

I

(Usnesení, doporučení a stanoviska)

DOPORUČENÍ

EVROPSKÁ RADA PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA

DOPORUČENÍ EVROPSKÉ RADY PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA

ze dne 7. prosince 2017

o riziku likvidity a riziku pákového efektu v investičních fondech

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

GENERÁLNÍ RADA EVROPSKÉ RADY PRO SYSTÉMOVÁ RIZIKA,

s ohledem na Smlouvu o fungování Evropské unie,

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

s ohledem na rozhodnutí Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2011/1 ze dne 20. ledna 2011, kterým se přijímá jednací řád Evropské rady pro systémová rizika ⁽²⁾, a zejména na články 18 až 20 tohoto jednacího řádu,

vzhledem k těmto důvodům:

- (1) Sektor investičních fondů v posledním desetiletí v Unii i ve světě výrazně rostl, a investiční fondy tak v současné době představují větší celkovou složku trhů s cennými papíry. Očekává se, že úloha investičních fondů ve finančním zprostředkování dále vzroste v prostředí nízkých úrokových sazeb a rozvahových omezení v bankovním sektoru ve spojení se změnami vyplývajícími z vytvoření unie kapitálových trhů. Regulační orgány tento vývoj vítají, neboť diverzifikace zdrojů financování může pomoci zvýšit efektivnost, jakož i odolnost finančního systému jako celku.
- (2) Existují však obavy, že zvýšený podíl investičních fondů na finančním zprostředkování může vést k zesílení případné budoucí finanční krize. Nesoulad mezi likviditou aktiv otevřených investičních fondů a jejich profilem odkupování může vést k nutnosti aktiva prodávat pod cenou za účelem uspokojení žádostí o odkoupení v období napětí na trhu. Tyto prodeje pod cenou by mohly nepříznivě ovlivnit ostatní účastníky trhu, kteří vlastní stejná nebo silně korelovaná aktiva. Navíc pákový efekt může zesílit dopad negativních pohybů na trhu, protože vytváří expozici přesahující aktiva investičního fondu. Kromě uvedených kanálů nepřímého šíření krize může investiční fond šířit riziko prostřednictvím vzájemné provázanosti, např. se svými investory, což je přímý kanál, jehož prostřednictvím se mohou otřesy přenášet na ostatní finanční instituce.
- (3) Investiční fondy též snadno podléhají změnám v dynamice a struktuře trhu. Například v prostředí nízkých úrokových sazeb může snaha o získání vyššího výnosu vést k většímu podílu investic do méně likvidních aktiv. Existuje riziko, že otřesy na makroúrovni, jako je obrat ve vývoji rizikové prémie, by mohly vést k velkému množství žádostí o odkoupení ze strany investorů do investičních fondů. To by se mohlo zvlášť projevit v investičních fondech, které ve svých portfoliích mají velký podíl aktiv s vysokou finanční pákou a méně likvidních aktiv.

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

⁽²⁾ Úř. věst. C 58, 24.2.2011, s. 4.

- (4) Navíc, není-li toto riziko náležitě řízeno, mohou někteří investoři využít „výhody prvního tahu“, tj. investoři, kteří požádají o odkoupení před vznikem nebo v rané fázi napjaté situace na trhu, nenesou plné následky tohoto napětí na trhu, a zátěž tak převezmou zbylí investoři.
- (5) Současný legislativní rámec v Unii zahrnuje opatření, jejichž cílem je snížit zesilující účinky odvětví investičních fondů v období finanční krize a zvýšit odolnost investičních fondů. Legislativní rámec zahrnuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ⁽¹⁾ a 2011/61/EU ⁽²⁾.
- (6) Jak směrnice 2009/65/ES, tak směrnice 2011/61/EU obsahuje požadavky na řízení likvidity. Alternativní investiční fondy jsou povinny mít zásady odkupování, které jsou v souladu s profilem likvidity jejich investiční strategie, a provádět pravidelné zátěžové testy za podmínek běžných i mimořádných podmínek likvidity. Subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) podléhají podrobným pravidlům způsobilosti, která upravují druhy aktiv, do nichž mohou investovat, a podle potřeby musí provádět zátěžové testy.
- (7) S cílem řešit systémová rizika související s pákovým efektem směrnice 2009/65/ES a 2011/61/EU v současné době poskytují právní základ pro omezení zvyšování pákového efektu v investičních fondech. Čl. 51 odst. 3 směrnice 2009/65/ES stanoví investiční limit pro expozice SKIPCP vůči derivátovým nástrojům a čl. 83 odst. 2 písm. a) téže směrnice stanoví horní mez pro čerpání dočasných úvěrů ve výši 10 %. Čl. 25 odst. 3 směrnice 2011/61/EU umožňuje vnitrostátním příslušným orgánům stanovit limity pákového efektu nebo jiná omezení správy alternativního investičního fondu. Čl. 25 odst. 7 směrnice 2011/61/EU dále upravuje roli Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) při rozhodování, zda pákový efekt využívaný správcem alternativního investičního fondu nebo skupinou správců představuje významné riziko pro stabilitu a integritu finančního systému a ESMA může vnitrostátním příslušným orgánům poskytnout radu, jaká nápravná opatření je třeba přijmout, včetně stanovení limitů na sílu pákového efektu.
- (8) Uplatňování důsledně vysokých standardů, pokud jde o schopnost správců fondů řídit rizika v celé Unii, je odůvodněné, aby se zajistilo, že regulace zmírní systémové riziko. Je prokázáno, že současný regulatorní rámec zajišťuje účinné řízení rizik investičními fondy na mikroobezřetnostní úrovni. Jeho účinnost z makroobezřetnostního hlediska je však do značné míry neověřena. Cílem tohoto doporučení je řešit systémová rizika související s nesouladem likvidity a využíváním pákového efektu v investičních fondech. To posílí makroobezřetnostní rámec v Unii při jeho uplatňování na odvětví správy aktiv.
- (9) Cílem doporučení A je řešit rizika, která mohou vzniknout, když správci fondů nemají k dispozici přiměřené nástroje řízení likvidity, jako jsou poplatky za odkoupení, odklad odkupování nebo schopnost dočasně pozastavit odkupování. Bez těchto nástrojů by tlaky na odkupování v době poklesu cen aktiv mohly způsobit systémový nedostatek likvidity a umocnit pokles cen aktiv, což by mohlo vést k ohrožení finanční stability. Dostupnost rozmanitého souboru nástrojů řízení likvidity ve všech členských státech by zvýšila schopnost správců fondů vypořádat se s tlaky na odkupování v situaci nedostatečné likvidity na trhu. Doporučení A kromě toho vyzývá k dalšímu vyjasnění úlohy vnitrostátních příslušných orgánů, pokud jde o pozastavení odkupování.
- (10) Doporučení B sleduje omezení a prevenci nadměrného nesouladu likvidity v otevřených alternativních investičních fondech. Některé otevřené alternativní investiční fondy drží velkou část svých investic v aktivech, které jsou svou podstatou méně likvidní. Patří mezi ně investiční fondy, které investují do nemovitostí, nekótovaných cenných papírů, úvěrů a jiných alternativních aktiv. Je zapotřebí, aby tyto investiční fondy prokázaly vnitrostátním příslušným orgánům během schvalovacího procesu a/nebo po schválení, že jsou schopny zachovat svou investiční strategii za obtížných podmínek na trhu.
- (11) Cílem doporučení C je podpořit konzistentní postupy zátěžového testování likvidity na úrovni investičních fondů. Zátěžové testy jsou nástroje, které správci fondu pomáhají identifikovat případné slabiny investiční strategie a napomáhají investičnímu fondu připravit se na krizi. Pokud se zátěžový test využije správně jako nástroj

⁽¹⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (Úř. věst. L 302, 17.11.2009, s. 32).

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

řízení rizik a nástroj při rozhodování, měl by snížit riziko likvidity na úrovni investičního fondu a přispět ke snížení rizika likvidity na úrovni finančního systému. Pokyny týkající se postupů správců fondů při zátěžovém testování likvidity by měly snížit riziko likvidity na úrovni investičního fondu i na úrovni systému a zvyšují schopnost subjektů řídit likviditu v nejlepším zájmu investorů, a to i tím, že umožní vyhnout se překvapením a z toho vyplývajícím reakcím na naléhavé situace během období neočekávaně vysokého množství odkupů.

- (12) Doporučení D sleduje vytvoření harmonizovaného rámce pro vykazování ze strany SKIPCP v celé Unii. I když mnoho jurisdikcí Unie stanoví zpravodajskou povinnost pro SKIPCP, postupy v této oblasti se značně liší, což se týče frekvence vykazování, SKIPCP, na něž se tato povinnost vztahuje, a vykazovaných údajů. Neexistence harmonizovaného rámce pro vykazování brání sledování a komplexnímu hodnocení potenciálního příspěvku SKIPCP k rizikům pro finanční stabilitu. Harmonizovaný rámec pro vykazování ze strany SKIPCP též sníží stávající neefektivnost v oblasti vykazování, a to jak pokud jde o vnitrostátní příslušné orgány, tak i dotčené odvětví.
- (13) Cílem doporučení E je usnadnit provádění článku 25 směrnice 2011/61/EU, který upravuje makrobezpečnostní nástroj k omezení pákového efektu v alternativních investičních fondech. Je zapotřebí vyjasnit používání tohoto nástroje vypracováním společného přístupu, který zajistí, aby vnitrostátní příslušné orgány byly schopny tento nástroj jednotně používat. Měly by proto být vypracovány pokyny ohledně rámce pro hodnocení rizik pákového efektu a ohledně formy, kalibrace a uplatňování limitů pákového efektu.
- (14) Toto doporučení podporuje proporcionální rámec pro řízení systémových rizik, která mohou vznikat v sektoru investičních fondů nebo jím být šířena, při současném zachování klíčových prvků týkajících se odkupování, které lákají investory do otevřených investičních fondů a usnadňují kolektivní investování.
- (15) Toto doporučení zohledňuje probíhající mezinárodní a evropské iniciativy v oblasti makrobezpečnostní politiky, jejichž cílem je zmírnit rizika vyplývající z nesouladu likvidity a využívání pákového efektu v investičních fondech, a zejména práci Rady pro finanční stabilitu a Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry (IOSCO). Rada pro finanční stabilitu zveřejnila dne 12. ledna 2017 doporučení s cílem řešit strukturální slabiny činností v oblasti správy aktiv vyplývajících z nesouladu likvidity a využívání pákového efektu v investičních fondech⁽¹⁾. S cílem doplnit činnost Rady pro finanční stabilitu byla IOSCO pověřena provedením těchto doporučení. Tento proces v současné době probíhá.
- (16) S cílem zavést makrobezpečnostní prvky současného regulačního rámce pro investiční fondy a zajistit, aby vnitrostátní příslušné orgány postupovaly konzistentním způsobem, je toto doporučení zčásti určeno orgánu ESMA s ohledem na jeho podpůrnou a koordinační úlohu.
- (17) V zájmu řešení ostatních rizik, která představují investiční fondy, se doporučuje, aby Evropská komise navrhla další legislativní opatření. Uznává se, že Komise již zařadila legislativní přezkumy v této oblasti do programu své činnosti. Tyto přezkumy poskytnou příležitost zaměřit se na makrobezpečnostní otázky uvedené v doporučeních.
- (18) Doporučení Evropské rady pro systémová rizika (ESRB) se zveřejní poté, co generální rada o svém záměru je zveřejnit informovala Radu Evropské unie a dala jí příležitost se k tomuto záměru vyjádřit,

PŘIJALA TOTO DOPORUČENÍ:

ODDÍL 1

DOPORUČENÍ

Doporučení A – Nástroje řízení likvidity v souvislosti s odkupováním

1. Komisi se doporučuje navrhnout, aby právní předpisy Unie zahrnovaly společný právní rámec Unie pro začlenění dalších nástrojů řízení likvidity do koncepce investičních fondů pocházejících z Unie tak, aby rozhodnutí o tom, které další nástroje řízení likvidity mají být začleněny do zakládacích dokumentů investičních fondů nebo jiných předmluvních informací týkajících se investičních fondů mohl přijmout individuálně každý subjekt odpovědný za správu.

⁽¹⁾ Rada pro finanční stabilitu, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, leden 2017.

2. Komisi se doporučuje navrhnout, aby právní předpisy Unie zahrnovaly další ustanovení, která upřesní úlohu vnitrostátních příslušných orgánů při uplatňování jejich pravomoci pozastavit odkupování v případech s přeshraničním dopadem na finanční stabilitu.
3. Komisi se doporučuje navrhnout, aby právní předpisy Unie vymezily obecnou podpůrnou, poradní a koordinační úlohu orgánu ESMA v souvislosti s pravomocemi vnitrostátních příslušných orgánů pozastavit odkupování v případech s přeshraničním dopadem na finanční stabilitu v souladu s doporučením A.2.

Doporučení B – Dodatečná ustanovení ke snížení pravděpodobnosti nadměrného nesouladu likvidity

Komisi se doporučuje navrhnout, aby právní předpisy Unie zahrnovaly opatření, která omezí míru, v níž by mohlo používání transformace likvidity v otevřených alternativních investičních fondech přispět ke zvyšování systémových rizik nebo nebezpečí narušení řádného fungování trhu.

Doporučení C – Zátěžové testy

V zájmu podpory sblížení dohledu se doporučuje, aby orgán ESMA vypracoval pokyny ohledně postupů, které mají dodržovat správci, pokud jde o zátěžové testy rizika likvidity u jednotlivých alternativních investičních fondů a SKIPCP.

Doporučení D – Vykazování ze strany SKIPCP

1. Komisi se doporučuje navrhnout, aby právní předpisy Unie ukládaly SKIPCP a správcovským společnostem SKIPCP povinnost pravidelně vykazovat příslušnému orgánu údaje, zejména ohledně rizika likvidity a pákového efektu, a poskytnout tyto údaje relevantnímu vnitrostátnímu příslušnému orgánu, nejedná-li se o příslušný orgán pro účely vykazování ze strany SKIPCP.
2. Komisi se doporučuje navrhnout, aby údaje uvedené v doporučení D.1 vykazovala v rámci pro podávání zpráv alespoň čtvrtletně dostatečně významná část (z hlediska finanční stability) všech SKIPCP a správcovských společností SKIPCP. Reprezentativní část všech SKIPCP a správcovských společností SKIPCP by měla přinejmenším jednou ročně vykazovat dostatečný dílčí soubor údajů.
3. Komisi se doporučuje navrhnout, aby vnitrostátní příslušné orgány zpřístupnily údaje uvedené v doporučení D.1 vnitrostátním příslušným orgánům ostatních příslušných členských států, orgánu ESMA a ESRB.

Doporučení E – Pokyny k článku 25 směrnice 2011/61/EU

1. Orgánu ESMA se doporučuje, aby vydal pokyny ohledně rámce pro posuzování rozsahu, v jakém využívání pákového efektu v sektoru alternativních investičních fondů přispívá k růstu systémového rizika ve finančním systému.
2. Orgánu ESMA se doporučuje, aby vydal pokyny ohledně formy, kalibrace a uplatňování makrobezpečnostních limitů pákového efektu.
3. Orgánu ESMA se doporučuje, aby vydal pokyny, jak by vnitrostátní příslušné orgány měly informovat orgán ESMA, ESRB a ostatní vnitrostátní příslušné orgány o svém záměru zavést makrobezpečnostní opatření na základě čl. 25 odst. 3 směrnice 2011/61/EU.
4. Orgánu ESMA se doporučuje, aby informace, které obdrží od vnitrostátních příslušných orgánů podle čl. 25 odst. 3 směrnice 2011/61/EU, použil pro účely srovnání a sdílení poznatků s vnitrostátními makrobezpečnostními orgány a ESRB o postupech týkajících se používání limitů pákového efektu a ukládání jiných omezení správy alternativních investičních fondů.

ODDÍL 2

PROVÁDĚNÍ

1. Definice

1. Pro účely tohoto doporučení se použijí tyto definice:

- a) „dalšími nástroji řízení likvidity“ se rozumí nástroje, které otevřeným alternativním investičním fondům a SKIPCP, jakož i jejich správcům pomáhají za všech okolností, a zejména za obtížných podmínek na trhu, řádně a účinně vyřizovat žádosti o odkoupení. Tyto nástroje by měly zahrnovat opatření ex post, jako je pozastavení odkupování nebo odklad odkupování (gates)/možnost prodloužení lhůty pro vypořádání žádostí o odkoupení, a preventivní opatření, jako je přiřazení nákladů obchodování upisujícím/vypláceným investorům (metoda pohyblivých cen (swing pricing)/poplatky na zabránění snížení hodnoty investice (anti-dilution levies));

- b) „alternativním investičním fondem“ se rozumí subjekt kolektivního investování ve smyslu čl. 4 odst. 1 písm. a) směrnice 2011/61/EU;
 - c) „správce alternativního investičního fondu“ má stejný význam jako v čl. 4 odst. 1 písm. b) s výhradou vymezení vymezených v čl. 2 odst. 3 a výjimek vymezených v článku 3 směrnice 2011/61/EU;
 - d) „správcem otevřeného alternativního investičního fondu“ se rozumí správce spadající do kategorie vymezené v čl. 1 odst. 2 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 694/2014⁽¹⁾;
 - e) „subjektem odpovědným za správu“ se rozumí: i) správcovská společnost ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. b) směrnice 2009/65/ES; ii) SKIPCP zřízený jako investiční společnost, která neustanovila správcovskou společnost podle směrnice 2009/65/ES; iii) správce alternativního investičního fondu ve smyslu čl. 4 odst. 1 písm. b) směrnice 2011/61/EU a iv) samosprávný alternativní investiční fond zřízený jako investiční společnost, která neustanovila správce alternativního investičního fondu ve smyslu čl. 5 odst. 1 písm. b) směrnice 2011/61/EU;
 - f) „pákovým efektem“ se rozumí jakákoli metoda, kterou investiční fond zvyšuje svou expozici nad rámec hodnoty aktiv fondu, ať už se jedná o půjčku peněžních prostředků nebo cenných papírů, nebo pákový efekt vtělený v derivátových pozicích nebo jiný způsob;
 - g) „vnitrostátním příslušným orgánem“ se rozumí příslušný orgán ve smyslu čl. 2 odst. 1 písm. h) směrnice 2009/65/ES nebo případně čl. 4 odst. 1 písm. f) směrnice 2011/61/EU;
 - h) „systémové riziko“ má stejný význam jako v čl. 2 písm. c) nařízení (EU) č. 1092/2010;
 - i) „subjektem kolektivního investování do převoditelných cenných papírů“ (SKIPCP) se rozumí subjekt vymezený v čl. 1 odst. 2 směrnice 2009/65/ES, který byl povolen v souladu s článkem 5 uvedené směrnice;
 - j) „správcovská společnost SKIPCP“ má stejný význam jako v čl. 2 odst. 1 písm. b) směrnice 2009/65/ES.
2. Přílohy I a II tvoří nedílnou součást tohoto doporučení. V případě rozporu mezi hlavním textem a přílohami má přednost hlavní text.

2. Prováděcí kritéria

1. Při provádění tohoto doporučení se uplatňují následující kritéria:
- a) toto doporučení se vztahuje na alternativní investiční fondy, správce alternativních investičních fondů, SKIPCP a správcovské společnosti SKIPCP;
 - b) je třeba zabránit regulatorní arbitráži;
 - c) náležitou pozornost je třeba věnovat zásadě proporcionality při současném zohlednění cíle a obsahu každého doporučení;
 - d) kritéria splnění požadavků jsou uvedena v příloze I.
2. Příjemci doporučení se vyzývají, aby ESRB a Radu informovali o opatřeních, která přijali v reakci na toto doporučení, nebo aby v případě nečinnosti poskytli náležitě zdůvodnění. Jejich zprávy by měly zahrnovat přinejmenším:
- a) informace o podstatě a časovém rámci přijímaných opatření, případně včetně všech opatření přijatých ve vztahu k evropským orgánům dohledu;
 - b) hodnocení účinnosti přijatých opatření s ohledem na cíle sledované tímto doporučením;
 - c) podrobné zdůvodnění nečinnosti či jakéhokoli odchýlení od tohoto doporučení, a to včetně zdůvodnění případného prodloužení.

3. Časový rámec pro návazné kroky

Příjemci doporučení se vyzývají, aby informovali ESRB a Radu o opatřeních, která přijali v reakci na toto doporučení, nebo aby v případě nečinnosti poskytli náležitě zdůvodnění, a to v souladu s tímto časovým rámcem:

1. Doporučení A

Komise se vyzývá, aby do 31. prosince 2020 předložila ESRB a Radě zprávu o provádění doporučení A.1, A.2 a A.3.

⁽¹⁾ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 694/2014 ze dne 17. prosince 2013, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2011/61/EU, pokud jde o regulační technické normy určující typy správců alternativních investičních fondů (Úř. věst. L 183, 24.6.2014, s. 18).

2. Doporučení B

Komise se vyzývá, aby do 31. prosince 2020 předložila ESRB a Radě zprávu o provádění doporučení B.

3. Doporučení C

Orgán ESMA se vyzývá, aby do 30. června 2019 předložil ESRB a Radě pokyny uvedené v doporučení C.

4. Doporučení D

Komise se vyzývá, aby do 31. prosince 2020 předložila ESRB a Radě zprávu o provádění doporučení D.1, D.2 a D.3.

5. Doporučení E

- a) Orgán ESMA se vyzývá, aby do 30. června 2019 předložil ESRB a Radě pokyny uvedené v doporučeních E.1, E.2 a E.3;
- b) Orgán ESMA se vyzývá, aby počínaje 31. prosincem 2019 alespoň jednou ročně poskytoval vnitrostátním makroobezřetnostním orgánům a ESRB informace uvedené v doporučení E.4.

4. Sledování a hodnocení

1. Sekretariát ESRB bude:

- a) napomáhat příjemcům doporučení tím, že zajistí koordinaci podávání zpráv, poskytne jim příslušné vzory a v případě potřeby upřesní postup a lhůty pro návazné kroky;
- b) ověřovat provádění návazných kroků ze strany příjemců doporučení, poskytne jim pomoc na jejich žádost a o návazných krocích bude informovat generální radu prostřednictvím řídicího výboru.

2. Generální rada vyhodnotí přijatá opatření a zdůvodnění oznámená příjemci tohoto doporučení a případně může rozhodnout, že toto doporučení nebylo zohledněno a jeho příjemce řádně nezdůvodnil svou nečinnost.

Ve Frankfurtu nad Mohanem dne 7. prosince 2017.

Vedoucí sekretariátu ESRB jménem generální rady ESRB

Francesco MAZZAFERRO

PŘÍLOHA I

KRITÉRIA PLNĚNÍ DOPORUČENÍ

Doporučení A

V **případě doporučení A** platí následující kritéria plnění.

A.1 – Dostupnost dalších nástrojů řízení likvidity

Právní předpisy Unie by měly zajistit, aby na úrovni Unie byla ze zákona k dispozici celá řada dalších nástrojů řízení likvidity, a zároveň uznávat, že primární odpovědnost za aktivaci a uplatnění těchto nástrojů by měly nést správci aktiv a že některé z těchto nástrojů nebudou vhodné nebo nezbytné pro všechny druhy otevřených fondů. Další nástroje řízení likvidity by měly otevřeným alternativním investičním fondům a subjektům kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), jakož i jejich správcům pomoci řádně a účinně vyřizovat žádosti o odkoupení za všech okolností, a zejména za obtížných podmínek na trhu.

Změny příslušných právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat povinnost:

- a) správců otevřených alternativních investičních fondů a správcovských společností SKIPCP zvážit všechny dostupné další nástroje řízení likvidity a zejména vyhodnotit, které z těchto nástrojů jsou vhodné pro investiční strategie fondů, jež spravují, a které by měly být zahrnuty do zakládacích dokumentů nebo jiných předmluvních informací, aby mohly být uplatněny za běžných i obtížných podmínek na trhu, a zajistit pro investory dostatečnou transparentnost v souvislosti s těmito nástroji;
- b) správců otevřených alternativních investičních fondů a správcovských společností SKIPCP zahrnout do zakládacích dokumentů nebo jiných předmluvních informací o fondech, jež spravují, alespoň pravomoc pozastavit odkupování, zejména za obtížných podmínek na trhu;
- c) správců otevřených alternativních investičních fondů a správcovských společností SKIPCP zajistit, aby pro účely včasné aktivace jakéhokoli dalšího nástroje řízení likvidity, který mohou používat, disponovali potřebnou provozní kapacitou a plány pro nepředvídané události;
- d) správců otevřených alternativních investičních fondů a správcovských společností SKIPCP podávat vnitrostátním příslušným orgánům zprávy o uplatňování dalších nástrojů řízení likvidity za obtížných podmínek na trhu;
- e) Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) vypracovat s ohledem na stanovisko Evropské rady pro systémová rizika (ESRB) v souvislosti s makroobezřetnostními otázkami pokyny ohledně:
 - i. vymezení a charakteristik dalších nástrojů řízení likvidity;
 - ii. kritérií hodnocení vhodnosti podle bodu A.1 písm. a);
 - iii. požadavků na transparentnost v souvislosti s dalšími nástroji řízení likvidity podle bodu A.1 písm. a);
 - iv. rámcových zásad týkajících se způsobu uplatnění dalších nástrojů řízení likvidity v rámci postupu řízení likvidity fondu;
 - v. způsobu hodnocení a řešení případných nezamýšlených důsledků vyplývajících z používání dalších nástrojů řízení likvidity;
 - vi. požadavku podávat zprávy vnitrostátním příslušným orgánům podle bodu A.1 písm. d) a
 - vii. míry transparentnosti ve vztahu k investorům v době aktivace dalších nástrojů řízení likvidity a během jejich používání.

Pokyny by měly zohledňovat nezbytné plány pro nepředvídané události, jež by v souladu s bodem A.1 písm. c) měly být k dispozici předem, aby mohly být další nástroje řízení likvidity rychle a účinně aktivovány.

A.2 – Další ustanovení o pozastavení odkupování ze strany vnitrostátních příslušných orgánů s přeshraničními důsledky pro finanční stabilitu

Změny příslušných právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat:

- a) vyjasnění úloh vnitrostátních příslušných orgánů a jejich spolupráce v souvislosti s pozastavením odkupování pro účely přeshraniční finanční stability v případě, kdy je alternativní investiční fond nebo SKIPCP usazen v jednom členském státě, ale správce alternativního investičního fondu, popřípadě správcovská společnost SKIPCP jsou usazeny v jiném členském státě, tj. v případě přeshraničních důsledků;

- b) povinnost vnitrostátních příslušných orgánů informovat v případě uplatnění pravomoci nařídit pozastavení odkupování pro účely přeshraniční finanční stability ostatní vnitrostátní příslušné orgány, orgán ESMA a ESRB, a to před uplatněním této pravomoci.

