

I

(Uznesenia, odporúčania a stanoviská)

ODPORÚČANIA

EURÓPSKY VÝBOR PRE SYSTÉMOVÉ RIZIKÁ

ODPORÚČANIE EURÓPSKEHO VÝBORU PRE SYSTÉMOVÉ RIZIKÁ

zo 7. decembra 2017

o riziku likvidity a rizikách spojených s využívaním pákového efektu v investičných fondoch

(ESRB/2017/6)

(2018/C 151/01)

GENERÁLNA RADA EURÓPSKEHO VÝBORU PRE SYSTÉMOVÉ RIZIKÁ,

so zreteľom na Zmluvu o fungovaní Európskej únie,

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

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

keďže:

- (1) Sektor investičných fondov za posledných desať rokov výrazne rástol tak v Únii, ako aj vo svete a vzhľadom na to investičné fondy predstavujú v súčasnosti väčšiu celkovú zložku trhov s cennými papiermi. Očakáva sa, že úloha investičných fondov vo finančnom sprostredkovaní bude v prostredí nízkych úrokových sadziieb a súvahových obmedzení v bankovom sektore v spojení so zmenami vyplývajúcimi z budovania únie kapitálových trhov naďalej rásť. Regulačné orgány tento vývoj uvítali, keďže diverzifikácia zdrojov financovania môže pomôcť zlepšiť tak efektívnosť, ako aj odolnosť finančného systému ako celku.
- (2) Existujú však obavy, že zvýšená aktivita investičných fondov vo finančnom sprostredkovaní môže viesť k zosilneniu prípadnej budúcej finančnej krízy. Nesúlad medzi likviditou aktív otvorených investičných fondov a ich profilmi vyplácania môže viesť k núdzovému odpredaju aktív s cieľom uspokojiť žiadosti o vyplatenie v období napätia na trhu. Takýto núdzový odpredaj aktív by mohol nepriaznivo ovplyvniť ostatných účastníkov finančného trhu, ktorí vlastnia rovnaké alebo úzko korelované aktíva. Okrem toho, pákový efekt môže znásobiť vplyv negatívnych pohybov na trhu, keďže vytvára expozíciu nad rámec aktív investičného fondu. Okrem uvedených kanálov pre nepriame šírenie negatívnych účinkov môže investičný fond šíriť riziko prostredníctvom vzájomnej prepojenosti, napr. so svojimi investormi, čo je priamy kanál, prostredníctvom ktorého sa otrasy môžu preniesť na ostatné finančné inštitúcie.
- (3) Investičné fondy tiež podliehajú zmenám v rámci vývoja a štruktúry trhu. Napríklad v prostredí nízkych úrokových sadziieb môže vyhľadávanie vyšších výnosov viesť k vyššiemu podielu investícií do menej likvidných aktív. Existuje riziko, že otrasy na makroúrovni, ako napríklad zmeny rizikových prirážok, by mohli viesť k rozsiahlym žiadostiam o vyplatenie investorov v investičných fondoch. To by sa mohlo obzvlášť prejaviť v investičných fondoch, ktoré vo svojich portfóliách držia veľkú časť aktív s vysokou mierou využitia pákového efektu a menej likvidných aktív.

⁽¹⁾ Ú. v. EÚ L 331, 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ Ú. v. EÚ C 58, 24.2.2011, s. 4.

- (4) Okrem toho, pokiaľ takéto riziko nie je primerane riadené, môžu niektorí investori využiť „výhodu prvého ľahu“, t. j. investori žiadajúci o vyplatenie pred vznikom alebo v počiatočných fázach napätej situácie na trhu neznašajú celkové dôsledky takejto napätej situácie na trhu a záťaž tak prevezmú ostatní investori.
- (5) Súčasný legislatívny rámec v Únii zahŕňa opatrenia zamerané na zníženie zosilňujúcich účinkov sektora investičných fondov počas trvania finančnej krízy a na posilnenie odolnosti investičných fondov. Legislatívny rámec zahŕňa smernice Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES⁽¹⁾ a 2011/61/EÚ⁽²⁾.
- (6) Obe smernice 2009/65/ES a 2011/61/EÚ obsahujú požiadavky týkajúce sa riadenia likvidity. Alternatívne investičné fondy sú povinné mať pravidlá vyplácania, ktoré sú v súlade s likviditným profilom ich investičnej stratégie, a vykonávať pravidelné stresové testovanie za bežných a výnimočných podmienok likvidity. Podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (ďalej len „PKIPCP“) podliehajú podrobným pravidlám akceptovateľnosti upravujúcim druhy aktív, do ktorých môžu investovať a v prípade potreby musia vykonávať stresové testovanie.
- (7) Na vyriešenie systémových rizík týkajúcich sa pákového efektu poskytujú smernice 2009/65/ES a 2011/61/EÚ právny základ na obmedzenie rastúceho využívania pákového efektu v investičných fondoch. Článok 51 ods. 3 smernice 2009/65/ES upravuje limit na investovanie týkajúci sa expozícií PKIPCP voči derivátovým nástrojom a článok 83 ods. 2 písm. a) tej istej smernice upravuje hornú hranicu pre dočasné prijatie úverov vo výške 10 %. Článok 25 ods. 3 smernice 2011/61/EÚ umožňuje príslušným vnútroštátnym orgánom ukladať limity pákového efektu alebo iné obmedzenia týkajúce sa správy alternatívnych investičných fondov. Článok 25 ods. 7 smernice 2011/61/EÚ tiež vymedzuje úlohu Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA) pri rozhodnutí, že pákový efekt využívaný správcov alternatívneho investičného fondu alebo skupinou správcov alternatívnych investičných fondov predstavuje významné riziko pre stabilitu a integritu finančného systému a ESMA môže príslušným orgánom vydať odporúčanie, aké nápravné opatrenia sa majú prijať, vrátane limitov obmedzujúcich úroveň pákového efektu.
- (8) Zachovanie vysokého štandardu v súvislosti so schopnosťou správcov fondov riadiť riziká v celej Únii má zabezpečiť, že regulácia zmierni systémové riziko. Je preukázané, že súčasný regulačný rámec zabezpečuje účinné riadenie rizika investičnými fondmi na mikroprudenciálnej úrovni. Jeho účinnosť z makroprudenciálneho hľadiska je však vo veľkej miere neoverená. Cieľom tohto odporúčania je riešiť systémové riziká súvisiace s nesúladom v profile likvidity a využívaním pákového efektu v investičných fondoch. To posilní makroprudenciálny rámec v Únii ako sa uplatňuje na sektor správy aktív.
- (9) Cieľom odporúčania A je reagovať na riziká, ktoré môžu vzniknúť, keď správcovia fondov nedisponujú primeranými nástrojmi na riadenie likvidity, akými sú napríklad poplatky za vyplatenie podielových listov, obmedzenia vyplácania alebo možnosť dočasne pozastaviť vyplácanie. Ak takéto nástroje chýbajú, tlak na vyplácanie podielových listov v čase poklesu cien aktív by mohol spôsobiť systémový nedostatok likvidity a umocniť pokles cien aktív, čo by mohlo viesť k ohrozeniu finančnej stability. Dostupnosť rôznorodého súboru nástrojov na riadenie likvidity vo všetkých členských štátoch by zvýšila schopnosť správcov fondov vysporiadať sa s tlakom na vyplácanie podielových listov v období nedostatku trhovej likvidity. Okrem toho sa v odporúčaní A vyzýva k podrobnejšej úprave pozastavenia vyplácania príslušnými vnútroštátnymi orgánmi.
- (10) Cieľom odporúčania B je zmierniť nadmerný nesúlad v profile likvidity v otvorených alternatívnych investičných fondoch a predchádzať mu. Niektoré otvorené alternatívne investičné fondy držia veľkú časť svojich investícií v aktívach, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné. Sem patria investičné fondy, ktoré investujú do nehnuteľností, nekótovaných cenných papierov, úverov a iných alternatívnych aktív. Je potrebné, aby takéto investičné fondy preukázali príslušným vnútroštátnym orgánom počas schvaľovacieho procesu a/alebo po schválení svoju schopnosť zachovať svoju investičnú stratégiu za napätých trhových podmienok.
- (11) Cieľom odporúčania C je podporiť jednotné postupy stresového testovania likvidity na úrovni investičných fondov. Stresové testy sú nástroje, ktoré správcovi fondu pomáhajú identifikovať potenciálne slabé miesta investičnej stratégie, a investičnému fondu pomáhajú pripraviť sa na krízu. Ak sa stresový test použije správne ako

(1) Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (Ú. v. EÚ L 302, 17.11.2009, s. 32).

(2) Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcov alternatívnych investičných fondov a o zmene a doplnení smerníc 2003/41/ES a 2009/65/ES a nariadení (ES) č. 1060/2009 a (EÚ) č. 1095/2010 (Ú. v. EÚ L 174, 1.7.2011, s. 1).

nástroj na riadenie rizík a nástroj rozhodovania, mal by znížiť riziko nedostatočnej likvidity na úrovni investičných fondov a prispieť k zníženiu rizika nedostatočnej likvidity na úrovni finančného systému. Usmernenie o postupoch správcov fondov pri stresovom testovaní likvidity by malo znížiť riziko nedostatočnej likvidity na úrovni investičných fondov a na úrovni systému, a posilní schopnosť subjektov riadiť likviditu v najlepšom záujme investorov aj tým, že umožní vyhnúť sa prekvapeniam a z toho vyplývajúcim reakciám na naliehavé situácie počas obdobia neočakávane veľkého množstva vyplácania podielových listov.

- (12) Cieľom odporúčania D je vytvoriť harmonizovaný rámec pre vykazovanie podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov v celej Únii. Hoci viaceré jurisdikcie v rámci Únie stanovujú vykazovacie povinnosti pre PKIPCP, postupy pri vykazovaní sa výrazne líšia, pokiaľ ide o frekvenciu vykazovania, PKIPCP, na ktoré sa táto povinnosť vzťahuje, ako aj vykazované údaje. Neexistencia harmonizovaného rámca pre vykazovanie bráni monitorovaniu a komplexnému posúdeniu potenciálneho prispievania PKIPCP k ohrozeniu finančnej stability. Harmonizovaný rámec pre vykazovanie podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov tiež zníži súčasné nedostatky v oblasti vykazovania, pokiaľ ide o príslušné vnútroštátne orgány, ako aj dotknutý sektor.
- (13) Cieľom odporúčania E je uľahčiť vykonávanie článku 25 smernice 2011/61/EÚ, ktorý ustanovuje makroprudenciálny nástroj na obmedzenie úrovne pákového efektu v alternatívnych investičných fondoch. Je potrebné objasniť použitie tohto nástroja vypracovaním spoločného prístupu s cieľom zabezpečiť, aby príslušné vnútroštátne orgány boli schopné používať takýto nástroj harmonizovaným spôsobom. Preto by sa mali vypracovať usmernenia o rámci na hodnotenie rizík spojených s využívaním pákového efektu a o forme, kalibrácii a uplatňovaní limitov pákového efektu.
- (14) Toto odporúčanie podporuje primeraný rámec pre riadenie systémových rizík, ktoré môžu vzniknúť v sektore investičných fondov alebo sa ním šíriť, pri zachovaní kľúčových prvkov vyplatenia, ktoré lákajú investorov do otvorených investičných fondov, a uľahčujú kolektívne investovanie.
- (15) Toto odporúčanie zohľadňuje aktuálne medzinárodné a európske iniciatívy o makroprudenciálnych politikách na zmiernenie rizík vyplývajúcich z nesúladu v profile likvidity a z využívania pákového efektu v investičných fondoch, a najmä prácu Rady pre finančnú stabilitu (*Financial Stability Board – FSB*) a Medzinárodnej organizácie komisií pre cenné papiere (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*). FSB zverejnila 12. januára 2017 odporúčania s cieľom riešiť štrukturálne nedostatky činnosti v oblasti správy aktív vyplývajúce z nesúladu v profile likvidity a z využívania pákového efektu v investičných fondoch⁽¹⁾. IOSCO bola poverená vykonaním odporúčaní FSB s cieľom doplniť prácu FSB. Tento proces v súčasnosti prebieha.
- (16) S cieľom zaviesť makroprudenciálne prvky súčasného regulačného rámca pre investičné fondy a zabezpečiť, aby príslušné vnútroštátne orgány konali dôsledne, je toto odporúčanie čiastočne určené ESMA so zreteľom na jeho podpornú a koordinačnú úlohu.
- (17) S cieľom zaoberať sa rizikami, ktoré predstavujú investičné fondy, sa odporúča, aby Európska komisia navrhla dodatočné legislatívne opatrenia. Uznáva sa, že Komisia v tejto oblasti zaradila legislatívne revízie do svojho programu. Tieto revízie poskytnú príležitosť na riešenie makroprudenciálnych otázok uvedených v odporúčaníach.
- (18) Odporúčania Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) sa uverejňujú po tom, čo Generálna rada oboznámila Radu Európskej únie so svojím zámerom uverejniť ich a umožnilo sa jej reagovať,

PRIJALA TOTO ODPORÚČANIE:

ODDIEL 1

ODPORÚČANIA

Odporúčanie A – Nástroje na riadenie likvidity v súvislosti s vyplácaním

1. Komisii sa odporúča navrhnúť, aby právne predpisy Únie zahŕňali spoločný právny rámec Únie, ktorý by upravoval zahrnutie dodatočných nástrojov na riadenie likvidity pre investičné fondy z Únie tak, aby rozhodnutie o tom, ktoré dodatočné nástroje na riadenie likvidity majú byť zahrnuté do ustanovujúcich dokumentov investičných fondov alebo do iných predzmluvných informácií týkajúcich sa investičných fondov, mohol prijať individuálne každý subjekt zodpovedný za správu.

⁽¹⁾ Rada pre finančnú stabilitu, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, január 2017.

2. Komisii sa odporúča navrhnúť, aby právne predpisy Únie zahŕňali ďalšie ustanovenia, ktoré by podrobnejšie upravovali úlohu príslušných vnútroštátnych orgánov pri využívaní ich právomocí pozastaviť vyplácanie v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu.
3. Komisii sa odporúča navrhnúť, aby právne predpisy Únie vymedzili všeobecnú podpornú, poradnú a koordinačnú úlohu ESMA v súvislosti s právomocami príslušných vnútroštátnych orgánov pozastaviť vyplácanie v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu v súlade s odporúčaním A.2.

Odporúčanie B – Dodatočné ustanovenia na zníženie pravdepodobnosti nadmerného nesúladu v profile likvidity

Komisii sa odporúča navrhnúť, aby právne predpisy Únie zahŕňali opatrenia na obmedzenie miery, v akej by použitie transformácie likvidity v otvorených alternatívnych investičných fondoch mohlo prispieť k zvyšovaniu systémových rizík alebo rizika narušenia trhov.

Odporúčanie C – Stresové testovanie

S cieľom podporiť zblížovanie postupov dohľadu sa ESMA odporúča vypracovať usmernenia o postupoch, ktoré majú dodržiavať správcovia pre stresové testovanie rizika nedostatočnej likvidity pre jednotlivé alternatívne investičné fondy a PKIPCP.

Odporúčanie D – Vykazovanie podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov

1. Komisii sa odporúča navrhnúť, aby právne predpisy Únie ukladali PKIPCP a správcovským spoločnostiam PKIPCP povinnosť pravidelne vykazovať príslušnému orgánu údaje, najmä v súvislosti s rizikom nedostatočnej likvidity a pákovým efektom, a poskytnúť takéto údaje príslušnému vnútroštátnemu orgánu, ak to nie je príslušný orgán na účely vykazovania podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov.
2. Komisii sa odporúča navrhnúť, aby sa údaje uvedené v odporúčaní D.1 v danom rámci pre vykazovanie aspoň raz štvrťročne vykazovali z hľadiska finančnej stability dostatočne významnou časťou všetkých PKIPCP a správcovských spoločností PKIPCP. Minimálne by mala reprezentatívna časť zo všetkých PKIPCP a správcovských spoločností PKIPCP raz ročne vykazovať dostatočný podsúbor súboru údajov.
3. Komisii sa odporúča navrhnúť, aby príslušné vnútroštátne orgány sprístupnili údaje uvedené v odporúčaní D.1 príslušným vnútroštátnym orgánom ostatných príslušných členských štátov, Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy a ESRB.

Odporúčanie E – Usmernenia k článku 25 smernice 2011/61/EÚ

1. Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy sa odporúča, aby poskytol usmernenia týkajúce sa rámca na posúdenie miery, v akej využívanie pákového efektu v rámci sektora alternatívnych investičných fondov prispieva k zvyšovaniu systémového rizika vo finančnom systéme.
2. Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy sa odporúča, aby poskytol usmernenia o forme, kalibrácii a uplatňovaní makroprudenciálnych limitov pákového efektu.
3. Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy sa odporúča, aby poskytol usmernenia, ako by príslušné vnútroštátne orgány mali oznámiť Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy, ESRB a ostatným príslušným vnútroštátnym orgánom svoj zámer uplatniť makroprudenciálne opatrenia podľa článku 25 ods. 3 smernice 2011/61/EÚ.
4. Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy sa odporúča, aby informácie prijaté od príslušných vnútroštátnych orgánov podľa článku 25 ods. 3 smernice 2011/61/EÚ použil na porovnanie a výmenu poznatkov s vnútroštátnymi makroprudenciálnymi orgánmi a ESRB o postupoch používania limitov pákového efektu a ukladaní ďalších obmedzení týkajúcich sa správy alternatívnych investičných fondov.

ODDIEL 2

IMPLEMENTÁCIA

1. Vymedzenie pojmov

1. Na účely tohto odporúčania sa uplatňuje toto vymedzenie pojmov:

- a) „dodatočné nástroje na riadenie likvidity“ (a-LMT) sú nástroje, ktoré otvoreným alternatívnym investičným fondom a PKIPCP, ako aj ich správcov pomáhajú vždy, a najmä za napätých trhových podmienok, primerane a efektívne vybavovať žiadosti o vyplatenie. Tieto nástroje by mali zahŕňať opatrenia po vzniku udalosti, ako napríklad: pozastavenie vyplácania alebo odklad vyplácania (obmedzenia vyplácania/možnosť predĺženia výpovednej lehoty) a preventívne opatrenia, ako je rozloženie obchodných nákladov medzi upisujúcich/investorov žiadajúcich o vyplatenie [pohyblivé oceňovanie (*swing pricing*)/zrážky na krytie zníženia hodnoty (*anti-dilution*)];

- b) „alternatívne investičné fondy“ (AIF) sú podniky kolektívneho investovania, ako sú vymedzené v článku 4 ods. 1 písm. a) smernice 2011/61/EÚ;
 - c) „správcovia alternatívnych investičných fondov“ (správcovia AIF) majú ten istý význam ako v článku 4 ods. 1 písm. b) pri zohľadnení výnimiek stanovených v článku 2 ods. 3 a výnimiek stanovených v článku 3 smernice 2011/61/EÚ;
 - d) „správcovia otvorených alternatívnych investičných fondov „ sú správcovia, ktorí patria do kategórie vymedzenej v článku 1 ods. 2 delegovaného nariadenia Komisie (EÚ) č. 694/2014 ⁽¹⁾;
 - e) „subjekt zodpovedný za správu“ je: i) správcovská spoločnosť, ako je vymedzená v článku 2 ods. 1 písm. b) smernice 2009/65/ES; ii) PKIPCP vytvorený ako investičná spoločnosť, ktorá neurčila správcovskú spoločnosť podľa smernice 2009/65/ES; iii) správca alternatívneho investičného fondu v zmysle článku 4 ods. 1 písm. b) smernice 2011/61/EÚ; a iv) interne spravovaný alternatívny investičný fond zriadený ako investičná spoločnosť, ktorá neurčila správcu alternatívneho investičného fondu v zmysle článku 5 ods. 1 písm. b) smernice 2011/61/EÚ;
 - f) „pákový efekt“ je akákoľvek metóda, ktorou investičný fond zvyšuje svoju expozíciu nad rámec svojich aktív prostredníctvom vypožičiavania hotovosti či cenných papierov alebo pákovým efektom založeným na derivátových pozíciách alebo inými prostriedkami;
 - g) „príslušný vnútroštátny orgán“ je príslušný orgán, ako je vymedzený v článku 2 ods. 1 písm. h) smernice 2009/65/ES alebo prípadne v článku 4 ods. 1 písm. f) smernice 2011/61/EÚ;
 - h) „systémové riziko“ má rovnaký význam ako v článku 2 písm. c) nariadenia (EÚ) č. 1092/2010;
 - i) „podnik kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov“ (PKIPCP) je podnik, ako je vymedzený v článku 1 ods. 2 smernice 2009/65/ES, ktorému bolo udelené povolenie v súlade s článkom 5 uvedenej smernice;
 - j) „správcovská spoločnosť PKIPCP“ má rovnaký význam ako v článku 2 ods. 1 písm. b) smernice 2009/65/ES.
2. Prílohy I a II k tomuto odporúčaniu tvoria jeho neoddeliteľnú súčasť. V prípade rozporu medzi hlavným textom a prílohou má prednosť hlavný text.

2. Kritériá implementácie

1. Na implementáciu tohto odporúčania sa uplatňujú nasledujúce kritériá:
- a) toto odporúčanie sa vzťahuje na alternatívne investičné fondy, správcov alternatívnych investičných fondov, PKIPCP a správcovské spoločnosti PKIPCP;
 - b) malo by sa zabrániť regulátornej arbitráži;
 - c) mala by sa venovať náležitá pozornosť princípu proporcionality, pričom sa zohľadňuje cieľ a obsah každého odporúčania;
 - d) kritériá pre posúdenie plnenia odporúčaní uvedené v prílohe I.
2. Adresáti tohto odporúčania sa vyzývajú, aby ESRB a Rade predložili správu o krokoch, ktoré podnikli v nadväznosti na toto odporúčanie, alebo aby primerane odôvodnili svoju nečinnosť. Správy by mali prinajmenšom obsahovať:
- a) informácie o podstate a časovom rámci podniknutých krokov vrátane všetkých krokov podniknutých vo vzťahu k európskym orgánom dohľadu;
 - b) hodnotenie účinnosti podniknutých krokov so zreteľom na ciele tohto odporúčania;
 - c) podrobné odôvodnenie každej nečinnosti alebo odklonu od tohto odporúčania vrátane každého omeškania.

3. Lehoty na uskutočnenie nadväzujúcich krokov

Adresáti tohto odporúčania sa vyzývajú, aby v súlade s nasledujúcimi odsekmi predkladali správy ESRB a Rade o krokoch prijatých v nadväznosti na toto odporúčanie, alebo aby primerane odôvodnili svoju nečinnosť v súlade s týmto časovým rámcom:

1. Odporúčanie A

Komisia sa vyzýva, aby do 31. decembra 2020 predložila ESRB a Rade správu o implementácii odporúčaní A.1, A.2 a A.3.

⁽¹⁾ Delegované nariadenie Komisie (EÚ) č. 694/2014 zo 17. decembra 2013, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2011/61/EÚ, pokiaľ ide o regulačné technické predpisy určujúce typy správcov alternatívnych investičných fondov (Ú. v. EÚ L 183, 24.6.2014, s. 18).

2. Odporúčanie B

Komisia sa vyzýva aby do 31. decembra 2020 predložila ESRB a Rade správu o implementácii odporúčania B.

3. Odporúčanie C

ESMA sa vyzýva, aby do 30. júna 2019 poskytla ESRB a Rade usmernenia uvedené v odporúčaní C.

4. Odporúčanie D

Komisia sa vyzýva, aby do 31. decembra 2020 predložila ESRB a Rade správu o implementácii odporúčaní D.1, D.2 a D.3.

5. Odporúčanie E

a) ESMA sa vyzýva, aby do 30. júna 2019 poskytla ESRB a Rade usmernenia uvedené v odporúčaní E.1, E.2 a E.3;

b) ESMA sa vyzýva, aby od 31. decembra 2019 poskytla vnútroštátnym makroprudenciálnym orgánom a ESRB aspoň raz ročne informácie uvedené v odporúčaní E.4.

