V prípade **odporúčania D** platia nasledujúce kritériá plnenia.

- MMF (alebo jeho správca) a sponzor by mali všetky prípady sponzorskej podpory, ktoré by mohli ovplyvniť cenu MMF, oznámiť príslušnému vnútroštátnemu orgánu dohľadu a opísať povahu a rozsah takejto podpory.
- Súčasťou pravidelného vykazovania MMF voči orgánom dohľadu alebo centrálnym bankám by malo byť prinajmenšom dostatočne podrobné členenie aktív a pasív MMF, ktoré orgánom dohľadu umožní monitorovať stav likvidity fondu a povahu a kvalitu jeho podkladových aktív.
- Ak MMF naďalej používa model stálej čistej hodnoty aktív, je potrebné, aby súčasťou pravidelného vykazovania boli osobitné podrobné informácie o fondoch so stálou čistou hodnotou aktív vrátane informácií o ich tieňovej cene.
- Ak MMF aj naďalej používa účtovanie na základe amortizovaných nákladov, regulačné orgány by mali mať prístup k pravidelným informáciám o rozsahu a prípadoch používania tejto metódy oceňovania.
- Mali by byť prijaté opatrenia na podporu vývoja harmonizovaného vykazovania a harmonizovaného súboru údajov o MMF, ktoré sa dajú využiť aj na makroprudenciálne účely, zohľadňujúce uvedené body. Všetky opatrenia tohto druhu by mali brať do úvahy existujúce vykazovacie povinnosti MMF, ako napr. súvahové výkazy peňažných finančných inštitúcií (ECB/2008/32).
- Je potrebné zabezpečiť neobmedzené zdieľanie uvedených informácií medzi prudenciálnymi orgánmi a centrálnymi bankami, a to tak na národnej, ako aj na cezhraničnej a európskej úrovni.

IV.6.3. Správy o prijatých nadväzujúcich krokoch

Predbežná správa s termínom do 30. júna 2013 by mala minimálne obsahovať:

- a) informácie o začatých a plánovaných legislatívnych iniciatívach Komisie v nadväznosti na tieto odporúčania;
- b) informácie o krokoch Komisie podniknutých vo vzťahu k orgánom ESA v nadväznosti na tieto odporúčania;
- c) predbežný termín vstupu do platnosti už navrhnutých alebo plánovaných opatrení Komisie v nadväznosti na tieto odporúčania;

- d) hodnotenie kumulatívneho vplyvu už navrhnutých alebo plánovaných opatrení Komisie v nadväznosti na tieto odporúčania;
- e) podrobné odôvodnenie akejkoľvek nečinnosti alebo odklonu od týchto odporúčaní.

Záverečná správa s termínom do 30. júna 2014 by mala minimálne obsahovať:

- a) informácie o stave legislatívneho procesu v nadväznosti na legislatívne iniciatívy Komisie začaté v nadväznosti na tieto odporúčania;
 - b) informácie o stave opatrení Komisie prijatých vo vzťahu k orgánom ESA v nadväznosti na tieto odporúčania;
 - c) predbežný termín vstupu do platnosti opatrení, ktoré Komisia navrhla v nadväznosti na tieto odporúčania;
 - d) hodnotenie kumulatívneho vplyvu opatrení, ktoré Komisia navrhla v nadväznosti na tieto odporúčania;
 - e) podrobné odôvodnenie akejkoľvek nečinnosti alebo odklonu od týchto odporúčaní.
-

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- Ansidei, J. – Bengtsson, E. – Frison, D. – Ward, G.: *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, č. 1, jún 2012.
- Baba, N. – McCauley, R. N. – Ramaswamy, S.: *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, marec 2009, s. 65 – 81.
- Bazilejský výbor pre bankový dohľad: *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, december 2010 (revidované v júni 2011).
- Brady, S. A.: *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 2012.
- Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere: *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19. máj 2010.
- Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere: *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by PKIPCP*, marec 2007.
- Duygan-Bump, B. – Parkinson, P. – Rosengren, E. – Suarez, G. A. – 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, pripravovaná štúdia.
- Európska centrálna banka: *nariadenie ECB č. 25/2009 (ES) z 19. decembra 2008 o bilancii sektora peňažných finančných inštitúcií (prepracované znenie) (ECB/2008/32)*, Ú. v. EÚ L 15, 20. 1. 2009, s. 14.
- Európska komisia: *Zelená kniha – tieňové bankovníctvo*, 19. marec 2012.
- Európska komisia: *Podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) – Pravidlá pre produkty, riadenie likvidity, depozitár, fondy peňažného trhu, dlhodobé investície*, konzultačný dokument, 26. júl 2012.
- Európsky parlament: *Správa o tieňovom bankovníctve*, Výbor pre hospodárske a menové veci, 25. október 2012.
- Európsky orgán pre cenné papiere a trhy: *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20. február 2012.
- Európsky orgán pre cenné papiere a trhy: *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25. júl 2012.
- Rada pre finančnú stabilitu: *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, konzultačný dokument, 18. november 2012.
- Rada pre finančnú stabilitu: *Shadow banking: scoping the issues*, 12. apríl 2011.
- Rada pre dohľad nad finančnou stabilitou: *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, november 2012.
- FitchRatings: *European money market funds: trends in MMF portfolios*, november 2012.
- Gordon, J. N. – Gandia, C. M.: *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, č. 426, 23. september 2012.
- Gorton, G. – Metrick, A.: *Regulating the shadow banking system*, Brookings Papers on Economic Activity, jeseň 2010.
- Asociácia inštitucionálnych fondov peňažného trhu: *Code of practice*, 2012.
- Asociácia inštitucionálnych fondov peňažného trhu: *A comparison of money market fund ratings*, 19. jún 2012.
- Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere: *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, konzultačná správa, 27. apríl 2012.
- Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere: *Policy recommendations for money market funds*, 9. október 2012.
- Kacperczyk, M. – Schnabl, P.: *How safe are money market funds?*, návrh, apríl 2012.
- McCabe, P. E.: *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, september 2010.