A.3 – Další ustanovení o úloze orgánu ESMA ve vztahu k vnitrostátním příslušným orgánům, které pozastavují odkupování s přeshraničním dopadem na finanční stabilitu

Změny příslušných právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat povinnost orgánu ESMA zajistit, že bude plnit obecnou podpůrnou, poradní a koordinační úlohu v souvislosti s pravomocemi vnitrostátních příslušných orgánů pozastavit odkupování v případech s přeshraničním dopadem na finanční stabilitu.

Doporučení B

V případě **doporučení B** platí následující kritéria plnění.

Změny příslušných právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat:

- a) udělení pravomoci orgánu ESMA, aby na základě vlastní analýzy po zohlednění stanovisek ESRB v souvislosti s makroobezřetnostními otázkami a stanovisek Evropského orgánu pro bankovníctví a Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění v souvislosti s otázkami souladu napříč sektory připravil a aktualizoval seznam aktiv, která jsou svou podstatou méně likvidní. Orgán ESMA by měl při sestavování tohoto seznamu vzít v úvahu alespoň nemovitosti, nekótované cenné papíry, úvěry a další alternativní aktiva, která se zdají být svou podstatou méně likvidní. Tato analýza by měla zohlednit mimo jiné čas, který by byl zapotřebí ke zpeněžení těchto aktiv za obtížných podmínek na trhu;
- b) požadavek, aby správci otevřených alternativních investičních fondů, jejichž cílem je výrazně investovat do aktiv zahrnutých do seznamu méně likvidních aktiv ve smyslu bodu B písm. a), prokázali vnitrostátním příslušným orgánům schopnost zachovat svou investiční strategii za předvídatelných podmínek na trhu. Toto hodnocení by mělo mimo jiné zahrnovat uzpůsobené zásady odkupování, uplatňování dalších nástrojů řízení likvidity a/nebo interních limitů pro aktiva zahrnutá do seznamu méně likvidních aktiv ve smyslu bodu B písm. a). Pokud jsou tyto interní limity používány, měly by být oznámeny vnitrostátním příslušným orgánům v okamžiku založení daného fondu a následně je třeba orgány informovat o každé jejich změně. Poskytování informací investorům by se též mělo řídit pokyny, které vypracuje ESMA;
- c) možnost dle vlastního uvážení zavést přechodná ustanovení pro správce otevřených alternativních investičních fondů, která upřesní lhůtu pro zajištění souladu s právními předpisy v případě, že jsou na seznam méně likvidních aktiv ve smyslu bodu B písm. a) doplněna nová aktiva, popřípadě dojde-li k porušení interních limitů, s cílem zabránit jakýmkoli nezamýšleným škodlivým dopadům.

Doporučení C

V případě **doporučení C** platí následující kritéria plnění.

Pokyny, které vydá ESMA ohledně zátěžového testování likvidity, by měly mimo jiné zahrnovat:

- a) podobu scénářů zátěžových testů likvidity;
- b) zásady zátěžového testování likvidity včetně interního využívání výsledků zátěžových testů likvidity;
- c) kritéria pro aktiva a pasiva rozvahy investičních fondů a
- d) načasování a frekvenci provádění zátěžových testů likvidity jednotlivými fondy.

Tyto pokyny by měly být založeny na požadavcích týkajících se zátěžových testů stanovených ve směrnici 2011/61/EU a na způsobu provádění zátěžových testů účastníky trhu.

Doporučení D

V případě **doporučení D** platí následující kritéria plnění.

D.1 – Zpravodajská povinnost SKIPCP a správcovských společností SKIPCP

Změny příslušných právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat zpravodajskou povinnost, která se bude vztahovat jak na údaje specifické pro správce, tak na údaje specifické pro fondy a která zároveň zohlední specifika SKIPCP. Vykazované údaje by měly umožnit dostatečné sledování potenciálních slabín, které mohou být zdrojem systémového rizika, a měly by zahrnovat alespoň:

- a) hodnotu spravovaných aktiv za všechny SKIPCP spravované správcovskou společností;
- b) obchodované nástroje a jednotlivé expozice;

- c) investiční strategii;
- d) celkovou expozici/pákový efekt;
- e) zátěžové testy;
- f) techniky efektivní správy portfolia;
- g) riziko protistrany/zajištění;
- h) riziko likvidity;
- i) úvěrové riziko a
- j) objemy obchodování.

Komise by měla případně navrhnout harmonizaci celkové zpravodajské povinnosti investičních fondů a jejich správců, zejména navrhovaného vykazování ze strany SKIPCP a již zavedených opatření týkajících se vykazování na základě směrnice 2011/61/EU. V této souvislosti by Komise měla rovněž zohlednit zpravodajskou povinnost podle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1131⁽¹⁾. Tato harmonizace by měla umožnit využití existujících platforem pro vykazování, dosáhnout synergie a zabránit nepřiměřenému zatížení správců aktiv.

Změny právních předpisů Unie navrhované Komisí by kromě toho měly zahrnovat ustanovení, které stanoví, že není-li vnitrostátní příslušný orgán správce SKIPCP vnitrostátním příslušným orgánem samotného SKIPCP, je správce SKIPCP povinen na požádání poskytnout vykazované informace též vnitrostátnímu příslušnému orgánu SKIPCP.

D.2 – Frekvence a rozsah zpravodajské povinnosti SKIPCP a správcovských společností SKIPCP

Změny právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat tyto požadavky:

- a) aby se údaje uvedené v doporučení D.1 vykazovaly alespoň čtvrtletně, aby se umožnilo účinně sledovat rizika pro finanční stabilitu a současně byly zohledněny aspekty proporcionality ve vztahu k subjektům, které jsou povinny vykazovat dotčené údaje;
- b) aby byla při stanovení rozsahu vykazování zohledněna celková aktiva ve správě správcovské společnosti a aktiva ve správě jednotlivých fondů SKIPCP, čímž se zajistí, že se vykazování bude vztahovat na dostatečnou část celého odvětví, což umožní zaměřit se na rizika pro finanční stabilitu.

D.3 – Harmonizované vykazování a sdílení informací

Změny právních předpisů Unie navrhované Komisí by měly zahrnovat povinnost zpřístupnit informace uvedené v doporučení D.1 vnitrostátním příslušným orgánům ostatních příslušných členských států, orgánu ESMA a ESRB s cílem zajistit harmonizaci vykazování údajů o SKIPCP s postupy sdílení údajů podle směrnice 2011/61/EU. V této souvislosti by Komise měla rovněž zohlednit zpravodajskou povinnost podle nařízení (EU) 2017/1131.

Doporučení E

V případě **doporučení E** platí následující kritéria plnění.

E.1 – Hodnocení systémového rizika souvisejícího s pákovým efektem

Pokyny vydané orgánem ESMA by měly zahrnovat:

- a) společný minimální soubor ukazatelů, které by měly vnitrostátní příslušné orgány v rámci svého hodnocení zohlednit;
- b) pokyny k výpočtu ukazatelů uvedených v bodě E.1 písm. a) na základě údajů vykázaných podle článku 24 směrnice 2011/61/EU a
- c) kvalitativní a, pokud je to možné, kvantitativní popis výkladu ukazatelů v souvislosti s rámcem pro hodnocení.

⁽¹⁾ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1131 ze dne 14. června 2017 o fondech peněžního trhu (Úř. věst. L 169, 30.6.2017, s. 8).

Společný soubor ukazatelů uvedený v bodě E.1 písm. a) by měl:

- 1) usnadnit hodnocení úrovně, zdroje a různých využití pákového efektu;
- 2) usnadnit hodnocení hlavních kanálů, jejichž prostřednictvím může dojít ke vzniku systémového rizika, tj. prodeje pod cenou, přímé účinky na finanční instituce a přerušování zprostředkování úvěrů a
- 3) být funkční a dostatečný k tomu, aby vnitrostátní příslušné orgány mohly informovat orgán ESMA v souvislosti s jeho radou poskytnutou podle čl. 25 odst. 6 směrnice 2011/61/EU a zásadami stanovenými v článku 112 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 231/2013⁽¹⁾ ohledně toho, zda byly splněny podmínky pro stanovení limitů pákového efektu nebo jiných omezení správy alternativního investičního fondu.

E.2 – Makrobezpečnostní limity pákového efektu

Pokyny vydané orgánem ESMA by měly zahrnovat:

- a) popis různých druhů limitů pákového efektu včetně hodnocení jejich účinnosti a efektivnosti při zmírňování nadměrného pákového efektu;
- b) soubor zásad, které by měly vnitrostátní příslušné orgány zohlednit při kalibraci limitů pákového efektu. Tyto zásady by měly zahrnovat alespoň všechny tyto náležitosti: i) prohlášení o tom, že limity pákového efektu jsou založeny na opatřeních týkajících se pákového efektu, která jsou vymezena ve směrnici 2011/61/EU, ii) kritéria uplatňování limitů pákového efektu a iii) zásady týkající se pravidelného přezkumu limitů pákového efektu;
- c) soubor zásad, které by měly vnitrostátní příslušné orgány zohlednit v případě, že zvažují zavedení limitů pákového efektu, a které zahrnují minimálně: i) zásady vyváženého přístupu mezi stanovením limitů na základě pravidel a stanovením limitů na základě vlastního uvážení; ii) zásady týkající se interakce s jinými opatřeními; iii) zásady koordinace mezi orgány Unie.

E.3 – Postup oznamování

Pokyny vydané orgánem ESMA by měly vnitrostátním příslušným orgánům umožnit informovat orgán ESMA, ESRB a ostatní relevantní vnitrostátní příslušné orgány. Tyto pokyny by měly zahrnovat zejména efektivní pracovní postup a vzory notifikačních dopisů a požadavků na podávání zpráv týkajících se hodnocení vnitrostátních příslušných orgánů, pokud jde o potřebu zavést makrobezpečnostní opatření podle čl. 25 odst. 3 směrnice 2011/61/EU.

E.4 – Srovnávání

Orgán ESMA by měl jednou ročně informovat vnitrostátní makrobezpečnostní orgány a ESRB o:

- a) případných výsledcích srovnávání;
- b) případných postupech v souvislosti s používáním limitů pákového efektu a zaváděním jiných omezení správy alternativních investičních fondů, a to s využitím informací poskytnutých vnitrostátními příslušnými orgány podle čl. 25 odst. 3 směrnice 2011/61/EU.

⁽¹⁾ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled (Úř. věst. L 83, 22.3.2013, s. 1).

PŘÍLOHA II

EKONOMICKÉ ZDŮVODNĚNÍ A HODNOCENÍ

OBSAH

	<i>Strana</i>
Seznam zkratk	12
I. Úvod	13
II. Doporučení ESRB k rizikům likvidity a pákového efektu v investičních fondech	17
II.1 Doporučení A – Nástroje řízení likvidity v souvislosti s odkoupením	17
II.1.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady	17
Doporučení A 1) – Dostupnost dalších nástrojů řízení likvidity	17
Doporučení A 2) a A 3) – Další ustanovení o úloze vnitrostátních příslušných orgánů a orgánu ESMA ve vztahu k pozastavení odkupování vnitrostátními příslušnými orgány s přeshraničním dopadem na finanční stabilitu	21
II.1.2 Nezamýšlené dopady	22
II.2 Doporučení B – Dodatečná ustanovení ke snížení pravděpodobnosti nadměrného nesouladu likvidity	22
II.2.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady	22
II.2.2 Nezamýšlené dopady	30
II.3 Doporučení C – Zátěžové testy	31
II.3.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady	31
II.3.2 Nezamýšlené dopady	34
II.4 Doporučení D – Vykazování ze strany SKIPCP	35
II.4.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady	35
Doporučení D 1) – Zpravodajská povinnost SKIPCP a správcovských společností SKIPCP	35
Doporučení D 2) – Frekvence a rozsah zpravodajských povinností SKIPCP a správcovských společností SKIPCP	38
Doporučení D 3) – Harmonizované vykazování a sdílení informací	39
II.4.2 Nezamýšlené dopady	39
II.5 Doporučení E – Pokyny k článku 25 směrnice 2011/61/EU	40
II.5.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady	40
Doporučení E 1) – Hodnocení systémového rizika souvisejícího s pákovým efektem	40
Doporučení E 2) – Makrobezpečnostní limity pákového efektu	45
Doporučení E 3) – Postup oznamování	48
Doporučení E 4) – Srovnávání	48
II.5.2 Nezamýšlené dopady	48
Literatura	49
Příloha	52

Seznam zkratk

AIF	alternativní investiční fond
CESR	Výbor evropských regulátorů cenných papírů
CIS	systém kolektivního investování
CSD	centrální depozitář cenných papírů
EBA	Evropský orgán pro bankovníctví
ECB	Evropská centrální banka
EHP	Evropský hospodářský prostor
ESCB	Evropský systém centrálních bank
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika
EU	Evropská unie
EUR	euro
FSB	Výbor pro finanční stabilitu
IOSCO	Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry
MMF	fond peněžního trhu
NAV	čistá hodnota aktiv
OTC	mimoburzovní
SEC	Komise pro cenné papíry a burzy
SKIPCP	subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů
VaR	value at risk

Tato příloha obsahuje doplňující materiál pro doporučení ESRB s cílem podpořit jejich zavedení v EU. Každé doporučení je dále podrobně popsáno s uvedením ekonomického zdůvodnění a hodnocení včetně možných zamýšlených a nezamýšlených dopadů a potenciálního vlivu na trhy. Pro potřeby analýzy jsou v hojně míře použity výsledky výzkumů a studií politik, vnitrostátní právní předpisy a výsledky šetření ESMA, ESRB a IOSCO (např. týkající se dostupnosti a použití nástrojů řízení likvidity, použití fondového pákového efektu podle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES⁽¹⁾ a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU⁽²⁾ a postupů správců fondů týkajících se zátěžových testů).

I. Úvod

Strukturální aspekty

Sektor investičních fondů v EU v posledních letech výrazně vzrostl. Od roku 2008 se objem celkových čistých aktiv investičních fondů v EU více než zdvojnásobil – z 6,2 bil. EUR na 15,3 bil. EUR ve třetím čtvrtletí 2017.⁽³⁾ Je třeba také uvést, že ve stejném období se velikost evropských alternativních investičních fondů více než ztrojnásobila – z 1,6 bil. EUR na 5,8 bil. EUR.⁽⁴⁾ S rostoucím podílem sektoru investičních fondů na celkovém finančním trhu nabývá na významu řízení systémového rizika v tomto sektoru.

Investiční fondy vykazují výrazně komplexní rozpětí potenciálního chování v reakci na napětí na trhu. Investiční fondy jsou jedním z řady hlavních druhů investorů na finančních trzích – k dalším patří banky, pojišťovny, penzijní fondy, drobní investoři, rodinné podniky, státní majetkové fondy a různé druhy zprostředkovatelů. Každý druh má svou specifickou charakteristiku chování. Jedna z charakteristik typických pro investiční fondy spočívá v tom, že shromažďují finanční prostředky od široké škály koncových investorů a tyto investice směřují na trhy prostřednictvím struktury kolektivního investování. Tento jev spolu se skutečností, že většina investičních fondů je „otevřená“ (tzn. že koncoví investoři si mohou své investice z fondu vzít před splatností podkladových aktiv), znamená, že investiční fondy vykazují pod napětím na trhu mimořádně komplexní rozpětí potenciálního chování. Jednou z výrazných možností je, že investiční fond nebo subsektor investičního fondu může v reakci na napětí na trhu (a z toho vyplývající snahy investorů požadovat odkoupení) prodávat aktiva ve značném rozsahu na klesajícím trhu a tím šoky na něm zesilovat a přispívat k finanční nestabilitě.

Za existence šoků na trhu se investiční fondy zpravidla drží své investiční strategie. S výjimkou některých AIF využívají investiční fondy velmi často nízkou úroveň pákového efektu.⁽⁵⁾ V takovém případě fondy, které nečelí tlaku na odkoupení, svá aktiva zpravidla drží a dokonce se mohou oportunisticky snažit aktiva při poklesu cen nakupovat a vytvářet tak proticyklický efekt.

Zdroje rizika

Hlavním důvodem pro to, aby se fondy chovaly potenciálně odlišně a prodávaly na klesajícím trhu během šoku na trhu, by byla neočekávaně vysoká úroveň poptávky po odkoupení. I když se nejedná o historický vzorec, během napětí na trhu bylo zaznamenáno několik případů vysoké úrovně poptávky po odkoupení. Minulý vzorec chování investičního fondu navíc neukazuje nutně na jeho budoucí chování. Z tohoto důvodu si nemůžeme být jisti, zda tyto případy vysoké úrovně poptávky po odkoupení budou nadále vzácné nebo ojedinělé. Jedním z důvodů, proč by během napětí na trhu mohla vzniknout vysoká úroveň poptávky po odkoupení, je skutečnost, že investiční fondy nejednají pouze jako nástroje pro dlouhodobé kapitálové investice bez pákového efektu. Namísto toho jsou fondy někdy využívány investory, kteří mají kratší horizont, a podíl takových investorů se může výrazně lišit podle dalších vlivů na trhu. To vytváří možnost výrazně většího systémového rizika v sektoru, než by tomu bylo v případě, kdy by vysoká míra odkupování nastala jen vzácně nebo ojediněle. S růstem sektoru se tato skutečnost stává jedním z výraznějších rysů celkového systémového rizika.

⁽¹⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (Úř. věst. L 302, 17.11.2009, s. 32).

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

⁽³⁾ „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017“, European Fund and Asset Management Association, prosinec 2017.

⁽⁴⁾ Je třeba uvést, že od roku 2014 jsou alternativní investiční fondy (AIF) klasifikovány podle regulační definice ve směrnici 2011/61/EU. Od té doby vzrostl objem čistých aktiv o více než 25 %.

⁽⁵⁾ Evropská rada pro systémová rizika, „EU Shadow Banking Monitor“, č. 2, květen 2017.

Druhým významným zdrojem systémového rizika je motivace upřednostnit výnos před likviditou nebo zvýšit pákový efekt s cílem dosáhnout výnosu, který bude pro investory lákavý. Čím je pákový efekt investičního fondu silnější, tím je méně pravděpodobná jeho odolnost během napětí na trhu. Navíc čím více investiční fond upřednostňuje výnos před likviditou, tím méně může být schopen řádným způsobem řešit prudké nárůsty poptávky po odkoupení. Toto jednání může ještě zintenzivnit, pokud je tento postup potenciálním investorům nejasný – buď proto, že investovaná aktiva se zdají být likvidní, i když likvidita není odolná, nebo proto, že pákový efekt je součástí finančních derivátů a jeho rozsah není transparentní.

Třetím zdrojem systémového rizika je způsob fungování odkoupení. Otevřené investičními fondy mohou zakládat výhodu „prvního tahu“, kdy odkupující investoři nenesou úplné náklady brzkého odkoupení, které pak zůstanou na zbývajících podílnících. Pro správce fondů s tím souvisí také reputační riziko, které je může vést k neochotě pozastavit odkoupení, i když by bylo v zájmu investorů. Současně musí řídit rovnováhu mezi poskytováním likvidity investorům, kteří o odkoupení požádali, pokud fond likviditou disponuje, a stanovením, kdy jsou podmínky natolik mimořádné, že vyžadují pozastavení odkoupení.

Čtvrtý zdroj systémového rizika je skutečnost, že fungování mechanismu odkoupení závisí na likviditě na trhu. U řady nástrojů, do nichž investiční fondy investují, byla likvidita tradičně závislá na tvůrcích trhu a lišila se v čase a podle nástrojů. Nedávný vývoj včetně poklesu volatility, zvýšeného využívání elektronického obchodování, fragmentace zdrojů likvidity a menšího objemu aktiv držených tradičními tvůrci trhu, jako jsou banky, zprostředkovatelé-obchodníci, i cyklické faktory jako měnová politika, naznačují, že struktura poskytování likvidity se může postupně měnit (i když probíhající výzkum zatím nenalezl jednoznačný důkaz, že by byla likvidity nyní omezena). Tyto změny mohou ovlivnit, jak bude poskytování likvidity robustní, až se trhy dostanou pod napětí. Význam těchto změn ve struktuře likvidity je obtížné odhadnout – z tohoto důvodu mohou investiční fondy vycházet z úrovně likvidity, která se ukáže být méně odolná, než očekávaly.

Mezi pákovým efektem, likviditou a parametry odkoupení u investičních fondů existují důležité interakce. Investiční fondy využívající pákový efekt, které čelí vyšším výzvám k dodatečné úhradě, stahování financování nebo zvýšeným srážkám, mohou provádět rychlé úpravy, pokud drží aktiva, která lze rychle zpeněžit. Pokud však fond s vysokým pákovým efektem drží menší objemy likvidních aktiv a je vystaven potenciálním krátkodobým odkoupením nebo změnám úvěrových podmínek, může být nucen rychle prodat aktiva na méně likvidních trzích (prodej s diskontem), aby své závazky splnil. I když v případě výzev k dodatekové úhradě mohou mít investiční fondy možnost odprodej v zájmu investorů pozastavit, fond bude muset rychle získat hotovost prostřednictvím nouzového financování nebo prodejem aktiv, aby zabránil likvidaci, která by potenciálně mohla způsobit významné riziko protistranám a mít velký dopad na ceny aktiv.

Centrální banky, trhy a orgány regulace v oblasti cenných papírů vyjádřily obavy z možnosti, že by investiční fondy mohly zesilovat systémová rizika. ⁽¹⁾ Na globální úrovni FSB zjistila, že nesoulad likvidity investičních fondů a používání pákového efektu vedou k potenciálně výrazným strukturálním slabínám v sektoru správy fondů. Následně FSB zdůraznila, jak je důležité zkoumat a řešit potenciální strukturální slabiny spojené s nesouladem likvidity a používáním pákového efektu investičními fondy jako možná rizika pro finanční stabilitu. FSB například doporučuje, aby orgány používání pákového efektu fondy sledovaly a podle potřeby přijaly opatření. ⁽²⁾

⁽¹⁾ Viz „Financial Stability Report – December 2015“ Bank of England; „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“, ESMA, č. 2, 2015; „Financial Stability Review“, ECB, květen 2016; „Update on Review of Asset Management Products and Activities“, Financial Stability Oversight Council, duben 2016; projev „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union“, Vítor Constâncio, duben 2016; projev „Measuring and assessing stability risks in financial markets“, Steven Maijoor, květen 2015; a projev „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry“, Mary Jo Whiteová, prosinec 2014.

⁽²⁾ *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Rada pro finanční stabilitu, leden 2017.

Stávající regulační rámec pro likviditu investičních fondů a pákový efekt

V Evropě regulační rámec upravující likviditu investičních fondů a řízení pákového efektu sestává ze směrnic 2009/65/ES a 2011/61/EU. Tento rámec tvoří základ toho, jak jsou investiční fondy v Evropě povinny řídit své pozice v oblasti likvidity a pákového efektu, a slouží jako výchozí bod pro hodnocení systémových rizik vyplývajících z nesouladu likvidity investičních fondů a používání pákového efektu.

Fondy SKIPCP jsou vysoce regulované investiční fondy. Fondy SKIPCP jsou investiční fondy, které investují do způsobilých aktiv, jako je hotovost, vklady podobné hotovosti, dluhopisy a akcie, nástroje peněžního trhu a další investiční fondy (viz box 1a). Fondy SKIPCP jsou teoreticky méně náchylné na nesoulad likvidity, neboť jejich aktiva a závazky by se měly obchodovat v krátkém časovém horizontu. Mohou investovat pouze do převoditelných cenných papírů nebo jiných likvidních finančních aktiv, jejichž pravidla způsobilosti jsou uvedena ve specifické směrnici⁽¹⁾. Fondy SKIPCP jsou povinny (s výhradou, že by bylo možné činnost investičního fondu pozastavit) odkoupit podíl investora při převzetí žádosti podílníka: to znamená, že SKIPCP musí povolit odkoupení nejméně dvakrát měsíčně, i když řada z nich povoluje odkoupení denně nebo jednou týdně. Pokud jde o pákový efekt, SKIPCP fungují v rámci regulačních omezení pákového efektu. Fondy SKIPCP mohou používat finanční páku pouze prostřednictvím nezajištěných hotovostních výpůjček oproti max. 10 % svých aktiv a za podmínky, že taková výpůjčka je pouze dočasná (viz box 1b). V důsledku toho fondy SKIPCP využívající hotovostní úvěry i transakce financované prostřednictvím cenných papírů nebo deriváty mohou použít pákový efekt až do 2,1násobku čisté hodnoty aktiv.

Fondy AIF jsou investiční fondy, které mají povolení investovat do podobných aktiv, jako ve fondech SKIPCP, ale nepodléhají tak podrobným omezením v oblasti diverzifikace, likvidity nebo pákového efektu. Fondy AIF mohou investovat také do finančních nástrojů, které pro fondy SKIPCP nejsou způsobilá aktiva, např. soukromý kapitál, rizikový kapitál, nemovitosti, fyzické komodity a další alternativní aktiva. Správci jsou však povinni zavést postupy řízení likvidity, pokud spravují otevřené fondy AIF nebo uzavřené fondy AIF využívající pákového efektu. Součástí je sladění investiční strategie investičního fondu a jeho profilu likvidity, postupu pro odkoupení i stanovení odpovídajících limitů pro správu likvidity a zátěžových testů (viz box 1a). Je třeba uvést, že správci fondů AIF fungující pod určitými prahovými hodnotami⁽²⁾ nemusí nutně podléhat stejným požadavkům. V takovém případě nebudou moci využívat výhod režimu pasu podle směrnice 2011/61/EU pro obchodování v ostatních jurisdikcích Unie. Pokud jde o pákový efekt, fondy AIF fungují bez jakýchkoli regulačních omezení pákového efektu. Fondy AIF musí vykazovat pouze používání pákového efektu (viz box 1b).

Box 1a: Stávající regulační rámec pro likviditu investičních fondů

Směrnice 2009/65/ES – SKIPCP

Četnost obchodování Fondy SKIPCP musí poskytovat prostředky, aby bylo možné podílové jednotky opětovně koupit nebo odkoupit na žádost investorů fondu. To znamená, že fondy SKIPCP musí umožnit odkoupení alespoň dvakrát měsíčně⁽³⁾, i když řada fondů SKIPCP umožňuje odkoupení denně nebo týdně⁽⁴⁾.