4. Monitorovanie a hodnotenie

1. Sekretariát ESRB bude:

a) pomáhať adresátom tohto odporúčania tým, že zabezpečí koordináciu predkladania správ a poskytne príslušné formuláre a v prípade potreby uvedie podrobnosti o postupe a časovom rámci pre kroky, ktoré treba uskutočniť v nadväznosti na odporúčania;

b) overovať, či adresáti podnikli kroky v nadväznosti na odporúčania, poskytovať pomoc na ich žiadosť, a prostredníctvom riadiaceho výboru podávať generálnej rade správy o podniknutých krokoch.

2. Generálna rada hodnotí podniknuté kroky a odôvodnenia oznámené adresátmi tohto odporúčania a v relevantných prípadoch môže rozhodnúť o tom, že toto odporúčanie nebolo zohľadnené a jeho adresát neodôvodnil dostatočne svoju nečinnosť.

Vo Frankfurt nad Mohanom 7. decembra 2017

Vedúci sekretariátu ESRB v mene Generálnej rady ESRB

Francesco MAZZAFERRO

PRÍLOHA I

KRITÉRIA PRE POSÚDENIE PLNENIA ODPORÚČANÍ

Odporúčanie A

V prípade **odporúčania A** platia nasledujúce kritériá pre posúdenie jeho plnenia.

A.1 – Dostupnosť dodatočných nástrojov na riadenie likvidity

Právne predpisy Únie by mali umožniť, aby bola na úrovni Únie právne dostupná široká škála dodatočných nástrojov na riadenie likvidity, a zároveň uznať, že správcovia aktív by mali niesť hlavnú zodpovednosť za aktiváciu a uplatňovanie dodatočných nástrojov na riadenie likvidity, a že niektoré nástroje nebudú vhodné alebo potrebné pre všetky typy otvorených fondov. Dodatočné nástroje na riadenie likvidity by mali vždy, a najmä za napätých trhových podmienok, pomôcť otvoreným alternatívnym investičným fondom (ďalej len „AIF“) a podnikom kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (ďalej len „PKIPCP“), ako aj ich správcom, primerane a efektívne vybavovať žiadosti o vyplatenie.

Zmeny príslušných právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať povinnosti:

- a) správcov otvorených alternatívnych investičných fondov a správcovských spoločností PKIPCP posudzovať všetky dostupné dodatočné nástroje na riadenie likvidity, a najmä posúdiť, ktoré z nich sú vhodné pre investičné stratégie fondov, ktoré spravujú, a ktoré by mali byť zahrnuté do ustanovujúcich dokumentov alebo do iných predzmluvných informácií, aby sa mohli uplatniť za bežných, ako aj za napätých trhových podmienok, a poskytnúť investorom dostatočnú transparentnosť v súvislosti s týmito nástrojmi;
- b) správcov otvorených AIF a správcovských spoločností PKIPCP zahrnúť do ustanovujúcich dokumentov alebo do iných predzmluvných informácií o fondoch, ktoré spravujú, aspoň právomoc pozastaviť vyplácanie, najmä za napätých trhových podmienok;
- c) správcov otvorených AIF a správcovských spoločností PKIPCP zabezpečiť, aby na účely včasnej aktivácie akéhokoľvek dodatočného nástroja na riadenie likvidity, ktorý môžu používať, disponovali potrebnou prevádzkovou spôsobilosťou a plánmi pre nepredvídané udalosti;
- d) správcov otvorených AIF a správcovských spoločností PKIPCP podávať príslušným vnútroštátnym orgánom správy o uplatňovaní a používaní dodatočných nástrojov na riadenie likvidity za napätých trhových podmienok;
- e) Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy (ESMA) vypracovať po zohľadnení stanoviska Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) v súvislosti s makroprudenciálnymi otázkami usmernenia o:
 - i) vymedzení a charakteristikách dodatočných nástrojov na riadenie likvidity;
 - ii) kritériách pre posúdenie vhodnosti podľa bodu A.1 písm. a);
 - iii) požiadavkách na transparentnosť pre dodatočné nástroje na riadenie likvidity podľa bodu A.1 písm. a);
 - iv) všeobecných zásadách týkajúcich sa spôsobu uplatňovania dodatočných nástrojov na riadenie likvidity v rámci postupu riadenia likvidity fondu;
 - v) spôsobe, akým posudzovať a riešiť potenciálne nezamýšľané dôsledky vyplývajúce z používania dodatočných nástrojov na riadenie likvidity;
 - vi) požiadavke podávať správy príslušným vnútroštátnym orgánom podľa bodu A.1 písm. d) a
 - vii) miere transparentnosti vo vzťahu k investorom v čase aktivácie ďalších nástrojov na riadenie likvidity a počas ich používania.

Usmernenia by mali v súlade s bodom A.1 písm. c) zohľadňovať potrebné plány pre nepredvídané udalosti, ktoré by sa mali uplatňovať vopred, aby dodatočné nástroje na riadenie likvidity mohli byť rýchlo a účinne aktivované.

A.2 – Ďalšie ustanovenia o pozastavení vyplácania príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu

Zmeny príslušných právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať:

- a) objasnenie jednotlivých úloh príslušných vnútroštátnych orgánov a ich spolupráce v súvislosti s pozastavením vyplácania na účely zachovania cezhraničnej finančnej stability, ak je AIF alebo PKIPCP usadený v jednom členskom štáte, ale správca AIF alebo správcovská spoločnosť PKIPCP sú usadení v inom členskom štáte, t. j. v prípade cezhraničných dôsledkov;

- b) povinnosť príslušných vnútroštátnych orgánov informovať v prípade uplatnenia svojich právomocí nariadiť pozastavenie vyplácania na účely zachovania cezhraničnej finančnej stability ostatné príslušné vnútroštátne orgány, ESMA a ESRB, a to pred uplatnením takýchto právomocí.

A.3 – Ďalšie ustanovenia o úlohe ESMA v súvislosti s pozastavením vyplácania príslušnými vnútroštátnymi orgánmi v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu

Zmeny príslušných právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať povinnosť ESMA zabezpečiť, že si bude plniť svoju všeobecnú podpornú, poradnú a koordinačnú úlohu v súvislosti s právomocami príslušných vnútroštátnych orgánov pozastaviť vyplácanie v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu.

Odporúčanie B

V prípade **odporúčania B** platia nasledujúce kritériá pre posúdenie jeho plnenia.

Zmeny príslušných právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať:

- a) udelenie právomocí Európskemu orgánu pre cenné papiere a trhy, aby pripravil a aktualizoval zoznam aktív, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné, a to na základe svojej vlastnej analýzy a po zohľadnení stanovísk ESRB v súvislosti s makroprudenciálnymi otázkami a stanovísk Európskeho orgánu pre bankovníctvo a Európskeho orgánu pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov v súvislosti s otázkami konzistentnosti medzi jednotlivými sektormi. ESMA by pri zostavovaní tohto zoznamu mal zohľadniť aspoň nehnuteľnosti, nekótované cenné papiere, úvery a iné alternatívne aktíva, ktoré sa zdajú byť vo svojej podstate menej likvidné. Táto analýza by okrem iného mala zohľadniť čas potrebný na speňazenie uvedených aktív za napätých trhových podmienok;
- b) požiadavku pre správcov otvorených AIF, ktorých cieľom je výrazne investovať do aktív zahrnutých do zoznamu aktív, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné, uvedeného v bode B písm. a), aby príslušným vnútroštátnym orgánom preukázali svoju schopnosť udržať svoju investičnú stratégiu za predvídateľných trhových podmienok. Posúdenie by okrem iného malo zahŕňať prispôbené pravidlá vyplácania, uplatňovanie dodatočných nástrojov na riadenie likvidity a/alebo interných limitov pre aktíva zahrnuté v zozname aktív, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné, uvedenom v bode B písm. a). Ak sa takéto interné limity použijú, informácie o nich by sa mali poskytnúť príslušným vnútroštátnym orgánom v okamihu zriadenia fondov a potom vždy, keď dôjde k zmene týchto limitov. Poskytovanie informácií investorom by sa tiež malo uskutočňovať na základe usmernení, ktoré vypracuje ESMA;
- c) možnosť uplatniť voči správcov otvorených AIF prechodné ustanovenia, ktoré stanovujú lehotu na zabezpečenie súladu s právnymi predpismi v prípade, keď sa aktíva pridávajú do zoznamu aktív, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné, uvedeného v bode B písm. a), a keď dôjde k porušeniu interných limitov, a to v snahe zabrániť akýmkoľvek nežiaducim škodlivým následkom.

Odporúčanie C

V prípade **odporúčania C** platia nasledujúce kritériá pre posúdenie jeho plnenia.

Usmernenia, ktoré má vydať ESMA v súvislosti so stresovým testovaním likvidity, by mali okrem iného zahŕňať:

- a) podobu scenárov stresového testovania likvidity;
- b) stratégiu stresového testovania likvidity vrátane interného používania výsledkov stresového testovania likvidity;
- c) zohľadnenie aktív a pasív v súvahách investičných fondov a
- d) načasovanie a frekvenciu vykonávania stresového testovania likvidity pre jednotlivé fondy.

Tieto usmernenia by mali byť založené na požiadavkách týkajúcich sa stresového testovania stanovených v smernici 2011/61/EÚ a na spôsobe, akým účastníci trhu vykonávajú stresové testovanie.

Odporúčanie D

V prípade **odporúčania D** platia nasledujúce kritériá pre posúdenie jeho plnenia.

D.1 – Vykazovacie povinnosti PKIPCP a správcovských spoločností PKIPCP

Zmeny príslušných právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať vykazovacie povinnosti vzťahujúce sa na údaje špecifické pre manažérov, ako aj pre fondy, a zároveň zohľadňujúce špecifiká PKIPCP. Vykazované údaje, by mali umožniť dostatočné monitorovanie možných zraniteľných miest, ktoré môžu prispieť k systémovým rizikám a mali by zahŕňať aspoň:

- a) hodnotu spravovaných aktív za všetky PKIPCP spravované správcovskou spoločnosťou;
- b) nástroje, s ktorými sa obchoduje a individuálne expozície;

- c) investičnú stratégiu;
- d) celkovú expozíciu/pákový efekt;
- e) stresové testovanie;
- f) techniky účinnej správy portfólia;
- g) riziko protistrany/zábezpeka;
- h) riziko nedostatočnej likvidity;
- i) úverové riziko a
- j) objemy obchodovania.

Komisia by prípadne mala navrhnúť harmonizáciu spravodajských požiadaviek pre investičné fondy a ich správcov, najmä medzi odporúčaným vykazovaním podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov a už zavedenými opatreniami v oblasti vykazovania podľa smernice 2011/61/EÚ. V tejto súvislosti by Komisia mala tiež zohľadniť požiadavky na predkladanie správ podľa nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1131⁽¹⁾. Takáto harmonizácia by mala umožniť využívanie existujúcich platforiem pre vykazovanie, dosiahnuť synergie a zabrániť neprimeranému zaťaženiu správcov aktív.

Zmeny právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali ďalej zahŕňať ustanovenie, podľa ktorého, ak príslušný vnútroštátny orgán správcu PKIPCP je iný ako príslušný vnútroštátny orgán samotného PKIPCP, musí správca PKIPCP na požiadanie poskytnúť vykazované informácie aj príslušnému vnútroštátnemu orgánu PKIPCP.

D.2 – Frekvencia a rozsah vykazovacích povinností pre PKIPCP a správcovské spoločnosti PKIPCP

Zmeny príslušných právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať tieto požiadavky:

- a) aby sa údaje uvedené v odporúčaní D.1 vykazovali aspoň raz za štvrtrok s cieľom umožniť účinné monitorovanie rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu a zároveň aby sa zohľadnili aspekty proporcionality v súvislosti so subjektmi, na ktoré sa vzťahuje povinnosť vykazovať dotknuté údaje;
- b) aby sa pri stanovení rozsahu vykazovania zohľadnili s cieľom riešiť riziká pre finančnú stabilitu celkové aktíva v správe správcovskej spoločnosti a aktíva v správe jednotlivých fondov PKIPCP, čím sa zabezpečí, že vykazovanie sa bude vzťahovať na dostatočnú časť tohto sektora.

D.3 – Harmonizované vykazovanie a harmonizovaná výmena informácií

Zmeny právnych predpisov Únie navrhované Komisiou by mali zahŕňať povinnosť, aby informácie uvedené v odporúčaní D.1 boli prístupné príslušným vnútroštátnym orgánom ostatných príslušných členských štátov, Európskemu orgánu pre cenné papiere a ESRB s cieľom zabezpečiť harmonizáciu vykazovania údajov týkajúcich sa PKIPCP s postupmi vzájomného poskytovania údajov podľa smernice 2011/61/EÚ. V tejto súvislosti by Komisia mala tiež zohľadniť požiadavky na predkladanie správ podľa nariadenia (EÚ) 2017/1131.

Odporúčanie E

V prípade **odporúčania E** platia nasledujúce kritériá pre posúdenie jeho plnenia.

E.1 – Posudzovanie systémových rizík súvisiacich s pákovým efektom

Usmernenia vydané ESMA by mali zahŕňať:

- a) spoločný minimálny súbor ukazovateľov, ktoré musia príslušné vnútroštátne orgány počas posudzovania zohľadniť;
- b) pokyny na výpočet ukazovateľov uvedených v bode E.1 písm. a) na základe údajov vykazovaných podľa článku 24 smernice 2011/61/EÚ a
- c) kvalitatívne a, ak je to možné, kvantitatívne popisy výkladu ukazovateľov v súvislosti s rámcom pre hodnotenie.

⁽¹⁾ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1131 zo 14. júna 2017 o fondoch peňažného trhu (Ú. v. EÚ L 169, 30.6.2017, s. 8).

Spoločný súbor ukazovateľov uvedený v bode E.1 písm. a) by mal:

1. zjednodušiť posúdenie úrovne, zdroja a rôznych využití pákového efektu;
2. zjednodušiť posúdenie hlavných kanálov, cez ktoré môžu vzniknúť systémové riziká, t. j. núdzový odpredaj aktív, priame účinky na finančné inštitúcie a prerušenie sprostredkovania úverov a
3. byť funkčný a dostatočný na to, aby príslušným vnútroštátnym orgánom umožnil informovať ESMA v súvislosti s jeho odporúčaním podľa článku 25 ods. 6 smernice 2011/61/EÚ a zásadami ustanovenými v článku 112 delegovaného nariadenia Komisie (EÚ) 231/2013⁽¹⁾ o tom, či podmienky na stanovenie limitov pákového efektu alebo iné obmedzenia týkajúce sa správy AIF boli splnené.

E.2 – Makroprudenciálne limity pákového efektu

Usmernenia vydané ESMA by mali zahŕňať:

- a) popis rôznych typov limitov pákového efektu vrátane hodnotenia ich účinnosti a efektívnosti pri zmierňovaní nadmerného využívania pákového efektu;
- b) súbor zásad, ktoré majú príslušné vnútroštátne orgány zohľadniť pri kalibrácii limitov pákového efektu. Takéto zásady by mali zahŕňať aspoň: i) vyhlásenie o tom, že limity pákového efektu sa zakladajú na opatreniach týkajúcich sa pákového efektu stanovených v smernici 2011/61/EÚ, ii) kritériá uplatňovania limitov pákového efektu a iii) zásady týkajúce sa pravidelného preskúmania limitov pákového efektu;
- c) súbor zásad, ktoré majú príslušné vnútroštátne orgány zohľadniť, keď uvažujú nad zavedením limitov pákového efektu, ktoré zahŕňajú prinajmenšom: i) zásady vyrovnaného prístupu medzi stanovením limitov na základe pravidiel a stanovením limitov na základe vlastného uváženia; ii) zásady týkajúce sa interakcie s inými opatreniami; iii) zásady spolupráce medzi orgánmi Únie.

E.3 – Postup oznamovania

Usmernenia vydané ESMA by mali príslušným vnútroštátnym orgánom umožniť informovať ESMA, ESRB a ostatné príslušné vnútroštátne orgány. Tieto usmernenia by okrem iného mali zahŕňať efektívny pracovný postup a vzory notifikačných listov a požiadaviek na podávanie správ týkajúcich sa posúdenia príslušných vnútroštátnych orgánov, pokiaľ ide o potrebu zaviesť makroprudenciálne opatrenia podľa článku 25 ods. 3 smernice 2011/61/EÚ.

E.4 – Porovnávanie

ESMA by si aspoň raz ročne mal s vnútroštátnymi makroprudenciálnymi orgánmi a ESRB vymieňať:

- a) prípadné výsledky svojho referenčného porovnávania;
- b) prípadné postupy v súvislosti s využívaním limitov pákového efektu a stanovením ďalších obmedzení týkajúcich sa správy AIF, a to s použitím informácií prijatých od príslušných vnútroštátnych orgánov podľa článku 25 ods. 3 smernice 2011/61/EÚ.

⁽¹⁾ Delegované nariadenie Komisie (EÚ) č. 231/2013 z 19. decembra 2012, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ, pokiaľ ide o výnimky, všeobecné podmienky výkonu činnosti, depozitárov, pákový efekt, transparentnosť a dohľad (Ú. v. EÚ L 83, 22.3.2013, s. 1).

PRÍLOHA II

EKONOMICKÉ ZDÔVODNENIE A HODNOTENIE

OBSAH

	<i>Strana</i>
Použité skratky	12
I. Úvod	13
II. Odporúčanie ESRB o riziku likvidity a riziku využívania pákového efektu v investičných fondoch	17
II.1. Odporúčanie A – Nástroje na riadenie likvidity v súvislosti s vyplácaním	17
II.1.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel	17
Odporúčanie A.1 – Dostupnosť ďalších nástrojov na riadenie likvidity	17
Odporúčania A.2 a A.3 – Ďalšie ustanovenia o úlohe príslušných vnútroštátnych orgánov a ESMA v súvislosti s pozastavením vyplácania podielov s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu, nariadeným príslušnými vnútroštátnymi orgánmi	21
II.1.2. Nežiaduce účinky	22
II.2. Odporúčanie B – Dodatočné ustanovenia na zníženie pravdepodobnosti nadmerného nesúladu v profile likvidity	22
II.2.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel	22
II.2.2. Nežiaduce účinky	30
II.3. Odporúčanie C – Stresové testovanie	31
II.3.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel	31
II.3.2. Nežiaduce účinky	34
II.4. Odporúčanie D – Vykazovanie podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov	35
II.4.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel	35
Odporúčanie D.1 – Vykazovacie povinnosti správcovských spoločností PKIPCP	35
Odporúčanie D.2 – Frekvencia a rozsah vykazovacích povinností PKIPCP a správcovských spoločností PKIPCP	38
Odporúčanie D.3 – Harmonizované vykazovanie a harmonizovaná výmena informácií	39
II.4.2. Nežiaduce účinky	39
II.5. Odporúčanie E – Usmernenia k článku 25 smernice 2011/61/EÚ	40
II.5.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel	40
Odporúčanie E.1 – Posudzovanie systémových rizík súvisiacich s pákovým efektom	40
Odporúčanie E.2 – Makroprudenciálne limity pákového efektu	45
Odporúčanie E.3 – Postup oznamovania	48
Odporúčanie E.4 – Porovnávanie	48
II.5.2. Nežiaduce účinky	48
Odkazy	49
Dodatok	52

Použité skratky

a-LMT	(additional liquidity management tools) dodatočné nástroje na riadenie likvidity
AIF	alternatívny investičný fond
AIFM	(alternative investment fund manager) správca alternatívneho investičného fondu
AuM	(assets under management) spravované aktíva
CESR	(Committee of European Securities Regulators) Výbor európskych regulačných orgánov pre cenné papiere
CIS	(collective investment scheme) systém kolektívneho investovania
CLMT	(countercyclical liquidity management tool) proticyklický nástroj na riadenie likvidity
CRE	(commercial real estate) komerčné nehnuteľnosti
CSD	(central securities depository) centrálny depozitár cenných papierov
EBA	(European Banking Authority) Európsky orgán pre bankovníctvo
ECB	Európska centrálna banka
EEA	(European Economic Area) Európsky hospodársky priestor
ELTIF	(European long-term investment funds) európske dlhodobé investičné fondy
ESCB	(European System of Central Banks) Európsky systém centrálnych bánk
ESMA	(European Securities and Markets Authority) Európsky orgán pre cenné papiere a trhy
ESRB	(European Systemic Risk Board) Európsky výbor pre systémové riziká
EÚ	Európska únia
EUR	euro
FSB	(Financial Stability Board) Rada pre finančnú stabilitu
FVP	(fair value pricing) oceňovanie v reálnej hodnote
IOSCO	(International Organization of Securities Commissions) Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere
ITS	(implementing technical standards) vykonávacie technické predpisy
MMF	(money market fund) fond peňažného trhu
NAV	(net asset value) čistá hodnota aktív
NCA	(national competent authority) príslušný vnútroštátny orgán
OTC	(over-the-counter) mimoburzový
RTS	(regulatory technical standards) regulačné technické predpisy
SEC	(Securities and Exchange Commission) Komisia pre cenné papiere a burzy
PKIPCP	podnik kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov
VaR	(value at risk) hodnota v riziku

Táto príloha obsahuje podklady k odporúčaniam ESRB s cieľom podporiť ich zavádzanie v EÚ. Uvádza podrobný opis jednotlivých odporúčaní, ako aj ekonomické zdôvodnenie a vyhodnotenie týchto odporúčaní vrátane možných žiaducich i nežiaducich účinkov a potenciálneho dosahu na trh. Analýza sa do značnej miery opiera o výskumné a strategické štúdie, vnútroštátne regulačné predpisy a výsledky prieskumov ESMA, ESRB a IOSCO (zameraných napríklad na dostupnosť a využívanie nástrojov na riadenie likvidity, využívanie pákového efektu podľa smernice Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES⁽¹⁾ a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ⁽²⁾ a postupy správcov fondov v oblasti stresového testovania).

I. Úvod

Štrukturálne aspekty

Sektor investičných fondov v Európskej únii zaznamenáva v posledných rokoch výrazný rast. Od roka 2008 sa celkový objem čistých aktív investičných fondov EÚ viac ako zdvojnásobil: kým v roku 2008 dosahoval 6,2 bil. €, v treťom štvrtroku 2007 už predstavoval 15,3 bil. €⁽³⁾. Zároveň je potrebné poznamenať, že európske alternatívne investičné fondy (AIF) za rovnaké obdobie svoj objem viac ako strojnásobili: z 1,6 bil. € na 5,8 bil. €⁽⁴⁾. So zvyšujúcim sa podielom sektora investičných fondov na celkovom finančnom trhu sa zvyšuje aj opodstatnenosť riadenia systémového rizika v tomto sektore.

Škála potenciálnych vzorcov správania investičných fondov za napätých trhových podmienok je mimoriadne komplexná. Investičné fondy sú len jedným z viacerých významných typov investorov na finančných trhoch – ďalšími sú napríklad banky, poisťovne, dôchodkové fondy, retailoví investori, rodinné podniky, štátne investičné fondy a rôzni sprostredkovatelia. Každý z nich má vlastné špecifické znaky správania. Jedným zo znakov typických pre investičné fondy je, že zhromažďujú prostriedky širokého okruhu koncových investorov a umiestňujú ich na trhy prostredníctvom štruktúry kolektívneho investovania. Spolu so skutočnosťou, že väčšina investičných fondov je „otvorená“ (tzn. koncoví investori môžu svoje investície z fondu vybrať pred uplynutím splatnosti podkladových aktív), to znamená, že za napätých podmienok na trhu vykazujú investičné fondy množstvo rôznych potenciálnych vzorcov správania. Jednou z možných reakcií investičného fondu (alebo podsektora investičného fondu) na napäté trhové podmienky a následné správanie investorov v súvislosti s vyplácaním podielov je rozsiahly predaj aktív na klesajúcom trhu, čím dochádza k ďalšiemu prehĺbeniu trhového šoku a zvýšeniu finančnej nestability.