McCabe, P. E. – Cipriani, M. – Holscher, M. – Martin, A.: *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, júl 2012.

Moody's: *Sponsor key to money market funds*, august 2010.

Pracovná skupina pre finančné trhy: *Money market fund reform options*, október 2010.

Rosengren, E. S.: *Money market mutual funds and financial stability*, príspevok na konferencii Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference, 11. apríl 2012.

Scharfstein, D. S.: *Perspectives on money market mutual fund reforms*, vystúpenie pred senátnym výborom pre bankovníctvo, bývanie a mestské záležitosti, 21. jún 2012.

Scott, H. S.: *Interconnectedness and contagion*, 20. november 2012.

Komisia pre cenné papiere a burzy: *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4. marec 2010.

Komisia pre cenné papiere a burzy: *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, 7. jún 1977.

Squam Lake Group: *Reforming money market funds*, 14. január 2011.

Predplatné na rok 2013 (bez DPH, vrátane poštovného)

Úradný vestník EÚ, séria L + C, len tlačené vydanie	22 úradných jazykov EÚ	1 300 EUR ročne
Úradný vestník EÚ, séria L + C, tlačené vydanie + ročné DVD	22 úradných jazykov EÚ	1 420 EUR ročne
Úradný vestník EÚ, séria L, len tlačené vydanie	22 úradných jazykov EÚ	910 EUR ročne
Úradný vestník EÚ, séria L + C, mesačné (súhrnné) DVD	22 úradných jazykov EÚ	100 EUR ročne
Dodatok k úradnému vestníku (séria S), Verejné obstarávanie a výberové konania, DVD, jedno vydanie za týždeň	viacjazyčné: 23 úradných jazykov EÚ	200 EUR ročne
Úradný vestník EÚ, séria C – konkurzy	jazyk(-y), v ktorom(-ých) sa konajú konkurzy	50 EUR ročne

Úradný vestník Európskej únie, ktorý vychádza vo všetkých úradných jazykoch Európskej únie, si možno predplatiť v ktoromkoľvek z 22 jazykových znení. Zahŕňa sériu L (Právne predpisy) a C (Informácie a oznámenia).

Každé jazykové znenie má samostatné predplatné.

V súlade s nariadením Rady (ES) č. 920/2005 uverejneným v úradnom vestníku L 156 z 18. júna 2005 a ustanovujúcim, že inštitúcie Európskej únie nie sú viazané povinnosťou vyhotovovať všetky právne akty v írskom jazyku a uverejňovať ich v tomto jazyku, sa úradné vestníky uverejnené v írskom jazyku predávajú osobitne.

Predplatné na dodatok k úradnému vestníku (séria S – Verejné obstarávanie a výberové konania) zahŕňa všetkých 23 úradných jazykových znení na jednom viacjazyčnom DVD.

Predplatitelia Úradného vestníka Európskej únie môžu získať na základe žiadosti rôzne prílohy k úradnému vestníku. O vydaní týchto príloh budú informovaní prostredníctvom oznamov pre čitateľov, ktoré sa vkladajú do Úradného vestníka Európskej únie.

Predaj a predplatné

Rozličné platené publikácie, rovnako ako aj Úradný vestník Európskej únie, si možno predplatiť a získať u obchodných distribútorov. Zoznam obchodných distribútorov možno nájsť na tejto internetovej adrese:

http://publications.europa.eu/others/agents/index_sk.htm.

EUR-Lex (<http://eur-lex.europa.eu>) poskytuje priamy a bezplatný prístup k právu Európskej únie. Na stránke možno prehliadať Úradný vestník Európskej únie, ako aj zmluvy, právne predpisy, judikáciu a návrhy právnych aktov.

Viac sa dozviete na stránke: <http://europa.eu>.