Pravidla obchodování Směrnice 2009/65/ES nespécifikuje pravidla obchodování, která mají fondy SKIPCP dodržovat. V praxi se stanovuje pro příjemce žádosti nejzazší termín pro obchodování v době před bodem ocenění – což může být o hodiny nebo dny později. Fondy SKIPCP zpravidla také vyplatí odkupné podle postupů pro vypořádání uvedených v podkladech fondu, které mohou stanovovat dobu od tří do pěti dní od bodu ocenění⁽⁵⁾. V souladu s těmito pravidly obchodování existuje období mezi uzávěrkou pro příjem žádostí a termínem pro výplatu odkupného. To dává správcovské společnosti fondů SKIPCP čas na prodej investic a vytvoření hotovosti k úhradě odkupného, je-li to třeba.

(1) Směrnice Komise 2007/16/ES ze dne 19. března 2007, kterou se provádí směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o vyjasnění některých definic (Úř. věst. L 79, 20.3.2007, s. 11).

(2) Správci fondů AIF spravující fondy AIF, jejichž objem celkových aktiv je méně než 100 mil. EUR nebo spravující fondy AIF, jejichž celkový objem aktiv je méně než 500 mil. EUR za podmínky, že fondy AIF nevyužívají pákový efekt a jsou bez práva odkoupení po dobu pěti let od data počátečního investice do každého z AIF.

(3) Vnitrostátní příslušné orgány mohou povolit, aby fondy SKIPCP snížily tuto četnost na jedenkrát měsíčně za „podmínky, že snížení nepoškodí zájmy podílníků“. Tato možnost však nebyla provedena do vnitrostátních právních předpisů všemi členskými státy.

(4) Viz např. článek 76 směrnice 2009/65/ES.

(5) Fondy peněžního trhu s konstantní čistou hodnotou aktiv mohou nabízet vypořádání v tentýž den.

Způsobila aktiva Fondy SKIPCP podléhají podrobným pravidlům upravujícím způsobilost aktiv, a jsou tedy povinny investovat převážně do likvidních aktiv. K těm patří: kótované likvidní převoditelné cenné papíry a nástroje peněžního trhu, na burze obchodované deriváty a bankovní vklady, které jsou splatné na požádání nebo obsahují práva na odstoupení a jsou splatné do 12 měsíců. ⁽¹⁾ V zájmu větší podpory likvidity jsou stanovena kritéria pro trhy, na nichž musí být způsobilá aktiva kótována nebo obchodována ⁽²⁾.

Podrobná analýza před uskutečněním investice Dříve než správcovská společnost fondů SKIPCP uskuteční investici, musí analyzovat mimo jiné podíl investice ve složení portfolia fondů SKIPCP, likviditu a poměr rizika a výnosů. ⁽³⁾

Řízení rizik V rámci procesů řízení rizik je správcovská společnost fondů SKIPCP povinna dodržovat odpovídající postup řízení rizik, aby každý fond SKIPCP, který spravuje, byl schopen dodržet za všech předvídatelných okolností včetně zátěže závazek odkoupit podílové jednotky, pokud o to jejich držitel požádá. Správcovská společnost fondů SKIPCP je podle situace povinna provádět zátěžové testy, aby posoudila likviditní riziko fondů SKIPCP za mimořádných podmínek. ⁽⁴⁾

Započtení úpisů a odkoupení. Pokud fond SKIPCP obdrží žádosti o úpis a odkoupení na stejný obchodní den, spáruje transakce s podílovými jednotkami a použije přijaté peněžní prostředky k úhradě některých nebo všech žádostí o odkoupení. To snižuje nebo vylučuje potřebu prodávat podkladové investice s cílem vytvořit hotovost k výplatě investorů požadujících odkoupení.

Směrnice 2011/61/EU – AIFMD

Pravidla obchodování Stejně jako v případě fondů SKIPCP směrnice 2011/61/EU nestanovuje pro fondy AIF pravidla obchodování. Správce AIF vypracuje pravidla obchodování, která jsou vhodná pro fondy AIF v jeho správě a která mu poskytnou dostatek času na prodej investic, aby mohl vytvořit hotovost na vyplacení odkupného.

Řízení rizik Článek 15 směrnice 2011/61/EU obsahuje podobná ustanovení, jako jsou ustanovení týkající se podrobné analýzy před uskutečněním investice ve směrnici 2009/65/ES (vysvětleno výše). Článek stanovuje, aby v rámci řízení rizik ze strany správce AIF byla rizika související s jednotlivými investičními pozicemi AIF a jejich celkovým vlivem na portfolio AIF řádně určena, poměřena, průběžně řízena a sledována včetně uplatnění odpovídajících postupů zátěžových testů. Směrnice 2011/61/EU dále stanovuje, že správce fondu AIF je povinen zajistit, aby investiční strategie, likviditní profil a postup pro odkoupení odpovídaly jednotlivým fondům AIF, které spravuje. ⁽⁵⁾ Správce fondu AIF musí mít zavedeny odpovídající systémy řízení likvidity s cílem sledovat likviditní rizika fondu AIF a zajistit, aby likviditní profil investic fondu AIF splňoval jeho základní závazky. Dále je správce fondu AIF povinen pravidelně provádět zátěžové testy za běžných i mimořádných podmínek likvidity s cílem vyhodnotit a sledovat likviditní riziko fondů AIF. ⁽⁶⁾ Tyto povinnosti jsou doplněny podrobnými pravidly na úrovni 2 pro řízení likvidity. ⁽⁷⁾

Započtení úpisů a odkoupení. Stejně jako v případě SKIPCP mohou správci fondů AIF v otevřených AIF započítat příkazy k čistým úpisům a odkoupením.

⁽¹⁾ Další podrobná pravidla pro způsobilá aktiva se vztahují na fondy peněžního trhu, ať už jsou zřízeny jako fondy SKIPCP, nebo AIF (např. pravidla pro portfolia týkající se aktiv splatných denně a týdně). Viz nařízení (EU) 2017/1131.

⁽²⁾ Přijetí k obchodování však nezaručuje likviditu. Nicméně fond SKIPCP se na přijetí k obchodování může spolehnout, pokud mu nejsou nebo neměly být známy okolnosti naznačující, že konkrétní aktivum není likvidní. V takovém případě musí fond SKIPCP posoudit likviditu cenného papíru, aby mohl stanovit, zda jeho doplnění do portfolia by ohrozilo likviditu portfolia.

⁽³⁾ Viz např. čl. 23 odst. 4 směrnice komise 2010/43/EU ze dne 1. července 2010, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o organizační požadavky, střety zájmů, pravidla jednání, řízení rizik a obsah smlouvy mezi depozitářem a správcovskou společností (Úř. věst. L 176, 10.7.2010, s. 42).

⁽⁴⁾ Viz např. čl. 40 odst. 3 směrnice 2010/43/EU.

⁽⁵⁾ Viz např. čl. 16 odst. 2 směrnice 2011/61/EU.

⁽⁶⁾ Viz např. čl. 16 odst. 1 směrnice 2011/61/EU.

⁽⁷⁾ Viz např. články 46 až 49 nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled (Úř. věst. L 83, 22.3.2013, s. 1).

Box 1b: Stávající regulační rámec pro pákový efekt investičních fondů**Směrnice 2009/65/ES – SKIPCP**

Výpůjčky Fondy SKIPCP mohou využívat pákový efekt k čerpání úvěrů až do max. 10 % svých aktiv, pokud je každý takový úvěr dočasný. Tento úvěr lze použít, pokud nastane přechodný nesoulad hotovostních toků, např. když je třeba odkupné vyplatit dříve, než jsou fondu SKIPCP doručeny peníze po prodeji investic.

Používání syntetického pákového efektu Pokud jde o používání syntetického pákového efektu prostřednictvím derivátových expozic, fondy SKIPCP mohou vytvářet syntetické expozice – vypočtené podle závazkového přístupu – až do výše rovnající se jejich celkové čisté hodnotě aktiv. V důsledku toho mohou fondy SKIPCP využívat v rámci pákového efektu jak úvěry, tak deriváty až do 2,1násobku čisté hodnoty svých aktiv. Podle směrnice 2009/65/ES mohou vnitrostátní příslušné orgány také umožnit fondům SKIPCP, aby vypočítaly svou globální expozici za použití přístupu value-at-risk (VaR) nebo jiných vyspělých postupů měření rizika místo závazkového přístupu. Pro tyto fondy je použití pákového efektu omezeno pouze nepřímou formou limitů pro tržní riziko fondu, jak je uvedeno v obecných pokynech CESR úrovně 3⁽¹⁾. Tzn. že fondy, které používají přístup *absolutní* VaR, jsou omezeny absolutní hodnotou VaR, která nepřekračuje 20 % čisté hodnoty aktiv (během 20denní lhůty). Naopak fondy, které používají přístup *relativní* VaR jsou omezeny max. dvojnásobkem rizika ztráty v rámci daného modelu VaR obdobného portfolia, ale bez pákového efektu. Především však tyto přístupy VaR potenciálně umožňují výrazně vyšší pákový efekt, než jaký by umožňoval závazkový přístup, a to v závislosti na volatilitě podkladových aktiv. Odpovědi z průzkumu za 11 jurisdikcí v Unii naznačují, že dílčí soubor fondů SKIPCP uplatňující pro výpočet globální expozice přístupy VaR by mohl z hlediska čisté hodnoty aktiv představovat 27 % až 50 % sektoru SKIPCP.

Směrnice 2011/61/EU – AIFMD

Úvěry a používání syntetického pákového efektu Fondy AIF fungují bez jakýchkoli regulačních omezení pákového efektu. Podle směrnice 2011/61/EU mají fondy povinnost vykazovat jen využívání pákového efektu. Bez ohledu na tuto skutečnost směrnice 2011/61/EU umožňuje příslušným orgánům stanovit omezení pákového efektu, který správci fondů mohou ve svých fondech AIF využívat, a také další omezení týkající správy rizik s cílem „omezit rozsah, v němž využívání pákového efektu přispívá ke zvyšování systémových rizik ve finančním systému nebo nebezpečí narušení (řádného fungování) trhu“. Prozatím tento nástroj žádný orgán neuplatnil a ani nebyl vypracován žádný rámec na úrovni EU, který by podporoval harmonizované provádění makrobezpečnostních požadavků týkajících se pákového efektu.

II. Doporučení ESRB k rizikům likvidity a pákového efektu v investičních fondech**II.1 Doporučení A – Nástroje řízení likvidity v souvislosti s odkoupením****II.1.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady****Doporučení A 1) – Dostupnost dalších nástrojů řízení likvidity**

Regulatorní rámec řízení likvidity investičních fondů v Unii je třeba rozšířit. Ustanovení týkající se řízení likvidity ve směrnicích 2009/65/ES a 2011/61/EU byla v minulosti celkově dostačující. Pokračující růst sektoru investičních fondů společně s posilováním jeho činnosti v oblasti transformace likvidity by však mohl vést ke zvýšeným rizikům v oblasti finanční stability, které je třeba řešit.

Odpovídající nástroje řízení likvidity by mohly vyhladit nesoulad likvidity vznikající ve fondech SKIPCP a otevřených fondech AIF a omezit tak rizika v oblasti finanční stability při napjaté situaci na trhu. Nesoulad likvidity se týká především otevřených fondů, které nabízejí pravidelné možnosti odkoupení, ale investují do aktiv, která v určitých případech nelze rychle zpeněžit bez závažného dopadu na jejich tržní cenu. Řada otevřených fondů, ale ne všechny, nabízí denní odkoupení. Podle ustanovení směrnic 2009/65/ES a 2011/61/EU jsou správci fondu odpovědní za stanovení frekvence odkoupení (viz box 1a). Pro otevřené fondy existuje soubor dalších nástrojů řízení likvidity (LMT), které napomáhají zmírnit rizika likvidity omezením výhody „prvního na tahu“⁽²⁾ v napjatých situacích na trhu (ex ante) a vznik likviditní spirály (ex post).

⁽¹⁾ CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, 28. července 2010.

⁽²⁾ Další vysvětlení koncepce viz oddíl II.1 přílohy k doporučení ESRB/2012/1 Evropské rady pro systémová rizika ze dne 20. prosince 2012 o fondech peněžního trhu (Úř. věst. C 146, 25.5.2013, s. 1).

Nástroje ex ante lze používat ke zmírnění „výhody prvního tahu“ a systémového rizika. V zásadě lze tyto nástroje používat za běžných i napjatých podmínek na trhu. Účelem nástrojů ex ante, jako je metoda pohyblivých cen/poplatku na zabránění snížení hodnoty investice (swing pricing/anti-dilution levies), je spravedlivě přistupovat ke klientům a tím zajistit, aby zbývající investoři nebyli znevýhodněni jednáním investorů žádajících o odkoupení. To by mělo odstranit jakoukoli motivaci investorů, aby žádali o odkoupení před ostatními s cílem získat výhodu nižších nákladů. Pokud jsou však investoři rozhodnutí své fondové pozice zpeněžit, udělají to bez ohledu na související náklady. Nástroje tedy jen zmírňují výhodu prvního tahu, ale ne nutně tlak na prodej na trzích podkladových aktiv.

Nástroje ex post umožňují správcům řídit likviditu investičního fondu kontrolou nebo omezením toků směrem ven. Tyto nástroje zpravidla zprošťují správce povinnosti okamžitě prodat aktiva (za tržní ceny nebo pod jejich úrovní), pokud investoři požadují odkoupení. Mohou tedy do jisté míry postupovat takřka jako obvodový jistič a zmírnit vznik likviditní spirály. Nástroje ex post se běžně používají v případech napětí na trhu.

Dostupnost dalších nástrojů řízení likvidity pro investiční fondy a jejich používání se mezi jurisdikcemi výrazně liší. Ačkoli směrnice 2009/65/ES a 2011/61/EU pozastavení odkoupení správcem fondu nebo vnitrostátním příslušným orgánem výslovně umožňují, obě směrnice žádný další nástroj řízení likvidity nestanovují. Mezi jurisdikcemi tedy existují rozdíly v dostupnosti i v konkrétních postupech, které používání dalších nástrojů řízení likvidity upravují. Průzkum prováděný IOSCO⁽¹⁾ a také nedávný průzkum členských států Unie prováděný orgánem ESMA⁽²⁾ ukazují, že v některých členských státech je soubor dalších nástrojů řízení likvidity k dispozici včetně metody pohyblivých cen a poplatku na zabránění snížení hodnoty investice. Ve většině členských států je však dostupných nástrojů méně.

Nejběžněji dostupné nástroje v členských státech Unie jsou:

- poplatky za odkoupení,
- odklad odkoupení,
- nepeněžní vypořádání,
- oddělené účty,
- pozastavení odkoupení,

Jediný nástroj společný všem zúčastněným jurisdikcím je pozastavení odkoupení. Dále je nejčastěji dostupným nástrojem nepeněžní vypořádání, které je dostupné v 17 členských státech.

Ve většině členských států odpovídají správci fondu pouze za aktivaci nástrojů řízení likvidity – regulátoři hrají v procesu jen menší úlohu a nástroje nemohou aktivovat. K aktivaci většiny dalších nástrojů řízení likvidity nepotřebují správci fondů regulatorní povolení. Pouze tři členské země Unie vyžadují pro některé nástroje povolení a pouze jedna země vyžaduje povolení k využití práva pozastavit odkoupení. Nástroje likvidity a okolnosti, za nichž je lze použít, musí být zpravidla uvedeny v ustavujících dokumentech investičního fondu, které podléhají schválení členskými zeměmi EU. Regulátoři obvykle nemohou nástroje aktivovat. Všeobecnou výjimkou je pozastavení odkoupení, kterou může regulátor uložit, pokud je to považováno za veřejný zájem, což by také mohlo zahrnovat faktory finanční stability. V řadě jurisdikcí je pravomoc aktivovat odklad odkoupení svěřena vnitrostátním příslušným orgánům.

Dostupnost nástrojů je v některých případech omezena na určité druhy investičních fondů nebo na mimořádné okolnosti. Možnost použít další nástroje řízení likvidity se za běžných podmínek liší. V některých členských státech mohou být některé nástroje použity za běžných okolností, obvykle za podmínky, že jejich možné použití bylo předem stanoveno v dokumentech fondu. V dalších členských státech je použití určitých nástrojů omezeno na mimořádné okolnosti. Ve všech členských státech je použití pravomoci pozastavit odkoupení omezeno pouze na mimořádné okolnosti.

⁽¹⁾ Průzkum IOSCO se týká členských i nečlenských států EU. Zpráva se zaměřuje na odpovědi 11 účastníků se členských států. Je k dispozici na <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ Další informace jsou k dispozici v tabulce A1 v příloze.

Pokyny regulátorů k používání dalších nástrojů řízení likvidity jsou nesourodé a u každého jednotlivého nástroje se liší. Pro pozastavení odkoupení není vždy stanoven maximální časový limit a tři členské státy k použití pozastavení odkoupení nemají žádné pokyny. Pokud jde o další nástroje řízení likvidity, formální vymezení existuje jen zřídka, i když členské státy obvykle mají o nástrojích celkové povědomí. Ve většině případů neexistují ve vnitrostátních právních předpisech žádné konkrétní regulační ustanovení nebo pokyn vnitrostátních příslušných orgánů týkající se používání těchto nástrojů.

Rada pro finanční stabilitu určila nesoulad likvidity za potenciální strukturální slabinu otevřených investičních fondů a navrhla, aby nástroje řízení rizika likvidity byly širěji dostupné. Dostupnost širokého souboru nástrojů řízení likvidity ex ante i ex post ve všech členských státech by zlepšila schopnost reagovat na likviditní napětí a tak omezila rizika pro finanční stabilitu. Vnitrostátní příslušné orgány a správci investičních fondů rovněž ve svých odpovědích na konzultaci vedenou Komisí uvedli, že by přivítali širší dostupnost nástrojů řízení likvidity.⁽¹⁾

Přeshraniční vlivy zdůrazňují potřebu harmonizovanějšího regulačního rámce. Vzhledem tomu, že SKIPCP a AIF často investují a působí na přeshraničním základě, potenciální dopad problémů s likviditou se neomezuje na jurisdikce, v nichž mají jednotlivé SKIPCP a AIF sídlo. Nákaza by tak mohla přispět k likviditním spirálám s přeshraničními vlivy. Proto by měl být v celé Unii k dispozici sourodý soubor nástrojů řízení likvidity. Tím získají investičními fondy jednotný soubor dalších nástrojů řízení likvidity, jež by správci fondů měli vyhodnotit, a podle potřeby je začlenily do ustavujících dokumentů investičních fondů s cílem zmírnit přeshraniční rizika likvidity. Všechny AIF a SKIPCP by měly mít v ustavujících dokumentech běžně zakotvenou pravomoc pozastavit odkoupení v případech napětí na trhu.

Cílem doporučení je usnadnit aktivaci nástrojů řízení likvidity a dále zvýšit jejich dostupnost. Správci fondů nemusí být ochotni používat určité nástroje řízení likvidity, a to z mnoha důvodů – včetně reputačních faktorů a náklady. Aktivace nástroje by mohla vést k přenesení vlivů, které dopadnou na další investiční fondy spravované stejným správcem fondů. V několika případech by moly být zasaženy i investiční fondy spravované různými správci fondů, ale s podobnou koncentrací portfolia. Začlenění dalších nástrojů řízení likvidity do ustavujících dokumentů fondu možná nestačí k účinnému snížení rizika likvidity spojeného s investičním fondem, pokud správce nebude ochoten tyto nástroje uplatňovat v praxi. Správci fondu by tak měli zajistit, aby pro včasnou aktivaci dalších nástrojů řízení likvidity byla k dispozici nezbytná provozní kapacita a plány pro nepředvídané události. Prospekt každého investičního fondu nebo jeho předmluvní informace poskytované investorům by proto měly popisovat všechny další nástroje řízení likvidity obsažené v ustavujících dokumentech, jejich účel a popis způsob použití. To zajistí jednoznačnost a seznámí investory s nástroji, které se běžně nepoužívají.

Cílem doporučení je podpořit konzistentní přístup k používání nástrojů řízení likvidity napříč členskými státy. K zajištění konzistentního používání dalších nástrojů řízení likvidity by měl legislativní návrh uložit orgánu ESMA vypracování pokynů na vysoké úrovni, jak by měly být další nástroje řízení likvidity začleněny do procesu řízení likvidity investičních fondů a do požadavků na transparentnost a vykazování, které by měly být určeny. K lepšímu pochopení vlivů dalších nástrojů řízení likvidity na finanční stabilitu by ESRB měla spolupracovat s orgánem ESMA na makroobezřetnostních otázkách. Zavádění a používání dalších nástrojů řízení likvidity by měli správci fondů vykazovat vnitrostátnímu příslušnému orgánu. K omezení zátěže při vykazování pravidelného nebo stálého využívání dalších nástrojů řízení likvidity by se vykazování mohlo týkat použití dalších nástrojů řízení likvidity jen při napjaté situaci na trhu.

Nástroje řízení likvidity ex ante by se mohly používat pouze ke zmírnění kumulace a dopadu systémových rizik, zatímco nástroje řízení likvidity ex post by se mohly aktivovat při napětí na trhu, když investiční fondy čelí značným odlivům prostředků. Oba druhy nástrojů by tedy investičním fondům lépe pomohly řešit rizika pro finanční stabilitu vznikající z nesouladu likvidity. Doporučuje se tedy, aby na úrovni Unie byly k dispozici oba nástroje. V boxu 2 jsou dále vysvětleny různé nástroje s tím, že některé z nástrojů nebudou vždy vhodné nebo nutné pro všechny druhy otevřených investičních fondů.

⁽¹⁾ „Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“, k dispozici na http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Box 2: Nástroje řízení likvidity**Nástroje řízení likvidity ⁽¹⁾ ex ante/hybridní ⁽²⁾**

Metoda pohyblivých cen je zaměřena na ochranu stávajících podílníků investičních fondů před nepříznivými cenovými vlivy způsobenými transakcemi jiných investorů. Metodu pohyblivých cen lze použít k úpravě ceny podílů investičního fondu s cílem přispět na náklady transakcí fondu vyplývajících z činnosti investorů. ⁽³⁾ V praxi je čistá hodnota aktiv investičního fondu upravena směrem dolů (nahoru) v případě velkých toků směrem ven (toků směrem dovnitř) tak, aby transakční náklady nesli investoři kupující nebo prodávající podíly a nikoli stávající investoři. Tyto cenové změny, pokud jim investoři porozumí, by je měly motivovat, aby upravili své odkupování a úpisy způsobem, který čisté toky investičních fondů pomůže stabilizovat. Metodu pohyblivých cen lze uplatnit buď na všechny úpisy a odkoupení investorů (tzv. plně pohyblivé ceny) nebo pouze úpisy a odkoupení za určitým prahem (částečně pohyblivé ceny). V případě metody částečně pohyblivých cen je stanoven práh, a kdykoli čisté toky ven tento práh překročí, je čistá hodnota aktiv investičního fondu upravena směrem dolů a naopak. Prahy mohou být variabilní – mechanismus lze upravit, aby odpovídal podmínkám trhu/likvidity, a omezit tak optimalizační snahy investorů (tj. zabránit investorům, aby použití metody pohyblivých cen předvídali, a přijmout odpovídající opatření). V podmínkách metody plně pohyblivých cen je čistá hodnota aktiv upravována nepřetržitě – podle toho, zda se jedná o čisté toky ven nebo dovnitř. Metoda pohyblivých cen je nástroj, kterým lze účinně ovlivňovat odkoupení a úpisy investorů, stabilizovat návratnost fondů a snižovat pravděpodobnost, že dojde k realizaci výhody prvního tahu a k souvisejícím prodejům pod cenou. Investoři, kteří jsou rozhodnuti odejít z fondu, tak stejně učiní, i když jim z „pohnuté ceny“ vzniknou náklady. Vzhledem k tomu, že čistých hodnot aktiv může být více, použití nástroje cenových výkyvů by mohlo být dost složité a nákladné a pro malé investiční fondy nemusí být schůdné.

Obdobně i poplatky na zabránění snížení hodnoty investice znamenají, že investor zaplatí investičnímu fondu příplatek v případě úpisu nebo odkoupení svých podílů. Úpisy akcií investičního fondu a jejich odkoupení mohou mít dopad na jeho hodnotu. To platí zejména v případě, kdy se akcie investičního fondu nepřevádí jednoduše mezi odpovídajícími prodávajícími a kupujícími, ale nerovnováha mezi nimi vyžaduje, aby správce fondu nakupoval nebo prodával podkladová aktiva. To představuje transakční poplatky, související daně a náklady na likviditu, které ovlivňují čistou hodnotu aktiv investičního fondu a vedou ke snížení hodnoty. Tyto transakční náklady pokrývá poplatek na zabránění snížení hodnoty investice.

Metody pohyblivých cen a poplatků na zabránění snížení hodnoty investice odrazují od procyklického chování, i když anticyklické chování podporuje pouze první metoda. Na rozdíl od metody pohyblivých cen poplatky na zabránění snížení hodnoty investice nemotivují investory, aby se chovali proticyklicky (tj. upisovali ve fázi odkoupení), neboť v tomto případě nemají výhodu příznivějších prodejů nebo cen odkoupení vyvolaných metodou pohyblivých cen. Poplatky na zabránění snížení hodnoty investice ani metoda pohyblivých cen nezpůsobuje investičnímu fondu náklady navíc – pouze mění způsob, jak jsou náklady přenášeny na investory.

Nástroje řízení likvidity ex post

Odklad odkoupení po přechodnou dobu odkoupení odkládá. Odklad odkoupení je přechodný odklad práva držitelů podílů své podíly odprodat. Tento odklad může být úplný, tzn. že akcionáři nemohou zpět odprodat své akcie vůbec, nebo částečný – investoři mohou odprodat pouze část svých podílů. Odklad odkoupení může být koncipován tak, že v momentě, kdy požadavky na odkoupení překročí určitý práh (např. 10 % čisté hodnoty aktiv v případě investičního

⁽¹⁾ Další klíčový nástroj řízení likvidity je zátěžové testování. Testují se postupy řízení likvidity ve významných zátěžových situacích, které mají potenciál vystavit fondy vážným problémům s likviditou. Vzhledem k tomu, že zátěžovým testům je věnováno samostatné doporučení, není toto téma pojednáno zde (viz doporučení C).

⁽²⁾ Vzhledem k tomu, že úpravy čisté hodnoty aktiv se mohou provádět ex post, na tyto nástroje lze pohlížet rovněž jako na hybridní, tj. zavedené ex ante, ale aktivované ex post.