Počas trhových šokov majú investičné fondy tendenciu naďalej postupovať v súlade so svojou investičnou stratégiou. S výnimkou niektorých AIF investičné fondy zvyčajne využívajú pákový efekt v obmedzenej miere⁽⁵⁾. V takom prípade si fondy, ktoré nie sú vystavené tlakom spojeným s vyplácaním podielov, svoje aktíva zvyčajne ponechávajú a vzhľadom na klesajúce ceny sa môžu dokonca oportunisticky snažiť aktíva nakupovať, čím vytvárajú proticyklický efekt.

Zdroje rizík

Hlavnou príčinou potenciálne odlišného správania fondov, ktoré by sa počas trhového šoku rozhodli pre predaj aktív na klesajúcom trhu, môže byť neočakávané vysoký záujem investorov o vyplácanie podielov. Hoci nejde o historickú tendenciu, v minulosti už bolo zaznamenaných niekoľko prípadov zvýšeného dopytu po vyplácaní podielov v čase napätia na trhu. Z historického trendu správania investičného fondu navyše nemusí byť nevyhnutne zrejme jeho budúce správanie. Preto nie je isté, že uvedené prípady vysokého dopytu po vyplácaní podielov zostanú len zriedkavými či ojedinelými epizódami. Jednou z príčin potenciálne vysokého dopytu po vyplácaní podielov v čase napätia na trhu je skutočnosť, že investičné fondy nie sú len nástrojmi na dlhodobé kapitálové investovanie bez pákového efektu. Fondy naopak niekedy využívajú investori, ktorí sa zameriavajú na krátkodobejší horizont, pričom podiel takýchto investorov môže v závislosti od ďalších vplyvov na trhu výrazne kolísať. Vzniká tak priestor na podstatne vyššie systémové riziko v rámci sektora, než v prípade len zriedkavo alebo ojedinele vysokého dopytu po vyplácaní podielov. Vzhľadom na pokračujúci rast sektora sa tak táto skutočnosť celkovo stáva čoraz dôležitejším faktorom systémového rizika.

⁽¹⁾ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (Ú. v. EÚ L 302, 17.11.2009, s. 32).

⁽²⁾ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcach alternatívnych investičných fondov a o zmene a doplnení smerníc 2003/41/ES a 2009/65/ES a nariadení (ES) č. 1060/2009 a (EÚ) č. 1095/2010 (Ú. v. EÚ L 174, 1.7.2011, s. 1).

⁽³⁾ „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017“, Európska asociácia správcovských spoločností (European Fund and Asset Management Association), december 2017.

⁽⁴⁾ Je potrebné poznamenať, že od roku 2014 sa AIF klasifikujú v súlade s regulačnou definíciou smernice 2011/61/EÚ. Objem čistých aktív sa odvtedy zvýšil o viac ako 25 %.

⁽⁵⁾ Európsky výbor pre systémové riziká, „EU Shadow Banking Monitor“, č. 2, máj 2017.

Druhým významným zdrojom systémového rizika je motivácia namiesto likvidity uprednostňovať výnos alebo zvyšovať pákový efekt s cieľom dosiahnuť výnos atraktívny pre investorov. V čím väčšej miere investičný fond využíva pákový efekt, tým menej pravdepodobná je jeho odolnosť v čase napätia na trhu. Okrem toho platí, že čím viac investičný fond uprednostňuje výnos pred likviditou, tým menšia je pravdepodobnosť, že sa bude vedieť hladko vyrovnáť s prudkým nárastom dopytu po vyplácaní podielov. Dôsledky takéhoto správania môžu byť ešte horšie, ak takáto stratégia potenciálnym investorom nie je jasná, buď preto, že investované aktíva sa zdajú byť likvidné, hoci ich likvidnosť nie je zaručená, alebo preto, že pákový efekt sa skrýva v derivátových nástrojoch a jeho rozsah nie je transparentný.

Tretím zdrojom systémového rizika je spôsob, akým funguje mechanizmus vyplácania podielov. Otvorené investičné fondy môžu vytvárať tzv. výhodu prvého ťahu, keď investori žiadajúci o vyplatenie podielov nenesú celkové náklady skorého vyplatenia, ktoré sa tak presúvajú na zostávajúcich podielnikov. Správcovia fondov v tejto súvislosti zároveň čelia reputačnému riziku, v dôsledku ktorého sa môžu brániť pozastaveniu vyplácania, hoci by to bolo v záujme investorov, pričom sa zároveň musia snažiť o rovnováhu medzi poskytovaním likvidity investorom, ktorí požiadali o vyplatenie podielov, kým fond likviditou disponuje, a rozhodnutím, že okolnosti sú natoľko výnimočné, že si vyžadujú pozastavenie vyplácania.

Štvrtým zdrojom systémového rizika je skutočnosť, že fungovanie mechanizmu vyplácania podielov závisí od likvidity trhu. V prípade mnohých nástrojov, do ktorých investičné fondy investujú, je likvidita tradične závislá od tvorcov trhu a líši sa v čase i podľa jednotlivých nástrojov. Nedávne trendy, napr. pokles volatility, zvýšená miera využívania elektronického obchodovania, fragmentácia zdrojov likvidity, menší objem aktív v držbe tradičných tvorcov trhu ako banky a obchodníci s cennými papiermi, ako aj cyklické faktory ako napríklad menová politika, poukazujú na to, že štruktúra poskytovania likvidity sa môže postupne meniť (aj keď prebiehajúci výskum zatiaľ nepriniesol jednoznačný dôkaz obmedzenej likvidity). Tieto zmeny môžu ovplyvniť potenciálnu spoľahlivosť poskytovania likvidity za napätých trhových podmienok. Významnosť týchto zmien štruktúry likvidity je ťažké predpovedať, preto sa investičné fondy môžu dostať do situácie, keď počítajú s úrovňou likvidity, ktorá je v skutočnosti nižšia.

Medzi aspektmi investičných fondov, ktoré sa týkajú pákového efektu, likvidity a vyplácania podielov, existujú dôležité väzby. Investičné fondy využívajúce pákový efekt, ktoré čelia vyšším požiadavkám na vyrovnanie marže, sťahovaniu financovania alebo zvýšeným zrážkam, sú schopné rýchlejšie sa prispôsobiť, ak majú v držbe aktíva, ktoré sa dajú rýchlo speňažiť. Ak však fond s vysokou mierou využitia pákového efektu disponuje menším objemom likvidných aktív a je vystavený potenciálnemu krátkodobému vyplácaniu podielov alebo zmenám úverových podmienok, na splnení svojich záväzkov môže byť nútený uskutočniť rýchly predaj aktív na menej likvidných trhoch (predaj so zľavou). Hoci v prípade výziev na vyrovnanie marže môžu investičné fondy v záujme investorov vyplácanie podielov pozastaviť, fond bude musieť prostredníctvom núdzového financovania a/alebo predaja aktív urýchlene získať hotovosť, aby sa vyhol likvidácii, čo by mohlo výrazne zvýšiť riziko protistrany a do značnej miery ovplyvniť ceny aktív.

Centrálne banky, trhy a regulačné orgány pre cenné papiere vyjadrili obavy v súvislosti s potenciálom investičných fondov znásobovať systémové riziká ⁽¹⁾. Rada pre finančnú stabilitu (FSB) na globálnej úrovni skonštatovala, že nesúlad v profile likvidity a využívanie pákového efektu v investičných fondoch sú príčinou potenciálne významných štruktúrnych slabých miest sektora správy fondov. FSB následne zdôraznila význam riešenia otázky potenciálnych štruktúrnych slabých miest súvisiacich s nesúladom v profile likvidity a využívaním pákového efektu v investičných fondoch, ktoré by mohli byť zdrojom rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu. FSB napríklad odporúča, aby príslušné orgány využívanie pákového efektu v investičných fondoch monitorovali a v prípade potreby prijímali nevyhnutné opatrenia ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Ďalšie informácie sú v dokumentoch „Financial Stability Report – December 2015“, Bank of England; „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ č. 2, ESMA, 2015; „Financial Stability Review“, ECB, máj 2016; „Update on Review of Asset Management Products and Activities“, Rada pre dohľad nad finančnou stabilitou, apríl 2016; „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union“, prejav Vítora Constância, apríl 2016; „Measuring and assessing stability risks in financial markets“, prejav Stevena Maijoora, máj 2015; a „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry“, prejav Mary Jo Whitovej, december 2014.

⁽²⁾ „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, Rada pre finančnú stabilitu, január 2017.

Likvidita a pákový efekt v investičných fondoch: súčasný regulačný rámec

Európsky regulačný rámec upravujúci riadenie likvidity a pákového efektu v investičných fondoch tvoria smernice 2009/65/ES a 2011/61/EÚ. Tento rámec stanovuje základné požiadavky, na základe ktorých sú investičné fondy v Európe povinné riadiť svoje pozície v oblasti likvidity a finančnej páky, a slúži ako východiskový bod hodnotenia systémových rizík vyplývajúcich z nesúladu v profile likvidity a využívania pákového efektu v investičných fondoch.

Podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) sú vysoko regulované investičné fondy. PKIPCP sú investičné fondy, ktoré investujú do akceptovateľných aktív, napríklad hotovosti a peňažných vkladov, dlhopisov, akcií, nástrojov peňažného trhu a ďalších investičných fondov (box 1a). Teoreticky sú PKIPCP na nesúlad v profile likvidity menej náchylné, keďže ich aktíva a záväzky by sa mali obchodovať v krátkom časovom horizonte. Investovať môžu len do prevoditeľných cenných papierov alebo iných likvidných finančných aktív, ktorých pravidlá akceptovateľnosti sú stanovené v príslušnej smernici⁽¹⁾. PKIPCP sú povinné (s výhradou možnosti pozastavenia vyplácania) podiel investora na jeho žiadosť vyplatiť. To znamená, že PKIPCP musia vyplácanie podielov povoliť minimálne dvakrát za mesiac, pričom mnohé PKIPCP vyplácanie povoľujú denne alebo raz za týždeň. Pokiaľ ide o využívanie pákového efektu, na PKIPCP sa vzťahujú regulačné limity finančnej páky. PKIPCP môžu finančnú páku využívať len formou nezabezpečených hotovostných pôžičiek do výšky najviac 10 % svojich aktív a pod podmienkou dočasnosti takejto pôžičky (box 1b). PKIPCP, ktoré využívajú hotovostné pôžičky i transakcie financovania prostredníctvom cenných papierov alebo deriváty, tak môžu dosiahnuť pákový efekt v maximálnej výške 2,1-násobku čistej hodnoty svojich aktív (NAV).

Alternatívne investičné fondy (AIF) sú investičné fondy, ktoré môžu investovať do podobných aktív ako PKIPCP, no v súvislosti s diverzifikáciou, likviditou a finančnou pákou sa na ne nevzťahujú natoľko podrobné obmedzenia. AIF môžu investovať aj do finančných nástrojov, ktoré v prípade PKIPCP nie sú akceptovateľné, napríklad do súkromného kapitálu, rizikového kapitálu, nehnuteľností, fyzických komodít a ďalších alternatívnych aktív. Správcovia otvorených AIF alebo uzavretých AIF využívajúcich pákový efekt sú však povinní zaviesť postupy na riadenie likvidity, v rámci ktorých sa vyžaduje zosúladenie investičnej stratégie, profilu likvidity a pravidiel vyplácania podielov investičného fondu, ako aj stanovenie adekvátnych limitov a stresových testov riadenia likvidity (box 1a). Je potrebné poznamenať, že na správcov AIF pôsobiacich pod úrovňou určitých prahových hodnôt⁽²⁾ sa nemusia vzťahovať rovnaké požiadavky, pričom v takom prípade nebudú môcť využívať výhody povolenia podľa smernice 2011/61/EÚ na obchodovanie v ostatných jurisdikciách EÚ. Pokiaľ ide o využívanie pákového efektu, AIF sa netýkajú žiadne regulačné limity finančnej páky. Na fondy AIF sa vzťahuje len požiadavka používanie pákového efektu vykazovať (box 1b).

Box 1a: Likvidita investičných fondov: súčasný regulačný rámec

Smernica 2009/65/ES – PKIPCP

Frekvencia obchodovania. PKIPCP musí vytvoriť podmienky na spätné odkúpenie, resp. vyplatenie podielov na žiadosť investorov. To znamená, že PKIPCP musia žiadosti o vyplácanie podielov povoliť minimálne dvakrát za mesiac⁽³⁾, pričom mnohé PKIPCP vyplácanie povoľujú denne alebo raz za týždeň⁽⁴⁾.

Postupy obchodovania. Smernica 2009/65/ES fondom PKIPCP nestanovuje postupy obchodovania. V praxi sa termín predkladania žiadostí stanovuje na čas, ktorý predchádza bodu ocenenia. Ten môže mať oneskorenie niekoľko hodín alebo dní. PKIPCP okrem toho podiely zvyčajne vyplácajú v súlade s postupmi vyrovnania stanovenými v dokumentácii fondu, ktoré môžu špecifikovať dobu tri až päť dní od bodu ocenenia⁽⁵⁾. V súlade s týmito postupmi obchodovania je medzi uzávierkou predkladania žiadostí a termínom vyplatenia podielov určitý časový odstup, počas ktorého môže správcovská spoločnosť PKIPCP v prípade potreby predať investície a získať hotovosť na vyplatenie podielov.

⁽¹⁾ Smernica Komisie 2007/16/ES z 19. marca 2007, ktorou sa implementuje smernica Rady 85/611/EHS o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP), pokiaľ ide o objasnenie niektorých vymedzení pojmov (Ú. v. EÚ L 79, 20.3.2007, s. 11).

⁽²⁾ Správcovia AIF s celkovým objemom aktív do 100 mil. €, alebo AIF s celkovým objemom aktív do 500 mil. € pod podmienkou, že tieto AIF nevyužívajú pákový efekt a na obdobie päť rokov od dátumu počiatočnej investície v príslušných AIF investorom neboli udeľené práva na vyplatenie podielov.

⁽³⁾ Príslušné vnútroštátne orgány (NCA) môžu PKIPCP požiadať o zníženie frekvencie na raz za mesiac, „ak to nepoškodí záujmy podielnikov“. Túto možnosť však do vnútroštátneho práva netransponovali všetky členské štáty.

⁽⁴⁾ Napríklad článok 76 smernice 2009/65/ES.

⁽⁵⁾ Fondy peňažného trhu s konštantnou hodnotou NAV môžu ponúkať vyrovnanie v ten istý deň.

Akceptovateľné aktíva. Na PKIPCP sa vzťahujú podrobné pravidlá upravujúce akceptovateľnosť aktív, a preto sú povinné investovať prevažne do likvidných aktív. Medzi ne patria kótované likvidné prevoditeľné cenné papiere a nástroje peňažného trhu, burzové deriváty a bankové vklady bez výpovednej lehoty alebo s výpovednou lehotou splatné do 12 mesiacov⁽¹⁾. Na ďalšiu podporu likvidity boli zároveň stanovené kritériá týkajúce sa trhov, na ktorých musia byť akceptovateľné aktíva kótované alebo obchodované⁽²⁾.

Náležitá analýza pred uskutočnením investície. Skôr ako správcovská spoločnosť PKIPCP uskutoční investíciu, musí okrem iného posúdiť, ako táto investícia ovplyvní skladbu portfólia, likviditu a profil rizík a výnosov fondu PKIPCP⁽³⁾.

Riadenie rizík. V rámci svojich procesov riadenia rizík musí správcovská spoločnosť PKIPCP uplatňovať adekvátny postup riadenia rizík likvidity s cieľom zabezpečiť, aby boli všetky PKIPCP v jej správe schopné plniť si za všetkých predvídateľných okolností vrátane napätých podmienok svoj záväzok vyplácať vklady na žiadosť podielnikov. Správcovská spoločnosť PKIPCP musí podľa potreby vykonávať stresové testy s cieľom vyhodnotiť riziko likvidity PKIPCP za mimoriadnych okolností⁽⁴⁾.

Započítavanie upisovaných a vyplácaných podielov. V prípade prijatia pokynov na upísanie a vyplatenie podielov na rovnaký obchodný deň fond PKIPCP podielové transakcie spáruje a prijaté prostriedky použije na úhradu niektorých alebo všetkých žiadostí o vyplatenie. Tým sa znižuje, resp. odstraňuje potreba predaja podkladových investícií na získanie hotovosti na vyplatenie investorov žiadajúcich o vyplatenie podielov.

Smernica 2011/61/EÚ (smernica AIFMD)

Postupy obchodovania. Rovnako ako v prípade PKIPCP, smernica 2011/61/EÚ fondom AIF nešpecifikuje postupy obchodovania. Postupy obchodovania, ktoré sú adekvátne príslušným spravovaným fondom AIF a poskytujú dostatočný čas na predaj investícií s cieľom získať hotovosť na vyplatenie podielov, stanovuje správca AIF.

Riadenie rizík. Článok 15 smernice 2011/61/EÚ obsahuje podobné ustanovenia týkajúce sa náležitej analýzy pred uskutočnením investície ako smernica 2009/65/ES (podrobnejšie informácie sú uvedené vyššie). Článok vyžaduje, aby sa v rámci riadenia rizík zo strany správcu AIF priebežne uskutočňovala náležitá identifikácia, meranie, riadenie a monitorovanie rizík spojených s jednotlivými investičnými pozíciami AIF a ich celkového vplyvu na portfólio AIF, okrem iného aj prostredníctvom adekvátnych postupov stresového testovania. Smernica 2011/61/EÚ ďalej od správcu AIF vyžaduje zabezpečovanie konzistentnosti investičnej stratégie, profilu likvidity a pravidiel vyplácania v prípade všetkých spravovaných fondov AIF⁽⁵⁾. Správca AIF musí mať zavedené adekvátne systémy riadenia likvidity na monitorovanie rizika likvidity AIF a zabezpečovanie súladu profilu likvidity investícií fondu AIF s jeho základnými povinnosťami. Okrem toho musí správca AIF uskutočňovať pravidelné stresové testy, a to za normálnych i mimoriadnych likviditných podmienok, s cieľom hodnotiť a monitorovať riziko likvidity fondov AIF⁽⁶⁾. Okrem týchto povinností platia aj podrobné pravidlá druhej úrovne týkajúce sa riadenia likvidity⁽⁷⁾.

Započítavanie upisovaných a vyplácaných podielov. Rovnako ako v prípade PKIPCP môže aj správca AIF v otvorenom fonde AIF započítavať pokyny na upísanie a vyplatenie podielov.

⁽¹⁾ Na fondy peňažného trhu sa vzťahujú ďalšie podrobné pravidlá akceptovateľnosti aktív, či už sú tieto fondy zriadené ako PKIPCP alebo AIF (napr. pravidlá portfólií týkajúce sa denne a týždenne splatných aktív). Ďalšie informácie sú v nariadení (EÚ) 2017/1131.

⁽²⁾ Prijatie na obchodovanie však likviditu nezaručuje. Fond PKIPCP napriek tomu s prijatím môže počítať, s výnimkou prípadov, keď vie, resp. mal by vedieť o okolnostiach, ktoré poukazujú na nelikvidnosť konkrétneho aktíva. V takom prípade musí fond PKIPCP posúdiť likviditu cenného papiera s cieľom zistiť, či by jeho pridanie do portfólia neohrozilo likviditu portfólia.

⁽³⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 23 ods. 4 smernice Komisie 2010/43/EÚ z 1. júla 2010, ktorou sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokiaľ ide o organizačné požiadavky, konflikty záujmov, pravidlá výkonu činnosti, riadenie rizík a obsah dohody medzi depozitárom a správcovskou spoločnosťou (Ú. v. EÚ L 176, 10.7.2010, s. 42).

⁽⁴⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 40 ods. 3 smernice 2010/43/EÚ.

⁽⁵⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 16 ods. 2 smernice 2011/61/EÚ.

⁽⁶⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 16 ods. 1 smernice 2011/61/EÚ.

⁽⁷⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článkoch 46 až 49 delegovaného nariadenia Komisie (EÚ) č. 231/2013 z 19. decembra 2012, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ, pokiaľ ide o výnimky, všeobecné podmienky výkonu činnosti, depozitárov, pákový efekt, transparentnosť a dohľad (Ú. v. EÚ L 83, 22.3.2013, s. 1).

Box 1b: Finančná páka v investičných fondoch: súčasný regulačný rámec**Smernica 2009/65/ES – PKIPCP**

Pôžičky. PKIPCP môžu využívať finančnú páku formou pôžičiek do výšky najviac 10 % svojich aktív, pod podmienkou dočasnosti takejto pôžičky. Pôžičky je možné využiť na preklopenie dočasného nesúladu hotovostných tokov, napr. keď je potrebná hotovosť na vyplatenie vkladov pred prijatím prostriedkov z predaja investícií.

Využívanie syntetického pákového efektu. Pokiaľ ide o využívanie syntetického pákového efektu prostredníctvom derivátnych expozícií, PKIPCP môže vytvárať syntetické expozície – vypočítané na základe záväzkovej metódy – do výšky svojej celkovej NAV. PKIPCP tak môžu prostredníctvom pôžičiek a derivátov dosiahnuť pákový efekt v maximálnej výške 2,1-násobku svojej NAV. Podľa smernice 2009/65/ES môžu príslušné vnútroštátne orgány fondom PKIPCP povoliť výpočet ich celkovej expozície aj pomocou metódy „value-at-risk“ (VaR) alebo iných pokročilých metódik merania rizík (namiesto záväzkovej metódy). Využívanie finančnej páky je v prípade týchto fondov nepriamo obmedzené len prostredníctvom limitov trhového rizika fondu (bližšie informácie v usmerneniach CESR tretej úrovne ⁽¹⁾). Na fondy, ktoré používajú metódu *absolútnej* VaR, sa tak vzťahuje limit absolútnej VaR max. 20 % NAV (v priebehu 20 dní). Na fondy používajúce metódu *relatívnej* VaR sa zasa vzťahuje limit max. dvojnásobku rizika straty na základe daného modelu VaR podobného portfólia, no bez finančnej páky. Dôležité je, že tieto metódy VaR potenciálne umožňujú podstatne vyššiu finančnú páku, než by bolo možné na základe záväzkovej metódy, v závislosti od volatility podkladových aktív. Z prieskumu uskutočneného v 11 jurisdikciách v rámci EÚ vyplýva, že podiel fondov PKIPCP, ktoré na výpočet celkovej expozície využívajú metódy VaR, by mohol predstavovať od 27 % do 50 % sektora PKIPCP v EÚ (vo vyjadrení NAV).

Smernica 2011/61/EÚ (smernica AIFMD)

Pôžičky a využívanie syntetického pákového efektu. AIF sa netýkajú žiadne regulačné limity finančnej páky. Podľa smernice 2011/61/EÚ sú fondy povinné využívanie finančnej páky len vykazovať. Smernica 2011/61/EÚ však umožňuje príslušným orgánom určiť limity finančnej páky, ktorú môžu správcovia vo svojich AIF využiť, a stanoviť ďalšie obmedzenia týkajúce sa riadenia rizík „s cieľom obmedziť mieru, v akej využívanie pákového efektu prispieva k zvyšovaniu systémového rizika vo finančnom systéme alebo rizík narušenia trhov“. Tento nástroj zatiaľ neuplatnil žiadny orgán. Zároveň zatiaľ nebol vypracovaný rámec, ktorý by podporoval harmonizovanú implementáciu makroprudenciálnych požiadaviek týkajúcich sa využívania finančnej páky.

II. Odporúčanie ESRB o riziku likvidity a riziku využívania pákového efektu v investičných fondoch**II.1. Odporúčanie A – Nástroje na riadenie likvidity v súvislosti s vyplácaním****II.1.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel****Odporúčanie A.1. – Dostupnosť ďalších nástrojov na riadenie likvidity**

Regulačný rámec upravujúci riadenie likvidity investičných fondov v EÚ je potrebné rozšíriť. Ustanovenia týkajúce sa riadenia likvidity v smerniciach 2009/65/ES a 2011/61/EÚ boli v minulosti vo všeobecnosti adekvátne. Pokračujúci rast sektora investičných fondov spolu s nárastom jeho aktivít v oblasti transformácie likvidity by však mohol viesť k zvýšeniu rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu, ktoré je potrebné neutralizovať.