⁽³⁾ Metoda pohyblivých cen je mechanismus používaný fondy s jediným oceněním; fondy s dvojím oceněním mají podobné mechanismy umožňující jejich správcům stanovit, zda by cena obchodu měla být stanovena mezi cenami, za nichž podíly vznikají nebo se ruší, a zajistit tak, aby ceny transakcí fondů podle potřeby nesli přicházející nebo odcházející investoři.

fondů nabízejícího denní nebo týdenní obchodování), správcovská společnost může rozhodnout, že odloží žádosti překračující tento práh do dalšího obchodovacího období. Při napjaté situaci na trhu poskytuje odklad odkoupení správcům fondů více času a flexibility reagovat na žádosti investorů a zajistit řádný prodej podkladových aktiv. To může snížit riziko prodejů pod cenou.

Nepeněžní vypořádání zprošťuje správce fondu potřeby zpeněžit velké objemy aktiv v případě rozsáhlého odkupování. Správce fondu se může rozhodnout vyhovět žádosti o odkoupení s tím, že na držitele podílové jednotky žádajícího odkoupení převede namísto hotovosti cenné papíry. Vzhledem k tomu, že by velký prodej aktiv ad hoc mohl vyvolat významný dopad na trh, nepeněžní vyrovnání může chránit investory zůstávající ve fondu před vysokými náklady na zpeněžení, které by jinak vznikly. Tento mechanismus může být vhodný pro požadavky na odkoupení od institucionálních investorů. Je však méně vhodný pro odkoupení prováděné drobnými investory, protože odkoupení jednotlivých podílů investičního fondu za nepeněžní plnění by nemuselo být proveditelné a mohlo by být také spojeno s vysokými provozními a reputačními náklady. I když investoři mohou prodávat aktiva odkoupená za nepeněžní plnění stejně jako správci fondu, byli by pak povinni náklady takových prodejů internalizovat a nikoli je plošně přenést na všechny investory investičního fondu. Dopad na trh (a tedy na finanční stabilitu) by však mohl být stejný, a to bez ohledu na to, zda jej způsobil investiční fond samotný nebo investoři prodávající podkladová aktiva.

„Oddělené účty“ umožňují, aby byly nelikvidní investice odděleny od zbývajících likvidních investic investičního fondu. Tento přístup má dvě výhody. Zaprvé, investoři, kteří potřebují likviditu, mohou stále zpeněžit likvidní část investic investičního fondu za potenciálně nízké náklady zpeněžení. Zadruhé, tento přístup chrání zájmy investorů, kteří si přejí zůstat v investičním fondu, neboť správce fondu není nucen prodat aktiva za tržní cenu nebo nižší, pokud musí čelit vysoké poptávce po odkoupení. Oddělené účty jsou tedy především vhodné, kdykoli jsou zájmy investorů rozdílné, tj. když někteří investoři si své investice chtějí ponechat, zatímco ostatní si přejí odkoupení svých podílů. Pokud jde o pravidla upravující okolnosti, za nichž lze oddělené účty vytvářet, praxe se mezi členskými státy liší.

Oznamovací lhůty poskytují správcům fondů dodatečnou flexibilitu při správě likvidity. Oznamovací lhůtou se myslí lhůta, kterou jsou investoři povinni dát správcům fondů při žádosti o odkoupení investice. Oznamovací lhůty jsou často již stanoveny v ustavujících dokumentech investičního fondu a dávají správcům fondu více času, aby žádosti o odkoupení vypořádali, aniž by okamžitě museli prodávat aktiva s diskontem.

Pozastavení odkoupení je během krize likvidity nástroj poslední instance. Pozastavení funguje jako obvodový jistič, který dává správcům fondů dodatečný čas v situaci finančního napětí, aby prodali aktiva řádným způsobem. Namísto uspěchaných rozhodnutí a prodeje za každou cenu mají správci fondů čas navíc, aby našli optimální řešení. Navíc může tento dodatečný čas správcům fondu a orgánům dohledu umožnit lépe investory informovat o napětí na trhu a tak potenciálně zabránit panice. Pozastavení odkoupení je tak považováno za důležitý nástroj pro správu rozsáhlého odkupování během krize. Pozastavení odkoupení však může pro investory představovat velké omezení, které jim brání své investice zpeněžit. Dále jsou s tím spojeny obavy, že zkušenější investoři by mohli být schopni pozastavení odkupování předvídat a snažit se prodat své podíly před ostatními (na rozdíl od původního záměru tohoto nástroje, který měl zmírnit výhody prvního na tahu) a dokonce možná i vyvolat hromadné podávání žádostí o odkoupení (tzv. run).

Doporučení A 2) a A 3) – Další ustanovení o úloze vnitrostátních příslušných orgánů a orgánu ESMA ve vztahu k pozastavení odkupování vnitrostátními příslušnými orgány s přeshraničním dopadem na finanční stabilitu

Pozastavení odkupování je jediným nástrojem, jenž mají k dispozici všechny členské státy. V zásadě platí, že rozhodnutí pozastavit odkupování je v první řadě na odpovědnosti a úvaze správce fondu (viz box 2). Pozastavení odkupování však mohou nařídit také vnitrostátní příslušné orgány, a to pro SKIPCP i AIF, je-li to v zájmu držitelů podílů nebo veřejnosti.

Správci fondu možná nepozastaví odkupování, pokud neinternalizují dopad masového odkupování na stabilitu finančního systému. Run na jeden investiční fond může sám o sobě vyvolat všeobecnou paniku mezi investory a masivní odkupování z dalších fondů. Investiční fondy tak mohou čelit také vážnému napětí v oblasti likvidity a být nuceny prodat podstatnou část aktiv. Pokud je objem dotčených investičních fondů v poměru k trhu nebo sektoru velký, může dojít k podstatnému poklesu cen aktiv a následně k sestupné spirále. Prevence runů na investiční fondy a následného masového prodeje pod cenou je proto z hlediska celkové finanční stability velmi důležitá.

Správci fondů nemusí odkupování pozastavit, protože se obávají reputačního rizika. Jednou z hlavních překážek pro použití pozastavení odkupování je potenciálně negativní dopad na pověst správce fondu. Vzhledem k tomu, že potřeba pozastavit odkupování by se snadno mohla asociovat se špatnou správou likvidity správcem fondu, může dojít k dlouhodobé ztrátě důvěry v odbornost správce fondu. Správci fondu se tak mohou zdržet použití nástroje pozastavení odkupování, i když by to bylo ve společném zájmu všech investorů investičního fondu. V některých dalších případech se správci fondu mohou rozhodnout, že pozastavení odkupování nenařídí, pokud se domnívají, že by to nebylo v nejlepším zájmu investorů jejich investičních fondů. V těchto případech, kdy správci fondů pozastavení odkupování nepoužijí, ale je z makrooběžnostního hlediska zapotřebí, by vnitrostátní příslušné orgány měly využít svou pravomoc pozastavení odkupování uložit.

Pasportizační úprava v Unii znamená, že úlohy a odpovědnost, pokud jde o nařízení pozastavení, by měly připadnout vnitrostátním příslušným orgánům. Pasportizační režim umožňuje správcům fondů AIF a správcovským společnostem SKIPCP, aby podílové jednotky nebo podíly nabízeli investorům přes hranice v rámci EHP. Správcům těchto investičních fondů také umožňují přeshraniční správcovskou činnost. Pokud je investiční fond zřízen v jednom členském státě, ale správce fondu AIF nebo správcovská společnost SKIPCP jsou usazeni v jiném členském státu, nemuselo by být zřejmé, který vnitrostátní příslušný orgán odpovídá za správu pozastavení odkupování, nebo kdy by měl orgán do oprávnění v této oblasti zasáhnout. Nejednoznačně vymezené pravomoci by mohly vést k nedostatečným nebo opožděným reakcím během napětí a rychle se měnících podmínek na trhu. Sdílená odpovědnost nebo odpovědnost spočívající na méně informovaném orgánu by tak mohla mít nezamýšlené negativní dopady. V zájmu vyloučení takové situace bylo Komisi doporučeno, aby příslušné unijní právní předpisy úlohy a odpovědnost dotčených vnitrostátních příslušných orgánů vyjasnily.

Ostatní příslušné orgány včetně ESMA a ESRB by měly být informovány před tím, než odpovědný orgán svou pravomoc pozastavit odkupování uplatní, pokud jsou s tím spojeny přeshraniční dopady na finanční stabilitu. Vzhledem k tomu, že pasportizace umožňuje fondům, aby v rámci EHP působily na přeshraničním základě, nařízení pozastavení odkupování by se mohlo přímo dotknout investorů a trhů spadajících do působnosti jiných příslušných orgánů. Nařízení pozastavení odkupování určitému investičnímu fondu by tak rovněž mohlo mít dopady na finanční trhy a důvěru investorů v dalších jurisdikcích. Pokud nejsou příslušné orgány informovány, reakce trhu by mohly být překvapivé a mohly by bránit odpovídajícímu regulatornímu opatření. Aby bylo možné potenciální rizika pro finanční stabilitu zmírnit, bylo Komisi doporučeno, aby zahrnula do odpovídajících právních předpisů Unie povinnost příslušné orgány předem informovat. Tato povinnost by však měla být formulována tak, aby nebránila vnitrostátním příslušným orgánům zasáhnout v případě krize okamžitě.

Orgán ESMA by se měl snažit poskytnout poradenství a umožnit a koordinovat uplatňování pravomoci vnitrostátními příslušnými orgány pozastavit odkupování, pokud jsou s tím spojeny dopady na přeshraniční finanční stabilitu. Orgán ESMA by měl, s přihlédnutím k vnitrostátním faktorům, přijmout koordinační a poradenskou úlohu k vytvoření rovných podmínek, aby vnitrostátní příslušné orgány využily svých pravomocí pozastavit odkupování s cílem zmírnit rizika pro finanční stabilitu. Tato koordinační úloha by měla zahrnovat zaujmutí vůdčího postavení, pokud jde o obecné praktické aspekty, které vnitrostátní příslušné orgány potřebují zvažovat při uplatňování pravomoci pozastavit odkupování. Navíc v současnosti neexistuje žádná souběžná a přesná definice veřejného zájmu. Orgán ESMA by měl prosazovat společné porozumění mezi vnitrostátními příslušnými orgány, jak se příslušná ustanovení směrnice 2009/65/ES a 2011/61/EU vztahují k finanční stabilitě a systémovému riziku, aniž by se regulátoři stali předvídatelní a vznikl morální hazard. Tato ustanovení usnadní nejen harmonizovanější přístup k pozastavení odkoupení, ale také podpoří myšlenku, že pozastavení odkoupení by se mělo stát funkčním nástrojem, který má pomoci zmírnit rizika pro finanční stabilitu.

II.1.2 Nezamýšlené dopady

Existuje riziko, že dobře informovaní institucionální investoři by mohli aktivaci určitého nástroje předvídat. To by mohlo snížit účinnost nástroje nebo působit proti němu, neboť investoři by se snažili jednat předtím, než by byl nástroj fakticky aktivován. Za určitých okolností by předvídaní aktivace nástroje mohla vést dokonce ke scénářům hromadného odkupování (runů) a vyvolat likviditní spirálu. Z tohoto důvodu by se měly pokyny vyhnout jakýmkoli automatickým mechanismům a preskriptivnosti.

Nástroje pro správu likvidity mohou být cenné, když přetrvávají napjaté podmínky na trhu. V závislosti na podmínkách na trhu mohou nástroje ex post pouze odložit problém s likviditou, neboť odkoupení zdrží pouze po omezenou dobu (např. odklad odkoupení). Neřeší problém přetrvávajících napjatých podmínek na trhu, a nemohou tedy nahradit strukturální opatření, jako jsou opatření zaměřená na řešení případů nadměrného nesouladu likvidity.

II.2 Doporučení B – Dodatečná ustanovení ke snížení pravděpodobnosti nadměrného nesouladu likvidity

II.2.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady

Investiční fondy spravující aktiva, která jsou svou podstatou méně likvidní, nemusí nutně představovat zdroj obav o finanční stabilitu. Poskytování přístupu k široké škále různých tříd aktiv zvyšuje efektivitu trhu, neboť tak vzniká více investičních příležitostí a emitenti takových aktiv mají snadnější přístup k financování. Umožnit investičním

fondům, aby investovaly do tříd aktiv, které jsou méně aktivně obchodované, jako např. soukromého kapitálu, podnikových dluhopisů nebo úvěrů bez ratingu, z hlediska hospodářské politiky taktéž přispívá k diverzifikaci financování v rámci ekonomiky. Zároveň také dochází ke zvýšení poptávky investorů po dalších investičních příležitostech v kontextu dlouhotrvajícího prostředí nízkých výnosů.

Riziko pro finanční stabilitu vzniká tehdy, pokud existuje velký nesoulad mezi likviditou těchto aktiv a likviditou nabízenou investorům investičními fondy na základě zásad odkupování. Ve srovnání s investičními fondy, které investují do likvidních aktiv, kde by tržní ceny ovlivnilo pouze velké množství odkupů, by v tomto případě povinnost (pokud nedojde k pozastavení odkupování) prodat by i malé množství méně likvidních aktiv mohla rychle vést k výraznému zesílení poklesů cen na trhu. Možnost častého odkupování je obzvláště problematická, pokud vede investory k nadhodnocení likvidity aktiv držných investičními fondy, do nichž investovali. Následkem toho mohou být např. investoři využívající pákový efekt nuceni k prodeji svých aktiv.

Zajištění strukturálního souladu mezi zásadami odkupování otevřených investičních fondů a profilem likvidity jejich aktiv by mělo snížit rizika spojená s prodeji pod cenou. V případě, že masivně investují do méně likvidních aktiv, mají správci několik možností. Na straně aktiv by např. nastavení limitů podílu méně likvidních aktiv, do nichž může správce investovat, zlepšilo schopnost správce fondu dosáhnout odkupu i za obtížných podmínek na trhu. Zajištěním dostatečného množství likvidních aktiv, jež budou k dispozici, by se omezila výhoda prvního tahu a také riziko runů. Kromě zlepšení v oblasti nesouladu likvidity na úrovni jednotlivých fondů by to také omezilo rozsah hromadných prodejů a riziko prodejů pod cenou. V neposlední řadě by se také snížila pravděpodobnost a závažnost systémových událostí.

Zlepšení schopnosti investičního fondu dostat žádostem o odkup za obtížných podmínek na trhu také snižuje pravděpodobnost, že odkupování bude pozastaveno. Zvýšení strukturální odolnosti investičních fondů by zamezilo přílišné závislosti na dalších nástrojích řízení likvidity, přičemž část komentářů ve sdělovacích prostředcích konkrétně zmiňuje potenciální nezamýšlené dopady samotného nástroje pozastavení odkupování ⁽¹⁾.

Na straně pasiv by správci mohli zavést zásady odkupování a snížit frekvenci odkupů nabízených investičním fondem nebo zavést výpovědní lhůtu pro investory, kteří žádají investiční fond o odkoupení. V případě mimořádně vysokých odlivů z fondu by omezení odkupování poskytlo správci více času na zpeněžení aktiv potřebné pro uspokojení žádostí o odkoupení. Také trh by získal více času, aby se mohl vypořádat se souvisejícími obavami, nebo aby se tyto obavy postupně přirozeně rozplynuly (např. v případě nemovitostních fondů ve Spojeném království). V některých případech by to umožnilo i jistou formu širokého zásahu ze strany orgánů, což by mohlo pomoci zmírnit bezprostřední související zátěž. Co se týče výpovědních lhůt, znát den splatnosti předem by investorům umožnilo do jisté míry plánovat vlastní likvidní pozice, což není v případě pozastavení odkupování možné.

Příkladem fondů, kde se může vyskytovat vysoký nesoulad likvidity, jsou fondy nemovitostí. Fondy nemovitostí obvykle investují do méně likvidních podkladových aktiv, a pokud mají strukturu otevřeného fondu, jsou náchylné k výraznému nesouladu likvidity. Systémové riziko může pramenit z kombinace nesouladu likvidity a využívání pákového efektu. Investoři, kteří mezi prvními požádají o odkup, mohou těžit z výhody prvního tahu, což může vyvolat run, protože tyto investiční fondy mají k dispozici jenom malé množství likvidních aktiv na vyplácení investorů. Kvůli pákovému efektu by tyto žádosti o odkoupení mohly nutit správce odprodat větší podíl portfolia, což by zároveň mělo dopad na cenu aktiv. V konečném důsledku by tyto investiční fondy mohly zesílit rizika a dále je šířit do zbytku finančního systému. ⁽²⁾ Co se týče nemovitostních fondů ve Spojeném království, pozastavení odkupování pomohlo zamezit rozsáhlým, rychlým prodejem komerčních nemovitostí po referendu o členství Spojeného království v Evropské unii (viz box 3). Jak však zdůraznila Bank of England, nesoulad mezi likviditou aktiv a pasiv investičních fondů v sobě nadále skrývá potenciální slabinu. Budoucí otřesy na trhu s komerčními nemovitostmi by mohly vyvolat cykly odkupů, pozastavení odkupování a prodejů s diskontem.

⁽¹⁾ Příklady některých potenciálních nezamýšlených dopadů spojených s nedávným vývojem nemovitostních fondů ve Spojeném království viz <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> či <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, zobrazeno v listopadu 2017.

⁽²⁾ Bank of England, „Financial Stability Report – November 2016“.

Box 3: Fondy nemovitostí – případ nemovitostních fondů ve Spojeném království

Vlastnosti fondů nemovitostí se napříč Unii liší. Fondy nemovitostí typicky investují do méně likvidních aktiv, jako jsou nemovitosti, práva k nemovitostem a majetkové účasti v nemovitostních společnostech. V některých jurisdikcích jsou povoleny pouze uzavřené fondy nemovitostí, jejichž investoři mají právo na odkoupení podílových listů pouze k předem určenému datu splatnosti a běžně pouze k datu zániku investičního fondu. V jiných jurisdikcích dávají pravidla otevřených fondů a nabídkové dokumenty otevřených investičních struktur investorům právo žádat o odkoupení jejich podílových listů častěji. To může vést k rozsáhlé transformaci likvidity, zejména tehdy, pokud tyto investiční fondy nabízejí týdenní nebo denní odkupy.

Obavy v souvislosti s fondy nemovitostí se objevily např. ve Spojeném království následkem referenda o vystoupení z EU, konaného 23. června 2016. Mezi červencem a prosincem 2016 několik z 19 subjektů kolektivního investování schválených ve Spojeném království⁽¹⁾ investujících do nemovitostí uplatnilo některou z forem zvláštního opatření v oblasti likvidity. Po dobu zhruba osmi měsíců před konáním referenda docházelo na trhu nemovitostí ve Spojeném království k poklesům hodnot a odkupování investičními fondy. Rozhodnutí o vystoupení země z EU následně vyvolalo nárůst žádostí investorů o odkoupení. Asi 15 investičních fondů nabízejících denní úpisy a odkupy souhrnně odkoupilo 4,1 % NAV, přičemž u jednoho z nich šlo o celých 8 % NAV. Deset investičních fondů zároveň provedlo úpravy ocenění reálnou hodnotou, které se pohybovaly mezi 4 % a 15 %.

Zasažené investiční fondy zvolily různé přístupy k používání nástrojů řízení likvidity. V prvním červencovém týdnu šest investičních fondů nabízejících denní úpisy a odkupy, představujících asi 14,6 mld. GBP, pozastavilo odkupování (tři z nich taktéž provedly úpravy ocenění reálnou hodnotou). Jeden investiční fond upisování/odkupování obnovil při zavedení úprav na zabránění snížení hodnoty, aby zohlednil diskont potřebný k rychlému prodeji několika nemovitostí. Ostatní správci fondů pozastavení odkupování/upisování zachovali do té doby, než usoudili, že je již situace ohledně oceňování aktiv dostatečně jasná. Pravidla britského orgánu Financial Conduct Authority (FCA) vyžadují, aby správce fondu přezkoumal odůvodnění pro pozastavení nejméně každých 28 dní, ale nestanovují celkovou maximální lhůtu, po níž může být odkupování pozastaveno.

Objem žádostí o odkoupení se od poloviny července začal navracet zpátky k normálu. Ty investiční fondy, které pozastavily odkupování, postupně začaly opět odkupovat, přičemž poslední z nich tak učinil v polovině prosince. Investiční fondy nabízející měsíční nebo čtvrtletní odkupy se s vyšším než běžným objemem žádostí o odkoupení buď nesetkaly, anebo byly schopny zajistit dostatečné množství hotovosti a jiných likvidních aktiv pro vyplacení investorů.

Tato zkušenost měla dopad na některé investiční fondy s plněním vázaným na hodnotu investičního fondu, avšak na další třídy aktiv se negativní dopady nerozšířily. Pozastavení upisování/odkupování postihlo některé investiční fondy s plněním vázaným na hodnotu investičního fondu, které investovaly do subjektů kolektivního investování, aby získaly expozice vůči nemovitostem jako třídě aktiv. Z těchto investičních fondů investovalo celkem 59 fondů, dohromady spravujících aktiva v hodnotě 2 mld. GBP, do subjektů kolektivního investování, které pozastavily odkupování. V některých případech to ovlivnilo jejich schopnost plnit své mimosmluvní závazky, např. odkupy pojistek či přechody k jinému poskytovateli, i když to nemělo žádný vliv na vyplacení plnění jak k datu splatnosti, tak v případě smrti pojištěnců.

Bank of England zdůraznila rizika finanční náklady ve své zprávě o finanční stabilitě z července 2016⁽²⁾. Povaha zmíněné tržní události však zmírnila riziko systémového dopadu. Tento otřes nebyl rozsáhlou úvěrovou událostí, ale v prvé řadě událostí ovlivňující ceny nemovitostí specifickou pro Spojené království. Vliv odkupování investičními fondy s denními úpisy/odkupy byl navíc silně omezen zapojením nástrojů, které již měly investiční fondy k dispozici. Hodnota zasažených investičních fondů byla navíc malá: co se spravovaných aktiv týče, schválené subjekty kolektivního investování v oblasti nemovitostí představují pouze 2,7 % britských otevřených investičních fondů (949,7 mld. GBP). Všechny otevřené investiční fondy celkem drží asi 35 mld. GBP v komerčních nemovitostech, tj. méně než 10 % trhu (683 mld. GBP).

⁽¹⁾ Tyto fondy jsou alternativními investičními fondy na základě směrnice 2011/61/EU, schvalovány a regulovány jsou však podle práva Spojeného království.

⁽²⁾ Bank of England, „Financial Stability Report – July 2016“.

Také v případě dluhopisových fondů, které investují do cenných papírů spekulativního stupně nebo bez ratingu, může docházet ke značnému nesouladu likvidity. V prosinci 2015 jeden velký americký dluhopisový fond s vysokými výnosy oznámil, že zpeněžuje své portfolio a pozastavuje odkupování. Správce fondu usoudil, že žádosti investorů o odkoupení v kontextu obecného úbytku likvidity na trzích s pevným výnosem znamenají, že nebude možné získat dostatečné množství hotovosti na výplatu žádosti o odkup, aniž by se přistoupilo k prodeji aktiv s diskontem, což znevýhodnilo zbylé podílníky. Šlo o následek nízké likvidity spojené s podstatou aktiv držných tímto investičním fondem, např. podnikových dluhopisů s ratingem CCC nebo nižším nebo bez ratingu (známých také jako problémové cenné papíry), spojené s malým objemem hotovosti a jiných likvidních aktiv.

Ve většině investičních fondů v Unii se velký nesoulad likvidity nevyskytuje. Vypadá to, že např. akciové fondy přistupují k transformaci likvidity jen v omezeném rozsahu ⁽¹⁾, jelikož většina kotovaných akcií se považuje za likvidní i za obtížných podmínek na trhu. Podobně i v případě dluhopisových fondů údaje ukazují na to, že zde existuje substituční vztah mezi transformacemi likvidity a splatností. ⁽¹⁾ Investiční fondy, které se zaměřují na méně likvidní podnikové dluhopisy, obecně investují do cenných papírů s kratší splatností, než je průměr, zatímco investiční fondy investující do více likvidních státních dluhopisů mají sklon investovat do dlouhodobějších aktiv. Investiční fond investující do dlouhodobých likvidních aktiv je obecně schopen prodat tato aktiva kdykoliv, zatímco fond investující do krátkodobých méně likvidních aktiv by měl být schopen své portfolio často reinvestovat, což omezuje jeho transformace likvidity. ⁽²⁾

Oproti tomu nejvíce k nesouladům splatnosti dochází v otevřených AIF investujících do aktiv, která jsou svou podstatou méně likvidní. Obzvláště fondy nemovitostí se řadí mezi 5 % investičních fondů v Evropě (658 mld. EUR), z nichž je většina otevřenými fondy vystavenými nesouladu likvidity, jak je popsáno v publikaci ESRB „Shadow Banking Monitor“ (tabulka 1 a 2). Sektor fondů nemovitostí zároveň v posledních letech získal na důležitosti s tím, jak se objem spravovaných aktiv v tomto sektoru za dva roky zvýšil o 34 % (ke čtvrtému čtvrtletí 2016) ve srovnání s 19 % nárůstem ve zbytku odvětví investičních fondů. Zmíněná publikace taktéž ukazuje, že i hedgeové fondy (436 mld. EUR) v závislosti na své strategii přistupují k transformaci likvidity. Oproti tomu úvěrové fondy jsou stále nepříliš rozvinutým odvětvím (26 mld. EUR).

Tabulka 1

Transformace likvidity investičními fondy

Druh fondu	Dluhopisové fondy	Hedgeové fondy	Fondy nemovitostí	Fondy obchodované v obchodním systému	Fondy soukromého kapitálu
	●	●	●	●	○

Barevné rozlišení: ● = výrazné zapojení; ● = střední zapojení; ● = malé zapojení; ○ = zapojení nepatrné nebo málo pravděpodobné

Tabulka 2

Aktiva investičních fondů v eurozóně (v bil. EUR)

	prosinec 2014	červen 2015	prosinec 2015	červen 2016	prosinec 2016	březen 2017	duben 2017
Dluhopisové fondy	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Akciové fondy	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Hedgeové fondy	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Smíšené fondy	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Viz ESRB, „EU Shadow Banking Monitor“, č. 2, 2017.

⁽²⁾ Viz ESRB, „EU Shadow Banking Monitor“, č. 1, 2016.

	prosinec 2014	červen 2015	prosinec 2015	červen 2016	prosinec 2016	březen 2017	duben 2017
Fondy nemovitostí	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Celkem	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

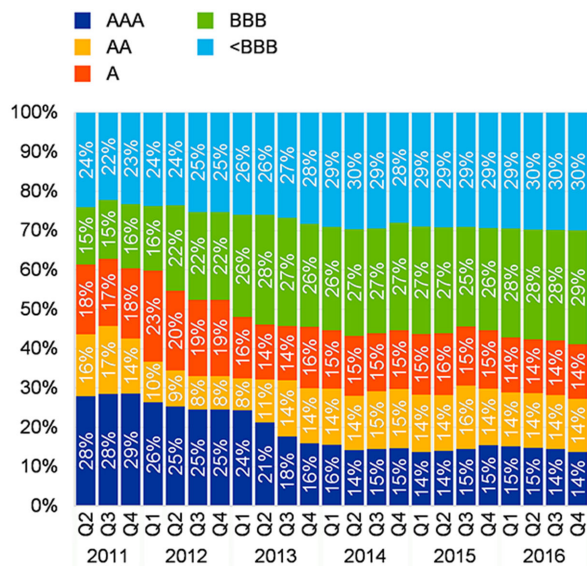
Během posledních několika let zaznamenáváme v případě některých dluhopisových fondů v Unii, včetně SKIPCP, vývoj spočívající v přesunu alokace aktiv od dluhových cenných papírů s nižším hodnocením k těm s vyšším hodnocením, což má za následek expozici vůči delším dobám splatnosti a vyššímu úvěrovému riziku. Obzvláště investiční fondy s vysokými výnosy představují 19 % aktiv dluhopisových fondů a v závislosti na strukturálních a cyklických faktorech tržní likvidity, jak bylo uvedeno výše, nelze vyloučit, že by mohly být investiční fondy v konečném důsledku vystaveny nesouladu likvidity, přinejmenším dočasně. Vzhledem k neexistenci harmonizovaných údajů na úrovni Unie je však obtížné měřit významnost této problematiky a potenciální příspěvek fondů SKIPCP k rizikům pro finanční stabilitu (viz box 4).

Box 4: Potenciální expozice fondů SKIPCP vůči nesouladu likvidity

Směrnice 2007/16/ES nařizuje, aby fondy SKIPCP investovaly převážně do likvidních aktiv. Likvidita některých způsobilých aktiv by se však mohla za napjatých tržních podmínek snížit, a vystavit je tak dočasně nesouladu likvidity. To se týká především fondů s dluhopisy s vysokým výnosem. V reakci na to zahájil IOSCO v nedávné době konzultaci o tom, zda by měl SKIPCP mít dodatečné mechanismy pro řízení likvidity. (1)

Dluhopisové fondy v Unii: průměrné hodnocení držeb fondu

(procentuální podíl celkových aktiv; poslední údaje: Q4 2016)



Zdroje: Thomson Reuters Lipper, ESMA a Standard & Poor's.

Od roku 2009 zaznamenáváme v případě některých dluhopisových fondů v Unii vývoj spočívající v přesunu alokace aktiv od dluhových cenných papírů s nižším hodnocením k těm s vyšším hodnocením, přičemž se zároveň prodlužuje délka trvání jejich portfolií. Ačkoliv se tento přesun v posledních několika letech zpomalil, skutečností stále je, že tyto fondy jsou nyní více vystaveny změnám výnosů z dluhopisů. V důsledku méně likvidních portfolií a nižší držby hotovosti by mohlo být pro dluhopisové fondy obtížnější uvést portfolia zpět do rovnováhy po mnoha žádostech o odkoupení, tj. aniž by to vyvolalo efekty přelévání na dluhopisové trhy.

I přes poznatky o přijímání vyšších rizik spojeném se sníženou likviditou na dluhopisových trzích (2) znamená nedostatek podrobných informací o aktivech SKIPCP (např. likviditě) a závazcích, že riziko pro finanční stabilitu nelze komplexně hodnotit. Významnost tohoto rizika musí hodnotit zpravodajské povinnosti pro správcovské společnosti SKIPCP, jak je předpokládá doporučení D. To s sebou nese shromažďování a výměnu podrobných a harmonizovaných údajů. Existují-li však analytické poznatky ukazující, že části sektoru fondů SKIPCP jsou vystaveny značnému nesouladu likvidity, může být nezbytné přezkoumat rozsah doporučení B a zahrnout určité specifické produkty SKIPCP.

(1) „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration“, zpráva o konzultaci, červenec 2017.

(2) „Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments“, BIS, 2015.

FSB doporučuje⁽¹⁾, aby byly aktiva a investiční strategie investičních fondů v souladu s podmínkami, kterými se řídí odkup podílů v investičním fondu jak při vzniku investičního fondu, tak průběžně (týká se nových a stávajících investičních fondů). Přitom je třeba vzít v úvahu očekávanou likviditu aktiv a chování investorů za normálních i napjatých tržních podmínek.

Dodatečná ustanovení v této oblasti by byla v souladu se stávajícím rámcem podle směrnice 2011/61/EU, který již vyžaduje sladění investiční strategie, profilu likvidity a zásad investičního fondu pro odkupování a stanoví příslušná omezení pro řízení likvidity a zátěžové testy. V rámci současného regulačního režimu by měli být správci AIF například schopni prokázat svým vnitrostátním příslušným orgánům, že jsou uplatňovány náležité systémy a účinné postupy pro řízení likvidity. Na základě nedávných poznatků však ESRB zaznamenala, že některé AIF stále provádějí vysokou úroveň transformace likvidity.⁽²⁾ Učinit takovéto prokazování povinným pro investiční fondy investující do méně likvidních aktiv by tedy přispělo k dosažení cílů směrnice 2011/61/EU zajištěním konzistentnějšího uplatňování této směrnice. Bylo by tak podpořeno používání specifických opatření pro investiční fondy investující do méně likvidních aktiv, např. používání interních omezení u méně likvidních aktiv.

Je třeba se vyhnout značné transformaci likvidity. Některé členské státy včlenily do svých vnitrostátních právních rámců specifické režimy, kterými stanovily podmínky, za nichž mohou AIF spravovat aktiva považovaná za méně likvidní, např. nemovitosti či úvěry. Orgán ESMA prohlásil ve svém stanovisku Evropskému parlamentu, Radě a Komisi⁽³⁾, že AIF poskytující úvěry by měly být zřizovány jako uzavřené struktury bez práva pravidelně odkupovat podíly. Jiné jurisdikce přijaly strukturální opatření k odstranění rizik prodejů pod cenou představovaných masivními žádostmi o odkoupení. Například pokud nezanedbatelná část portfolia je nelikvidní, je nezbytná uzavřená forma v důsledku vlastní povahy aktiv, která CIS drží. Možnost zažádat o splacení během životnosti AIF by měl správce fondu poskytnout investorům, pouze pokud byly splněny určité podmínky. Splacení by mělo probíhat v pevně daných dobách, např. jak stanoví nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/760⁽⁴⁾.

Toto doporučení radí orgánu ESMA vymezit seznam aktiv, která jsou svou podstatou méně likvidní. V současné době v nařízeních neexistuje žádná definice likvidních nebo méně likvidních aktiv (viz box 5), ačkoli cílem není takovou definici navrhnout, nýbrž podporovat konzistentní přístup k provádění výše zmíněných ustanovení směrnice 2011/61/EU. Pojem „méně likvidní“ také zohledňuje skutečnost, že aktiva jsou zřídka kdy nebo nejsou nikdy zcela nelikvidní.

Vzhledem k potřebě konzistentnosti napříč sektory by orgán ESMA měl během příprav seznamu provést konzultace s EBA a EIOPA. Označení aktiva za likvidní či méně likvidní jakýmkoli orgánem dohledu vysílá signál k účastníkům trhu. Bez ohledu na to, kdo aktivum prodává (regulovaný, neregulovaný subjekt, banka či nebankovní subjekt), složení kupujících je navíc v podmínkách trhu vystaveného tlakům obecně stejné. Konzistentnost v oblasti regulace je tedy žádoucí.⁽⁵⁾

Seznam aktiv, která jsou svou podstatou méně likvidní, by měl zahrnovat aktiva, která nelze během napětí na trhu snadno a rychle zpeněžit s malou ztrátou hodnoty. Analýza likvidity aktiva by měla zohlednit mimo jiné dobu nutnou pro zpeněžení těchto aktiv v případech napětí na trhu bez nutnosti přijmout velké snížení ceny. Při sestavování tohoto seznamu by orgán ESMA měl zejména zvážit nemovitosti, nekótované cenné papíry (včetně soukromých podílů), úvěry a další alternativní aktiva. Aktiva, která lze za běžných tržních podmínek prodat bez nutnosti přijmout velké snížení ceny, by na seznamu být neměla, neboť toto doporučení má za cíl řešit strukturální problémy, které představují aktiva, jež jsou svou podstatou méně likvidní.

⁽¹⁾ FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, leden 2017.

⁽²⁾ ESRB, „EU Shadow Banking Monitor“, listopad 2017.

⁽³⁾ ESMA, „Key principles for a European framework on loan origination by funds“, duben 2016.

⁽⁴⁾ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/760 ze dne 29. dubna 2015 o evropských fondech dlouhodobých investic (Úř. věst. L 123, 19.5.2015, s. 98).

⁽⁵⁾ Potřeba spolupráce mezi orgány dohledu v těchto otázkách je všeobecně uznávána (např. čl. 46 odst. 3 a čl. 11 odst. 15 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (Úř. věst. L 201, 27.7.2012, s. 1), které stanoví metody pro zmírňování rizik v případě OTC derivátových smluv, které nebyly zúčtovány clearingovým střediskem ústřední protistrany.

Pokud nabídne investiční fond expozici vůči méně likvidním aktivům, správce fondu může mít přístup k opatřením, která může zavést k řešení rizika likvidity. ⁽¹⁾ Správci fondů by pak museli prokázat relevantním vnitrostátním příslušným orgánům jak při vzniku investičního fondu, tak kontinuálně (tedy během procesu schvalování a po schválení investičních fondů v závislosti na schvalovacím postupu), že svou investiční strategii mohou sledovat za jakýchkoli předvídatelných tržních podmínek. Po zohlednění všech příslušných správních předpisů týkajících se investičního fondu a sledováním své investiční politiky mají správci fondů různé způsoby zajištění konzistentnosti mezi svou investiční strategií a průběhem odkupu investičním fondem, jak během etapy tvorby, tak průběžně. ⁽¹⁾ Patří k nim:

- druh nástroje (např. uzavřený investiční fond, ELTIF);
- zásady pro odkupování;
- investiční politika zahrnující interní limity pro aktiva zahrnutá na seznamu, kapitálová rezerva likvidního aktiva, diverzifikace (expozice nebo protistrana) a limity objemu investičního fondu ve vztahu k podkladovému trhu;
- uplatňování dalších nástrojů řízení likvidity;
- postupy řízení rizika likvidity včetně například vymezení příslušných prahových hodnot, klasifikace aktiv do skupin likvidity, monitorování koncentrace investorů a očekávané vzorce odkupování.

Vnitrostátní příslušné orgány by měly být informovány zejména o používání interních limitů při vzniku příslušných investičních fondů, následně o každé změně těchto limitů a tyto informace by měly být k dispozici na vyžádání orgánů dohledu. Poskytování informací investorům by se též mělo řídit pokyny, které by měl vypracovat orgán ESMA.

V některých případech by prokazování, že jsou schopni držet se investičních strategií investičních fondů, mohlo být pro správce malých fondů nepřiměřenou zátěží. Do jisté míry by proto mělo zůstat na uvážení vnitrostátních příslušných orgánů, jaký určit mechanismus, který by dovoľoval správcům AIF prokazovat, že se drží investičních strategií investičních fondů. Hodnocení vnitrostátního příslušného orgánu by například mohl vzít v úvahu výsledky zátěžového testu.

V rámci právních předpisů Unie neexistuje jednotná definice tržní „likvidity“, na základě které by bylo možné sestavit seznam méně likvidních aktiv. Každý právní předpis přistupuje k této otázce likvidity jiným způsobem, podle svého účelu (viz box 5). Příklad přístupů používaných na vnitrostátní úrovni je uveden v konzultačním dokumentu FCA o nelikvidních aktivech a otevřených investičních fondech ⁽²⁾, který vymezuje řadu rysů nelikvidních aktiv:

- obchodování s nimi neprobíhá na organizovaném trhu;
- může existovat značná nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou;
- uzavření dohody mezi nakupujícím a prodávajícím o ceně a dalších podmínkách transakce je pravděpodobně časově náročné;
- nalezení hodnoty aktiva je složitý proces;
- fyzická aktiva jsou typicky kupována a prodávána jako celek;
- v důsledku těchto faktorů a dalších možných komplikací, jako jsou omezení volného převodu vlastnictví, vyžaduje uzavření transakcí často dlouhou dobu.

Box 5: Likvidita v právních předpisech Unie

Směrnice 2007/16/ES o způsobilých aktivech vyžaduje, aby subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) investovaly převážně do likvidních aktiv, a stanoví konkrétní pravidla týkající se způsobilosti převoditelných cenných papírů, nástrojů peněžního trhu a derivátů. Obecně lze převoditelné cenné papíry a nástroje peněžního trhu považovat za likvidní, pokud jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu nebo jsou na něm obchodovány. Méně likvidní aktiva nejsou výslovně definována, ale jsou považována za nezpůsobilé investice podle směrnice 2009/65/ES. Týká se to zejména fyzických komodit a nemovitostních aktiv.

⁽¹⁾ „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration“, zpráva o konzultaci, červenec 2017.

⁽²⁾ FCA, „Illiquid assets and open-ended investment funds“ discussion paper (DP 17/1), únor 2017.

Pojem likvidity je zmíněn v několika dalších právních aktech Unie, seznam viz níže.

- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014⁽¹⁾ stanoví, že CSD musí investovat do hotovosti nebo vysoce likvidních finančních nástrojů s minimálním tržním a úvěrovým rizikem. Nařízení (EU) č. 909/2014 však likviditu výslovně nevymezuje a naopak doporučuje, aby ESMA, EBA a ESCB připravily návrh regulační technické normy, ve které budou podrobně uvedeny finanční nástroje, které lze považovat za vysoce likvidní.
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1131⁽²⁾ o fondech peněžního trhu zahrnuje likvidní prahové hodnoty pro aktiva, která lze považovat za aktiva poskytující denní a týdenní likviditu, ačkoli v něm likvidita není výslovně vymezena. Nařízení (EU) 2017/1311 je založeno na odůvodnění, že včasné datum splatnosti aktiva zajišťuje, aby investoři získali zpět své peníze.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU⁽³⁾ zahrnuje pojednání o metodice používané k výpočtu likvidity v případě neakciových aktiv, jako jsou dluhopisy. Orgán ESMA zvažoval dvě alternativní metody výpočtu likvidity, a to přístup zvlášť pro jednotlivé nástroje (IBIA) a přístup kategorizace finančních nástrojů (COFIA). Nakonec orgán ESMA přijal ve své regulační technické normě přístup IBIA pro výpočet likvidity dluhopisů.
- Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013⁽⁴⁾ vymezuje likvidní aktiva pro účely rezerv úvěrových institucí v oblasti likvidity jakožto jediná volně převoditelná aktiva, která lze rychle přeměnit na hotovost na soukromých trzích bez značné ztráty hodnoty. Nařízení rozlišuje mezi aktivy mimořádně vysoké likvidity a úvěrové kvality (aktiva úrovně 1) a aktivy vysoké likvidity a úvěrové kvality (aktiva úrovně 2). Aktiva úrovně 1 zahrnují hotovost, vklady u centrální banky, dluhopisy států Unie nebo dluhopisy těmito státy zaručené a kryté dluhopisy, které splňují určité podmínky. Aktiva úrovně 2 zahrnují státní dluhopisy třetích zemí a dluhopisy emitované veřejnými subjekty, a to jak kryté, tak podnikové dluhopisy na základě jejich úvěrové kvality. Dále zahrnují sekuritizace vysoké kvality a podíly, které jsou součástí předního akciového indexu.

Přístup americké Komise pro cenné papíry a burzy (SEC) může poskytnout užitečný základ pro přípravu metodiky Unie pro hodnocení likvidity a vytvoření seznamu méně likvidních aktiv. Přístup SEC vymezuje nelikvidnost držených aktiv nikoli v absolutním vyjádření, ale objem bere v potaz také (např. držená aktiva investičních fondů). Viz box 6 níže.

Box 6: Složené likvidní skóre SEC

SEC se otázkou likvidity zabývala v nedávno přijatém předpisu⁽⁵⁾, jenž zavádí změny ve zveřejňování rizika likvidity otevřenými investičními fondy. Předpis zavádí nový systém klasifikace likvidity, který určuje likviditu investice na základě počtu dní, během nichž může být investice přeměněna na hotovost, aniž by se značně změnila tržní hodnota dané investice. Konkrétněji SEC naznačuje, že klasifikovat investici jako nelikvidní implikuje, že investiční fond nemůže rozumně očekávat, že danou investici prodá během sedmi kalendářních dní, aniž by způsobil značný dopad na její tržní hodnotu. SEC dále požaduje, aby při rozhodování, zda je investice likvidní či nelikvidní, vzal investiční fond v potaz objem dané pozice a také hloubku trhu, na němž se investice obchoduje.

V předpisu SEC je uveden požadavek, aby správci fondu hodnotili a revidovali svá rizika likvidity nejméně jednou ročně, a to na základě řady faktorů: strategie, peněžních toků, pokladní hotovosti a aspektů obchodování na burze. Tento proces revize je zdůvodněn tak, že SEC má obavy, že by řešení, kdy správce zvolí na formuláři jednu z možností, mohlo vést k hodnocení likvidity způsobem, který neodráží pravdivě schopnost fondu prodat své portfolio (nebo jeho část) ke krytí požadavků na odkup, aniž by ovlivnil trh.

⁽¹⁾ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnice 98/26/ES a nařízení (EU) č. 236/2012 (Úř. věst. L 257, 28.8.2014, s. 1).

⁽²⁾ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1131 ze dne 14. června 2017 o fondech peněžního trhu (Úř. věst. L 169, 30.6.2017, s. 8).

⁽³⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

⁽⁴⁾ Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (Úř. věst. L 176, 27.6.2013, s. 1).

⁽⁵⁾ <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

SEC navíc vyžaduje, aby investiční fond při klasifikaci likvidity svých portfoliových investic zohledňoval „tržní, obchodní a pro danou investici specifické aspekty“, ačkoli žádné podrobnosti k těmto aspektům neuvádí.

Četnost obchodování bývá například nízká u určitých cenných papírů s pevným výnosem. To však nezbytně neznamená, že cenný papír je nelikvidní, a je možné, že investiční fond bude schopen jej prodat poměrně rychle. Spolehlivější odhady je možné získat vyhodnocením řady ukazatelů navržených ze strany SEC⁽¹⁾. Složená likvidní skóre tohoto druhu by mohla zahrnovat faktory, které jsou založeny na vlastnostech aktiva, trhu a portfolia daného cenného papíru, jak je uvedeno níže.

- Faktory aktiva vycházejí ze struktury aktiva. Čím obtížnější je cenný papír ohodnotit a čím méně je v souladu se standardy, tím více nelikvidní bývá. V případě specifikací produktů s pevným výnosem, jako je splatnost, mohou mít navíc rating a datum emise dopad na likviditu.
- Tržní faktory souvisejí s emisí a sekundárním trhem aktiva. Za typických okolností platí, že čím více trhů, na kterém lze cenný papír obchodovat, existuje, tím méně nelikvidní bývá. Tržní kvalitativní faktory také zahrnují počet, různorodost a kvalitu účastníků těchto trhů. Souvisejí mohou také s náklady obchodování na těchto trzích a závisejí na nákladech zpeněžení, které se týkají vyvíjení činnosti v jiné zemi nebo měně.
- Faktory obchodování jsou ukazatele související s cenou a objemem obchodování s cenným papírem. Spready mezi kupní a prodejní cenou a také objem a četnost obchodů lze použít k měření potenciální nelikvidnosti. Údaje o objemech za minulá období mohou například poskytnout odhad maximálního objemu, který lze použít pro vyhodnocení tržního dopadu obchodu.
- Portfoliové faktory jsou měřítka specifická pro určité portfolio. Investiční fondy by měly zohlednit velikost své pozice ve srovnání s denním objemem obchodu a zůstatky. Také by však měly zvážit vztahy aktiv k dalším portfoliovým aktivům (např. derivátům). A konečně, nelikvidnost může souviset také se slučováním portfoliových pozic – to může být zdrojem nelikvidnosti, pokud všechna aktiva držaná investičním fondem jsou velmi podobná a obchodují se na stejném trhu.

Protože přístup SEC může poskytnout užitečný základ, na kterém by mohlo být založeno budoucí evropské vymezení nelikvidnosti, mohlo by být užitečné těsně s ním sladit přístup Unie. Z pohledu politik by sladění nabídlo dodatečný přínos, protože pokud by byly rámce Unie a Spojených států víceméně podobné, představovalo by to účinný celosvětový standard pro použití při vyhodnocování nelikvidnosti investičních fondů.

II.2.2 Nezamýšlené dopady

Pokud jde o stranu aktiv, správci, kteří zavedli interní limity, by výhodu prvního na tahu neeliminovali zcela. Je možné, že investoři opouštějící fond předčasně stále chtějí získat likvidní aktiva, aby se vyhnuli pastí nelikvidního investičního fondu. Pokud by však dostupnost likvidních aktiv zvýšila důvěru ve schopnost investičního fondu provádět odkupování, riziko runů investorů by mělo být obecně sníženo.

Uplatnění interního limitu by mohlo zbytečně omezovat možnost správce fondu využít likvidní aktiva k uspokojení žádostí o odkoupení. Je tomu tak například, pokud správce nemůže využít likvidní aktiva bez překročení interního limitu. Je nicméně možné kvalifikovat významnost této otázky. V rámci směrnice 2011/61/EU překročení limitu samo o sobě nemůže vyžadovat přijetí opatření ze strany správce AIF, neboť by to záleželo na skutečnostech a okolnostech a také tolerancích stanovených správcem AIF. Ty poskytují soubory podmínek pro spuštění nepřetržitého sledování nebo nápravných opatření, a to podle okolností.

⁽¹⁾ Dokument SEC uvádí seznam devíti faktorů pro klasifikaci portfoliových pozic v určitém aktivu.

V nejhorším případě by mohlo být přidání aktiva na seznam procyklické – mohlo by vyvolat prodej aktiva a způsobit kolaps jeho kurzu. Správce by tak mohl být nucen prodat aktivum, aby dodržel nové interní limity, nebo by mohl předvídat nepříznivou reakci investorů, a tím způsobit právě ten problém, jenž měl seznam zmírnit. Obdobně by mohla stigmatizace aktiva z důvodu jeho nedostatku likvidity úplně odradit některé investiční fondy od investování do něj, což by mohlo mít dopady na fungování finančních trhů. Z těchto důvodů by měl seznam zahrnovat pouze aktiva, která jsou „svou podstatou“ méně likvidní, což je rys, který účastníci trhu již pravděpodobně stejně rozpoznali. Investoři investující do „svou podstatou“ méně likvidních aktiv by již od správců fondu očekávali, že uplatňují investiční politiku v souladu se zásadami odkupování, jak to předvídá směrnice 2011/61/EU. A konečně, budou nezbytná přechodná ustanovení, když je aktivum přidáno na seznam, aby měl správce dost času na dodržení povinnosti a vyhnul se přitom nuceným prodejům.

Pokud jde o stranu pasiv, snížení četnosti odkupování pravděpodobně zvýší objem obchodů, což může mít při napjaté situaci na trhu dopad na kurzy. Namísto toho, aby fond pociťoval pravidelné odlivy, by akumuloval více příkazů k prodeji, které budou provedeny ve stejný čas. Jednou z možností by bylo zavést výpovědní lhůty⁽¹⁾ ke zohlednění očekávané doby potřebné k prodeji podkladových aktiv. Další možností by bylo použít čekací systém, aby nemusely být žádosti o odkoupení prováděny během příštího bodu ocenění poté, co je správce fondu přijal. Správce by pak byl schopen ještě dříve vypočítat likviditu potřebnou ke splnění žádosti o odkoupení a začít podle potřeby prodávat investice. To by snížilo riziko provádění transakcí pod cenou.

A konečně, je třeba uznat riziko regulatorní arbitráže. Existuje riziko: 1) v případě neregulovaných fondů AIF, které nespádají do působnosti doporučení, a 2) pokud správce registruje investiční fond jako SKIPCP s cílem provést velkou investici do aktiva uvedeného na seznamu jako méně likvidní, za předpokladu, že toto aktivum by bylo považováno za způsobilé pro SKIPCP. V posledně jmenovaném scénáři by však investiční fond podléhal pravidlům směrnice 2009/65/ES, která jsou v určitých aspektech přísnější než pravidla ve směrnici 2011/61/EU. Tato skutečnost snižuje motivaci pro registraci jako SKIPCP s cílem vyhnout se omezením platným pro AIF.

II.3 Doporučení C – Zátěžové testy

II.3.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady

Mikrobezpečnostní zátěžové testy mají za cíl zlepšit správu rizik a portfolií na úrovni jednotlivých investičních fondů a správců fondů. Tyto testy simulují mimořádné nebo nepříznivé – ale dost dobře možné – hospodářské a finanční podmínky s cílem studovat jejich následky jak na výkon investičního fondu, tak jeho schopnost dostát žádostem o odkup, i při snížené hodnotě aktiva netto. Poskytují analýzy scénářů, které nabízejí lepší vzhled do rizik vyplývajících z potenciálních změn tržních podmínek, které mohou mít nepříznivý dopad na spravovaná portfolia. Za běžných tržních podmínek zátěžové testy určí potenciální slabiny investičních produktů/strategií a napomáhají společně spravujícím fondy upravit své řízení rizik v portfoliu a připravit se provozně na krizi. Během období krize podporují zátěžové testy přizpůsobení se specifickým rysům dané krize, řízení krize a informování orgánu pro řešení krize. Jako takové jsou tedy zátěžové testy nástroji řízení rizik a rozhodování.

Investiční fondy mají různé charakteristiky, jež všechny ovlivňují riziko likvidity konkrétního investičního fondu a tím i přípravu smysluplného zátěžového testu na úrovni investičního fondu. Strana aktiv je například charakterizována hlavními trhy a nástroji, investiční strategií a časovým horizontem, zeměpisným zaměřením, portfoliovými koncentracemi, obratem portfolia a typickými velikostmi obchodů. Strana pasiv je charakterizována investorskou základnou investičního fondu, což mohou být buď drobní investoři nebo institucionální investoři nebo kombinace obojího, přičemž všechny mají individuální portfoliovou strukturu a potřeby likvidity, případně své vlastní regulatorní požadavky (banky, pojišťovny a penzijní fondy), a vykazují tedy své vlastní investorské chování. Koncentrace druhu investora v investičním fondu je zvláště relevantní, protože vysoká koncentrace by mohla vést k velkým souběžným žádostem o odkoupení.