Adekvátne nástroje riadenia likvidity by mohli vyrovnať nesúlad v profile likvidity, ku ktorému dochádza vo fondoch PKIPCP a otvorených fondoch AIF, a tým znížiť riziká ohrozujúce finančnú stabilitu v napätých trhových situáciách. Nesúlad v profile likvidity je relevantný najmä v prípade otvorených fondov, ktoré umožňujú vyplácanie fondov v častých intervaloch, no investujú do aktív, ktoré sa v niektorých prípadoch nedajú rýchlo predať bez väčšieho vplyvu na ich trhovú cenu. Mnohé otvorené fondy, hoci nie všetky, umožňujú denné vyplácanie vkladov. Na základe ustanovení smerníc 2009/65/ES a 2011/61/EÚ sú za určenie frekvencie vyplácania zodpovední správcovia fondov (box 1a). Súbor dodatočných nástrojov na riadenie likvidity (a-LMT) môže pomôcť zmierniť riziká likvidity otvorených fondov obmedzením výhody prvého ťahu ⁽²⁾ v napätých trhových situáciách (*ex ante*) a predísť vzniku likviditnej krízy (*ex post*).

⁽¹⁾ CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS (usmernenia CESR týkajúce sa merania rizika a výpočtu celkovej expozície a rizika protistrany pre PKIPCP), 28. júla 2010.

⁽²⁾ Podrobnejšie vysvetlenie tejto koncepcie je v časti II.1 prílohy k odporúčaniu Európskeho výboru pre systémové riziká ESRB/2012/1 z 20. decembra 2012 o fondoch peňažného trhu (Ú. v. EÚ C 146, 25.5.2013, s. 1).

Pomocou nástrojov *ex ante* je možné zmierniť výhodu prvého ťahu a systémové riziko. Tieto nástroje je v zásade možné využívať za normálnych i napätých trhových podmienok. Účelom nástrojov *ex ante*, ako napríklad pohyblivého oceňovania (*swing pricing*) a zrážok na krytie zníženia hodnoty (*anti-dilution levies*), je spravodlivé zaobchádzanie s klientmi s cieľom zabezpečiť, aby súčasní investori neboli znevýhodnení v dôsledku činnosti investorov žiadajúcich o vyplatenie podielov. Tieto nástroje by mali investorov odradiť od podávania žiadostí o vyplatenie podielov pred ostatnými investormi s cieľom profitovať z nižších nákladov. Ak sú však investori rozhodnutí svoje pozície vo fonde speňažiť, urobia tak bez ohľadu na s tým spojené náklady. Tieto nástroje tak len zmierňujú výhodu prvého ťahu, no netlmia nevyhnutne aj predajný tlak na trhoch s podkladovými aktívami.

Nástroje *ex post* umožňujú správcovi fondov riadiť likviditu investičných fondov prostredníctvom riadenia alebo obmedzovania záporných tokov. Tieto nástroje zvyčajne správcovi zbavujú povinnosti okamžitého predaja aktív (na úrovni alebo pod úrovňou trhových cien) v reakcii na žiadosti investorov o vyplatenie podielov. Do určitej miery tak môžu plniť funkciu „ističa“ a môžu pribrzdiť vznik likviditnej špirály. Nástroje *ex post* sa zvyčajne využívajú za napätých trhových podmienok.

Pokiaľ ide o dostupnosť a implementáciu nástrojov a-LMT v investičných fondoch, medzi jednotlivými jurisdikciami sú značné rozdiely. Smernice 2009/65/ES a 2011/61/EÚ síce správcovi fondov a príslušným vnútroštátnym orgánom výslovne umožňujú pozastaviť vyplácanie, no nestanovujú žiadne iné nástroje a-LMT. Medzi jednotlivými jurisdikciami sú preto rozdiely v dostupnosti ako aj v špecifických postupoch používania a-LMT. Z prieskumu IOSCO⁽¹⁾ i z nedávneho prieskumu ESMA uskutočneného v členských štátoch EÚ⁽²⁾ vyplýva, že v niektorých členských štátoch je k dispozícii súbor nástrojov a-LMT vrátane pohyblivého oceňovania a zrážok na krytie zníženia hodnoty. Väčšina členských štátov však má k dispozícii len malý počet nástrojov.

Najbežnejšie dostupné nástroje v členských štátoch EÚ:

- poplatky za vyplatenie,
- obmedzenie vyplácania (*gates*),
- nepeňažné vyplatenie,
- vyčlenenie aktív (*side pockets*),
- pozastavenie vyplácania.

Jediným nástrojom, ktorý je k dispozícii vo všetkých zúčastnených jurisdikciách, je pozastavenie vyplácania. Druhým najbežnejším nástrojom je nepeňažné vyplácanie, ktoré je k dispozícii v 17 členských štátoch.

Vo väčšine členských štátov sú za aktiváciu nástrojov na riadenie likvidity zodpovední výlučne správcovia fondov. Regulačné orgány zohrávajú v tomto procese len obmedzenú úlohu a nástroje aktivovať nemôžu. Správcovia fondov na aktiváciu väčšiny nástrojov a-LMT nepotrebujú povolenie regulačného orgánu. Len v troch členských štátoch EÚ sa vyžaduje povolenie na aktiváciu niektorých nástrojov; len v jednom členskom štáte je povolenie potrebné na pozastavenie vyplácania. Nástroje na riadenie likvidity a okolnosti ich možného použitia však zvyčajne musia byť uvedené v ustanovujúcich dokumentoch investičného fondu, ktoré schvaľujú členské štáty EÚ. Regulačné orgány zvyčajne nie sú oprávnené nástroje na riadenie likvidity aktivovať. Všeobecnú výnimku predstavuje pozastavenie vyplácania podielov, ktoré môže regulačný orgán nariadiť, ak je podľa neho vo verejnom záujme, ktorého súčasťou sú pravdepodobne aj aspekty finančnej stability. Vo viacerých jurisdikciách majú príslušné vnútroštátne orgány právomoc aktivovať obmedzenie vyplácania.

Dostupnosť nástrojov je v niektorých prípadoch obmedzená na určité typy investičných fondov a/alebo mimoriadne okolnosti. Možnosti využívania nástrojov a-LMT za normálnych podmienok sa v jednotlivých členských štátoch líšia. V niektorých členských štátoch sú za normálnych okolností povolené niektoré nástroje, zvyčajne pod podmienkou, že ich možné využitie je vopred stanovené v ustanovujúcich dokumentoch. V iných členských štátoch sa niektoré nástroje môžu používať len za mimoriadnych okolností. Právomoc pozastaviť vyplácanie podielov je vo všetkých členských štátoch možné využiť len za mimoriadnych okolností.

(1) Prieskum IOSCO zahŕňa členské štáty EÚ i krajiny mimo EÚ. Správa, ktorá sa zameriava na odpovede 11 zúčastnených členských štátov EÚ, je k dispozícii na stránke <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

(2) Ďalšie informácie sú v tabuľke A1 dodatku.

Pokyny regulačných orgánov na používanie nástrojov a-LMT sú rôznorodé a v závislosti od nástroja sa líšia. Pri uplatňovaní pozastavenia vyplácania podielov nie je vždy stanovený maximálny časový limit, pričom v troch členských štátoch nie sú na používanie tohto nástroja vydané žiadne pokyny. Pokiaľ ide o ďalšie nástroje a-LMT, formálne definície existujú len v zriedkavých prípadoch, hoci členské štáty majú o týchto nástrojoch všeobecnú predstavu. Vo väčšine prípadov sa na používanie týchto nástrojov nevzťahujú žiadne špecifické regulačné ustanovenia vnútroštátnych právnych predpisov ani pokyny príslušných vnútroštátnych orgánov.

Podľa zistení FSB predstavuje nesúlad v profile likvidity pre otvorené investičné fondy potenciálne štruktúrne riziko a nástroje na riadenie rizika likvidity by podľa nej mali byť širšie dostupné. Dostupnosť rozmanitého súboru nástrojov na riadenie likvidity *ex ante* a *ex post* vo všetkých členských štátoch by prispela k zlepšeniu schopnosti reagovať na napäté situácie v oblasti likvidity a tým aj k zníženiu rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu. Príslušné vnútroštátne orgány a správcovia fondov v odpovediach na konzultáciu Komisie uviedli, že by lepšiu dostupnosť nástrojov na riadenie likvidity privítali ⁽¹⁾.

Cezhraničné účinky zdôrazňujú potrebu harmonizovanejšieho regulačného rámca. Keďže investície a činnosť PKIPCP a AIF majú často cezhraničný charakter, potenciálny dosah problémov s likviditou nie je obmedzený len na jurisdikcie, v ktorých majú príslušné PKIPCP a AIF sídlo. Rozšírenie negatívnych účinkov by sa tak mohlo podieľať na vzniku likviditných kríz s cezhraničnými účinkami. Preto by mal byť v rámci celej EÚ k dispozícii jednotný súbor nástrojov na riadenie likvidity. Investičné fondy tak budú mať jednotný súbor nástrojov a-LMT, ktoré by mali správcovia fondov posúdiť a adekvátnym spôsobom začleniť do ustanovujúcich dokumentov investičného fondu s cieľom obmedziť cezhraničné riziká likvidity. Právomoc pozastaviť vyplácanie podielov za napätých trhových podmienok by mala byť rutinnou súčasťou ustanovujúcich dokumentov všetkých fondov AIF a PKIPCP.

Popri rozšírení dostupnosti nástrojov na riadenie likvidity má odporúčanie zároveň za cieľ uľahčiť ich aktiváciu. Neochota správcov fondov použiť niektoré nástroje na riadenie likvidity môže mať viacero príčin, napríklad to môžu byť obavy zo straty dobrého mena alebo rozšírenia negatívnych účinkov. V dôsledku aktivácie nástroja sa môžu negatívne účinky preniesť aj na ďalšie investičné fondy príslušného správcu. V niektorých prípadoch môžu byť zasiahnuté aj investičné fondy, ktoré sú síce spravované odlišnými správcami, no majú podobnú portfóliovú koncentráciu. Začlenenie nástrojov a-LMT do ustanovujúcich dokumentov investičného fondu preto na účinné zníženie rizík likvidity spojených s investičným fondom nemusí stačiť, ak správca fondu nie je ochotný používať tieto nástroje v praxi. Správcovia fondov by preto mali zabezpečiť, aby sa v záujme včasnej aktivácie nástrojov a-LMT uplatňovalo adekvátne plánovanie operačných kapacít a plánovanie nepredvídaných udalostí. V prospektoch a informáciách poskytovaných investorom pred uzavretím zmluvy by tak mali všetky investičné fondy uvádzať popis nástrojov a-LMT začlenených do ustanovujúcich dokumentov, ako aj opis ich účelu a spôsobu použitia. Zabezpečí sa tak transparentnosť a investori tak budú môcť byť oboznámení s nástrojmi, ktoré sa bežne nepoužívajú.

Cieľom odporúčania je podporiť konzistentné používanie nástrojov na riadenie likvidity v jednotlivých členských štátoch. Na zabezpečenie konzistentného uplatňovania nástrojov a-LMT v jednotlivých členských štátoch by mal legislatívny návrh uložiť orgánu ESMA povinnosť vypracovať základné pokyny, ktoré stanovujú spôsob implementácie nástrojov a-LMT do procesu riadenia likvidity investičného fondu, ako aj požiadavky na transparentnosť a vykazovacie povinnosti, ktoré by sa mali zaviesť. V záujme lepšieho prehľadu o vplyve nástrojov a-LMT na finančnú stabilitu by mali ESRB a ESMA v makroprudenciálnych otázkach navzájom spolupracovať. Správcovia fondov by mali o zavádzaní a používaní nástrojov a-LMT podávať správy príslušným vnútroštátnym orgánom. S cieľom vyhnúť sa náročnému vykazovaniu nástrojov a-LMT, ktoré sa používajú pravidelne alebo neustále, by sa povinné vykazovanie mohlo vzťahovať len na nástroje používané za napätých trhových podmienok.

Nástroje na riadenie likvidity *ex ante* by sa mohli používať s cieľom zmierniť vznik a dosah systémového rizika, zatiaľ čo nástroje na riadenie likvidity *ex post* by sa mohli aktivovať za napätých trhových podmienok, keď investičné fondy zaznamenávajú výrazné záporné toky investícií. Obidva typy nástrojov by tak prispievali k zníženiu rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu, ktoré vyplývajú z nesúladu v profile likvidity investičných fondov. Preto sa odporúča, aby boli na úrovni EÚ k dispozícii obidva typy nástrojov. Box 2 uvádza podrobnejšie informácie o jednotlivých nástrojoch. Zároveň vysvetľuje, že niektoré nástroje nie sú pre všetky druhy otvorených investičných fondov vždy vhodné či potrebné.

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

Box 2: Nástroje na riadenie likvidity**Ex ante/hybridné⁽¹⁾ nástroje na riadenie likvidity⁽²⁾**

Pohyblivé oceňovanie má za cieľ chrániť súčasných podielnikov investičného fondu pred nepriaznivými cenovými účinkami spôsobenými transakciami, ktoré uskutočňujú iní investori. Prostredníctvom pohyblivého oceňovania možno cenu akcií v investičnom fonde upraviť v závislosti od transakčných nákladov spôsobených aktivitou investorov⁽³⁾. V prípade výrazných záporných (resp. kladných) tokov investícií sa tak hodnota NAV investičného fondu upraví nadol (resp. nahor), takže transakčné náklady nesú nakupujúci/predávajúci investori, a nie všetci investori. Tieto cenové zmeny, ak sú pre investorov zrozumiteľné, by ich mali motivovať, aby pri žiadostiach o vyplatenie podielov, resp. upisovaní podielov postupovali spôsobom, ktorý pomáha stabilizovať čisté toky fondov. Túto metódu je pri upisovaní a vyplácaní podielov možné použiť buď bez výnimky (úplné uplatnenie), alebo len od určitej prahovej hodnoty (čiastočné uplatnenie). V prípade čiastočného uplatnenia pohyblivého oceňovania sa stanoví prahová hodnota. Keď čisté záporné (resp. kladné) toky prahovú hodnotu prekročia, hodnota NAV investičného fondu sa upraví nadol (resp. nahor). Prahové hodnoty sa môžu meniť – mechanizmus je tak možné prispôsobiť trhovým/likviditným podmienkam, čím sa obmedzuje optimalizačné správanie investorov (tzn. investori nemôžu použiť pohyblivé oceňovanie predvídať a prijať adekvátne kroky). Pri úplnom uplatnení pohyblivého oceňovania sa hodnota NAV upravuje priebežne, v závislosti od toho, či dochádza k čistým kladným alebo záporným tokom. Táto metóda umožňuje účinne ovplyvňovať správanie investorov v súvislosti s vyplácaním a upisovaním, čím sa stabilizujú výnosy fondu a znižuje sa pravdepodobnosť vzniku výhody prvého ťahu a s tým spojeného núdzového odpredaja aktív. Napriek tomu platí, že investori, ktorí chcú z fondu definitívne odísť, tak urobia aj napriek zvýšeným nákladom v dôsledku upravených cien. Vzhľadom na možné viaceré hodnoty NAV môže byť uplatnenie pohyblivého oceňovania pomerne zložité a nákladné. V menších investičných fondoch preto táto metóda nemusí byť realizovateľná.

Podobne aj zrážky na krytie zníženia hodnoty spočívajú v dodatočnom zaťažení investorov, ktorí upisujú alebo žiadajú o vyplatenie podielov investičného fondu. Upisovanie a vyplácanie podielov investičného fondu môže mať vplyv na hodnotu investičného fondu, a to najmä v prípadoch, keď medzi kupujúcimi a predávajúcimi investormi nedochádza k spárovanému prevodu podielov fondu, ale vzniká medzi nimi nerovnováha a správca fondu preto musí uskutočniť nákup alebo predaj podkladových aktív. Takýto nákup alebo predaj je spojený s transakčnými poplatkami a súvisiacimi daňovými a likviditnými nákladmi, ktoré ovplyvňujú hodnotu NAV investičného fondu a vedú k zníženiu kvality aktív. Zrážky na krytie zníženia hodnoty sú určené na pokrytie týchto transakčných nákladov.

Pohyblivé oceňovanie a zrážky na krytie zníženia hodnoty odrádzajú od procyklického správania. Proticyklické správanie však stimuluje len pohyblivé oceňovanie. Zrážky na krytie zníženia hodnoty na rozdiel od pohyblivého oceňovania investorov nemotivujú, aby konali proticyklickým spôsobom (tzn. aby vo fáze vyplácania podielov naopak podiely upisovali), keďže v tomto prípade investori neprofitujú z výhodnejšej výpredajovej alebo výplatnej ceny, ktorú prináša pohyblivé oceňovanie. V súvislosti so zrážkami na krytie zníženia hodnoty či pohyblivým oceňovaním investičnému fondu nevznikajú žiadne dodatočné náklady – mení sa len spôsob, akým sa náklady prenášajú na investorov.

Nástroje na riadenie likvidity ex post

Účelom obmedzenia vyplácania (odkladu vyplácania) je dočasne odložiť vyplácanie podielov. Obmedzenie vyplácania znamená dočasný odklad práva podielnikov požiadať o vyplatenie podielov. Môže pritom ísť o úplný odklad, keď si investori nemôžu dať vyplatiť žiadne podiely, alebo čiastočný odklad, keď investori môžu požiadať o vyplatenie len určitej časti svojich podielov. Obmedzenie vyplácania podielov môže byť nastavené aj tak, aby v prípadoch, keď žiadosti o vyplatenie presiahnu určitý limit (napr. 10 % NAV investičného fondu umožňujúceho denné alebo týždenné transakcie),

(1) Vzhľadom na možnosť dodatočných (*ex post*) úprav NAV možno nástroje označiť aj ako hybridné, tzn. zavedené *ex ante*, no aktivované *ex post*.

(2) Ďalším významným nástrojom na riadenie likvidity je aj stresové testovanie. Overuje postupy riadenia likvidity za výrazne nepriaznivých okolností, ktoré by potenciálne mohli fondom spôsobiť vážne problémy s likviditou. Keďže k stresovému testovaniu bolo vydané osobitné odporúčanie, touto témou sa na tomto mieste nezaobráame (ďalšie informácie sú v odporúčaní C).

(3) Mechanizmus pohyblivého oceňovania sa používa vo fondoch, ktoré uplatňujú jednu cenu. Fondy uplatňujúce dve ceny majú podobné mechanizmy, ktoré správcovi fondu umožňujú určiť, na akej úrovni medzi cenou vytvárania podielov a cenou likvidácie podielov má byť stanovená transakčná cena, aby transakčné náklady zodpovedajúcim spôsobom niesli prichádzajúci a odchádzajúci investori.

mohla správcovská spoločnosť fondu rozhodnúť o odložení žiadostí prekračujúcich daný limit na nasledujúce transakčné obdobie. Za napätých trhových podmienok majú správcovia fondov vďaka tejto možnosti pri spracovaní žiadostí investorov o vyplatenie podielov a zabezpečení regulárneho predaja podkladových aktív viac času a flexibility, čím je možné znížiť riziko núdzového odpredaja aktív.

V prípade hromadného záujmu investorov o vyplácanie podielov možnosť nepeňažného vyplácania zbavuje správcu fondu nutnosti speňažiť veľký objem aktív. Namiesto prevodu hotovosti sa správca fondu môže rozhodnúť uspokojiť žiadosť podielníka o vyplatenie prevodom cenných papierov. Keďže rozsiahly mimoriadny predaj aktív môže mať výrazný dosah na trh, nepeňažné vyplácanie podielov môže pomôcť ochrániť investorov, ktorí v investičnom fonde zostávajú, pred vysokými nákladmi na likvidáciu, ktorým by inak čelili. Tento mechanizmus môže byť vhodný v prípade pokynov na vyplatenie vydaných inštitucionálnymi investormi. Vo všeobecnosti je však menej vhodný na vyplácanie retailových investorov, pretože nepeňažné vyplácanie jednotlivých podielov investičného fondu nemusí byť realizovateľné, alebo môže byť spojené s vysokými prevádzkovými nákladmi či poškodením dobrého mena. Investori pritom môžu vyplatené nepeňažné aktíva predať rovnako ako správcovia fondov, no namiesto rozloženia súvisiacich predajných nákladov medzi všetkých investorov fondu by v takom prípade boli nútení náklady takéhoto predaja internalizovať. Dosah na trh (a teda aj na finančnú stabilitu) však môže byť rovnaký, bez ohľadu na to, či predaj podkladových aktív uskutočnil samotný investičný fond alebo investori.

Prostredníctvom vyčlenenia aktív je možné oddeliť nelikvidné investície od zostávajúcich likvidných investícií investičného fondu. Tento nástroj má dve výhody. Po prvé, investori, ktorí potrebujú likviditu, môžu aj naďalej speňažiť likvidnú časť investícií investičného fondu, s pravdepodobne nízkymi nákladmi na likvidáciu. Po druhé, tento nástroj ochraňuje záujmy investorov, ktorí v investičnom fonde zostávajú, keďže správca fondu v prípade vysokého záujmu o vyplatenie podielov nie je nútený aktíva speňažiť za trhovú alebo nižšiu cenu. Vyčlenenie menej likvidných aktív je preto vhodné najmä v prípade protichodných požiadaviek investorov, tzn. keď niektorí investori chcú vo fonde zostať a ďalší zasa majú záujem o vyplatenie svojich podielov. Pravidlá týkajúce sa okolností, ktoré umožňujú vyčlenenie menej likvidných aktív, sa v rôznych členských štátoch líšia.

Výpovedné lehoty poskytujú správcom fondov dodatočnú flexibilitu pri riadení likvidity. Výpovedná lehota stanovuje, s akým časovým predstihom musia investori správcom fondov oznámiť svoju žiadosť o vyplatenie investícií. Výpovedné lehoty sú často stanovené už v ustanovujúcich dokumentoch investičného fondu. Správcovia fondov majú vďaka nim viac času na uspokojenie žiadostí o vyplatenie podielov bez toho, aby museli uskutočniť okamžitý predaj aktív so zľavou.

Pozastavenie vyplácania je v čase likviditnej krízy nástrojom poslednej možnosti. Pozastavenie vyplácania funguje ako „istič“, vďaka ktorému majú správcovia fondov v krízových situáciách k dispozícii viac času na regulárnu likvidáciu aktív. Namiesto nutnosti unáhlených rozhodnutí a likvidácie za akúkoľvek cenu majú správcovia viac času na nájdenie optimálneho riešenia. Správcovia fondov a orgány dohľadu majú navyše vďaka tejto časovej rezerve možnosť objasniť investorom príčiny krízovej situácie a potenciálne tak zabrániť panike. Pozastavenie vyplácania sa preto vo všeobecnosti považuje za dôležitý nástroj riadenia hromadného záujmu investorov o vyplácanie podielov v krízových situáciách. V dôsledku pozastavenia vyplácania podielov však investorom, ktorí svoje investície nemôžu speňažiť, môžu vzniknúť vysoké náklady spojené s poklesom hodnoty. Okrem toho existujú obavy, že skúsení investori môžu pozastavenie vyplácania predvídať a o vyplatenie svojich podielov požiadať skôr ako ostatní investori (čo je v rozpore s počiatočným cieľom nástroja, tzn. obmedziť výhodu prvého ťahu), čím by potenciálne mohli vzbudiť hromadný záujem o vyplácanie podielov.

Odporúčania A.2 a A.3 – Ďalšie ustanovenia o úlohe príslušných vnútroštátnych orgánov a ESMA v súvislosti s pozastavením vyplácania podielov s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu, nariadeným príslušnými vnútroštátnymi orgánmi

Pozastavenie vyplácania podielov je jediným nástrojom dostupným vo všetkých členských štátoch. V zásade je rozhodnutie pozastaviť vyplácanie predovšetkým zodpovednosťou a voľbou správcu fondu (box 2). Ak je však pozastavenie vyplácania podielov v záujme podielníkov alebo verejnosti, môžu ho nariadiť aj príslušné vnútroštátne orgány, a to v prípade PKIPCP i AIF.

Ak vyplácanie podielov nepozastavia správcovia fondov, príčinou môže byť skutočnosť, že neinternalizovali účinok rozsiahleho vyplácania podielov na stabilitu finančného systému. Hromadný záujem o vyplácanie podielov jedného investičného fondu môže stačiť na vyvolanie všeobecnej paniky medzi investormi a spôsobiť rozsiahly výber podielov z ďalších fondov. Investičné fondy môžu následne čeliť akútnemu nedostatku likvidity a môžu byť nútené odpredať značný objem aktív. Ak ide v pomere k príslušnému trhu či sektoru o veľké investičné fondy, výsledkom môže byť výrazný pokles cien aktív vedúci ku klesajúcej špirále. Prevencia hromadného vyplácania podielov a následného rozsiahleho núdzového odpredaja aktív má preto z hľadiska celkovej finančnej stability veľký význam.

Správcovia fondov sa môžu rozhodnúť nepozastaviť vyplácanie podielov z dôvodu rizika straty dobrého mena. Jednou z hlavných prekážok uplatňovania pozastavenia vyplácania podielov je potenciálne nepriaznivý vplyv na dobré meno správcu fondu. Keďže potrebu pozastaviť vyplácanie je možné jednoducho pripísať nevyhovujúcemu riadeniu likvidity zo strany správcu fondu, môže tak dôjsť k trvalej strate dôvery v jeho odbornosť. Správcovia fondov sa tak môžu rozhodnúť pozastavenie vyplácania neuplatniť, hoci by v skutočnosti bolo v kolektívnom záujme všetkých investorov investičného fondu. V niektorých prípadoch sa správcovia fondov môžu rozhodnúť pozastavenie vyplácania nenariadiť, pretože podľa nich nie je v najlepšom záujme investorov príslušných investičných fondov. V takýchto prípadoch, keď správcovia fondov pozastavenie vyplácanie podielov neuplatnia, no napriek tomu sa vyžaduje z makroprudenciálneho hľadiska, by mali právomoc ho nariadiť využiť príslušné vnútroštátne orgány.

Vzhľadom na systém povolení v rámci EÚ by mali byť príslušným vnútroštátnym orgánom pridelené úlohy a zodpovednosti pri nariaďovaní pozastavenia vyplácania. Režimy povolení umožňujú správcovi AIF a správcovským spoločnostiam PKIPCP uvádzať podiely alebo akcie na trh v rámci celého EHP. Správcovi týchto investičných fondov zároveň umožňujú cezhraničnú správcovskú činnosť. Ak je investičný fond zriadený v jednom členskom štáte, no správca AIF alebo správcovská spoločnosť PKIPCP sa nachádza v inom členskom štáte, nemusí byť jasné, ktorý príslušný vnútroštátny orgán zodpovedá za riadenie pozastavenia vyplácania, resp. kedy by mal príslušný orgán svoju právomoc pozastaviť vyplácanie podielov uplatniť. Nejasné rozdelenie zodpovedností môže za napätých a rýchlo sa meniacich podmienok viesť k nedostatočným alebo oneskoreným reakciám. Zdieľaná zodpovednosť a/alebo zodpovednosť na strane menej informovaného orgánu by preto mohla mať neželané nepriaznivé následky. Komisii sa preto odporúča navrhnúť, aby sa v príslušných právnych predpisoch EÚ objasnili úlohy a zodpovednosti zúčastnených príslušných vnútroštátnych orgánov.

Skôr ako zodpovedný orgán uplatní svoju právomoc nariadiť pozastavenie vyplácania podielov v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu, by mali byť upozornené aj ďalšie príslušné orgány vrátane ESMA a ESRB. Keďže režimy povolení umožňujú uvádzať fondy na trh v rámci celého EHP, nariadenie pozastavenia vyplácania podielov sa môže priamo dotknúť investorov a trhov patriacich pod iné príslušné orgány. Nariadenie pozastavenia vyplácania podielov určitého investičného fondu tak môže mať dôsledky na finančné trhy a dôveru investorov aj v ďalších jurisdikciách. Ak príslušné orgány o takýchto opatreniach nie sú informované, daná reakcia trhu ich môže zaskočiť a zabrzdiť tak prijatie adekvátneho regulačného opatrenia. V záujme zmiernenia potenciálnych rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu sa Komisii odporúča navrhnúť, aby bola do právnych predpisov EÚ zahrnutá povinnosť vopred informovať príslušné orgány. Táto povinnosť by však mala byť formulovaná tak, aby príslušným vnútroštátnym orgánom nebránila prijať v prípade krízy okamžité kroky.

Ak príslušné vnútroštátne orgány využívajú svoju právomoc pozastaviť vyplácanie podielov v prípadoch s vplyvom na cezhraničnú finančnú stabilitu, zodpovednosťou ESMA by malo byť poskytovanie poradenstva, ako aj podpora a koordinácia krokov príslušných vnútroštátnych orgánov. V záujme zmiernenia rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu by mal orgán ESMA s prihliadnutím na národné špecifiká plniť koordinačnú a poradnú úlohu s cieľom zabezpečiť, aby príslušné vnútroštátne orgány uplatňovali svoju právomoc pozastaviť vyplácanie podielov za rovnocenných podmienok. Súčasťou koordinačnej úlohy by malo byť prevzatie vedúcej úlohy v súvislosti so všeobecnými praktickými otázkami, ktoré musia príslušné vnútroštátne orgány pri uplatňovaní právomoci pozastaviť vyplácanie podielov zohľadniť. Okrem toho zatiaľ neexistuje jednotná a presná definícia verejného záujmu. ESMA by mal podporovať zhodu príslušných vnútroštátnych orgánov, pokiaľ ide o to, ako príslušné ustanovenia smerníc 2009/65/ES a 2011/61/EÚ súvisia s finančnou stabilitou a systémovým rizikom, bez toho, aby sa regulačné orgány stali nadmerne predvídateľnými, alebo aby vzniklo riziko morálneho hazardu. Tieto ustanovenia popri zabezpečení viac harmonizovaného postupu pri pozastavení vyplácania podielov zároveň podporia myšlienku, že pozastavenie vyplácania by sa malo stať funkčným nástrojom zmiernenia rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu.

II.1.2. Nežiaduce účinky

Existuje riziko, že lepšie informovaní inštitucionálni investori budú vedieť aktiváciu určitého nástroja predvídať. Mohla by sa tým znížiť účinnosť nástroja, keďže investori by sa snažili konať ešte pred jeho aktiváciou. Za určitých okolností by predvídanie aktivácie nástroja dokonca mohlo viesť k hromadnému záujmu o vyplácanie vkladov a k vzniku likviditnej krízy. Z tohto dôvodu by sa mali zásady používania nástrojov vyhýbať akejkol'vek automatickosti a normatívnosti.

Nástroje na riadenie likvidity môžu mať význam, keď sú podmienky na trhu trvalo napäté. V závislosti od okolností na trhu môžu nástroje *ex post* problémy s likviditou len oddialiť, keďže umožňujú vyplácanie podielov iba na určitý čas odložiť (napr. obmedzenie vyplácania). Ak sú podmienky na trhu trvalo napäté, tieto nástroje problém s likviditou neodstraňujú a preto nemôžu nahradiť štrukturálne opatrenia, ako napríklad opatrenia zamerané na odstraňovanie nesúladu v profile likvidity.

II.2. Odporúčanie B – Dodatočné ustanovenia na zníženie pravdepodobnosti nadmerného nesúladu v profile likvidity

II.2.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel

Investičné fondy spravujúce aktíva, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné, nemusia byť zdrojom obáv o finančnú stabilitu. Poskytovanie prístupu k rôznym triedam aktív zvyšuje efektívnosť trhu, pretože tak umožňuje

viac investičných príležitostí a zlepšuje prístup emitentov takýchto aktív k financovaniu. Z pohľadu hospodárskej politiky skutočnosť, že investičné fondy môžu investovať aj do menej intenzívne obchodovaných tried aktív, ako napríklad do súkromného kapitálu, podnikových dlhopisov bez ratingu alebo úverov, zároveň prispieva k diverzifikácii financovania v rámci hospodárstva. V prostredí dlhodobo nízkych výnosov sa táto skutočnosť zároveň stretáva s rastúcim dopytom investorov po ďalších investičných príležitostiach.

Riziká ohrozujúce finančnú stabilitu vznikajú vtedy, keď dochádza k veľkému nesúladu medzi likviditou týchto aktív a likviditou, ktorú majú investori k dispozícii na základe pravidiel vyplácania podielov fondu. Na rozdiel od investičných fondov investujúcich do likvidných aktív, v prípade ktorých by trhové ceny ovplyvnil len veľký počet žiadostí o vyplatenie podielov, by mohla povinnosť (s výhradou možnosti pozastavenia vyplácania) predať i menší objem menej likvidných aktív rýchlo viesť k značnému znásobeniu účinku trhového poklesu. Mimoriadne problematická je možnosť častého vyplácania podielov, ak vedie k tomu, že investori nadhodnotia likviditu aktív v držbe investičného fondu, do ktorých investovali. Výsledkom môže byť nútený predaj, napríklad zo strany investorov využívajúcich finančnú páku.

Zabezpečenie štrukturálneho súladu pravidiel vyplácania podielov otvoreného investičného fondu s profilom likvidity jeho aktív by malo znížiť riziká spojené s núdzovým odpredajom aktív. Správcovia, ktorí intenzívne investujú do menej likvidných aktív, majú k dispozícii viacero možností. Pokiaľ ide napríklad o stranu aktív, stanovenie limitov podielu menej likvidných aktív, do ktorých môže správca investovať, by zvýšilo schopnosť správcu fondu vyplácať podiely, a to aj za napätých trhových podmienok. Zabezpečením dostatočného objemu likvidných aktív by sa tak znížila výhoda prvého ťahu a riziko hromadného vyplácania podielov. Popri odstránení nadmerného nesúladu v profile likvidity na úrovni individuálneho fondu by sa tak tiež zredukoval rozsah kolektívneho predaja a znížilo by sa riziko núdzového odpredaja aktív. Zároveň by sa znížila pravdepodobnosť a závažnosť systémovej udalosti.

Zlepšenie schopnosti investičného fondu vyplácať podiely aj za napätých trhových podmienok zároveň znižuje pravdepodobnosť pozastavenia vyplácania podielov. Zvýšením štrukturálnej odolnosti investičných fondov by sa obmedzilo nadmerné využívanie nástrojov a-LMT: časť mediálnych komentárov sa špecificky odvoláva na potenciálne nežiaduce účinky pozastavenia vyplácania podielov⁽¹⁾.

Pokiaľ ide o stranu pasív, správcovia by mali zaviesť pravidlá vyplácania podielov a znížiť frekvenciu vyplácania, ktorú fond umožňuje, a/alebo zaviesť pre investorov žiadajúcich o vyplatenie podielov výpovedné lehoty. V prípade abnormálnej úrovne záporných tokov by obmedzenie vyplácania podielov správcom fondov poskytlo viac času na likvidáciu aktív s cieľom vyhovieť žiadostiam o vyplatenie podielov. I trh by tak mal viac priestoru nájsť riešenie základných problémov, prípadne by sa tieto problémy mohli časom prirodzene vytratiť (ako napr. v prípade majetkových fondov v Spojenom kráľovstve). V niektorých prípadoch by sa tak umožnila určitá forma rozsiahlej intervencie zo strany príslušných orgánov, čo by mohlo pomôcť zmierniť okamžité napätie. Pokiaľ ide o výpovedné lehoty, informácia o presnom termíne vopred by investorom umožnila do určitej miery plánovať svoju pozíciu likvidity, čo pozastavenie vyplácania podielov neumožňuje.

Realitné fondy sú jedným z príkladov fondov, ktoré sa môžu vyznačovať značným nesúladom v profile likvidity. Realitné fondy zvyčajne investujú do menej likvidných podkladových aktív a ak sú svojou štruktúrou otvorené, sú náchylné na značný nesúlad v profile likvidity. Kombinácia nesúladu v profile likvidity a využívania finančnej páky by mohla viesť k systémovým rizikám. Investori, ktorí požiadajú o vyplatenie podielov v skorom štádiu, môžu ťažiť z výhody prvého ťahu a spôsobiť tak hromadný záujem o vyplácanie, keďže tieto investičné fondy na uspokojenie žiadostí o vyplatenie disponujú nízkym objemom likvidných aktív. Vzhľadom na využívanie finančnej páky by správca v dôsledku žiadostí o vyplatenie podielov mohol byť nútený odpredať väčšiu časť portfólia, čo by zároveň ovplyvnilo ceny aktív. Investičné fondy v takejto situácii by v konečnom dôsledku mohli znásobiť a rozšíriť riziká aj do zvyšku finančného systému⁽²⁾. V prípade majetkových fondov v Spojenom kráľovstve bolo uplatnené pozastavenie vyplácania, ktoré v nadväznosti na referendum o členstve Spojeného kráľovstva v Európskej únii pomohlo zabrániť rozsiahlemu a rýchlemu predaju komerčných nehnuteľností (box 3). Ako však upozornila Bank of England, nesúlad v profile likvidity medzi aktívami a pasívami investičných fondov je aj naďalej zdrojom obáv. Budúce šoky na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami by mohli spôsobiť vlny žiadostí o vyplatenie podielov, pozastavenia vyplácania a predajov s diskontom.

⁽¹⁾ Príklady potenciálnych nežiaducich dôsledkov nedávneho vývoja realitných fondov v Spojenom kráľovstve sa nachádzajú v článkoch <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> alebo <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, vydaných v novembri 2017.

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

Box 3: Realitné fondy – prípad majetkových fondov v Spojenom kráľovstve

Realitné fondy v rámci EÚ majú odlišné vlastnosti. Realitné fondy zvyčajne investujú do menej likvidných aktív, napríklad do majetku, majetkových práv a majetkových účastí v realitných spoločnostiach. V niektorých jurisdikciách sú povolené len realitné fondy uzavretého typu, v prípade ktorých môžu investori o vyplatenie podielov požiadať len na základe vopred stanovených splatností a zvyčajne len k dátumu ukončenia trvania investičného fondu. V iných jurisdikciách majú investori na základe pravidiel investičných fondov a ponukovej dokumentácie štruktúr otvoreného typu právo žiadať o vyplatenie svojich podielov častejšie. To môže viesť k rozsiahlej transformácii likvidity, najmä ak tieto investičné fondy umožňujú týždenné alebo denné vyplácanie podielov.

Príkladom situácie, keď boli realitné fondy zdrojom obáv, bolo obdobie, ktoré nastalo v Spojenom kráľovstve po referende o členstve v EÚ 23. júna 2016. Viacero z 19 autorizovaných systémov kolektívneho investovania (collective investment scheme – CIS) ⁽¹⁾ v Spojenom kráľovstve investujúcich do nehnuteľností uplatnilo v období od júla do decembra 2016 určitú formu špeciálneho likvidného opatrenia. Počas približne ôsmich mesiacov pred referendom zaznamenával trh s nehnuteľnosťami v Spojenom kráľovstve klesajúce hodnoty a záujem o vyplácanie podielov investičných fondov, pričom hlasovanie za vystúpenie z EÚ spôsobilo nárast žiadostí investorov o vyplatenie. Približne 15 investičných fondov umožňujúcich denné transakcie zaznamenalo kumulatívne žiadosti o vyplatenie podielov vo výške 4,1 % hodnoty NAV, v jednom prípade dokonca až vo výške 8 % NAV. Desiat investičných fondov zároveň uskutočnilo úpravy oceňovania v reálnej hodnote (fair value pricing – FVP) v rozsahu od 4 % do 15 %.

Dotknuté investičné fondy využili nástroje na riadenie likvidity rôznymi spôsobmi. Šesť investičných fondov umožňujúcich denné transakcie, predstavujúcich približne 14,6 mld. GBP, počas prvého júlového týždňa pozastavilo vyplácanie podielov (tri z nich zároveň uplatnili úpravu FVP). Jeden z investičných fondov pokračoval v transakciách po zavedení opatrenia proti zníženiu hodnoty v dôsledku diskontu nevyhnutného v súvislosti s rýchlym predajom viacerých nehnuteľností. Správcovia ďalších fondov ponechali vyplácanie podielov pozastavené až dovtedy, kým podľa nich nebola situácia v oblasti oceňovania aktív znova dostatočne jasná. Pravidlá britského regulačného orgánu (Financial Conduct Authority – FCA) ukládajú správcovi fondov povinnosť prehodnotiť dôvody pozastavenia vyplácania podielov minimálne raz za 28 dní, no nestanovujú maximálne obdobie, počas ktorého sa môže pozastavenie vyplácania uplatňovať.

Od polovice júla sa dopyt po vyplácaní podielov začal normalizovať. Investičné fondy, ktoré vyplácanie podielov pozastavili, najneskôr do polovice decembra postupne znova pokračovali v realizácii transakcií. Investičné fondy ponúkajúce mesačnú alebo štvrťročnú likviditu buď nezaznamenali vyššie než zvyčajné množstvo žiadostí o vyplatenie podielov, alebo boli schopné zabezpečiť uspokojenie dopytu vďaka dostatočnému množstvu hotovosti a ďalších likvidných aktív.

Táto epizóda mala vplyv na niektoré investičné fondy naviazané na cenu jednotiek, avšak iných tried aktív sa negatívne účinky nedotkli. Pozastavenie transakcií ovplyvnilo niektoré investičné fondy naviazané na cenu jednotiek, ktoré investovali do CIS s cieľom získať expozíciu voči nehnuteľnostiam ako triede aktív. Z nich 59 fondov, spravujúcich aktíva v celkovej výške 2 mld. GBP, investovalo do CIS, ktoré pozastavili uskutočňovanie transakcií. V niektorých prípadoch tým bola obmedzená ich schopnosť plniť si mimozmluvné povinnosti vrátane odstúpení alebo transferov, avšak schopnosť vyplácať dávky buď v termíne splatnosti alebo v prípade úmrtia poistených osôb ovplyvnená nebola.

Bank of England vo svojej správe o finančnej stabilite z júla 2016 zdôraznila riziká rozšírenia negatívnych účinkov ⁽²⁾. Povaha tohto trhového incidentu však znížila riziko možného systémového vplyvu. Šok nebol rozsiahlou úverovou udalosťou, ale predovšetkým udalosťou týkajúcou sa Spojeného kráľovstva, ktorá ovplyvnila ceny nehnuteľností. Vplyv vyplácania podielov investičných fondov uskutočňujúcich denné transakcie bol navyše značne obmedzený v dôsledku použitia nástrojov, ktoré mali investičné fondy k dispozícii. Hodnota dotknutých investičných fondov bola okrem toho nízka: vo vyjadrení spravovaných aktív predstavovali autorizované CIS investujúce do nehnuteľností približne 2,7 % otvorených investičných fondov v Spojenom kráľovstve (949,7 mld. GBP). Všetky otvorené investičné fondy celkovo držia približne 35 mld. GBP v komerčných nehnuteľnostiach, tzn. menej ako 10 % trhu (683 mld. GBP).

⁽¹⁾ Tieto fondy sú v zmysle smernice 2011/61/EÚ alternatívnymi investičnými fondami, no podľa práva Spojeného kráľovstva podliehajú autorizácii a regulácii.

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

Ďalším príkladom je situácia, keď dlhopisové fondy investujú do cenných papierov neinvestičného stupňa alebo bez ratingu, čo môže viesť k výraznému nesúladu v profile likvidity. Jeden z veľkých amerických investičných fondov, investujúci do vysokoúročených dlhopisov, v decembri 2015 oznámil likvidáciu svojho portfólia a pozastavenie vyplácania podielov. Správca fondu usúdil, že vzhľadom na žiadosti investorov o vyplatenie podielov, v kontexte všeobecného poklesu likvidity na trhoch s nástrojmi s pevným výnosom, nie je možné získať dostatočný objem peňažných prostriedkov na uspokojenie žiadostí o vyplatenie podielov bez nutnosti predaja aktív za nižšiu cenu, na úkor zostávajúcich podielnikov. Išlo o dôsledok charakteristicky nízkej likvidnosti aktív investičného fondu, napríklad podnikových dlhopisov s maximálnym ratingom CCC alebo bez ratingu (tiež známych ako problémové cenné papiere), spojenej s nízkym objemom peňažných prostriedkov a iných likvidných aktív.

Väčšina investičných fondov v EÚ nevykazuje vysoký nesúlad v profile likvidity. Akciové fondy sa napríklad považujú za fondy, ktoré využívajú transformáciu likvidity len v obmedzenom rozsahu ⁽¹⁾, keďže väčšina kótovaných akcií sa považuje za likvidnú aj za napätých podmienok. Podobne aj v prípade dlhopisových fondov dôkazy podľa všetkého poukazujú na kompromis medzi transformáciou likvidity a splatnosti ⁽¹⁾. Investičné fondy, ktoré sa zameriavajú na menej likvidné podnikové dlhopisy, vo všeobecnosti investujú do cenných papierov s podpriemerne dlhou splatnosťou, zatiaľ čo investičné fondy, ktoré investujú do likvidnejších štátnych dlhopisov, majú tendenciu investovať do dlhodobejších aktív. Investičný fond, ktorý investuje do dlhodobých likvidných aktív, je vo všeobecnosti schopný tieto aktíva predať kedykoľvek, zatiaľ čo fond investujúci do krátkodobých menej likvidných aktív by mal mať možnosť častého obnovenia skladby portfólia, čím sa obmedzuje jeho transformácia likvidity ⁽²⁾.

Vysokým nesúladom splatnosti sa naopak vyznačujú otvorené AIF investujúce do aktív, ktoré sú vo svojej podstate menej likvidné. Ako vyplýva z publikácie ESRB, ktorá sa zaoberá tieňovým bankovníctvom (ESRB Shadow Banking Monitor, tabuľky 1 a 2), práve realitné fondy predstavujú 5 % investičných fondov v Európe (658 mld. €), z ktorých väčšina je otvoreného typu a vystavená nesúladu v profile likvidity. Význam sektora realitných fondov v posledných rokoch rastie – objem spravovaných aktív sa v priebehu dvoch rokov (do posledného štvrťroka 2016) zvýšil o 34 %, zatiaľ čo zvyšok odvetvia zaznamenal rast na úrovni 19 %. Z publikácie ESRB o tieňovom bankovníctve zároveň vyplýva, že v závislosti od stratégie sa do transformácie likvidity zapájajú aj hedžové fondy (436 mld. €). Úverové fondy sú naopak zatiaľ len vznikajúcim odvetvím (26 mld. €).

Tabuľka 1

Transformácia likvidity podľa investičného fondu

Druh fondu	Dlhopisové fondy	Hedžové fondy	Realitné fondy	Fondy obchodované na burze	Súkromné kapitálové fondy
	●	●	●	●	○

Farebné rozlíšenie: ● = výrazná miera zapojenia; ● = stredná miera zapojenia; ● = nízka miera zapojenia; ○ = nepravdepodobná alebo bezvýznamná miera zapojenia

Tabuľka 2

Aktíva investičných fondov v eurozóne (v bil. EUR)

	Dec-14	Jun-15	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Mar-17	Apr-17
Dlhopisové fondy	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Akciové fondy	2,55	2,89	2,82	2,7	2,95	3,15	3,17
Hedžové fondy	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Zmiešané fondy	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

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

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

	Dec-14	Jun-15	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Mar-17	Apr-17
Realitné fondy	0,48	0,5	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Spolu	9,3	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

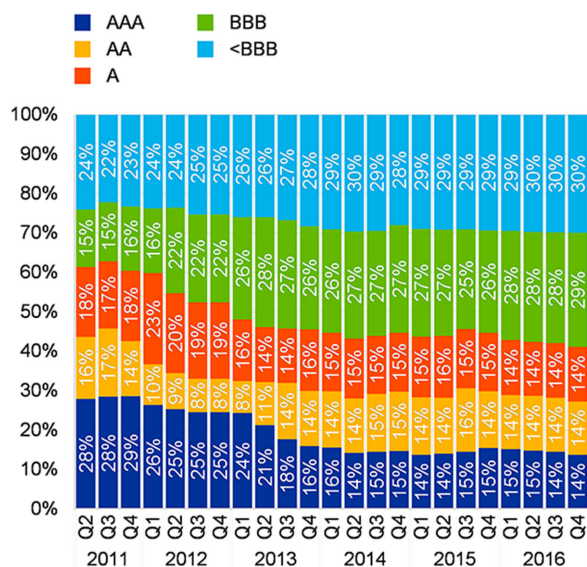
V prípade niektorých dlhopisových fondov v EÚ vrátane PKIPCP bola v posledných rokoch zaznamenaná tendencia prechádzať v rámci alokácie aktív z dlhových cenných papierov s vyšším ratingom na cenné papiere s nižším ratingom, čo má za následok expozíciu voči dlhším splatnostiam a vyššiemu kreditnému riziku. Predovšetkým fondy investujúce do vysokovýnosných nástrojov predstavujú 19 % aktív dlhopisových fondov a v závislosti od štrukturálnych a cyklických faktorov trhovej likvidity (uvedených vyššie) nie je možné vylúčiť, že by v konečnom dôsledku mohli byť vystavené nesúladu v profile likvidity, prinajmenšom dočasne. Vzhľadom na absenciu harmonizovaných údajov na úrovni EÚ je však hodnotenie závažnosti tohto problému a potenciálneho podielu PKIPCP na rizikách ohrozujúcich finančnú stabilitu zložité (box 4).