⁽¹⁾ Je třeba poznamenat, že používání výpovědní lhůty představuje praktické výzvy v důsledku zpoždění mezi příkazem a jeho provedením. Zejména fondy sledující výkonnost referenčního indexu by byly motivovány provést obchody co nejbližší konci výpovědní lhůty, aby tak maximalizovaly svůj výkon, i když to má záporný tržní dopad.

Vzhledem k heterogenitě investičních fondů neexistují žádná povinná specifikace scénářů zátěžových testů.

V současné době se proto parametry, rozsah, četnost a sofistikovanost zátěžových testů liší napříč odvětvím. Existují nicméně určité smysluplné, zavedené přístupy, které pokrývají obě strany rozvahy. Zátěžové testy strany pasiv investičního fondu jsou simulacemi odkoupení. Nastavení těchto simulací typicky vychází z analýzy stability pasiv, která závisí na druhu investora a koncentraci pasiv. Simulace by mohly zahrnovat historické nebo hypotetické scénáře odkupování, žádosti o odkoupení největších investorů, odkupování na maximální dosavadní úrovni a analýzu tržních trendů a skupin stejného zaměření. Zátěžové testy by měly pokrývat také stranu aktiv investičního fondu, což znamená simulaci likvidity aktiv investičního fondu za odlišných tržních podmínek. Tato simulace zvažuje schopnost investičního fondu prodávat aktiva bez většího dopadu na kurz. Scénáře by mohly zahrnovat snížení prodejních objemů určitých nástrojů nebo tržních segmentů (ztráty vzniklé po zvýšení spreadů mezi požadovaným a nabízeným kurzem), odhady maximálního možného zpeněžení za jeden den nebo odhady doby zpeněžení na základě rozdělení aktiv investičního fondu (např. do likvidních skupin) a u příslušných aktiv by měly také zvážit interakci mezi tržním a likviditním rizikem.

Pokyny týkající se postupů zátěžového testování by měly snížit riziko likvidity na úrovni investičního fondu i na úrovni systému a zvýšit schopnost subjektů řídit likviditu v zájmu investorů, což zahrnuje i snížení neočekávaných období odkupování. Zátěžové testy jsou nástroje, které podporují analýzu silných míst již zavedených strategií. Testování by mělo ukázat slabiny investiční strategie a připravit fond na krizi. Pokud se zátěžové testy využijí správně jako nástroj řízení rizik a nástroj při rozhodování, měly by snížit riziko likvidity na úrovni investičního fondu, a přispět tak ke snížení rizika likvidity na systémové úrovni.

Pokyny by měly řešit nedostatky postupů zátěžového testování, jak ukázal výzkum ESRB o postupech zátěžového testování. Poté, co ESMA poskytl pokyny, subjekty by měly rozumět minimální úrovni požadavků zátěžového testování a řešit nedostatky zahrnující příliš malé srážky, četnost zátěžového testování a koncepci scénáře a také naivní využívání historických údajů. Pokyny naznačují, že četnost a koncepce zátěžového testu by měly být určeny rysy specifickými pro daný investiční fond i daný podnik. Pokyny mají navíc ten zamýšlený dopad, že při tvorbě zátěžových scénářů podniky zavazují použít úroveň závažnosti, se kterou se přinejmenším pravděpodobně na trhu setkají. A konečně, v důsledku heterogenity sektoru investičních fondů by měla být složitost zátěžových testů sladěna se specifickým profilem investičního fondu v oblasti rizika a odkupování, bez přílišného úsilí o konformitu ve scénářích zátěžových testů. Pokyny by měly přispět k přesnějšímu a vhodnějšímu zátěžovému testování na úrovni investičního fondu, což povede k menším pochybám o úrovni rizika v rámci celého systému.

Doporučení C je v souladu s povinností orgánu ESMA poskytnout pokyny o zátěžovém testování fondů peněžního trhu v nařízení (EU) 2017/1131. V rámci tohoto nařízení je orgán ESMA povinen poskytnout pokyny týkající se společných referenčních parametrů scénářů zátěžových testů.

Správci fondů musí pravidelně provádět zátěžové testy investičních fondů, které spravují. Zátěžové testování je požadováno v případě fondů SKIPCP a AIF, s výjimkou uzavřených AIF využívajících pákového efektu a pokud je to pro SKIPCP považováno za nevhodné (čl. 40 odst. 3) směrnice 2010/43/EU; čl. 16 odst. 1) směrnice 2011/61/EU a článek 48 nařízení v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013). V případě obou druhů investičních fondů umožňují zátěžové testy správcům fondů hodnotit riziko likvidity za běžných i mimořádných likvidních podmínek. Jako součást rámce pro vykazování uvedeného ve směrnici 2011/61/EU musí být výsledky zátěžového testování vykázány vnitrostátnímu příslušnému orgánu a tato informace musí být dána k dispozici ESMA a ESRB. Nařízení (EU) 2017/1131 zavádí podrobné povinnosti MMF v oblasti zátěžového testování, které by mohly být přínosem také pro další druhy investičních fondů.

V případě SKIPCP jsou povinnosti méně podrobné než v případě AIF. To odráží různé rysy stran aktiv a pasiv SKIPCP (tj. definice způsobilých aktiv, které by měly být likvidní, a investorská základna, která je převážně retailová) a jednotlivé regulatorní požadavky.

Pravidla pro zátěžové testování AIF jsou však podrobnější, a to podle nařízení v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013.

- a) Zátěžové testy by měly simulovat nedostatek likvidity a atypické žádosti o odkoupení. Zátěžový test by měl vzít v potaz minimálně nedávné a očekávané budoucí žádosti o odkoupení a vždy by měl analyzovat dobu nezbytnou pro jejich splnění. Zátěžový test by měl rovněž zahrnovat test tržních faktorů, např. směnný kurz, který by mohl ovlivnit úvěrový profil správce AIF nebo AIF. Přístup zátěžového testování by měl navíc zahrnovat citlivosti ocenění za napjatých podmínek.
- b) Rizikový profil AIF, který je funkcí investiční strategie, likvidního profilu, druhu investora a zásad odkupování, rozhoduje o četnosti zátěžových testů na základě minimální roční četnosti. Správce AIF by měl jednat v zájmu všech investorů AIF, pokud jde o podobu AIF a přiměřenost zásad a postupů v oblasti řízení likvidity, když zátěžové testy naznačují značně vyšší než očekávané riziko likvidity.

Průzkum ESRB o postupech zátěžového testování mezi správci fondů ukázal, že většina správců fondů v Unii provádí zátěžové testování pravidelně. Zhruba 93 % správců fondů účastnících se průzkumu ESRB ⁽¹⁾ pravidelně podrobuje zátěžovému testu všechny investiční fondy, které spravují, a provádějí dodatečné zátěžové testy (nebo mají schopnost tak činit), kdykoli se objeví podstatné změny. Vzhledem k různým druhům zahrnutých správců fondů a fondů průzkum také odhalil značné rozdíly v četnosti provádění zátěžových testů, druhu zátěžových scénářů použitých správci fondů a úrovni složitosti zátěžového testování (viz kulaté odrážky níže):

- **Ačkoliv mají četnost zátěžového testování určit především rysy specifické pro daný investiční fond, pouze několik správců fondů používá četnosti specifické pro daný investiční fond.** Namísto toho používají četnost specifickou pro daný podnik uplatněnou na všechny spravované investiční fondy. Je tomu tak i v případě velkých investičních společností, které spravují mnoho různých druhů investičních fondů. Velký podíl správců fondů, kteří používají četnosti zátěžového testování specifické pro investiční fond rozlišují mezi SKIPCP a AIF namísto různých četností pro investiční fondy s různými portfoliovými strukturami.
- **Velký podíl správců fondů využívá vícero scénářů likvidity, které typicky představují různé tržní podmínky.** Základním rysem jakéhokoli zátěžového testu je podkladový scénář, který představuje velmi obtížné podmínky na trhu. Závažnost zátěžových scénářů použitých jednotlivými správci fondů se však výrazně liší. U některých těchto scénářů je velmi sporné, zda vůbec představují obtížné podmínky na trhu. Na straně aktiv jsou některé z použitých srážek poměrně malé, což je činí méně vhodnými, aby představovaly značné změny tržní likvidity. Na straně pasiv by investiční fondy, které v minulosti nebyly vystaveny tlakům na odkupování, neměly zakládat své scénáře odkupování pouze na historických údajích.
- **V souladu se značnými rozdíly mezi jednotlivými druhy správců fondů a investičních fondů se složitost použitých scénářů zátěžových testů mezi jednotlivými správci fondů výrazně liší.** Někteří správci fondů používají jednoduché hypotetické scénáře, které se neopírají o žádná data, zatímco jiní správci pro vypracování konkrétních scénářů pro investiční fondy využívají propracované statistické metody. Vytyčit rozumné scénáře pro likviditu je již z podstaty věci obtížné. Oproti tržnímu riziku, kde je k dispozici hojné množství informací, je modelování zátěžových testů pro likviditu daleko složitější. Na straně aktiv může být modelování profilu likvidity za obtížných podmínek na trhu extrémně obtížné, zejména v případě aktiv, pro něž nejsou údaje o transakcích snadno dostupné (např. nástroje s pevným výnosem). Ani na straně pasiv není jednoduché předvídat chování investorů za obtížných podmínek na trhu a záleží na mnoha faktorech, např. na poměru institucionálních a drobných investorů nebo podílu klientů, kteří nereagují pružně. U SKIPCP je tento problém ještě výraznější, protože správci fondů většinou nemají o profilech investorů SKIPCP mnoho informací. Zdá se, že regulatorní aspekty hrají při modelování scénářů jen malou roli. Zátěžové scénáře jsou tedy navrhovány v souladu s expozicemi tříd aktiv a časovým plánem odkupování, které platí pro daný investiční fond.

⁽¹⁾ Hlavním cílem průzkumu ESRB bylo poskytnout přehled o postupech zátěžového testování evropských správců aktiv, v první řadě za účelem analýzy rozsahu, ve kterém zátěžové testování jednotlivých fondů zahrnovalo likvidní zátěž (tj. schopnost investičního fondu uspokojit velký objem žádostí o odkoupení). Průzkum ESRB zahrnoval 274 správců fondů v Unii a obsahoval otázky týkající se současných postupů správců aktiv v oblasti řízení rizik likvidity a zátěžového testování.

Zátěžové testy by se měly provádět za různých podmínek, např. v případě atypických žádostí o odkup či mimořádného vývoje cen aktiv, a také by mohly zohledňovat události jako selhání protistrany a další rizikové faktory (např. politická rizika). Orgán ESMA by měl poskytnout pokyny ohledně toho, jaké druhy scénářů by měly investiční fondy brát v úvahu při navrhování svých zátěžových testů. Mezi scénáře by měly být zahrnuty scénáře vycházející z pohybů cen v minulosti a také hypotetické scénáře. Historické scénáře modelují parametry zátěžového testu na základě předchozí krize a počítají, jaký dopad by měla na investiční fond nyní. Jelikož je však pravděpodobné, že budoucí krize se budou od těch předchozích lišit, a minulé krize je navíc obtížné zcela přesně replikovat, zátěžové testování by nemělo spoléhat pouze na historické scénáře. Hypotetické scénáře by mohly vycházet z ekonomických šoků nebo charakteristik chování investorů či správců fondů. Forma takových hypotetických scénářů by měla vyhovovat příslušné citlivosti konkrétních druhů fondů a strategií fondů.

Celkové zátěžové testování by mohly doplnit reverzní zátěžové testy. Zapojení reverzních zátěžových testů by mohlo poskytnout cenný vhled do chování investičních fondů až po okamžik jejich selhání. Tyto testy snižují závislost na historických scénářích a možnosti navrhování hypotetických scénářů. Reverzní zátěžové testy by mohly správcům fondů umožnit plné prozkoumání a pochopení jakékoli slabiny a vyřešení příslušných rizik.

Zátěžové testování by se v ideálním případě mělo provádět ve všech fázích existence fondu, od jeho vytvoření až po likvidaci a také při všech investičních rozhodnutích za jeho existence učiněných. Po založení investičního fondu by se měly používat zátěžové testy, aby se zavedly a vymezily parametry (např. rizikový profil a tolerance rizika) investičního fondu, zejména pak vztah mezi likviditou podkladových aktiv a frekvencí možných odkupů, včetně stavu za obtížných podmínek na trhu. Zátěžové testy by mohly posloužit také v situacích, kdy se zvažují změny strategie investičního fondu, jeho obchodních podmínek a investičních rozhodnutí. Při vytváření pohotovostního plánu pro investiční fond za obtížných podmínek na trhu by zátěžové testy mohly být použity k analýze využívání různých nástrojů pro řízení rizika likvidity.

Načasování a četnost zátěžových testů by měly odrážet vlastnosti investičního fondu, jako jsou velikost, investiční strategie, podkladová aktiva, profil investorů a frekvence možných odkupů. V případě portfolia s vysokým obrátem nebo často se měnící investorskou základnou budou profil likvidity a riziko pravděpodobně proměnlivější. Za takových podmínek by měly být zátěžové testy prováděny častěji než v případech, kdy má investiční fond stabilnější investorskou základnu a dlouhé lhůty pro odkup.

Frekvence zátěžového testování může záviset na druhu scénáře, který se použije. U historických scénářů by se daly statistické metody použité k jejich vytvoření jednoduše aktualizovat za použití nových údajů a parametrů zátěžového testování. Jelikož jde často o mechanický proces, dalo by se ho využívat častěji. Hypotetické scénáře vyžadují individuálnější přístup přizpůsobený konkrétnímu investičnímu fondu pro posouzení relevantních faktorů ovlivňujících daný fond, takže vzhledem k tomu, že vyžaduje rozsáhlejší analýzu, může být tento typ zátěžového testování prováděn méně často.

Toto doporučení se nezabývá makrobezpečnostním zátěžovým testováním. Makrobezpečnostní zátěžové testování je oblastí vyžadující další rozvoj. Omezení spojená s údaji a modelováním v současné době brání tomu, aby se takové modely využívaly jako efektivní nástroje dohledu. ESRB momentálně zkoumá roli makrobezpečnostních zátěžových testů v hodnocení rizik pro finanční stabilitu ze strany investičních fondů.

II.3.2 Nezamýšlené dopady

Konkrétní pokyny ohledně zátěžového testování by mohly vést k podobnějšímu/harmonizovanějšímu jednání správců fondů a v konečném důsledku k identickému umístování aktiv jednotlivými investičními fondy (jednostranné umístování). To by mohlo do budoucna zvýšit riziko stádního chování a systémového finančního rizika. Navíc by obzvláště u správců menších fondů mohlo více pokynů znamenat zátěžové testy navíc, a tudíž i vyšší náklady.

II.4 Doporučení D – Vykazování ze strany SKIPCP

II.4.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady

Doporučení D 1) – Zpravodajská povinnost SKIPCP a správcovských společností SKIPCP

Absence harmonizovaného rámce pro vykazování v členských státech představuje v současné době překážku pro komplexní hodnocení a sledování potenciálního příspěvku SKIPCP k rizikům pro finanční stabilitu. I když mnoho jurisdikcí Unie stanoví zpravodajskou povinnost pro SKIPCP, podle výsledků šetření se postupy v této oblasti značně liší, což se týče frekvence vykazování, šíře SKIPCP, na něž se tato povinnost vztahuje, a vykazovaných údajů⁽¹⁾. V důsledku toho není možné agregovat údaje z jednotlivých států a sledovat na úrovni Unie např. vývoj v oblasti likvidity a rizik pákového efektu u SKIPCP.

Statistiky ECB o investičních fondech nejsou dostatečné pro zajištění komplexního hodnocení a sledování rizik likvidity a pákového efektu u SKIPCP. Ačkoliv statistiky ECB umožňují regulačním orgánům sledovat vývoj sektoru investičních fondů v eurozóně za využití informací ohledně širokých rozvahových kategorií aktiv a pasiv, včetně členění podle splatnosti, zahrnuté položky informací k adekvátnímu posouzení rizik nestačí. Chybí zejména podrobné údaje o obchodování s nástroji a jednotlivých expozicích, jež jsou však nezbytné pro adekvátní posouzení vývoje likvidity portfolia daného SKIPCP. Adekvátně nelze sledovat ani trendy využívání pákového efektu, jelikož dostupná data umožňují pouze vypočítat finanční pákový efekt (tj. prostřednictvím čerpání úvěrů). Komplexnější ukazatel pro pákový efekt, zahrnující i pákový efekt prostřednictvím derivátů (tj. syntetický pákový efekt), k dispozici není. Statistiky ECB navíc v současné době nerozlišují mezi SKIPCP a AIF, což je pro adekvátní sledování rizik důležité, neboť fungování těchto fondů podléhá velmi rozdílným regulatorním režimům.

Vytvoření harmonizovaného rámce pro vykazování ze strany SKIPCP v celé Unii by mohlo zajistit účinné sledování a zároveň snížit stávající neefektivnost v oblasti vykazování a náklady s ním spojené jak pro příslušné orgány, tak i odvětví. Od chvíle, kdy vstoupila v platnost směrnice 2011/61/EU, zlepšili správci AIF i vnitrostátní příslušné orgány svoji technickou kapacitu a nasbírali zkušenosti s komplexním rámcem pro vykazování na úrovni Unie na základě směrnice 2011/61/EU. Pokud by byl nový systém pro vykazování ze strany SKIPCP postaven na již existujících technických systémech pro vykazování, příslušné orgány i správci fondů spravující AIF a SKIPCP nebo správci fondů spravující SKIPCP s různými zpravodajskými povinnostmi v různých jurisdikcích by sklidili plody větší synergie vykazování.

Komise by při utváření rámce pro vykazování ze strany SKIPCP měla mít na paměti, že činnost SKIPCP podléhá striktnějšímu regulatornímu režimu než činnost AIF. Pro náležité sledování rizik pro finanční stabilitu spojených se SKIPCP by postačoval méně rozsáhlý rámec pro vykazování.

Komise by měla taktéž pamatovat na další probíhající iniciativy, které by mohly takové harmonizované vykazování ovlivnit. Komise by měla zohlednit poznatky orgánu ESMA a vnitrostátních příslušných orgánů k tomuto vykazování a zároveň možné nové, alternativní/upravené ukazatele pákového efektu, na nichž aktuálně pracuje organizace IOSCO. V úvahu by měly být vzaty i zpravodajské povinnosti stanovené nařízením (EU) 2017/1131 o fondech peněžního trhu.

Povinnost vykazovat detailní údaje o prvcích likvidity by usnadnila sledování potenciálního systémového rizika pramenícího z transformace a nesouladu likvidity u SKIPCP. SKIPCP podléhají podrobným pravidlům s ohledem na způsobilost aktiv, takže obvykle investují do více likvidních aktiv, ačkoliv určité SKIPCP mohou také investovat do méně likvidních tříd aktiv, např. určitých druhů dluhopisových fondů (dluhopisy rozvíjejících se trhů nebo dluhopisy s vysokým výnosem). Jelikož SKIPCP zároveň podléhají jen minimální povinností ohledně frekvence odkupování, může se u nich objevovat vyšší riziko likvidity. U těchto SKIPCP v současném legislativním rámci přetrvávají potenciální mezery ve sběru údajů, jelikož SKIPCP nemají povinnost vykazovat údaje vnitrostátním příslušným orgánům podobně jako AIF. Záběr současného rámce pro vykazování tedy není všezahrnující (směrnice 2011/61/EU oproti směrnici 2009/65/ES) a nezahrnuje harmonizované ukazatele rizika likvidity, které by byly smysluplné a bylo by možné je snadno konstruovat a interpretovat. To je obzvláště důležité pro účely sledování vývoje z makrobezpečnostního hlediska a pro agregaci jednotlivých ukazatelů napříč odvětvím i jurisdikcemi.

⁽¹⁾ Lucemburská Komise pro finanční dohled (*Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF*) např. zavedla zkraje roku 2016 zpravodajskou povinnost týkající se rizik SKIPCP a po svém sektoru SKIPCP požaduje, aby dvakrát ročně vykazoval údaje o různých rizikových faktorech jako pákovém efektu, riziku protistrany, úvěrovém riziku a riziku likvidity. Další informace jsou k dispozici na adrese <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Aby bylo možné sledovat nesoulad likvidity v rámci SKIPCP, tyto subjekty by měly mít povinnost vykazovat údaje jak o svých aktivech, tak pasivech. Správci AIF musí vykazovat údaje ohledně profilu likvidity svého AIF, což poskytuje užitečné informace o hodnocení likvidity (správcem AIF) investovaných aktiv daného AIF a struktuře investorů fondu. Na podobném základě by mělo být založeno i příslušné vykazování ze strany SKIPCP, přičemž by mělo být doplněno o vykazování údajů ohledně dostupnosti a využití různých nástrojů řízení likvidity, které mají SKIPCP k dispozici. Dále by se mohly vykazovat např. údaje o výši minulých odkupů.

Shromažďování dalších údajů usnadňuje komplexní hodnocení potenciálního přínosu fondů SKIPCP k finančnímu/systemovému riziku. Z hlediska řádného hodnocení vyvolaných rizik, např. použitím pákového efektu fondy SKIPCP, je zajímavý především zdroj pákového efektu. Fondy SKIPCP by také měly poskytnout mimo jiné informace o investiční strategii, obchodovaných nástrojích a jednotlivých expozičních, profilu tržního rizika, profilu protistran a úvěrového rizika a profilu rizika likvidity. Tyto informace by mohly naznačit riziko nucených prodejí, koncentraci protistran a provázanost s celkovým finančním systémem. Zde by měly být zahrnuty kategorie derivátových pozic a postupů i nástrojů, jako jsou dohody o zpětném odkupu nebo transakce se zápůjčkami cenných papírů. Velmi podobné požadavky jsou stanoveny ve zpravodajských povinnostech směrnice 2011/61/EU, které by mohly být doplněny o specifické aspekty fondů SKIPCP, jako je účinná správa portfolií. Správce fondu AIF je povinen poskytovat informace o rizikovém profilu a hlavních kategoriích aktiv, do nichž je fond AIF investován včetně odpovídajících hrubých, dlouhých a krátkých derivátových pozic. Správci fondů AIF jsou však také povinni poskytovat informace o zdroji hotovostních úvěrů. ⁽¹⁾

Ekonomicky relevantní část sektoru SKIPCP uplatňuje strategie, v nichž pákový efekt (včetně syntetického pákového efektu) je omezen pouze nepřímo. Pokud jde o používání finančního pákového efektu prostřednictvím financování transakcí cennými papíry nebo syntetického pákového efektu prostřednictvím derivátových expozičních, SKIPCP mohou vytvářet expozice – vypočtené podle závazkového přístupu - pouze do maximální výše rovnající se jejich celkové čisté hodnotě aktiv. Podle směrnice 2009/65/ES však mohou členské státy také umožnit fondům SKIPCP, aby vypočetly svou globální expozici za použití přístupu VaR nebo jiných pokročilých postupů měření rizika místo závazkového přístupu ⁽²⁾. Pro tyto investiční fondy je použití pákového efektu omezeno pouze nepřímo formou limitů pro tržní riziko investičního fondu ⁽³⁾. Tzn. že fondy, které používají přístup *absolutní* VaR, jsou omezeny absolutní hodnotou VaR, která nepřekračuje 20 % výše čisté hodnoty aktiv. Naopak investiční fondy, které používají přístup *relativní* VaR, jsou omezeny max. dvojnásobkem rizika ztráty v rámci daného modelu VaR v porovnání s obdobným portfoliem, ale bez pákového efektu. Především však tyto přístupy VaR potenciálně umožňují vyšší pákový efekt než závazkový přístup, a to v závislosti na volatilitě podkladových aktiv. Odpovědi z průzkumu ESRB za 11 jurisdikcí v Unii naznačují, že dílčí soubor fondů SKIPCP používající pro výpočet globální expozice přístupy VaR by mohl z hlediska čisté hodnoty aktiv představovat 27 % až 50 % sektoru SKIPCP.

Konzistentní vykazování pákového efektu všemi subjekty SKIPCP a všemi fondy AIF by mělo být cílem a mělo by podpořit monitorování investičních fondů, které nepodléhají omezením pákového efektu v rámci sektoru investičních fondů v Unii. FSB doporučuje, aby orgány shromažďovaly údaje o pákovém efektu v investičních fondech, monitorovaly používání pákového efektu investičními fondy, které nepodléhají omezením pákového efektu nebo které mohou pro finanční systém představovat významná rizika související s pákovým efektem, a podle potřeby přijaly opatření. Současně byl IOSCO požádán, aby určil nebo vypracoval konzistentní ukazatele pákového efektu v investičních fondech s cílem dosáhnout pro účely finanční stability smysluplnějšího monitorování pákového efektu a aby do konce roku 2018 pomohl zajistit provádění přímých srovnání mezi investičními fondy na globální úrovni ⁽⁴⁾. Konečným cílem by mělo být harmonizované vykazování pákového efektu v souladu s konzistentními ukazateli pákového efektu, které by měl IOSCO vypracovat/určit. Harmonizace vykazovacího rámce pro SKIPCP a vykazování pákového efektu v AIF podle směrnice 2011/61/EU by měly probíhat podle těchto parametrů a měly by usnadnit monitorování investičních fondů s pákovým efektem v sektoru investičních fondů Unie jako celku. Komise by tedy měla vypracovat harmonizovaný rámec pro celou Unii i pro všechny subjekty SKIPCP a fondy AIF, který by zohledňoval mezinárodní rozměr i cíl vypracovat jednotné přístupy pro různé metody výpočtu pákového efektu (jmenovitá, hrubá a závazková metoda). To by rovněž usnadnilo monitorování pákového efektu u SKIPCP, které vyvíjejí svou činnost jen za nepřímých omezení týkajících se pákového efektu.

⁽¹⁾ Viz např. příloha IV k nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013.

⁽²⁾ Viz např. čl. 41 odst. 3 směrnice 2010/43/EU.

⁽³⁾ Viz pokyny CESR (úroveň 3) „Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, 28. července 2010.

⁽⁴⁾ Viz doporučení 10 a 11 v materiálu „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, FSB, leden 2017.

Vykazování pákového efektu v souladu se závazkovou metodou podle směrnice 2011/61/EU by vyžadovalo, aby subjekty SKIPCP doplnily hodnoty čistých aktiv do svých expozic měřených závazkovou metodou SKIPCP. V současnosti se metody používané k výpočtu expozice podle závazkové metody mírně liší mezi směrnicemi 2009/65/ES a 2011/61/EU. Zatímco směrnice 2011/61/EU vyžaduje, aby fondy AIF vypočetly závazkovou expozici jako součet absolutní hodnoty všech expozic, subjekty SKIPCP jsou povinny vypočítat pouze zvýšenou expozici vyvolanou použitím pákového efektu (viz tabulka 3). Vzhledem k tomu, že fondy SKIPCP nejsou oprávněny si pro investiční účely půjčovat nezajištěné hotovostní prostředky a pravidla pro výpočet expozic vzniklých z financování transakcí pomocí cenných papírů a derivátů připomínají pravidla ve směrnici 2011/61/EU, závazkovou metodu SKIPCP lze sladit se směrnicí 2011/61/EU uložením povinnosti SKIPCP, aby do svých expozic doplnily čistou hodnotu aktiv.

V tomto kontextu by nové vykazování rizik fondů SKIPCP mělo pokrývat také vykazování pro účely zátěžových testů subjekty SKIPCP. Součástí by mělo být vykazování výsledků standardizovaných zátěžových testů o jedné proměnné a mělo by také poskytovat informace o vlastních scénářích zátěžových testů ze strany správců fondů a příslušné výsledky.

Tabulka 3

Výpočet expozice investičního fondu podle závazkových metod

	AIFMD	SKIPCP	
	Současný výpočet		Doporučené změny
Definice expozice	Součet absolutních hodnot všech pozic	Zvýšená expozice a pákový efekt v důsledku použití finančních derivátových nástrojů	Doplnění čisté hodnoty aktiv
Pákový efekt	Opětovné použití hotovostních úvěrů		
	Vyšší hodnota z následujících: tržní hodnota realizované investice nebo celkový objem vypůjčené hotovosti	Nezajištěné hotovostní úvěry pro investiční účely nepovoleny	Žádné
	Transakce financované cennými papíry		
	Tržní hodnota přijatého zajištění (včetně hotovosti) při reinvestici	Tržní hodnota přijatého zajištění (včetně hotovosti) při reinvestici	Žádné
Čistý syntetický pákový efekt	Deriváty		
	Součet tržní hodnoty ekvivalentní pozice u podkladového aktiva po zohlednění započtení a zajištění	Součet tržní hodnoty ekvivalentní pozice u podkladového aktiva po zohlednění započtení a zajištění	Žádné

Doporučení D 2) – Frekvence a rozsah zpravodajských povinností SKIPCP a správcovských společností SKIPCP

Údaje uvedené v doporučení D 1) by měla čtvrtletně vykazovat dostatečná a z hlediska finanční stability relevantní část všech SKIPCP a správcovských společností SKIPCP. Složení portfolia, likvidita portfolií a využívání pákového efektu (zejména prostřednictvím derivátů) mohou u investičních fondů podléhat výrazným krátkodobým změnám. Proto je zapotřebí vykazovat příslušné údaje alespoň čtvrtletně, aby bylo možné dostatečně sledovat a v případě nutnosti reagovat na vývoj, který by mohl přispívat k růstu rizik v oblasti finanční stability. Vzhledem k tomu, že se jednotlivé SKIPCP a správcovské společnosti SKIPCP liší jak velikostí, tak investičními strategiemi, rozsah, v němž mohou jednotlivé investiční fondy či skupiny investičních fondů přispívat k růstu systémového rizika, bude pravděpodobně různý. Z hlediska finanční stability by čtvrtletní vykazování dostatečným dílčím souborem SKIPCP a správcovských společností SKIPCP bylo postačující pro potřeby sledování a zároveň by omezilo celkovou vykazovací zátěž v odvětví.

Dílčí soubor SKIPCP, které by měly vykazovat čtvrtletně, by měl zahrnovat alespoň ty SKIPCP, které používají ukazatel VaR k měření své celkové expozice. Jelikož se tyto SKIPCP zapojují do derivátových operací, obecně vytvářejí složitější investiční strategie a mohou ve značné míře využívat pákový efekt. Vedle zmíněného dílčího souboru SKIPCP by se Komise měla zaměřit taktéž na další charakteristiky, jako jsou objem spravovaných aktiv a potenciálně i investiční strategie a profil likvidity, a to takovým způsobem, aby relevantní část všech SKIPCP a správcovských společností SKIPCP vykazovala čtvrtletně.

Pro efektivní sledování vývoje a potenciálního růstu rizik v oblasti finanční stability v rámci odvětví SKIPCP by na obecnější rovině bylo potřeba, aby dostatečný dílčí soubor všech SKIPCP a správcovských společností SKIPCP vykazoval dostatečný dílčí soubor údajů, a to alespoň jednou ročně. Zavedení ročního vykazování pro dostatečnou část odvětví SKIPCP by v kombinaci s využitím dostupných údajů o AIF umožnilo sledovat obecný vývoj v sektoru investičních fondů v celé Unii. Je třeba dodat, že roční vykazování by bylo v souladu s minimální frekvencí vykazování, jak ji stanovuje směrnice 2011/61/EU. Umožnilo by alespoň jednou ročně sledovat riziko pro finanční stabilitu spojené s odvětvím investičních fondů jak v případě SKIPCP, tak AIF. Zároveň by také vznikla možnost smysluplně mezi sebou porovnávat vývoj v rámci SKIPCP a AIF v čase a také rozpoznat potenciální strukturální změny, jež by mohly přispět k růstu systémového rizika.

Při rozhodování o tom, které ze subjektů by měly mít povinnost jednou ročně údaje vykazovat, se Komise doporučuje přihlížet k celkovému objemu aktiv spravovaných konkrétními SKIPCP a správcovskými společnostmi SKIPCP. Zohlednění spravovaných aktiv při rozhodování o zpravodajských povinnostech je v souladu s dosavadními postupy pro rozhodování o zpravodajských povinnostech správců AIF. Při rozhodování o tom, které subjekty by měly mít povinnost jednou ročně vykazovat, by Komise mohla vzít v úvahu také další charakteristiky jako využívání pákového efektu v rámci SKIPCP, metodu výpočtu celkové expozice a investiční strategie daného SKIPCP.

Na základě směrnice 2011/61/EU by jako standard pro určení frekvence vykazování v případě SKIPCP a správcovských společností SKIPCP mohla posloužit frekvence vykazování pro správce AIF, a to za uplatnění tří kategorií pro vykazování (čtvrtletní, roční, nebo bez zpravodajské povinnosti). Stávající frekvence vykazování⁽¹⁾ pro oprávněné správce AIF spravující AIF v Unii (v souladu s frekvencemi pro SKIPCP a správcovské společnosti SKIPCP, jež musí být všechny autorizovány a jsou usazeny v EU) lze shrnout následujícím způsobem:

- Správci AIF, kteří spravují AIF s celkovým objemem spravovaných aktiv pod hranicí 100 milionů EUR, se mohou rozhodnout dobrovolně účastnit a vykazovat jak na úrovni správce, tak na úrovni AIF, a to jednou ročně;
- pokud celkový objem aktiv spravovaných správcem AIF překročí hranici 100 milionů EUR, ale celková spravovaná aktiva zůstávají pod hranicí 1 mld. EUR, má správce AIF povinnost vykazovat údaje každý půlrok jak na úrovni správce, tak na úrovni AIF, vyjma fondů, jejichž spravovaná aktiva přesahují 500 milionů EUR;
- pokud celkový objem aktiv spravovaných správcem AIF přesáhne hranici 1 mld. EUR, má správce AIF povinnost vykazovat údaje každé čtvrtletí, a to jak na úrovni správce, tak na úrovni AIF.

⁽¹⁾ „Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD“ (ESMA/2014/869EN). Je třeba dodat, že výše uvedené shrnutí nebere v potaz frekvence vykazování pro AIF, které investují do nekótovaných podniků a emitentů za účelem získání kontroly, což je investiční strategie, kterou SKIPCP zvolit nemohou.

Komise může zapojit orgán ESMA a vnitrostátní příslušné orgány, aby společně ustavily vhodný postup pro určení dílčího souboru SKIPCP a správcovských společností SKIPCP v příslušných kategoriích vykazování.

Zapojení orgánu ESMA a vnitrostátních příslušných orgánů nabízí příležitost poučit se z dosavadních zkušeností s vykazováním na základě směrnice 2011/61/EU při vytváření rámce pro vykazování ze strany SKIPCP a správcovských společností SKIPCP. Je třeba dodat, že Komise – společně s orgánem ESMA a vnitrostátními příslušnými orgány – může kromě sledování rizik v oblasti finanční stability při utváření rámce zohlednit i další cíle (např. ochranu investorů), jež by mohly vyžadovat častější vykazování. Určitou dobu po zavedení by se měl rámec pro vykazování ze strany SKIPCP a správcovských společností SKIPCP opětovně přezkoumat, aby se posoudila přiměřenost rozsahu a frekvence stanovených rámcem.

Komise by měla usilovat o nastolení správné rovnováhy mezi maximalizací výhod pramenících z intenzivnějšího sledování rizik a minimalizací nákladů vyplývajících z nových zpravodajských povinností.

Rámec pro vykazování ze strany SKIPCP, jenž se podobá technickým systémům/nastavením rámce pro vykazování, který již funguje na základě směrnice 2011/61/EU, bude v delším horizontu přínosný pravděpodobně pro všechny jurisdikce. V krátkodobém horizontu by ale přechod na nový systém vykazování ze strany SKIPCP a správcovských společností SKIPCP znamenal náklady jak pro odvětví investičních fondů, tak pro orgány dohledu. Krátkodobé náklady se budou u jednotlivých příslušných orgánů patrně lišit, přičemž břemeno bude potenciálně největší pro ty jurisdikce, kde v současnosti žádné zpravodajské povinnosti zavedeny nejsou. V rámci odvětví se budou náklady nového jednotného rámce pro vykazování ze strany SKIPCP zřejmě výrazně lišit napříč různými správcovskými společnostmi SKIPCP. Např. správci fondů spravující SKIPCP v různých jurisdikcích budou vystaveni určitým dodatečným počátečním nákladům vyplývajícím z vykazování, ale ve výsledku to bude znamenat zlepšení celkové efektivity vykazování a snížení nákladů ve srovnání se současným stavem, kdy v různých jurisdikcích existují různé režimy a povinnosti v oblasti vykazování. Stejně tak správcovským společnostem spravujícím SKIPCP i AIF zároveň vzniknou pouze nepatrné jednorázové náklady a tyto společnosti budou moci vykazovat údaje o svých SKIPCP za využití již existujících systémů/nastavení pro vykazování ze strany AIF. Nejvyšším krátkodobým nákladům vyplývajícím z nového režimu pro vykazování ze strany SKIPCP budou zřejmě čelit malé správcovské společnosti SKIPCP, jež spravují SKIPCP pouze v jedné jurisdikci, jelikož v tomto případě bude ve srovnání se stávající situací nárůst efektivity přinejlepším nízký. Nový systém pro vykazování rizik přinese dodatečné náklady spojené se správou a dodržováním nastavení systému pro vykazování, stejně jako pravidelné náklady vyplývající z vyhotovování zpráv. Tyto dodatečné náklady by následně mohly vést k úsporám z rozsahu a potenciálně ovlivnit strukturu odvětví.

Doporučení D 3) – Harmonizované vykazování a sdílení informací**Vnitrostátní příslušné orgány by měly informace vykazované ze strany SKIPCP a správcovských společností SKIPCP povinně sdílet s dalšími orgány v rámci Unie, orgánem ESMA a ESRB.**

Povinné sdílení informací usnadňuje kolektivní zkoumání možného vlivu SKIPCP na růst systémového rizika a vyvolává jednotnou reakci. Navíc by jeden nebo více SKIPCP někdy v budoucnu mohly představovat důležitý zdroj rizika protistrany pro úvěrovou instituci nebo jinou systémově významnou instituci v jednom nebo více členských státech. To dále dokazuje nutnost odpovídajícího rámce pro sdílení vykazovaných údajů s dalšími orgány.

Komisi se doporučuje uplatnit stávající ustanovení a postupy pro sdílení informací na základě směrnice 2011/61/EU i v případě nového rámce pro vykazování ze strany SKIPCP⁽¹⁾.

Na základě směrnice 2011/61/EU mají vnitrostátní příslušné orgány povinnost sdílet informace, které shromáždí o správcích AIF a AIF, s dalšími orgány, orgánem ESMA a ESRB. Výměna informací mezi orgánem ESMA a ESRB týkající se údajů shromážděných v souladu se směrnicí 2011/61/EU se pak zakládá na memorandu o porozumění. Vnitrostátní příslušné orgány domovského členského státu mohou taktéž vyžadovat další informace mimo rámec pro vykazování, a to pravidelně nebo ad hoc, pokud je to považováno za nutné pro efektivní sledování systémového rizika. Směrnice 2011/61/EU harmonizovanou výměnu informací dále podporuje prostřednictvím prováděcí technické normy, kterou vypracoval orgán ESMA a jež udává postupy pro vzájemnou výměnu informací mezi vnitrostátními příslušnými orgány a výměnu informací mezi těmito orgány a orgánem ESMA.

II.4.2 Nezamýšlené dopady

Nový rámec pro vykazování ze strany SKIPCP vytváří náklady související s postupy pro shromažďování údajů a jejich sdílení, jež musí být zavedeny správcovskými společnostmi a vnitrostátními příslušnými orgány. Jakákoli snaha o rozšíření vykazování ze strany SKIPCP a správcovských společností SKIPCP by tedy měla řádně respektovat zásadu proporcionality a usilovat o snížení souvisejících nákladů. Rozšíření vykazování ze strany SKIPCP by mohlo neúměrně zatěžovat především menší účastníky v rámci odvětví. Rámec pro vykazování ze strany SKIPCP by měl tedy při určování zpravodajských povinností zohledňovat potenciální vliv každého jednotlivého investičního fondu na růst systémového rizika. Rámec pro vykazování ze strany SKIPCP by měl uvážit další způsoby, jak snížit související náklady, a měl by zohlednit stávající rámce pro vykazování, pro které již odvětví a příslušné orgány vytvořily technické normy. Vzhledem k tomu, že mnoho správcovských společností SKIPCP je taktéž oprávněnými správci AIF, a mnoho z oblastí,

⁽¹⁾ Viz např. články 50, 52 a 54 směrnice 2011/61/EU.

jichž se vykazování týká, bude podobných jak v případě SKIPCP, tak AIF, bylo by na místě při vytváření formátu rámce pro vykazování ze strany SKIPCP vycházet z existujícího rámce pro vykazování stanoveného směrnicí 2011/61/EU. Rámec pro vykazování ze strany SKIPCP by měl taktéž brát co největší zřetel na stávající zpravodajské povinnosti, jimž již tyto investiční fondy podléhají. Zejména jde o to, že shromažďování údajů Evropskou centrální bankou v souvislosti s rozvahami investičních fondů již zahrnuje podrobné informace o aktivech a pasivech investičních fondů (viz nařízení Evropské centrální banky (EU) č. 1073/2013⁽¹⁾). Tyto údaje však nejsou dostupné pro celou Unii a obecně vzato nejsou dostatečně podrobné, aby poskytovaly užitečný vhled do rizika likvidity a pákového efektu spojených s investičními fondy.

II.5 Doporučení E – Pokyny k článku 25 směrnice 2011/61/EU

II.5.1 Ekonomické zdůvodnění a zamýšlené dopady

Doporučení E 1) – Hodnocení systémového rizika souvisejícího s pákovým efektem

Správci investičních fondů jsou povinni vnitrostátním příslušným orgánům vykazovat podrobné údaje o každém AIF, který spravují a který využívá pákový efekt. Mezi tyto údaje, jež mohou zahrnovat až 301 položek, se řadí např. detailní informace o využívání pákového efektu daným investičním fondem, velikosti tohoto fondu, jeho investičních strategiích, hlavních expozicích, zeměpisném zaměření, vlastnictví a koncentraci investic, obchodovaných nástrojích, tržním riziku, profilu rizika protistrany, profilu likvidity (včetně profilu odkupování) a aspektech operačního a dalších rizik. Je třeba dodat, že AIF s pákovým poměrem přesahujícím trojnásobek jejich čisté hodnoty aktiv vypočítané podle závazkové metody jsou považovány za případ využívání pákového efektu v podstatné míře. Správci takovýchto investičních fondů musí navíc vykazovat údaje o pěti největších zdrojích vypůjčených peněžních prostředků nebo cenných papírů.

Podrobné údaje dostupné vnitrostátním příslušným orgánům podporují hodnocení systémového rizika souvisejícího s pákovým efektem, ačkoliv nechávají vnitrostátním přístupům široký prostor pro odchýlení. Vykazované údaje zahrnují například dva ukazatele pákového efektu – hrubý ukazatel a také čistý ukazatel, který zahrnuje expozice s pákovým efektem použité pro účely započtení nebo zajištění – a orgány mohou zastávat vůči výkladu a použití těchto ukazatelů odlišné názory. Vykazování rozsáhlých údajů navíc umožňuje rozdílný přístup států v otázce, zda je při hodnocení nezbytné zahrnovat další položky informací kromě těch týkajících se využívání pákového efektu. Lišit se může i názor na to, zda je nutné hodnotit, jak využívání pákového efektu v rámci AIF přispívá k růstu systémového rizika.

Mezinárodní charakter odvětví AIF vyžaduje koordinovanější přístup k hodnocení systémového rizika souvisejícího s pákovým efektem a potenciálním opatřením na jeho zmírnění. Investice AIF do finančních institucí a jejich napojení na tyto instituce obvykle fungují na přeshraniční bázi, a proto se potenciální hospodářský dopad procesu snižování zadluženosti investičními fondy ani selhání investičních fondů neomezuje pouze na jurisdikce, v nichž mají AIF sídlo. Pro správce fondů a/nebo jejich investiční fondy je také poměrně snadné přesídlit do jiné jurisdikce, což opět dokazuje, jak důležité je zaujmout koordinovanější přístup k hodnocením a potenciálním opatřením na zmírnění dopadů.

Aby se zajistil jednotný přístup vnitrostátních příslušných orgánů k posuzování toho, zda jsou splněny podmínky pro uplatnění opatření spojených s pákovým efektem, orgán ESMA by měl jakožto první krok poskytnout pokyny ohledně společného souboru ukazatelů. Tyto pokyny by usnadnily efektivní využití rozsáhlých informací, které jsou k dispozici vnitrostátním příslušným orgánům na základě směrnice 2011/61/EU, a podnítily by tyto orgány k tomu, aby zhodnotily rozsah, v němž využívání pákového efektu v odvětví AIF přispívá k růstu systémového rizika. Uplatňování opatření politik na základě článku 25 směrnice 2011/61/EU, včetně makroobezřetnostních limitů pákového efektu či dalších omezení uvalovaných na správce AIF, vyžaduje rámec, jímž lze zhodnotit, zda opatření, která jsou nakonec uplatněna na úrovni investičního fondu, efektivně snižují podíl pákového efektu na růstu systémových rizik v rámci sektoru AIF.

Za účelem harmonizovaného využití ukazatelů se orgánu ESMA rovněž doporučuje vydat pokyny k výkladu těchto ukazatelů. ESMA v současné době pracuje na vybudování souboru údajů na úrovni EU, který bude obsahovat veškeré údaje vykázané vnitrostátním příslušným orgánům na vnitrostátní úrovni v souladu se směrnicí 2011/61/EU. Až bude tento soubor údajů k dispozici, orgánu ESMA by měl umožnit vytvoření kvantitativních hledisek pro výklad ukazatelů v rámci pro hodnocení, např. prostřednictvím přezkumu základních souhrnných statistických údajů o jednotlivých ukazatelích, jako jsou prostý aritmetický průměr, medián, minimální a maximální vykázané hodnoty a rozložení vykázaných hodnot.

⁽¹⁾ Nařízení Evropské centrální banky (EU) č. 1073/2013 ze dne 18. října 2013 o statistice aktiv a pasiv investičních fondů (ECB/2013/38) (Úř. věst. L 297, 7.11.2013, s. 73).

Rámec pro hodnocení by měl zahrnovat ukazatele zachycující úroveň, zdroj a různá využití pákového efektu. Finanční pákový efekt prostřednictvím čerpání úvěrů nebo financování transakcí pomocí cenných papírů zvyšuje riziko likvidity investičního fondu, jelikož náklady poskytování úvěru nebo požadavky na marže se mohou zvýšit. Tím pádem využívání syntetického pákového efektu zvyšuje citlivost fondu vůči otřesům na derivátových trzích a riziko, že by výzvy k dodatečné úhradě způsobené malými fluktuacemi cen směrem dolů mohly fond přinutit k prodeji aktiv pod cenou.

Rámec by měl v nejvyšší možné míře zachycovat kanály, jejichž prostřednictvím může dojít ke vzniku systémového rizika, jak je vysvětleno níže.

- a) **Možný podíl jednotlivých fondů a sektoru AIF jako celku na růstu rizika prodejů pod cenou.** Profil odkupování investičním fondem je jedním z aspektů rizika prodejů pod cenou. Nabízení pohledávek s krátkou lhůtou pro odkoupení (většinou denní) a krátkých výpovědních lhůt činí investiční fondy náchylné vůči runům investorů, které mohou následně vyvolat prodeje pod cenou. Dalším aspektem profilu odkupování investičním fondem je jeho investorská základna, kde vyšší zastoupení určitého typu investora – zejména v kombinaci s krátkou frekvencí odkupování – zvyšuje riziko prodejů pod cenou, které může vyvolat situace, kdy se pouze jeden nebo několik málo investorů rozhodne požádat o odkoupení svého podílu. Profil likvidity investičního fondu je druhým aspektem rizika prodejů pod cenou. Likvidita portfolia investičního fondu je klíčová pro jeho schopnost dostat žádostem o odkup nebo výzvám k dodatečné úhradě, aniž by byl nucen prodávat svá aktiva pod cenou. Schopnost zpeněžit části portfolia závisí do velké míry na vlastnostech konkrétního portfolia investičního fondu. Aspekty jako vysoké zastoupení úvěrových expozic protistrany nebo jediného nástroje zvyšují pravděpodobnost, že investiční fond bude nucen prodávat svá aktiva pod cenou v případě selhání protistrany. Pro komplexní portfolia (tj. portfolia, která obchodují vysoký podíl mimoburzovních nástrojů nebo nadměrně recyklují zajištění) mohou být tyto dopady ještě mnohem výraznější.
- b) **Přímá provázanost investičních fondů a sektoru AIF jako celku s finančními institucemi.** Využívání pákového efektu může zvyšovat riziko, že investiční fond postihnou finanční potíže, jež se následně mohou rozšířit i na protistrany investičního fondu a do širšího finančního systému („kanál protistrany“). Protistranami mohou být banky nebo makléři, kteří mají přímé obchodní vazby na investiční fond využívající pákový efekt nebo jej z velké části financují. Investiční fond využívající pákový efekt může šířit riziko také do globálního finančního systému prostřednictvím provázanosti se svými investory a svého financování ostatních finančních zprostředkovatelů a podniků („kanál provázanosti“). Jeden ze způsobů, jak zachytit přímou provázanost s finančními institucemi, je měřit koncentraci expozic protistran vůči investičnímu fondu. Investiční fondy mohou mít přímé vazby na finanční instituce také prostřednictvím své investorské základny a portfoliových investic.
- c) **Přímé nebo nepřímé zapojení jednotlivých investičních fondů a sektoru AIF jako celku do zprostředkování úvěrů.** Investiční fondy využívající pákový efekt mohou přispívat k nadměrnému zprostředkování úvěrů a riziku přerušení procesu zprostředkování úvěrů v případě změny úvěrového cyklu. Využívání pákového efektu umožňuje investičním fondům přímo poskytnout větší objem úvěrů reálné ekonomice nebo usnadnit vyšší zprostředkování úvěrů bankami. Co se druhého případu týče, investiční fondy mohou poskytovat přímé financování bankovnímu sektoru, investovat do strukturovaných úvěrů a brát na sebe úvěrové riziko prostřednictvím derivátů. Systémová rizika mohou vyvstat v souvislosti s náhlými výpadky v poskytování likvidity a poskytování krátkodobého financování finančním institucím, náhlými poklesy likvidity na trhu pro finanční nástroje důležité pro zprostředkování úvěrů nebo s nedostatečným oddělením rizik. ⁽¹⁾

Orgán ESMA by měl vydat pokyny ohledně rámce pro hodnocení, které bude možné realizovat v praxi. Ačkoliv z teoretického hlediska lze obecně rozčlenit potenciální kanály systémového rizika, v praxi jsou mezi sebou tyto kanály provázané a pravděpodobně se budou vzájemně posilovat. Také mechanismy, které způsobují vznik systémového rizika prostřednictvím těchto kanálů, mohou být složité a podléhají změnám. Proto nelze podíl investičních fondů na růstu systémových rizik snadno zachytit pomocí jednotlivých ukazatelů, což vytváří nutnost kompromisu mezi vytvořením jednoduchého a snadno aplikovatelného rámce a rámce složitějšího, jehož realizace v praxi není tak snadná. V zásadě by ukazatele měly být součástí rámce pouze tehdy, pokud výrazně usnadňují posouzení toho, zda investiční fondy a sektor AIF jako celek přispívají k růstu systémových rizik souvisejících s pákovým efektem.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk“. Journal of Financial Regulation and Compliance, sv. 24(1), s. 60–73.

Pokyny orgánu ESMA ohledně rámce pro hodnocení by taktéž měly vnitrostátním příslušným orgánům poskytovat dostatečný základ pro zdůvodnění rozhodnutí přijmout opatření makrobezpečnostní politiky. Vnitrostátní příslušné orgány domovského členského státu správce AIF by měly informovat orgán ESMA, ESRB a vnitrostátní příslušné orgány AIF o důvodech jakéhokoli makrobezpečnostního opatření přijatého k omezení rozsahu, v němž využívání pákového efektu přispívá ke zvyšování systémového rizika ve finančním systému nebo nebezpečí narušení řádného fungování trhu.⁽¹⁾ Následně by měl orgán ESMA vydat doporučení ohledně příslušného opatření a také zodpovědět otázku, zda se domnívá, že byly naplněny podmínky pro dané opatření⁽²⁾. Detailní rámec pro hodnocení, jímž se mohou řídit vnitrostátní příslušné orgány, zvýší pravděpodobnost toho, že se vnitrostátní příslušné orgány a orgán ESMA shodnou na nutnosti přijmout opatření.