Box 4: Potenciálna expozícia PKIPCP voči nesúladu v profile likvidity

Smernica 2007/16/ES od PKIPCP vyžaduje, aby investovali prevažne do likvidných aktív. Likvidnosť niektorých akceptovateľných aktív však môže za napätých trhových podmienok klesnúť, v dôsledku čoho môžu byť dočasne vystavené nesúladu v profile likvidity. Platí to najmä v prípade fondov investujúcich do vysokovýnosných dlhopisov. V tejto súvislosti IOSCO nedávno otvoril konzultáciu o tom, či by fondy vrátane PKIPCP mali mať dodatočné mechanizmy riadenia likvidity (¹).

Dlhopisové fondy v EÚ: priemerný rating spravovaných aktív

(v % celkových aktív; posledné údaje: 4Q 2016)



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

Od roku 2009 dochádza v prípade niektorých dlhopisových fondov v EÚ k tendencii prechádzať v rámci alokácie aktív z dlhových cenných papierov s vyšším ratingom na cenné papiere s nižším ratingom, pričom zároveň dochádza k predĺžovaniu durácie ich portfólií. Napriek tomu, že sa tento posun v investičných preferenciách za posledné roky spomalil, tieto fondy sú aj naďalej viac ohrozené zmenami výnosov dlhopisov. Vzhľadom na menej likvidné portfóliá a nižší objem peňažných prostriedkov môže byť pre dlhopisové fondy zložitejšie obnoviť v nadväznosti na veľký počet žiadostí investorov o vyplatenie podielov rovnováhu svojich portfólií bez toho, aby došlo k rozšíreniu negatívnych účinkov na dlhopisové trhy.

Napriek dôkazom o nadmernom podstupovaní rizika v kontexte zníženej likvidity na dlhopisových trhoch (²) zatiaľ chýbajú podrobné informácie o aktívach (napr. o ich likvidite) a pasívach PKIPCP, a preto komplexné vyhodnotenie rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu nie je možné. V záujme posúdenia závažnosti tohto rizika je potrebné pre správcké spoločnosti PKIPCP zaviesť vykazovacie povinnosti v zmysle odporúčania D. Cieľom je zabezpečiť zber a výmenu podrobných a harmonizovaných údajov. Ak však z analytických dôkazov vyplýva, že časti sektora fondov PKIPCP sú vystavené výraznému nesúladu v profile likvidity, môže byť nevyhnutné upraviť rozsah odporúčania B s cieľom zahrnúť aj konkrétne produkty PKIPCP.

(¹) IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, správa o konzultácii, júl 2017.

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

Podľa FSB⁽¹⁾ by aktíva a investičné stratégie investičných fondov mali byť v súlade s podmienkami upravujúcimi vyplácanie podielov investičných fondov, a to tak pri zriadení investičného fondu, ako aj priebežne (v prípade nových i existujúcich investičných fondov). Tento predpoklad by mal zohľadňovať očakávanú likvidnosť aktív a správanie investorov za normálnych i napätých trhových podmienok.

Dodatočné ustanovenia upravujúce túto oblasť by boli v súlade s platným rámcom v zmysle smernice 2011/61/EU, ktorá vyžaduje zosúladienie investičnej stratégie, profilu likvidity a pravidiel vyplácania investičného fondu a stanovuje príslušné limity riadenia likvidity a stresové testy. Na základe platného regulačného režimu by mali správcovia AIF predovšetkým vedieť príslušnému vnútroštátnemu orgánu preukázať, že uplatňujú adekvátne systémy a účinné postupy riadenia likvidity. Ako však vyplýva z aktuálnych údajov, niektoré AIF sa aj naďalej do značnej miery zapájajú do transformácie likvidity⁽²⁾. Zavedenie tejto vykazovacej povinnosti pre investičné fondy investujúce do menej likvidných aktív by tak prispelo k dosiahnutiu cieľov smernice 2011/61/EÚ, ktorá by sa tak uplatňovala viac konzistentným spôsobom. V investičných fondoch investujúcich do menej likvidných aktív by sa tak podporilo používanie špecifických opatrení, napríklad uplatňovania interných limitov menej likvidných aktív.

K vysokým mieram transformácie likvidity by nemalo dochádzať. Niektoré členské štáty do svojich vnútroštátnych právnych rámcov začlenili špeciálne režimy, ktoré stanovujú podmienky, za ktorých môžu AIF spravovať aktíva považované za menej likvidné, napr. nehnuteľnosti alebo úvery. ESMA vo svojom stanovisku Európskemu parlamentu, Rade a Komisii⁽³⁾ tvrdí, že AIF poskytujúce úvery by sa mali zriaďovať ako subjekty uzavretého typu, bez práva na pravidelné vyplácanie podielov. Ďalšie jurisdikcie prijali štrukturálne opatrenia na elimináciu rizík spojených s núdzovým odpredajom v dôsledku hromadného záujmu o vyplatenie podielov. Ak je napríklad nezanedbateľná časť portfólia nelikvidná, vzhľadom na povahu aktív v správe CIS sa vyžaduje uzavretá forma subjektu. Možnosť žiadať o vyplatenie podielov počas životnosti AIF by mal dať správca fondu investorom len za predpokladu splnenia určitých podmienok a v pevne stanovených intervaloch, napr. ako stanovuje nariadenie (EÚ) 2015/760 Európskeho parlamentu a Rady⁽⁴⁾.

Orgánu ESMA sa týmto odporúča, aby definoval zoznam aktív, ktoré sú svojou podstatou menej likvidné. Platné regulačné právne predpisy nedefinujú likvidné či menej likvidné aktíva (box 5). Zámerom pritom nie je takúto definíciu navrhnuť, ale skôr podporiť konzistentný prístup k implementácii ustanovení smernice 2011/61/EÚ uvedených vyššie. Pojem „menej likvidné“ zároveň zohľadňuje skutočnosť, že aktíva sú len málokedy, a nikdy nie úplne, nelikvidné.

Vzhľadom na potrebu medzisektorovej konzistentnosti by mal ESMA prípravu tohto zoznamu konzultovať s EBA a EIOPA. Označenie konkrétneho aktíva regulačným orgánom za likvidné či menej likvidné vysiela účastníkom trhu signál. Navyše bez ohľadu na to, kto aktívum predáva (regulovaný, neregulovaný, bankový či nebankový subjekt), je okruh kupujúcich za napätých trhových podmienok zvyčajne rovnaký. Preto sa vyžaduje konzistentnosť regulačných postupov⁽⁵⁾.

Zoznam aktív, ktoré sú svojou podstatou menej likvidné, by mal zahŕňať aktíva, ktoré sa počas napätia na trhu nedajú ľahko a rýchlo speňažiť bez väčšej straty na hodnotu. Analýza likvidnosti aktív by mala okrem iného zohľadňovať aj čas potrebný na likvidáciu aktív za napätých trhových podmienok bez nutnosti akceptovať vysoký diskont. ESMA by pri zostavovaní tohto zoznamu mal zohľadniť najmä nehnuteľnosti, nekótované cenné papiere (vrátane súkromných akcií), úvery a iné alternatívne aktíva. Aktíva, ktoré sa za normálnych trhových podmienok dajú predať bez nutnosti akceptovať vysoký diskont, by na zozname byť nemali, keďže toto odporúčanie sa zameriava na štrukturálne problémy spojené s aktívami, ktoré sú svojou podstatou menej likvidné.

⁽¹⁾ Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, Rada pre finančnú stabilitu, január 2017.

⁽²⁾ EU Shadow Banking Monitor, ESRB, november 2017.

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

⁽⁴⁾ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2015/760 z 29. apríla 2015 o európskych dlhodobých investičných fondoch (Ú. v. EÚ L 123, 19.5.2015, s. 98).

⁽⁵⁾ Potreba spolupráce medzi regulačnými orgánmi v takýchto záležitostiach je podľa všetkého všeobecne akceptovaná (napr. článok 46 ods. 3 a článok 11 ods. 15 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov (Ú. v. EÚ L 201, 27.7.2012, s. 1), ktorý stanovuje techniky zmierňovania rizík v prípade zmlúv o mimoburzových derivátoch, ktorých klíring neuskutočňuje klíringové centrum centrálnej protistrany.

Ak investičný fond umožňuje expozíciu voči menej likvidným aktívam, správca fondu môže mať prístup k opatreniam, ktoré môže uplatniť na zmiernenie rizika nedostatočnej likvidity⁽¹⁾. V takom prípade sú správcovia povinní preukázať príslušným vnútroštátnym orgánom, a to tak pri zriadení investičného fondu, ako aj priebežne (ak ide o investičné fondy podliehajúce schvaľovaciemu postupu, tak v priebehu schvaľovacieho procesu i po schválení), že sú za všetkých predvídateľných trhových podmienok schopní postupovať v súlade so svojou investičnou stratégiou. So zreteľom na platné regulačné predpisy vzťahujúce sa na investičný fond a v súlade so svojou investičnou politikou majú správcovia fondov k dispozícii rôzne spôsoby, ako zabezpečiť konzistentnosť svojej investičnej stratégie s profilom vyplácania podielov investičného fondu, a to vo fáze zriaďovania fondu i priebežne⁽¹⁾. Patrí sem napríklad:

- forma subjektu (napr. uzavretý investičný fond, ELTIF),
- pravidlá vyplácania,
- investičná politika vrátane interných limitov aktív zaradených na zoznam, rezerv likvidných aktív, diverzifikácie (expozícií alebo protistrán) a obmedzení veľkosti investičného fondu vzhľadom na príslušný trh,
- implementácia nástrojov a-LMT,
- procesy riadenia rizika likvidity, okrem iného napríklad definovanie relevantných prahových hodnôt, klasifikácia aktív podľa likvidnosti, monitorovanie koncentrácie investorov a očakávaných trendov v súvislosti s vyplácaním podielov.

Pokiaľ ide o interné limity, ich stanovenie by malo byť pri zriadení príslušných investičných fondov oznámené príslušným vnútroštátnym orgánom, ktoré je zároveň potrebné informovať aj o prípadných zmenách limitov. Informácie o uplatňovaní interných limitov majú byť na požiadanie dostupné orgánom dohľadu. Poskytovanie informácií investorom by tiež malo prebiehať na základe usmernení, ktoré by mal vypracovať ESMA.

V niektorých prípadoch by preukázanie schopnosti postupovať v súlade s investičnými stratégiami fondu mohlo byť spojené s neprímeranou záťažou, najmä na strane správcov menších fondov. Príslušné vnútroštátne orgány by preto mali mať možnosť navrhnúť na základe vlastného úsudku mechanizmus, ktorý správcovi AIF umožní túto schopnosť preukázať. Príslušné vnútroštátne orgány by napríklad pri hodnotení mohli brať do úvahy výsledky stresových testov.

Legislatíva EÚ neobsahuje jednotnú definíciu trhovej „likvidity“, na základe ktorej by bolo možné zostaviť zoznam menej likvidných aktív. Jednotlivé právne predpisy k problematike likvidity pristupujú rôznymi spôsobmi, so zreteľom na konkrétny účel (box 5). Príklady rôznych postupov uplatňovaných na národnej úrovni uvádza FCA v konzultačnom dokumente o nelikvidných aktívach a otvorených investičných fondoch⁽²⁾. Dokument vymenúva viacero spoločných znakov nelikvidných aktív:

- neobchoduje sa s nimi na organizovanom trhu,
- môže existovať značný nesúlad medzi ponukou a dopytom,
- rokovania o cenách a ďalších podmienkach transakcie medzi kupujúcim a predávajúcim sú pravdepodobne časovo náročné,
- ocenenie aktíva predstavuje zložitý proces,
- fyzické aktíva sa zvyčajne nakupujú a predávajú nedielne,
- vzhľadom na tieto faktory a ďalšie možné komplikácie, napr. obmedzenia voľného prevodu vlastníckeho práva, predstavuje uzavretie transakcií často zdĺhavý proces.

Box 5: Likvidita v legislatíve EÚ

Smernica 2007/16/ES o akceptovateľných aktívach od PKIPCP vyžaduje, aby investovali prevažne do likvidných aktív, a stanovuje špecifické pravidlá týkajúce sa akceptovateľnosti prevoditeľných cenných papierov, nástrojov peňažného trhu a derivátov. Prevoditeľné cenné papiere a nástroje peňažného trhu možno vo všeobecnosti považovať za likvidné, ak sú prijaté na obchodovanie alebo obchodované na regulovanom trhu. Menej likvidné aktíva nie sú presne vymedzené, no v zmysle smernice 2009/65/ES sa chápu ako neakceptovateľné investície. Platí to predovšetkým v prípade fyzických komodít a nehnuteľností.

⁽¹⁾ IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, správa o konzultácii, júl 2017.

⁽²⁾ Illiquid assets and open-ended investment funds, konzultačný dokument FCA (DP 17/1), február 2017.

Koncepcia likvidity sa spomína aj vo viacerých ďalších právnych aktoch EÚ:

- Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 909/2014⁽¹⁾ stanovuje, že CSD musí investovať do peňažných prostriedkov alebo vysokolikvidných finančných nástrojov s minimálnym trhovým a úverovým rizikom. Toto nariadenie však likvidnosť výslovne nevymedzuje. Namiesto toho odporúča, aby ESMA, EBA a ESCB vypracovali návrh regulačných technických predpisov, ktoré by obsahovali podrobné informácie o finančných nástrojoch, ktoré je možné považovať za vysokolikvidné.
- Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1131⁽²⁾ o fondoch peňažného trhu stanovuje prahy likvidity v prípade aktív, ktoré možno považovať za aktíva umožňujúce dennú alebo týždennú likviditu, hoci likvidnosť nie je výslovne vymedzená. Nariadenie (EÚ) 2017/1131 vychádza z predpokladu, že skorý dátum splatnosti aktív pomáha zaručiť, že investori dostanú späť svoje peniaze.
- Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/5/EÚ⁽³⁾ obsahuje opis metodiky výpočtu likvidity nekapitálových finančných nástrojov, napr. dlhopisov. ESMA zvažuje dve alternatívne metódy výpočtu likvidity – postup na základe jednotlivých nástrojov (instrument-by-instrument approach – IBIA) a postup na základe kategórií finančných nástrojov (categories of financial instruments approach – COFIA). Vo svojom regulačnom technickom predpise nakoniec ESMA na účely výpočtu likvidnosti dlhopisov prijala postup IBIA.
- Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013⁽⁴⁾ definuje likvidné aktíva na účely likviditných rezerv úverových inštitúcií ako jediné voľne prevoditeľné aktíva, ktoré sa dajú na súkromných trhoch rýchlo zmeniť na hotovosť bez väčšej straty hodnoty. Nariadenie rozlišuje medzi aktívami s mimoriadne vysokou likviditou a kreditnou kvalitou (aktívami úrovne 1) a aktívami s vysokou likviditou a kreditnou kvalitou (aktíva úrovne 2). Aktíva úrovne 1 zahŕňajú hotovosť, vklady v centrálnej banke, dlhopisy vydané alebo zaručené vládami krajín EÚ a kryté dlhopisy, ktoré spĺňajú určité podmienky. Aktíva úrovne 2 zahŕňajú dlhopisy vydané vládami tretích krajín a dlhopisy vydané verejnými subjektmi, ako aj kryté a podnikové dlhopisy na základe ich kreditnej kvality. Patria sem aj sekuritizácie vysokej kvality a akcie, ktoré sú súčasťou niektorého z významných akciových indexov.

Užitočným základom vývoja metodiky EÚ na hodnotenie likvidity a prípravy zoznamu menej likvidných aktív môže byť postup Komisie Spojených štátov pre cenné papiere a burzy (Securities and Exchange Commission – SEC). V súlade s postupom SEC sa „nelikvidnosť“ aktív nedefinuje v absolútnom vyjadrení, ale zohľadňuje sa aj objem (napr. objem aktív investičného fondu). Podrobnejšie informácie uvádza box 6.

Box 6: Kompozitný ukazovateľ likvidnosti uplatňovaný Komisiou Spojených štátov pre cenné papiere a burzy

SEC sa otázkou likvidnosti zaoberá v nedávno vydanom rozhodnutí⁽⁵⁾, ktorým zavádza zmeny vykazovania rizika likvidity zo strany otvorených investičných fondov. Rozhodnutie stanovuje nový systém klasifikácie likvidnosti, podľa ktorého sa likvidnosť investície určuje na základe počtu dní, v priebehu ktorých je možné investíciu zmeniť na hotovosť bez významnej zmeny jej trhovej hodnoty. Označenie investície za nelikvidnú presnejšie podľa SEC znamená, že investičný fond nemôže odôvodnene očakávať možnosť predaja investície v rámci siedmich kalendárnych dní bez významnejšieho vplyvu na jej trhovú hodnotu. SEC ďalej od investičného fondu vyžaduje, aby pri posudzovaní likvidnosti investície zohľadnil aj veľkosť svojich pozícií, ako aj hĺbku trhu obchodovania s danou investíciou.

Rozhodnutie SEC od správcov fondov vyžaduje, aby uskutočňovali hodnotenie a revíziu rizika likvidity aspoň raz za rok, pričom majú vychádzať z viacerých faktorov vrátane stratégie, hotovostných tokov, dostupných peňažných prostriedkov a toho, či sú fondy obchodované na burze. Potrebu takejto revízie SEC odôvodňuje obavou, že riešenie spočívajúce v jednoduchom označení možností vo formulári by mohlo viesť k hodnoteniu likvidnosti, ktoré pravdivo neodzrkadľuje schopnosť fondu odpredať svoje portfólio (resp. jeho časť) na uspokojenie žiadostí o vyplatenie podielov bez toho, aby sa to dotklo trhu.

⁽¹⁾ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 909/2014 z 23. júla 2014 o zlepšení vyrovnania transakcií s cennými papiermi v Európskej únii, centrálnych depozitároch cenných papierov a o zmene smerníc 98/26/ES a 2014/65/EÚ a nariadenia (EÚ) č. 236/2012 (Ú. v. EÚ L 257, 28.8.2014, s. 1).

⁽²⁾ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1131 zo 14. júna 2017 o fondoch peňažného trhu (Ú. v. EÚ L 169, 30.6.2017, s. 8).

⁽³⁾ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 349).

⁽⁴⁾ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013 z 26. júna 2013 o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investičné spoločnosti a o zmene nariadenia (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 176, 27.6.2013, s. 1).

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

SEC tiež od investičného fondu vyžaduje, aby pri klasifikácii likvidity svojich portfóliových investícií zohľadňoval trhové a obchodné aspekty, ako aj aspekty súvisiace s konkrétnou investíciou, hoci ďalšie podrobnosti o týchto aspektoch neuvádza.

Určité cenné papiere s pevným výnosom napríklad zvyčajne majú nízku frekvenciu obchodovania. To však nemusí nevyhnutne znamenať, že daný cenný papier je nelikvidný – investičný fond aj napriek tomu môže byť schopný predať ho pomerne rýchlo. Spoľahlivejšie odhady je možné získať na základe posúdenia súboru ukazovateľov, ktoré navrhuje SEC⁽¹⁾. Kompozitné ukazovatele likvidnosti tohto druhu by mohli zahŕňať faktory, ktoré vychádzajú z vlastností cenného papiera z hľadiska aktív, trhu a portfólia (bližšie informácie sú uvedené nižšie).

- Faktory súvisiace s aktívami vychádzajú zo štruktúry aktíva. Čím viac sa cenný papier odkláňa od štandardov a čím zložitejšie je jeho ocenenie, tým viac je pravdepodobné, že bude nelikvidný. V prípade produktov s pevným výnosom môžu mať navyše na likvidnosť vplyv aj špecifikácie ako splatnosť, rating a dátum emisie.
- Trhové faktory súvisia s emisiou a sekundárnym trhom daného aktíva. Čím viac je trhov, na ktorých sa s daným cenným papierom dá obchodovať, tým menej je pravdepodobné, že bude nelikvidný. Medzi faktory týkajúce sa trhovej kvality patrí aj počet, rôznorodosť a kvalita účastníkov na týchto trhoch. Okrem toho tieto faktory môžu súvisieť aj s nákladmi spojenými s obchodovaním na týchto trhoch, pričom závisia od nákladov na likvidáciu, ktoré môžu vyplývať z pôsobenia v odlišnej krajine alebo mene.
- Obchodné faktory sú ukazovatele súvisiace s cenou a objemom obchodovania s daným cenným papierom. Na meranie potenciálnej nelikvidnosti je možné použiť spready medzi predajnou a kúpnu cenou, ako aj objem a frekvenciu obchodovania. Z historických údajov o objeme je napríklad možné získať odhad maximálneho objemu, ktorý umožňuje posúdiť vplyv obchodnej transakcie na trh.
- Portfóliové faktory sú ukazovatele týkajúce sa konkrétneho portfólia. Investičné fondy by mali zohľadňovať veľkosť svojich pozícií v pomere k dennému objemu obchodovania a nevyrovnaným zostatkom. Mali by však zároveň brať do úvahy vzťah daných aktív k aktívam iných portfólií (napr. derivátom). Nelikvidnosť môže v neposlednom rade súvisieť aj so zoskupovaním portfóliových pozícií – ak sú všetky aktíva investičného fondu veľmi podobné a obchoduje sa s nimi na tom istom trhu, môže to viesť k ich nelikvidnosti.

Keďže pravidlá SEC môžu byť užitočným základom formulácie budúcej európskej definície nelikvidnosti, mohlo by byť vhodné zabezpečiť, aby s nimi boli pravidlá EÚ v úzkom súlade. Z hľadiska politiky by takýto súlad priniesol ďalšiu výhodu: ak by boli rámce EÚ a Spojených štátov zhruba podobné, vytvorili by účinný globálny štandard na hodnotenie nelikvidnosti v investičných fondoch.

II.2.2. Nežiaduce účinky

Pokiaľ ide o stranu aktív, zavedením interných limitov správcovia nedokážu úplne eliminovať výhodu prvého ťahu. Skorí žiadatelia o vyplatenie môžu i tak chcieť získať likvidné aktíva, aby neuviazli v nelikvidnom investičnom fonde. Ak by však dostupnosť likvidných aktív zvýšila dôveru investorov v schopnosť investičného fondu vyplácať podiely, riziko hromadných žiadostí investorov o vyplatenie by malo byť celkovo obmedzené.

Zavedenie interného limitu by mohlo zbytočne obmedziť schopnosť správcu fondu použiť dostupné likvidné aktíva na uspokojenie žiadostí o vyplatenie podielov. Ide o situáciu, keď správca nemôže použiť likvidné aktíva bez porušenia interného limitu. Závažnosť tohto obmedzenia je však možné zmierniť. V súlade so smernicou 2011/61/EÚ si samotné prekročenie limitu nemusí vyžadovať opatrenie zo strany správcu AIF, keďže v tomto prípade sa zohľadňujú fakty, okolnosti a tolerancie stanovené správcom AIF, ktoré v závislosti od okolností predstavujú spúšťacie faktory na zavedenie nepretržitého monitorovania alebo nápravného opatrenia.

(1) Dokument SEC uvádza deväť faktorov, na základe ktorých sa klasifikujú portfóliové pozície konkrétneho aktíva.

V najhoršom prípade by zaradenie aktíva na zoznam mohlo mať procyklické následky: mohlo by viesť k predaju aktíva a spôsobiť prepád jeho ceny. Správca by mohol byť nútený predať aktívum s cieľom dodržať nové interné limity alebo by mohol predvídať nepriaznivú reakciu investorov a tým vyvolať problém, ktorému mal zoznam zabrániť. Stigmatizácia aktíva z dôvodu jeho nedostatočnej likvidnosti by navyše mohla spôsobiť, že niektoré investičné fondy prestanú mať záujem do daného aktíva investovať, čo by mohlo nepriaznivo ovplyvniť fungovanie finančných trhov. Zoznam by preto mal zahŕňať len aktíva, ktoré sú menej likvidné „zo svojej podstaty“, pričom takúto charakteristiku by mali vedieť rozpoznať už samotní účastníci trhu. Investori investujúci do aktív, ktoré sú svojou podstatou menej likvidné, by navyše očakávali, že investičná politika správcu bude v súlade s jeho pravidlami vyplácania podielov, ako stanovuje smernica 2011/61/EÚ. Zároveň bude potrebné, aby boli po zaradení aktíva na zoznam stanovené prechodné ustanovenia s cieľom poskytnúť správcovi čas na zabezpečenie súladu a zabrániť nútenému odpredaju.

Pokiaľ ide o stranu pasív, zníženie frekvencie vyplácania podielov pravdepodobne spôsobí zvýšenie objemu transakcií, čo môže mať za napätých trhových podmienok vplyv na ceny. Namiesto pravidelných záporných tokov likvidity by fond kumuloval pokyny na vyplatenie, ktoré by sa následne realizovali naraz. Jednou z možností by bolo zavedenie výpovedných lehôt⁽¹⁾ s cieľom zohľadniť očakávaný čas potrebný na likvidáciu podkladových aktív. Ďalšou možnosťou by bolo použitie poradníka, pri ktorom by sa žiadosti o vyplatenie nemuseli realizovať k nasledujúcemu momentu ocenenia po ich prijatí správcom fondu. Správca by tak bol schopný určiť objem likvidity potrebný na uspokojenie žiadostí o vyplatenie ešte skôr a podľa potreby by mohol začať s predajom investícií. Mohlo by sa tak znížiť riziko, že sa transakcie budú realizovať za výpredajové ceny.

V neposlednom rade je potrebné zohľadniť riziko regulačnej arbitráže. Hrozí riziko: 1. v prípade neregulovaných AIF, na ktoré sa toto odporúčanie nevzťahuje, a 2. ak správca zaregistruje investičný fond v zmysle smernice o PKIPCP s cieľom uskutočniť významnú investíciu do aktíva zaradeného na zoznam aktív, ktoré sú zo svojej podstaty menej likvidné, ak by sa dané aktívum považovalo za akceptovateľné pre PKIPCP. V druhom z uvedených prípadov by však investičný fond podliehal pravidlám smernice 2009/65/ES, ktoré sú v určitých aspektoch prísnejšie než pravidlá stanovené v smernici 2011/61/EÚ. Motivácia zaregistrovať fond pod PKIPCP s cieľom vyhnúť sa obmedzeniam, ktoré sa vzťahujú na AIF, sa tak znižuje.

II.3. Odporúčanie C – Stresové testovanie

II.3.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel

Mikroprudenciálne stresové testy majú za cieľ zlepšiť riadenie rizík a portfólií v jednotlivých investičných fondoch a na úrovni správcov fondov. Tieto testy simulujú mimoriadne alebo nepriaznivé, ale zároveň realistické hospodárske a finančné podmienky a analyzujú ich následky na výkonnosť investičného fondu a jeho schopnosť uspokojovať žiadosti o vyplatenie podielov, i pri diskontovanej hodnote NAV. Na základe analýzy scenárov vývoja poskytujú lepší prehľad o rizikách vyplývajúcich z potenciálnych zmien trhových podmienok, ktoré môžu spravované portfóliá nepriaznivo ovplyvniť. Za bežných trhových podmienok stresové testy odhaľujú potenciálne slabiny investičných produktov/stratégií a pomáhajú správcovským spoločnostiam upraviť riadenie portfóliových rizík a pripraviť sa na prípadnú krízu po prevádzkovej stránke. Počas krízových období stresové testy pomáhajú pri adaptácii na špecifickú krízu, jej riadení a vykazovaní orgánom pre riešenie krízových situácií. Ako také sú nástrojom na riadenie rizík a rozhodovanie.

Investičné fondy majú rôzne špecifiká, pričom každé z nich má určitý vplyv na likviditné riziko konkrétneho investičného fondu a tým aj na koncepciu zmysluplných stresových testov na úrovni investičného fondu. Strana aktív je napríklad charakterizovaná hlavnými trhmi a nástrojmi, investičnou stratégiou a časovým horizontom, geografickým zameraním, koncentráciou portfólií, obratom portfólií a typickou výškou transakcií. Pre stranu pasív je určujúca investorská základňa fondov, ktorú môžu tvoriť retailoví alebo inštitucionálni investori, resp. ich kombinácia, pričom každý z nich má vlastnú štruktúru portfólií a likviditné potreby, prípadne vlastné regulačné požiadavky (banky, poisťovne a penzijné fondy) a tým aj špecifické investičné správanie. Obzvlášť relevantná je koncentrácia určitého typu investorov v investičnom fonde, pretože vysoká koncentrácia môže spôsobiť rozsiahle súčasné vyplácanie podielov.

⁽¹⁾ Je potrebné poznamenať, že zavedenie výpovedných lehôt je vzhľadom na oneskorenie medzi pokynom na vyplatenie a jeho realizáciou spojené s praktickými komplikáciami. Predovšetkým benchmarkové fondy by tak boli motivované uskutočňovať transakcie čo najbližšie ku koncu výpovednej lehoty s cieľom maximalizovať svoje výsledky, hoci by to malo nepriaznivý vplyv na trh.

Vzhľadom na rôznorodosť investičných fondov pre scenáre stresových testov neplatia žiadne povinné špecifikácie. Parametre, rozsah, frekvencia a zložitosť stresového testovania sa preto v rámci tohto odvetvia v súčasnosti líšia. I napriek tomu však existujú určité zmysluplné, osvedčené postupy, ktoré sa vzťahujú na obidve strany súvahy. Pri stresových testoch zameraných na pasíva investičného fondu sa simuluje vyplácanie podielov. Tieto simulácie sa zvyčajne kalibrujú na základe analýzy stability pasív, ktorá zase závisí od druhu investorov a koncentrácie záväzkov. Súčasťou simulácií môžu byť historické alebo hypotetické scenáre vyplácania podielov, žiadosti o vyplácanie podielov zo strany veľkých investorov, vyplácanie podielov na úrovni historického maxima, ako aj analýza trhových trendov a porovnávanie s podobných subjektmi. Stresové testy by sa mali zameriavať i na aktíva investičného fondu, inými slovami simulovať likviditu aktív investičného fondu za rôznych trhových podmienok. V rámci simulácie sa berie do úvahy schopnosť investičného fondu predať aktíva bez zásadného vplyvu na cenu. Súčasťou scenárov môže byť pokles objemu obchodovania s určitými nástrojmi či v určitých trhových segmentoch (straty spôsobené zvýšením rozpätia medzi cenou ponuky a dopytu), odhady maximálneho denného objemu likvidácie či odhady času likvidácie na základe rozdelenia aktív investičného fondu (napr. do likviditných skupín), pričom pri príslušných aktívach by mali brať do úvahy i interakciu trhového a likviditného rizika.

Usmernenia zamerané na jednotlivé postupy stresového testovania by mali znížiť likviditné riziko na úrovni investičných fondov i na úrovni systému a zlepšiť schopnosť subjektov riadiť likviditu v záujme investorov, okrem iného obmedzením neočakávaných období vyplácania podielov. Stresové testy sú nástrojom na analýzu spoľahlivosti existujúcich stratégií. Testovanie by malo odhaliť slabiny investičnej stratégie a pripraviť fond na možnosť krízy. Ak sa stresový test použije správne ako nástroj na riadenie rizík a nástroj rozhodovania, mal by znížiť likviditné riziko na úrovni investičných fondov a prispieť i k jeho zníženiu na úrovni finančného systému.

Usmernenia by mali odstrániť nedostatky v postupoch stresového testovania, zistené v rámci prieskumu ESRB zameraného na postupy stresového testovania. Na základe usmernení ESMA by subjekty mali mať predstavu o minimálnej úrovni požiadaviek na stresové testovanie a mali by odstrániť prípadné nedostatky v podobe príliš nízkych zrážok, nedostatočnej frekvencie stresového testovania, koncepcie scenárov, či nekritického používania historických údajov. Podľa usmernení by mala frekvencia a koncepcia stresových testov vychádzať zo špecifik daného fondu či správcovskej spoločnosti. Usmernenia majú okrem toho spoločnosti zaväzovať k tomu, aby pri navrhovaní stresových scenárov vychádzali z miery závažnosti, s ktorou sa na trhu minimálne pravdepodobne stretnú. V neposlednom rade, vzhľadom na rôznorodosť sektora investičných fondov by mala miera komplexnosti stresových testov zodpovedať konkrétnemu rizikovému profilu a profilu vyplácania investičného fondu, bez snahy o prílišnú konformitu scenárov stresových testov. Usmernenia by mali prispieť k presnejšiemu a adekvátnemu stresovému testovaniu na úrovni investičných fondov, a tým čiastočne rozptýliť obavy týkajúce sa miery rizika na úrovni celého systému.

Odporúčanie C je v súlade s povinnosťou ESMA vydať usmernenia o stresovom testovaní fondov peňažného trhu v zmysle nariadenia (EÚ) 2017/1131. Podľa uvedeného nariadenia je ESMA povinný vydať usmernenia týkajúce sa spoločných referenčných parametrov scenárov stresových testov.

Správcovia fondov musia pravidelne vykonávať stresové testy spravovaných investičných fondov. Stresové testovanie je povinné pre PKIPCP a AIF, s výnimkou AIF vo forme uzavretých fondov nevyužívajúcich pákový efekt, alebo ak sa to pre PKIPCP považuje za neprimerané (článok 40 ods. 3 smernice 2010/43/EÚ, článok 16 ods. 1 smernice 2011/61/EÚ a článok 48 delegovaného nariadenia (EÚ) č. 231/2013). Pri oboch typoch investičných fondov stresové testy správcom umožňujú hodnotiť likviditné riziko za normálnych i mimoriadnych likviditných podmienok. V rámci vykazovania na základe smernice 2011/61/EÚ sa výsledky stresových testov musia nahlasovať príslušným vnútroštátnym orgánom a tieto informácie musia byť zároveň prístupné ESMA a ESRB. Nariadenie (EÚ) 2017/1131 stanovuje podrobné povinnosti stresového testovania pre fondy peňažného trhu, ktoré by mohli byť prínosné i pre ostatné typy investičných fondov.

V prípade PKIPCP sú povinnosti stresového testovania menej podrobné ako v prípade AIF. Dôvodom sú rozdielne znaky aktív a pasív PKIPCP (t. j. definície akceptovateľných aktív, ktoré by mali byť likvidné, a prevažne retailová investorská základňa), ako aj odlišné regulačné požiadavky.

Pravidlá stresového testovania pre AIF sú však podrobnejšie, v súlade s delegovaným nariadením (EÚ) č. 231/2013.

- a) Stresové testy by mali simulovať nedostatok likvidity a atypické žiadosti o vyplácanie podielov. Stresové testy by mali prinajmenšom zohľadňovať nedávne a očakávané žiadosti o vyplácanie podielov a posudzovať čas potrebný na ich uspokojenie. Mali by zahŕňať i test trhových faktorov, napr. výmenných kurzov, ktoré by mohli nepriaznivo ovplyvniť úverový profil AIFM či AIF. Súčasťou metodiky stresového testovania by mala byť i citlivosť ocenenia za zhoršených podmienok.
- b) Frekvencia stresových testov (minimálne ročná) sa určuje na základe rizikového profilu AIF, ktorý závisí od investičnej stratégie, likviditného profilu, typu investora a pravidiel vyplácania. Pri určovaní koncepcie AIF a zabezpečovaní primeranosti pravidiel a postupov riadenia likvidity v prípade, keď stresové testy poukážu na podstatne vyššie než očakávané likviditné riziko, by mal správca AIF konať v záujme všetkých investorov AIF.

Podľa prieskumu ESRB zameraného na postupy stresového testovania správcov fondov v praxi väčšina správcov fondov v EÚ stresové testy vykonáva pravidelne. Približne 93 % správcov fondov zapojených do prieskumu ESRB ⁽¹⁾ pravidelne uplatňuje stresové testy na všetky spravované fondy a v prípade významných zmien vykonáva dodatočné stresové testy (resp. má možnosť ich vykonať). Vzhľadom na rôzne typy hodnotených správcovských spoločností a fondov prieskum tiež odhalil značné rozdiely vo frekvencii stresového testovania, v type používaných stresových scenárov, ako aj v miere komplexnosti stresového testovania:

- **Hoci má frekvencia stresového testovania v prvom rade vychádzať zo špecifických atribútov investičného fondu, odlišné frekvencie pre jednotlivé fondy uplatňuje len malý počet správcov fondov.** Namiesto toho pri stresovom testovaní všetkých spravovaných investičných fondov uplatňujú jednotnú frekvenciu stanovenú na úrovni celej správcovskej spoločnosti. Platí to i v prípade veľkých investičných spoločností, ktoré spravujú veľa rôznych druhov investičných fondov. Značná časť správcov fondov, ktorí frekvencie stresového testovania stanovujú na základe špecifík jednotlivých fondov, namiesto rôznych frekvencií pre fondy s rozličnou portfóliovou štruktúrou len rozlišuje medzi PKIPCP a AIF.
- **Veľká časť správcov fondov používa viaceré likviditné scenáre, ktoré zvyčajne vyjadrujú rozdielne trhové podmienky.** Jedným zo základných atribútov každého stresového testu je scenár vývoja, ktorý predstavuje podstatne zhoršené trhové podmienky. Miera závažnosti stresových scenárov sa však medzi správcami fondov značne líši. Pri niektorých scenároch je vysoko otáznе, či vôbec predstavujú zhoršenie trhových podmienok. Na strane aktív sú niektoré z uplatňovaných zrážok pomerne nízke, takže na vyjadrenie podstatných zmien trhovej likvidity sú menej vhodné. Na strane pasív je potrebné, aby investičné fondy, ktoré nemajú žiadne skúsenosti s tlakom na vyplácanie podielov, pri koncipovaní scenárov vyplácania podielov nevychádzali výlučne z historických údajov.
- **Vzhľadom na podstatné rozdiely medzi jednotlivými typmi investičných fondov a ich správcov sa medzi správcami fondov značne líši i miera komplexnosti scenárov stresových testov.** Niektorí správcovia fondov používajú jednoduché hypotetické scenáre bez akýchkoľvek podporných údajov, kým iní pri tvorbe špecifických scenárov vývoja pre jednotlivé fondy uplatňujú sofistikované štatistické metodiky. Tvorba realistických likviditných scenárov je vo svojej podstate náročná. Na rozdiel od trhového rizika, pri ktorom je k dispozícii prebytok informácií, je modelovanie stresového testovania likvidity oveľa komplikovanejšie. Na strane aktív môže byť modelovanie likviditného profilu pod záťažou mimoriadne náročné, najmä v prípade aktív bez dostupných transakčných údajov (napr. pevne úročených nástrojov). Na strane pasív prognózovanie správania investorov za zhoršených trhových podmienok nie je priamočiare a závisí od celého radu faktorov, napr. od pomeru inštitucionálnych k retailovým investorom či od podielu „nehybných“ klientov. V prípade PKIPCP je tento problém ešte výraznejší, pretože ich správcovia majú zvyčajne k dispozícii len minimum informácií o profile investorov. Regulačné aspekty pri modelovaní scenárov podľa všetkého hrajú len malú úlohu. Stresové scenáre sa preto zostavujú na základe expozícií v jednotlivých triedach aktív a harmonogramu vyplácania daného investičného fondu.

⁽¹⁾ Hlavným cieľom prieskumu ESRB bolo získať prehľad o postupoch stresového testovania európskych správcov aktív a predovšetkým posúdiť mieru, do akej sa stresové testovanie jednotlivých fondov vzťahovalo aj na likviditnú záťaž (t. j. schopnosť investičného fondu uspokojiť veľký objem žiadostí o vyplácanie podielov). Na prieskume ESRB sa zúčastnilo 274 správcov fondov v EÚ. Jeho súčasťou boli otázky týkajúce sa ich súčasného systému riadenia likvidity a postupov stresového testovania.

Stresový test by sa mal vykonávať za rôznych podmienok, napr. pri atypickom priebehu žiadostí o vyplatenie podielov a abnormálnom správaní cien aktív, pričom by mohol brať do úvahy i udalosti, ako je zlyhanie protistrany a iné rizikové faktory (napr. politické riziká). ESMA by mal vydať usmernenia týkajúce sa typu scenárov, ktoré by mal investičný fond pri tvorbe stresových testov brať do úvahy. Ich súčasťou by mali byť scenáre postavené na vývoji cien v minulosti, ako aj hypotetické scenáre. Historické scenáre modelujú parametre stresového testu na základe predchádzajúcej krízy a zisťujú jej potenciálny vplyv na investičný fond. Keďže budúce krízy sa budú od predchádzajúcich pravdepodobne líšiť a presné replikovanie minulých kríz je náročné, stresové testovanie by sa nemalo spoliehať výlučne na historické scenáre vývoja. Hypotetické scenáre by mohli byť postavené na hospodárskych šokoch a charakteristických aspektoch správania investorov či správcov fondov. Konceptia hypotetických scenárov by mala zodpovedať špecifickej senzitivite konkrétneho typu fondu a jeho stratégie.

Na doplnenie celkového stresového testovania by sa mohlo používať i spätné testovanie. Zahrnutie spätného stresového testovania by mohlo poskytnúť užitočné informácie o správaní investičného fondu až do bodu jeho zlyhania. Obmedzila by sa tak závislosť od historických scenárov vývoja i možnosť tvorby hypotetických scenárov. Spätné stresové testovanie správcom fondov umožňuje v plnej miere posúdiť a pochopiť prípadné riziká a prijať opatrenia na ich odstránenie.

Stresové testovanie by sa malo podľa možnosti vykonávať vo všetkých etapách životného cyklu fondu, od jeho založenia až po likvidáciu, vrátane všetkých priebežných investičných rozhodnutí. Pri založení investičného fondu by sa na základe stresového testovania mali stanoviť a definovať jeho parametre (napr. rizikový profil a tolerancia), predovšetkým vzťah medzi likvidnosťou podkladových aktív a frekvenciou možného vyplácania podielov, a to aj v prípade zhoršených trhových podmienok. Stresové testovanie by sa malo uplatňovať i pri zvažovaní prípadných zmien investičnej stratégie, podmienok či rozhodnutí fondu. Pri zostavovaní núdzových plánov investičného fondu za zhoršených podmienok by sa stresové testovanie dalo využiť na analýzu použitia rôznych nástrojov riadenia likviditného rizika.

Načasovanie a frekvencia stresového testovania by mali odrážať atribúty investičného fondu, ako je jeho veľkosť, investičná stratégia, podkladové aktíva, investorský profil a frekvencia možného vyplácania podielov. Pri portfóliách s vysokým obratom či fluktuáciou investorskej základne bude likviditný profil a riziko pravdepodobne volatilnejšie. Za takýchto okolností by stresové testovanie malo byť častejšie než v prípade investičného fondu so stabilnejšou investorskou základňou a dlhými výpovednými lehotami.

Frekvencia stresového testovania môže závisieť od typu použitého scenára. Pri historických scenároch je možné štatistické metódy použité pri konštrukcii scenárov jednoducho aktualizovať pomocou nových údajov a parametrov stresového testovania. Vzhľadom na to, že tento proces je často mechanický, dal by sa používať častejšie. Hypotetické scenáre si vyžadujú hodnotenie relevantných faktorov ovplyvňujúcich investičný fond, ktoré je viac špecifické a prispôbené konkrétnemu typu investičného fondu, takže tento typ stresového testovania sa vzhľadom na potrebu rozsiahlejšej analýzy môže uplatňovať menej často.

Toto odporúčanie sa nemá vzťahovať na makroprudenciálne stresové testovanie. Makroprudenciálne stresové testovanie je oblasťou, ktorá si vyžaduje ďalší vývoj. Údajové a modelovacie obmedzenia v súčasnosti znemožňujú nasadenie takýchto modelov ako účinných nástrojov dohľadu. ESRB úlohu makroprudenciálneho stresového testovania pri hodnotení rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu prameniacich z investičných fondov v súčasnosti analyzuje.

II.3.2. Nežiaduce účinky

Príliš konkrétne usmernenia týkajúce sa stresového testovania môžu správcov fondov viesť k podobnému/harmonizovanému správaniu a v konečnom dôsledku k rovnakému polohovaniu aktív investičných fondov (jednostrannému polohovaniu). To by mohlo zvýšiť riziko budúceho davového správania a systémové finančné riziko. Okrem toho by najmä v prípade menších správcov fondov viac usmernení mohlo viesť k rozsiahlejšiemu stresovému testovaniu a tým aj k vyšším nákladom.

II.4. Odporúčanie D – Vykazovanie podnikmi kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov

II.4.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel

Odporúčanie D.1 – Vykazovacie povinnosti správcovských spoločností PKIPCP

Neexistencia harmonizovaného rámca vykazovania vo všetkých členských štátoch je v súčasnosti prekážkou komplexného hodnotenia a monitorovania potenciálneho podielu PKIPCP na rizikách ohrozujúcich finančnú stabilitu. Hoci viaceré jurisdikcie v EÚ stanovujú vykazovacie povinnosti PKIPCP, podľa výsledkov prieskumu sa vykazovacie postupy výrazne líšia, pokiaľ ide o frekvenciu vykazovania, rozsah vykazovania PKIPCP, ako aj rozsah vykazovaných údajov⁽¹⁾. To znemožňuje agregáciu národných údajov a monitorovanie vývoja, napr. likviditného rizika a rizika využívania pákového efektu v prípade PKIPCP, na úrovni EÚ.

Štatistika ECB o investičných fondoch na komplexné hodnotenie a monitorovanie likviditného rizika a rizika využívania pákového efektu v prípade PKIPCP nepostačuje. Hoci štatistika ECB regulačným orgánom umožňuje monitorovať vývoj v sektore investičných fondov eurozóny na základe informácií o základných súvahových kategóriách aktív a pasív vrátane členenia podľa splatnosti, vykazované položky na adekvátne hodnotenie rizík nestačia. Táto štatistika predovšetkým neobsahuje podrobné údaje o transakciách s jednotlivými nástrojmi a jednotlivých expozíciách, ktoré sú potrebné na adekvátnu analýzu vývoja likvidity portfólií PKIPCP. Vzhľadom na to, že dostupné údaje umožňujú využívanie pákového efektu len odvodiť (prostredníctvom pôžičiek), nie je možné adekvátne sledovať ani trendy v jeho využívaní. Ucelenejší ukazovateľ využívania pákového efektu, i prostredníctvom derivátov (t. j. syntetického pákového efektu), k dispozícii nie je. Štatistika ECB navyše v súčasnosti nerozlišuje medzi PKIPCP a AIF, pričom takéto rozlíšenie je dôležitým predpokladom adekvátneho monitorovania rizík, keďže tieto fondy pôsobia v značne odlišných regulačných rámcoch.

Vytvorenie harmonizovaného rámca vykazovania PKIPCP na úrovni EÚ by mohlo byť efektívnym riešením z hľadiska monitorovania a mohlo by zároveň znížiť súčasnú neefektívnosť vykazovania i náklady príslušným orgánom i samotnému odvetviu. Od nadobudnutia účinnosti smernice 2011/61/EÚ príslušné vnútroštátne orgány aj správcovia AIF zlepšili svoje technické schopnosti a získali rozsiahlejšie skúsenosti s komplexným rámcom vykazovania na úrovni EÚ na základe tejto smernice. Pokiaľ by bol nový rámec vykazovania PKIPCP postavený na existujúcich technických systémoch vykazovania, tak príslušné orgány ako aj správcovia fondov AIF a PKIPCP, resp. správcovia fondov PKIPCP s rôznymi vykazovacími povinnosťami v rôznych jurisdikciách, by ťažili z výhod väčších vykazovacích synergií.