Tabulka 4 nabízí příklad souboru společných ukazatelů, jež by mohly tvořit část doporučeného rámce pro hodnocení. Ukazatele vycházejí z analýz, které vypracovaly ECB, banky De Nederlandsche Bank (DNB)⁽³⁾ a Oesterreichische Nationalbank (OeNB)⁽⁴⁾ a britský úřad FCA⁽⁵⁾. Ukazatele usnadňují zhodnocení úrovně, zdroje a různých využití pákového efektu a snaží se v co nejvyšší možné míře zachytit kanály, jejichž prostřednictvím může docházet ke vzniku systémového rizika. Všechny ukazatele mohou být sestaveny za použití informací vykázaných vnitrostátním příslušným orgánům na základě článku 24 směrnice 2011/61/EU.

Tabulka 4

Příklad souboru ukazatelů rámce pro hodnocení rizik v oblasti finanční stability pramenících z investičních fondů

		UKAZATEL		POPIS	ID datafields AIFMD data-template
		č.	NÁZEV		
1. RIZIKO DOPADU NA TRHY	Velikost	1.1	Čistá expozice	Čistá hodnota aktiv (NAV) * pákový efekt podle závazkové metody	53, 295
		1.2	Čistá hodnota aktiv	NAV	53
2. RIZIKO PRODEJŮ POD CENOU	Pákový efekt	2.1	Čistý pákový efekt	Pákový efekt podle závazkové metody	295
		2.2	Hrubý pákový efekt vůči čistému	Hrubý pákový efekt / pákový efekt podle závazkové metody jakožto ukazatel pro použití ujednání o započtení a zajištění	294, 295
	Profil odkupování	2.3	Doba odkupu	Minimální doba, po kterou musí investoři čekat, než budou vyplaceni, vyjádřená ve dnech	194, 195, 196

⁽¹⁾ Viz např. článek 25 směrnice 2011/61/EU.

⁽²⁾ Viz např. čl. 25 odst. 6 směrnice 2011/61/EU.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. a de Sousa van Stralen, R. (2017) „Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands“, společná analýza ECB a DNB z řady Occasional Papers.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. a Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, OeNB Financial Stability Report 30, prosinec 2015.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, „Hedge Fund Survey“, červen 2015.

		UKAZATEL		POPIS	ID datafields AIFMD data-template
		č.	NÁZEV		
	Nesoulad likvidity	2.4	Doba odkupu po odečtení vnímané likvidity portfolia ve dnech	Minimální počet dní, po který musí investoři čekat, než budou vyplaceni, po odečtení likvidity portfolia, jak ji vykázal správce aktiv	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Poměr čisté hodnoty aktiv k vysoce likvidním aktivům	Vysoce likvidní aktiva zahrnují hotovost a její ekvivalenty (vklady, komerční cenné papíry aj.), kótované akcie, cenné papíry investičního stupně emitované finančními institucemi, dluhopisy států EU a států G10 mimo EU a akcie investičních fondů	53, 123
		2.6	Podíl nelikvidních aktiv (v % NAV)	Nelikvidní aktiva zahrnují fyzická aktiva, nekótované akcie, podnikové a konvertibilní dluhopisy spekulativního stupně a úvěry.	53, 123
	Koncentrace investorů a protistran	2.7	Koncentrace investorů	Podíl čisté hodnoty aktiv vlastněných pěti největšími investory	118
		2.8	Koncentrace protistran	Celková čistá úvěrová expozice vůči pěti největším protistranám (v % NAV)	165
	3. RIZIKO PŘÍMÉHO ROZŠÍŘENÍ NEPŘÍZNIVÝCH DOPADŮ NA FINANČNÍ INSTITUTE	Propojení skrze investice	3.1	Investice do finančních institucí	Dlouhá hodnota investic do kótovaných akcií a podnikových dluhopisů emitovaných finančními institucemi jako % NAV
3.2			Investice do strukturovaných a sekuritizovaných produktů (v % NAV)	Součet dlouhých expozic v cenných papírech krytých aktivy, cenných papírech zajištěných rezidenčními nemovitostmi, komerčních cenných papírech krytých hypotékami, agenturních cenných papírech krytých hypotékami, komerčních cenných papírech se zástavou aktiv, zajištěných dluhových obligacích, dluhopisech zajištěných úvěry, strukturovaných certifikátech, produktech obchodovaných na burze aj. v % NAV	53, 123

		UKAZATEL		POPIS	ID datafields AIFMD data-template
		č.	NÁZEV		
Propojení skrze investorskou základnu	3.3	Banky v investorské základně (v % NAV)	Přímé propojení s finančními institucemi jakožto investory	209	
	3.4	Pojistitelé v investorské základně (v % NAV)			
	3.5	Penzijní fondy v investorské základně (v % NAV)			
	3.6	Investiční fondy v investorské základně (v % NAV)			
	3.7	Jiné finanční instituce v investorské základně (v % NAV)			
4. RIZIKO PŘERUŠENÍ PŘÍMÉHO ZPROSTŘEDKOVÁNÍ ÚVĚŘŮ	4.1	Investice do podnikových dluhopisů (v % NAV)	Sečtené dlouhé hodnoty podnikových dluhopisů a konvertibilních dluhopisů neemitovaných finančními institucemi (investičního i spekulativního stupně) jako % NAV	53, 123	
	4.2	Investice do úvěrů podnikům (v % NAV)	Úvěry s pákovým efektem a jiné úvěry jako % NAV	53, 123	

Doporučení E 2) – Makrobezpečnostní limity pákového efektu

Orgán ESMA může pomoci vnitrostátním příslušným orgánům převést limity pákového efektu do praxe tak, že poskytne pokyny ohledně možných forem limitů, včetně hodnocení jejich účinnosti a efektivnosti. Směrnice 2011/61/EU umožňuje omezit pákový efekt, pokud přispívá k „růstu systémového rizika“, avšak neobsahuje žádné další pokyny ohledně konkrétní formy daných omezení. Vnitrostátní příslušné orgány by mohly těžit z pokynů orgánu ESMA ohledně forem limitů pákového efektu, přičemž orgán ESMA by zde mohl stavět na doporučení Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2013/1⁽¹⁾. ESRB doporučuje, aby orgány navrhly makrobezpečnostní nástroje, jež budou efektivní a účinné pro zajištění jejich politických cílů.

Limity pákového efektu pro AIF mohou být považovány za efektivní tehdy, pokud se zaobírají riziky i) prodeji pod cenou, ii) rozšíření nepříznivých dopadů na finanční protistrany a iii) přerušení zprostředkování úvěrů. Tím, že se zaměřují na zmíněná selhání trhu, limity pákového efektu posilují finanční stabilitu. Co se průběžných cílů ESRB týče, limity pákového efektu jsou cíleny na „riziko nadměrného pákového efektu“⁽²⁾. Celosystémový pákový efekt je nadměrný, pokud zapříčiňuje, že jsou ekonomiky náchylné k nákladným finančním krizím.

Aby mohly být limity pákového efektu účinné, příslušný nástroj by měl být jednoduchý a mělo by se zamezit nezamýšleným důsledkům. Orgány by měly volit takové limity, které lze snadno kalibrovat a uplatňovat, což podporuje transparentnost a zamezuje neuplatňování limitů. Zároveň je potřeba zabránit nezamýšleným důsledkům a limity pákového efektu by měly být dostatečně odolné vůči (regulační) arbitráži účastníků trhu a jejich snahám obcházet pravidla. Limity pákového efektu by měly být také úměrné systémovému riziku, které představuje využívání pákového efektu daným investičním fondem, aby se zajistilo, že sektor bude i nadále schopen poskytovat ekonomice cenné služby. Investiční fondy by například měly být nadále schopny zapojovat rozličné a aktivní strategie, které by mohly absorbovat otřesy za obtížných podmínek na trhu. Při rozhodování, zda jsou potřeba limity pákového efektu a jaké druhy limitů by byly úměrné systémovým rizikům, by orgány měly provést analýzu rizik založenou na údajích shromážděných na základě směrnice 2011/61/EU a rizikových ukazatelích ze společného rámce pro hodnocení rizik (jehož vytvoření navrhuje ESMA v doporučení E 1)).

Tabulka 5 nabízí orgánu ESMA příklad rámce pro hodnocení možných forem limitů pákového efektu z hlediska efektivnosti a účinnosti. Jako příklad tabulka obsahuje hodnocení tří možných forem stálých limitů pákového efektu a zohledňuje cyklické limity. Tyto příklady nepředstavují taxativní výčet možných forem a hodnocení níže by mělo být bráno jako příklad toho, jak by rámec mohl být využíván k hodnocení možných forem limitů.

Ačkoliv by mohlo být snadné zavést jediný univerzální limit, takový limit by mohl mít značné nezamýšlené důsledky. Univerzální limit by mohl efektivně snižovat systémová rizika související s pákovým efektem, pokud by byl závazný pro velkou část sektoru investičních fondů. Takový přístup by nicméně mohl mít nezamýšlené důsledky, neboť by mohl postihnout životaschopnost některých obchodních modelů, což by mohlo mít silný negativní vliv na likviditu různých produktů na globálním finančním trhu. Navíc by takový omezující univerzální limit mohl značně snížit schopnost celého sektoru absorbovat otřesy na trhu tak, že by správci fondů mohli přestat aktivně investovat a jít proti trendům trhu. A konečně vzhledem k tomu, že by takové limity pákového efektu mohly značně omezit činnost v sektoru investičních fondů, existuje riziko, že by se tyto činnosti mohly přesunout do jiných, méně regulovaných částí finančního sektoru.

Limity pákového efektu podle druhu nebo profilu investičního fondu by mohly být užitečným nástrojem pro vnitrostátní příslušné orgány v krátkodobém až střednědobém horizontu. Odstupňování limitů pákového efektu podle druhu nebo profilu investičního fondu by orgánům umožnilo se efektivně zaměřit na ty investiční fondy, které přispívají k růstu systémového rizika nejvíce, a tím pádem cílit na strukturální slabiny odvětví. Pro odstupňování podle profilu investičního fondu připadá v úvahu několik možností. Orgány usilující o řešení rizika prodeji pod cenou by například mohly uvalit limity na investiční fondy, které nabízejí krátkodobé odkupy nebo investují do méně likvidních aktiv. Orgány, které se zabývají finanční nákazou, by také například mohly zvážit uvalení limitů pákového efektu na investiční fondy, které mají velké nebo koncentrované expozice vůči jiným finančním institucím. Orgán ESMA by orgánům mohl pomoci poskytnutím pokynů ohledně profilace investičních fondů pro účely hodnocení rizika souvisejícího

⁽¹⁾ Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2013/1 ze dne 4. dubna 2013 o průběžných cílech a nástrojích makrobezpečnostní politiky (Úř. věst. C 170, 15.6.2013, s. 1).

⁽²⁾ Pro informace o průběžných cílech a popis stávajících a potenciálních makrobezpečnostních nástrojů viz např. doporučení ESRB/2013/1.

s pákovým efektem a zavedení makroobezřetnostních limitů pákového efektu. Orgány by také mohly zohlednit rozdíly v celkové úrovni pákového efektu tak, že odstupňují limity pro jednotlivé druhy investičních fondů. U této možnosti však hrozí, že by se investiční fondy mohly snažit limity obejít tak, že se pokusí o zařazení do výhodnější kategorie investičních fondů ⁽¹⁾. Proto by mohlo být potřeba přijmout kritéria pro zařazování AIF do jednotlivých kategorií investičních fondů.

Tabulka 5

Příklad rámce pro hodnocení možných forem limitů pákového efektu z hlediska efektivnosti a účinnosti

	Možné formy limitů pákového efektu	Stálé limity pákového efektu			Cyklické limity
		1	2	3	
		Univerzální limit	Limity dle druhu fondu	Limity dle profilu fondu	
Efektivita	Prodej pod cenou	Efektivně omezuje všechna selhání trhu, pokud je limit závazný pro velkou část fondů využívajících pákový efekt.	Efektivně omezuje všechna selhání trhu, pokud jsou limity závazné pro velkou část fondů využívajících pákový efekt.	Efektivní, pokud cílí na fondy využívající pákový efekt s relativně nelikvidními portfolii nebo krátkými lhůtami odkupování	Možnosti 1 až 3 by mohly být střídány v čase. Jednotlivé formy limitů by měly stejný účinek, ale cyklické limity by byly vhodnější pro omezení růstu rizik v období, kdy je finanční cyklus na vzestupu, a omezení vzniku rizik v době poklesu finančního cyklu
	Externalita protistrany a provázanosti			Efektivní, pokud cílí na fondy využívající pákový efekt se silnými přímými vazbami na finanční instituce	
	Nadměrné zprostředkování úvěrů			Efektivní, pokud cílí na fondy využívající pákový efekt, které investují do podnikových dluhopisů a úvěrů	
Účinnost	Poměrná	Nízký limit by mohl postihnout životaschopnost některých druhů fondů (tj. hedgeových fondů), zatímco vysoký limit nezabrání celkovému růstu pákového efektu	Limity cílí na druhy fondů s relativně vysokým pákovým efektem (např. hedgeové fondy), ale nerozlišují mezi rizikovými profily v rámci druhu fondu	Limity cílí na různé obecné rizikové profily fondů napříč typy fondů	Proporcionalita by závisela na zvolené formě limitu

⁽¹⁾ Na základě směrnice 2011/61/EU si správci fondů mohou zvolit druh fondu.

Možné formy limitů pákového efektu	Stálé limity pákového efektu			Cyklické limity
	1	2	3	
	Univerzální limit	Limity dle druhu fondu	Limity dle profilu fondu	
Odolná vůči obcházení pravidel a arbitráži	Nedává prostor obcházení pravidel a arbitráži	Dává určitý prostor obcházení pravidel a arbitráži, jelikož smíšené fondy by se mohly pokusit o zařazení do výhodnější kategorie fondů	S malým počtem striktně definovaných profilů není možnost obcházení pravidel a arbitráže příliš pravděpodobná	Míra obcházení pravidel a arbitráže by závisela na zvolené formě limitu
Složitost kalibrace	Nejjednodušší možná forma	Relativně jednoduchá s malým počtem striktně definovaných druhů fondů	Relativně jednoduchá s malým počtem striktně definovaných profilů fondů	Vyžaduje ukazatel cyklu pákového efektu a měří příspěvek fondů, který přidává kalibraci vrstvu složitosti

Zdroj: Tabulka 4.1 ve Van der Veer et al. (2017).

V delším horizontu by mohl být zkoumán i cyklický pákový efekt. Orgány by také mohly zvážit uplatnění určité formy limitů pákového efektu (např. limit univerzální, limit podle druhu fondu nebo profilu fondu) na cyklické bázi. Ve srovnání se stálými limity pákového efektu by cyklické limity byly vhodnější k mírnění růstu rizik ve vzestupné a vzniku rizik v sestupné fázi finančního cyklu. V krátkodobém až střednědobém horizontu by cyklický přístup však schůdný nebyl, neboť by vyžadoval ukazatele finančního cyklu a příspěvku fondu, což by takovému opatření přidalo na složitosti. Zajímeme-li stejný přístup jako u limitů pákového efektu podle rámce Basel III, v krátkodobém horizontu by měly být prioritou stálé limity. Cyklické limity by mohly být dále zkoumány poté, co orgány získají více zkušeností s uplatňováním stálých limitů.

Limity pákového efektu by měly vycházet z ukazatelů pákového efektu stanovených na základě směrnice 2011/61/EU, aby se tak podpořilo konzistentní uplatňování a transparentnost a zamezilo se regulatorní arbitráži. Využívání společných ukazatelů pákového efektu pomáhá orgánům konzistentně uplatňovat limity pákového efektu v Evropě. Také posiluje transparentnost tohoto politického opatření a usnadňuje jeho provádění. Využívání společných ukazatelů navíc pomáhá zamezit regulatorní arbitráži ze strany správců fondů. Vzhledem k složitosti měření pákového efektu by orgány měly v ideálním případě vycházet ze stávajících konceptů a ukazatelů používaných pro vykazování na základě směrnice 2011/61/EU.

Pravidelný přezkum limitů pákového efektu povede ke i) zlepšením na základě zkušeností a ii) sladění s mezinárodními normami. Šlo by namítat, že ukazatele pákového efektu stanovené směrnicí 2011/61/EU nejsou v současné době dokonale vymezeny nebo že ukazatele nakonec nebudou v souladu s mezinárodními normami (např. těmi vytvořenými organizací IOSCO). Nicméně hlavní výhodou používání ukazatelů pákového efektu stanovených směrnicí 2011/61/EU je, že pokud bude zaveden proces pravidelného přezkumu, tak budou automaticky a konzistentně zohledňována potenciální budoucí zlepšení v měření pákového efektu. Proces pravidelného přezkumu by také zajistil soulad s mezinárodními normami (FSB, IOSCO). Pravidelná revize limitu pákového efektu by byla v souladu s doporučením ESRB/2013/1. ⁽¹⁾

Pokyny ohledně kritérií pro uplatňování limitů pákového efektu pomáhají vnitrostátním příslušným orgánům převést limity pákového efektu do praxe. Jasné pokyny pomáhají konzistentnímu uplatňování limitů v Evropě a zamezují případům, kdy se limity neuplatní.

⁽¹⁾ Viz např. doporučení D v ESRB/2013/1.

Orgán ESMA by mohl orgánům pomoci převést limity pákového efektu do praxe tak, že poskytne pokyny osvětlující, jakým způsobem by orgány měly zkombinovat opatření prováděná na základě pravidel a opatření prováděná na základě vlastního uvážení na vnitrostátní úrovni. Mělo by se docílit rovnováhy mezi snadno implementovatelnými opatřeními na základě pravidel a případy vlastního uvážení na vnitrostátní úrovni, které oproti tomu nabízejí flexibilitu.

Doporučení E 3) – Postup oznamování

Orgán ESMA by měl vypracovat jasný postup pro oznamování rozhodnutí přijatých vnitrostátními příslušnými orgány na základě článku 25 směrnice o správcích alternativních investičních fondů. Takovýto harmonizovaný postup oznamování by vnitrostátním příslušným orgánům umožnil účinně podávat informace orgánu ESMA. Následně by tak orgánu ESMA a ESRB umožňoval efektivně a účinně analyzovat taková oznámení.

Doporučení E 4) – Srovnávání

V zájmu dalšího posílení řádné, efektivní a konzistentní úrovně regulace a dohledu se doporučuje, aby orgán ESMA porovnal, jak vnitrostátní příslušné orgány vykonávají pravomoci jim udělené na základě čl. 25 odst. 3 směrnice 2011/61/EU. Takové srovnání by mohlo například osvětlit okolnosti, za nichž byly v rámci řešení různých situací vykonávány pravomoci a zavedeny požadavky. To by mohlo pomoci určit osvědčené postupy. Orgán ESMA by měl také prodiskutovat výsledky tohoto srovnání v rámci svých členů a podělit se o poznatky ohledně činnosti vnitrostátních příslušných orgánů s vnitrostátními makrobezpečnostními orgány a ESRB.

Ačkoliv nejsou výsledky srovnání závazné, vnitrostátní příslušné orgány by je mohly využít k úpravě svých vlastních postupů. Tato srovnání byla například provedena v otázce hodnocení vnitřních postupů bank pro výpočet požadavků na kapitál ze strany vnitrostátních příslušných orgánů⁽¹⁾ a scénářů pro ozdravné plány podle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/59/EU⁽²⁾,⁽³⁾. Názorně dokládají, jak jsou taková srovnání užitečná při porovnávání postupů dohledu, což napomáhá jejich sblížení, a zlepšování rozhodovacích mechanismů v rámci vnitrostátních příslušných orgánů, zatímco v oblasti dohledu zachovávají případy vlastního uvážení. Toto srovnání by mohlo posloužit také k úpravě aktů Komise přijatých v přenesené pravomoci podle čl. 25 odst. 9 směrnice 2011/61/EU (zásady upřesňující okolnosti, za nichž vnitrostátní příslušné orgány uplatňují své pravomoci na základě čl. 25 odst. 3, zohledňující různé strategie AIF, různé tržní podmínky, v nichž AIF fungují, a také možné procyklické účinky uplatnění ustanovení).

II.5.2 Nezamýšlené dopady

Mezi úrovní harmonizace a pravomocemi vnitrostátních příslušných orgánů uplatňovat vlastní uvážení na vnitrostátní úrovni existuje substituční vztah. Vzhledem k tomu, že toto doporučení má podpořit harmonizovaný přístup k uplatňování článku 25 v praxi, doporučení obsahuje i jistá omezení pravomocí vnitrostátních příslušných orgánů uplatňovat vlastní uvážení na vnitrostátní úrovni. Pravomoc orgánu ESMA vydávat obecné pokyny má skutečně za cíl podpořit sblížení dohledu. V krajním případě by však obecné pokyny orgánu ESMA ohledně rámce pro hodnocení rizik a formy, kalibrace a uplatňování makrobezpečnostních limitů pákového efektu mohly vytvořit nezamýšlené překážky pro výkon pravomocí vnitrostátních příslušných orgánů uplatňovat vlastní uvážení při zavádění makrobezpečnostních limitů pákového efektu pro AIF, které správci fondů spravují v jejich jurisdikci.

⁽¹⁾ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>.

⁽²⁾ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/59/EU ze dne 15. května 2014, kterou se stanoví rámec pro ozdravné postupy a řešení krize úvěrových institucí a investičních podniků a kterou se mění směrnice Rady 82/891/EHS, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EU, 2012/30/EU a 2013/36/EU a nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1093/2010 a (EU) č. 648/2012 (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 190).

⁽³⁾ Viz zpráva na adrese <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Literatura

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, č. 38, prosinec.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, č. 39, červenec, s. 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, č. 40, listopad.

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, sv. 24, č.: 1, s. 60–73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. a Scheicher, M. (2016), „Indirect contagion: the policy problem“, *ESRB Occasional Paper Series*, č. 9, leden.

Cohn, C., Milliken, D. a Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, srpen, dostupné na adrese <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Committee of European Securities Regulators (2010), „CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, *Feedback Statement*, červenec.

Nářízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled (Úř. věst. L 83, 22.3.2013, s. 1).

Směrnice Komise 2007/16/ES ze dne 19. března 2007, kterou se provádí směrnice Rady 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o vyjasnění některých definic (Úř. věst. L 79, 20.3.2007, s. 11).

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

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, projev pronesený na společné konferenci ECB a Evropské komise o integraci finančních trhů a stabilitě v Evropě, Frankfurt nad Mohanem, Německo, duben.

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

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

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/59/EU ze dne 15. května 2014, kterou se stanoví rámec pro ozdravné postupy a řešení krize úvěrových institucí a investičních podniků a kterou se mění směrnice Rady 82/891/EHS, směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EU, 2012/30/EU a 2013/36/EU a nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1093/2010 a (EU) č. 648/2012 (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 190).

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

European Banking Authority (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, zpráva, dostupné na adrese <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

European Banking Authority (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, zpráva, prosinec, dostupné na adrese <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Evropská centrální banka (2016), *Financial Stability Review*, květen.

Evropská komise (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, dostupné na adrese http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

European Fund and Asset Management Association (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, prosinec.

European Securities and Markets Authority (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*, (ESMA/2014/869EN), srpen.

European Securities and Markets Authority (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, č. 2.

European Securities and Markets Authority (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 Opinion, duben, dostupné na adrese https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

European Systemic Risk Board (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, č. 1, červenec.

European Systemic Risk Board (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, č. 2, květen.

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, červen.

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, Discussion paper (DP 17/1), únor.

Financial Stability Board (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, leden.

Financial Stability Oversight Council (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, duben.

International Organization of Securities Commissions (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Final Report, FR28/2015, prosinec.

International Organization of Securities Commissions (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, Consultation report, CR05/2017, červenec.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, červenec, dostupné na adrese <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>

Lehecka, G. a Ubl, E. (2015), „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, *OeNB Financial Stability Report*, č. 30, prosinec.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, projev pronesený na akci ESRB Shadow Banking Workshop, Frankfurt am Main, Německo, květen.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, červenec, dostupné na adrese <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, červenec, dostupné na adrese <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2012/1 ze dne 20. prosince 2012 o fondech peněžního trhu (Úř. věst. C 146, 25.5.2013, s. 1).

Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2013/1 ze dne 4. dubna 2013 o průběžných cílech a nástrojích makrobezpečnostní politiky (Úř. věst. C 170, 15.6.2013, s. 1).

Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ESRB/2014/1 ze dne 18. června 2014 o pokynech pro stanovení proticyklických kapitálových rezerv (Úř. věst. C 293, 2.9.2014, s. 1).

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů (Úř. věst. L 201, 27.7.2012, s. 1).

Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012 (Úř. věst. L 176, 27.6.2013, s. 1).

Nařízení Evropské centrální banky (EU) č. 1073/2013 ze dne 18. října 2013 o statistice aktiv a pasiv investičních fondů (ECB/2013/38) (Úř. věst. L 297, 7.11.2013, s. 73).

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 909/2014 ze dne 23. července 2014 o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnice 98/26/ES a směrnice 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 236/2012 (Úř. věst. L 257, 28.8.2014, s. 1).

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2015/760 ze dne 29. dubna 2015 o evropských fondech dlouhodobých investic (Úř. věst. L 123, 19.5.2015, s. 98).

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1131 ze dne 14. června 2017 o fondech peněžního trhu (Úř. věst. L 169, 30.6.2017, s. 8).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR Parts 210, 270, 274, Release Nos 33-10233, IC-32315, File No S7-16-15 RIN 3235-AL61, dostupné na adrese <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. a Weistroffer, C. (2016), „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds“, Special Feature „A“, *ECB Financial Stability Review*, listopad, s. 123–133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. a de Sousa van Stralen, R. (2017) *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, společná analýza ECB a DNB z řady Occasional Papers.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, projev pronesený na konferenci The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow pořádané ve One World Trade Center, New York, N.Y., prosinec.

Tabulka A1

Dostupnost nástrojů řízení likvidity v členských státech Unie (Zdroj: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK
Odklady odkoupení	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	NE	ANO	ANO
Oddělené účty	ANO	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	NE
Poplatek na zabránění snížení hodnoty investice	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	NE	NE	ANO
Poplatky za odkoupení	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO
Nepeněžní vypořádání	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO
Pozastavení odkupování	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO
Metoda pohyblivých cen	ANO	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO	NE	NE	ANO	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	ANO
Čerpání krátkodobých úvěrů	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	ANO	NE	ANO	ANO	ANO
Povinné rezervy v oblasti likvidity	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO
Průvodní dopisy	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO	NE	ANO	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	NE	ANO
Další nástroje/opatření	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	NE	NE	ANO	NE	NE	NE	ANO