Pri navrhovaní vykazovacieho rámca PKIPCP by Komisia mala zohľadňovať skutočnosť, že PKIPCP pôsobia v prísnejšom regulačnom režime než AIF. Na adekvátne monitorovanie rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu spojených s PKIPCP by mal postačovať menej rozsiahly vykazovací rámec.

Komisia by mala brať do úvahy i prebiehajúce iniciatívy, ktoré môžu harmonizované vykazovanie ovplyvniť, informácie od ESMA a príslušných vnútroštátnych orgánov týkajúce sa tohto druhu vykazovania, ako aj možnosti nových, alternatívnych či upravených ukazovateľov pákového efektu, ktoré v súčasnosti vyvíja IOSCO. Zohľadniť je potrebné i vykazovacie povinnosti stanovené v nariadení (EÚ) 2017/1131 o fondoch peňažného trhu.

Podrobne definované vykazovacie povinnosti týkajúce sa likviditných parametrov by umožnili monitorovať potenciálne systémové riziká prameniace z transformácie likvidity a nesúladu v profile likvidity, ku ktorým v PKIPCP dochádza. Na PKIPCP sa vzťahujú podrobné pravidlá týkajúce sa povolených aktív, takže zvyčajne investujú do likvidnejších aktív, hoci niektoré PKIPCP môžu investovať i do menej likvidných tried aktív, napr. určité typy dlhopisových fondov investujúce do dlhopisov emitentov z rozvíjajúcich sa trhových ekonomík alebo do vysokoúročných dlhopisov. Vzhľadom na to, že PKIPCP sú tiež povinné dodržiavať požiadavky na minimálne frekvencie vyplácania podielov, môžu predstavovať vyššie likviditné riziko. V prípade týchto PKIPCP v momentálne platnom právnom rámci naďalej existuje potenciálna údajová medzera, keďže ich vykazovacie povinnosti voči príslušným vnútroštátnym orgánom sú iné ako v prípade AIF. Rozsah súčasného vykazovacieho rámca (smernica 2011/61/EÚ a smernica 2009/65/ES) preto nie je vyčerpávajúci a neobsahuje ani harmonizované ukazovatele likviditného rizika, ktoré by boli zmysluplné, jednoducho stavané a interpretovateľné. Je to dôležité najmä pri monitorovaní vývoja z makroprudenciálneho hľadiska a agregácii jednotlivých ukazovateľov v celom odvetví a v rôznych jurisdikciách.

⁽¹⁾ Napríklad luxemburská Komisia pre dohľad nad finančným sektorom (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF) začiatkom roka 2016 zaviedla povinnosť PKIPCP vykazovať riziká, pričom od sektora PKIPCP požaduje polročné vykazovanie údajov súvisiacich s rôznymi rizikovými faktormi, ako je využívanie pákového efektu, riziko protistrany, úverové riziko a likviditné riziko. Viac informácií je na stránke <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

V záujme monitorovania nesúladu v profile likvidity v rámci PKIPCP by tieto subjekty mali mať povinnosť vykazovať údaje o svojich aktívach i pasívach. Správcovia AIF musia vykazovať údaje o likviditnom profile spravovaných AIF, ktoré vypovedajú o hodnotení likvidity (zo strany správcu) investovaných aktív AIF a štruktúre ich investorov. To by malo byť i základom súvisiaceho vykazovania PKIPCP, doplneného o informácie o dostupnosti a využívaní rôznych nástrojov riadenia likvidity, ktoré majú PKIPCP k dispozícii. Súčasťou vykazovaných údajov by mohli byť napríklad aj informácie o výške vyplácania podielov v minulosti.

Zhromažďovanie ďalších údajov umožňuje komplexné hodnotenie potenciálneho podielu týchto PKIPCP na finančnom/systémovom riziku. Za pozornosť stoja najmä informácie o zdrojoch dlhového financovania, ktoré by umožnili riadne hodnotenie rizík vyplývajúcich napríklad z využívania pákového efektu zo strany PKIPCP. PKIPCP by tiež okrem iného mali nahlasovať informácie o investičnej stratégii, obchodovaných nástrojoch a jednotlivých expozíciách, profile trhového rizika, rizika protistrany a úverového rizika, ako aj o profile likviditného rizika. Tieto informácie by mohli byť indikátorom rizika núteného odpredaja, koncentrácie protistrán a vzájomných väzieb na finančný systém ako celok. Ich súčasťou by mali byť informácie o kategóriách derivátových pozícií, technikách a nástrojoch, ako sú dohody o spätnom odkúpení a pôžičky cenných papierov. Veľmi podobné požiadavky sú stanovené vo vykazovacích povinnostiach v rámci smernice 2011/61/EÚ, ktoré by mohli byť doplnené o aspekty špecifické pre PKIPCP, ako napr. účinné riadenie portfólií. Správcovia AIF musia poskytovať informácie o rizikovom profile a hlavných kategóriách aktív, do ktorých AIF investujú, vrátane príslušných hrubých, dlhých a krátkych derivátových pozícií. Správcovia AIF však zároveň musia poskytovať aj informácie o zdroji peňažných pôžičiek⁽¹⁾.

Ekonomicky významná časť sektora PKIPCP uplatňuje stratégie, pri ktorých sa financovanie z cudzích zdrojov – vrátane syntetického pákového efektu – obmedzuje len nepriamo. Pokiaľ ide o využívanie pákového efektu v rámci transakcií financovania prostredníctvom cenných papierov alebo syntetického pákového efektu prostredníctvom derivátových expozícií, PKIPCP môžu vytvárať expozície – počítané na základe záväzkovej metódy – len do výšky svojej celkovej NAV (box 1b). Podľa smernice 2009/65/ES však môžu členské štáty fondom PKIPCP povoliť výpočet ich celkovej expozície aj pomocou metódy „value-at-risk“ (VaR) alebo iných pokročilých metódik merania rizík (namiesto záväzkovej metódy)⁽²⁾. Využívanie pákového efektu je v prípade týchto fondov nepriamo obmedzené len prostredníctvom limitov trhového rizika⁽³⁾. Na fondy, ktoré používajú metódu *absolútnej* VaR, sa tak vzťahuje limit absolútnej VaR max. 20 % NAV. Na fondy používajúce metódu *relatívnej* VaR sa vzťahuje limit max. dvojnásobku rizika straty na základe daného modelu VaR podobného portfólia, no bez pákového efektu. Dôležité je, že tieto metódy VaR potenciálne umožňujú vyšší pákový efekt v porovnaní so záväzkovou metódou, v závislosti od volatility podkladových aktív. Z prieskumu ESRB uskutočneného v 11 jurisdikciách v rámci EÚ vyplýva, že podiel fondov PKIPCP, ktoré na výpočet celkovej expozície využívajú metódy VaR, by mohol predstavovať od 27 % do 50 % sektora PKIPCP v EÚ (vo vyjadrení NAV).

Cieľom by malo byť konzistentné vykazovanie pákového efektu v prípade všetkých PKIPCP a AIF, ktoré by malo prispieť k monitorovaniu investičných fondov, na ktoré sa nevzťahujú limity pákového efektu v rámci sektora investičných fondov EÚ. FSB príslušným orgánom odporúča zbierať údaje o využívaní pákového efektu v investičných fondoch, monitorovať jeho využívanie zo strany investičných fondov, na ktoré sa nevzťahujú limity pákového efektu, resp. ktorých využívanie pákového efektu môže predstavovať významné riziká pre finančný systém, a v prípade potreby prijať príslušné opatrenia. IOSCO bola zároveň vyzvaná určiť a/alebo vyvinúť konzistentné ukazovatele pákového efektu v investičných fondoch v záujme zmysluplnejšieho monitorovania využívania pákového efektu na účely finančnej stability, a zabezpečiť možnosť priameho porovnávania investičných fondov na svetovej úrovni do konca roka 2018⁽⁴⁾. Konečným cieľom by preto malo byť harmonizované vykazovanie využívania pákového efektu na základe konzistentných ukazovateľov pákového efektu, ktoré má určiť/vyvinúť IOSCO. Harmonizácia vykazovacieho rámca pre PKIPCP a vykazovania pákového efektu v AIF podľa smernice 2011/61/EÚ by sa mali vyvíjať týmto smerom a mali by umožniť monitorovanie investičných fondov využívajúcich pákový efekt v sektore investičných fondov EÚ ako celku. Komisia by preto mala vytvoriť harmonizovaný rámec platný pre celú EÚ ako aj pre všetky PKIPCP a AIF, s prihliadnutím na medzinárodný rozmer ako aj na cieľ stanoviť jednotné postupy pre rôzne metódy výpočtu pákového efektu (fiktívnu, hrubú a záväzkovú). To by zároveň umožnilo monitorovať využívanie pákového efektu v PKIPCP, na ktoré sa vzťahujú len nepriame obmedzenia pákového efektu.

⁽¹⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v prílohe IV k delegovanému nariadeniu (EÚ) č. 231/2013.

⁽²⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 41 ods. 3 smernice 2010/43/EÚ.

⁽³⁾ CESR's (Level 3) „Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, 28. júla 2010.

⁽⁴⁾ Odporúčania Rady pre finančnú stabilitu č. 10 a 11 „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, január 2017.

Pri vykazovaní pákového efektu v súlade so záväzkovou metódou v zmysle smernice 2011/61/EÚ by PKIPCP museli svoju hodnotu NAV pripočítavať k expozícii meranej prostredníctvom záväzkovej metódy PKIPCP. V súčasnosti sa spôsoby výpočtu expozície podľa záväzkovej metódy podľa smernice 2009/65/ES a smernice 2011/61/EÚ mierne líšia. Zatiaľ čo podľa smernice 2011/61/EÚ sú AIF povinné záväzkovú expozíciu počítať ako súčet absolútnej hodnoty všetkých pozícií, fondy PKIPCP musia počítať len inkrementálnu expozíciu vyplývajúcu z použitia pákového efektu (tabuľka 3). Vzhľadom na to, že PKIPCP si nesmú požičiavať nezabezpečené peňažné prostriedky na investičné účely, i vzhľadom na to, že pravidlá počítania expozícií v rámci transakcií financovania prostredníctvom cenných papierov a derivátov sú podobné pravidlám stanoveným v smernici 2011/61/EÚ, záväzkovú metódu PKIPCP je možné zosúladiť so smernicou 2011/61/EÚ tým, že sa od PKIPCP bude požadovať k ich expozícii pripočítavať NAV.

V tejto súvislosti by nový systém vykazovania rizík PKIPCP mal zahŕňať i vykazovanie výsledkov stresových testov týchto subjektov. Jeho súčasťou by malo byť vykazovanie výsledkov štandardizovaných stresových testov s jednou premennou, ako aj informácie o vlastných scenároch stresových testov správcov fondov a relevantných výsledkoch.

Tabuľka 3

Výpočet expozície investičného fondu na základe záväzkovej metodiky

	AIFMD		PKIPCP	
	Súčasný postup výpočtu		Navrhované zmeny	
Definícia expozície	Súčet absolútnych hodnôt všetkých pozícií	Inkrementálna expozícia a pákový efekt vyplývajúci z použitia finančných derivátových nástrojov	Pripočítavať čistú hodnotu aktív	
Finančná páka	Opätovné využitie peňažných pôžičiek			
	Trhová hodnota realizovaných investícií alebo celková hodnota požičanej hotovosti (podľa toho, ktorá je vyššia)	Nezabezpečené peňažné pôžičky neprípustné na investičné účely	Žiadne	
	Transakcie financovania prostredníctvom cenných papierov			
	Trhová hodnota prijatého kolaterálu (vrátane hotovosti) pri reinvestícií	Trhová hodnota prijatého kolaterálu (vrátane hotovosti) pri reinvestícií	Žiadne	
Čistý syntetický pákový efekt	Deriváty			
	Súčet trhovej hodnoty ekvivalentnej pozície podkladových aktív po zohľadnení čistého započítania a zabezpečovacích opatrení	Súčet trhovej hodnoty ekvivalentnej pozície podkladových aktív po zohľadnení čistého započítania a zabezpečovacích opatrení	Žiadne	

Odporúčanie D.2 – Frekvencia a rozsah vykazovacích povinností PKIPCP a správcovských spoločností PKIPCP

Údaje uvedené v odporúčaní D.1 by mala štvrťročne vykazovať dostatočná a z hľadiska finančnej stability relevantná časť všetkých PKIPCP a ich správcovských spoločností. Skladba portfólií investičných fondov, likvidita portfólií a využívanie pákového efektu (predovšetkým prostredníctvom derivátov) môže podliehať významným krátkodobým zmenám. V záujme adekvátneho monitorovania a prípadného reagovania na vývoj, ktorý môže prispieť k vzniku rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu, je preto potrebná minimálne štvrťročná frekvencia vykazovania. Vzhľadom na rôzne investičné stratégie a veľkosť PKIPCP a ich správcovských spoločností sa bude podiel jednotlivých subjektov či skupín na vzniku systémových rizík pravdepodobne meniť. Z hľadiska finančnej stability by malo štvrťročné vykazovanie dostatočnej podmnožiny PKIPCP a ich správcovských spoločností postačovať na adekvátne monitorovanie a zároveň by malo obmedziť celkovú vykazovaciu záťaž odvetvia.

Do podmnožiny PKIPCP podliehajúcich štvrťročnému vykazovaniu by mali patriť prinajmenšom tie, ktoré na meranie svojej globálnej expozície používajú metódu VaR. Pri realizácii derivátových transakcií tieto PKIPCP spravidla používajú zložitejšie investičné stratégie s potenciálne významnou mierou pákového efektu. Popri tejto podmnožine PKIPCP by Komisia mala posudzovať i atribúty, ako je objem spravovaných aktív, prípadne investičná stratégia a likviditný profil, aby bol do štvrťročného vykazovania zapojený relevantný podiel PKIPCP a ich správcovských spoločností.

Predpokladom účinného monitorovania vývoja a potenciálneho stupňovania rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu v rámci odvetvia PKIPCP všeobecnejšie je, aby dostatočne veľká časť PKIPCP a ich správcovských spoločností minimálne ročne vykazovala dostatočný súbor informácií. Zavedenie ročných vykazovacích povinností pre dostatočnú časť odvetvia PKIPCP by spolu s dostupnými údajmi za AIF umožnilo monitorovanie základných trendov vývoja v sektore investičných fondov v celej EÚ. V tejto súvislosti treba poznamenať, že ročné vykazovanie by malo byť v súlade s minimálnou frekvenciou vykazovania stanovenou v smernici 2011/61/EÚ. Týmto spôsobom by bolo zabezpečené najmenej ročné monitorovanie rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu v sektore investičných fondov v prípade PKIPCP i AIF. Zároveň by to umožnilo zmysluplné porovnávanie vývoja PKIPCP a AIF v rôznych časových úsekoch, ako aj odhaľovanie potenciálnych štrukturálnych zmien, ktoré by mohli prispieť k hromadeniu systémových rizík.

Pri výbere subjektov s povinnosťou ročného vykazovania sa Komisii odporúča zohľadňovať celkový objem spravovaných aktív PKIPCP a ich správcovských spoločností. Používanie objemu spravovaných aktív na určovanie vykazovacích povinností je v súlade s existujúcimi postupmi určovania vykazovacích povinností správcov AIF. Komisia by pri určovaní subjektov s povinnosťou ročného vykazovania mohla brať do úvahy i ďalšie atribúty, ako napr. využívanie pákového efektu v rámci PKIPCP, spôsob výpočtu globálnej expozície a investičnú stratégiu PKIPCP.

Podľa smernice 2011/61/EÚ by sa frekvencie vykazovania správcov AIF mohli použiť ako východisko pri určovaní frekvencií vykazovania PKIPCP a ich správcovských spoločností s rozdelením do troch kategórií (štvrťročne, ročne a bez vykazovacej povinnosti). Súčasnú frekvenciu vykazovania⁽¹⁾ autorizovaných správcov AIF v EÚ (v súlade s frekvenciami PKIPCP a ich správcovských spoločností, ktoré musia byť autorizované a ktoré majú sídlo v EÚ) možno zhrnúť nasledovne:

- správcovia AIF s celkovým objemom spravovaných aktív viac ako 100 mil. € majú možnosť požiadať o autorizáciu a vykazovať informácie na úrovni správcu i AIF ročne,
- ak celkový objem spravovaných aktív správcu AIF prekračuje hranicu 100 mil. €, ale zároveň nedosahuje hranicu 1 mld. €, správca má povinnosť polročného vykazovania na úrovni správcu i AIF, s výnimkou správcov s objemom spravovaných aktív prekračujúcim 500 mil. €,
- ak celkový objem spravovaných aktív správcu AIF prekračuje hranicu 1 mld. €, správca je povinný vykazovať štvrťročne na úrovni správcu i AIF.

⁽¹⁾ „Usmernenia o ohlasovacej povinnosti podľa článku 3 ods. 3 písm. d) a článku 24 ods. 1, 2 a 4 smernice AIFMD“ (ESMA/2014/869EN). Je potrebné poznamenať, že uvedený súhrn neberie do úvahy frekvencie vykazovania AIF, ktoré investujú do nekótovaných spoločností a emitentov s cieľom nadobudnúť kontrolný podiel – v prípade PKIPCP je takáto investičná stratégia neprípustná.

Komisia môže v spolupráci s ESMA a príslušnými vnútroštátnymi orgánmi stanoviť primeraný spôsob výberu podmnožiny PKIPCP a ich správcovských spoločností v jednotlivých vykazovacích kategóriách. Spoluúčasť ESMA a príslušných vnútroštátnych orgánov na vývoji vykazovacieho rámca PKIPCP a ich správcovských spoločností je príležitosťou čerpať zo súčasných skúseností s vykazovaním na základe smernice 2011/61/EÚ. Je potrebné poznamenať, že Komisia by pritom – v spolupráci s ESMA a príslušnými vnútroštátnymi orgánmi – mohla zväziť i iné ciele než monitorovanie rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu (napr. ochranu investorov), ktoré si môžu vyžadovať častejšie vykazovanie. Primeranosť rozsahu a frekvencie vykazovacieho rámca PKIPCP a ich správcovských spoločností by sa mala určitý čas po jeho zavedení prehodnotiť.

Komisia by sa mala snažiť nájsť rovnováhu medzi maximalizáciou prínosov intenzívnejšieho monitorovania rizík a minimalizáciou nákladov spôsobených novými vykazovacími povinnosťami. Z dlhodobšieho hľadiska by z vykazovacieho rámca PKIPCP, ktorý sa svojimi technickými systémami a parametrami podobá existujúcemu rámcu na základe smernice 2011/61/EÚ, mali profitovať všetky jurisdikcie. Z krátkodobého hľadiska by však prechod na nový vykazovací rámec PKIPCP a ich správcovských spoločností znamenal náklady pre sektor investičných fondov i orgány dohľadu. V prípade príslušných orgánov sa krátkodobé náklady pravdepodobne budú líšiť, pričom najvyššiu záťaž by zrejme znášali jurisdikcie, v ktorých v súčasnosti neplatia žiadne vykazovacie povinnosti. Z hľadiska sektora by sa náklady na zavedenie nového, jednotného vykazovacieho rámca PKIPCP zrejme v jednotlivých správcovských spoločnostiach PKIPCP výrazne líšili. Správcovia fondov spravujúci PKIPCP v rôznych jurisdikciách by napríklad mohli čeliť určitému počítačovému zvýšeniu nákladov spojených s rozšíreným vykazovaním, hoci v porovnaní so súčasnou situáciou s rôznymi vykazovacími režimami a povinnosťami v rôznych jurisdikciách by zaznamenali zlepšenie celkovej efektívnosti vykazovania a redukciu nákladov. Správcovské spoločnosti, ktoré spravujú PKIPCP i AIF, by tiež zaznamenali len nízke jednorazové náklady, pričom informácie o svojich PKIPCP by oznamovali prostredníctvom existujúcich vykazovacích systémov/parametrov pre AIF. Najvyšším krátkodobým nákladom na nový režim vykazovania PKIPCP budú zrejme čeliť malé správcovské spoločnosti, ktoré spravujú PKIPCP len v jednej jurisdikcii, keďže v porovnaní s existujúcim systémom vykazovania zaznamenajú v najlepšom prípade len malý nárast efektívnosti. Nový systém vykazovania si vyžiada dodatočné administratívne náklady a náklady spojené s dodržiavaním pravidiel pri zavádzaní systému, ako aj opakujúce sa náklady na zostavovanie výkazov. Tieto dodatočné náklady zase môžu vytvoriť priestor na uplatnenie úspor z rozsahu a na potenciálne zmeny v štruktúre odvetvia.

Odporúčanie D.3 – Harmonizované vykazovanie a harmonizovaná výmena informácií

Príslušné vnútroštátne orgány by mali byť povinné poskytovať informácie vykazované PKIPCP a ich správcovskými spoločnosťami iným orgánom EÚ, ESMA a ESRB. Povinná výmena informácií umožňuje kolektívnu analýzu potenciálnej úlohy PKIPCP v tvorbe systémového rizika a jednotnú reakciu. Zároveň existuje možnosť, že jeden alebo viacero PKIPCP bude v určitom bode predstavovať významný zdroj rizika protistrany pre úverovú inštitúciu alebo inú systémovo dôležitú inštitúciu v jednom alebo viacerých členských štátoch. To zdôrazňuje význam primeraného rámca na výmenu informácií s inými orgánmi.

Komísii sa odporúča v novom vykazovacom rámci PKIPCP⁽¹⁾ uplatniť existujúce ustanovenia a postupy výmeny informácií podľa smernice 2011/61/EÚ. Podľa smernice 2011/61/EÚ sú príslušné vnútroštátne orgány povinné poskytovať získané informácie o správcach AIF a fondoch AIF iným orgánom, ESMA a ESRB. Výmena informácií medzi ESMA a ESRB v súvislosti s údajmi získanými na základe smernice 2011/61/EÚ sa uskutočňuje na základe memoranda o porozumení. Na účely účinného monitorovania systémového rizika sú príslušné vnútroštátne orgány domovského členského štátu tiež oprávnené vyžiadať si v prípade potreby informácie mimo rámca vykazovania, či už pravidelne alebo jednorazovo. Harmonizovaná výmena informácií sa v neposlednom rade v zmysle smernice 2011/61/EÚ opiera o vykonávacie technické predpisy ESMA, ktoré stanovujú postup výmeny informácií medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi a medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi a ESMA.

II.4.2. Nežiaduce účinky

V dôsledku nového vykazovacieho rámca PKIPCP vznikajú náklady spojené s procesmi zberu údajov a ich výmeny, ktoré musia správcovské spoločnosti i príslušné vnútroštátne orgány zaviesť. Akákoľvek snaha o rozšírenie vykazovania PKIPCP a ich správcovských spoločností by preto mala riadne zohľadniť zásadu úmernosti a snažiť sa o redukciu súvisiacich nákladov. Rozšírené vykazovanie PKIPCP by mohlo predstavovať neprimeranú záťaž najmä pre menších účastníkov odvetvia. Vykazovací rámec PKIPCP by mal preto pri určovaní vykazovacích povinností prihliadať na potenciálnu úlohu jednotlivých fondov v tvorbe systémového rizika. Vykazovací rámec PKIPCP by mal zvažovať ďalšie možnosti na zníženie súvisiacich nákladov a prihliadať na existujúce vykazovacie rámce, pre ktoré už účastníci odvetvia a príslušné orgány vyvinuli príslušné technické štandardy. Vzhľadom na veľký počet správcovských spoločností PKIPCP,

⁽¹⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článkoch 50, 52 a 54 smernice 2011/61/EÚ.

ktoré zároveň vlastní licenciu na správu AIF, ako aj vzhľadom na viacero pravdepodobne podobných vykazovaných oblastí PKIPCP a AIF, by bolo rozumné pri formáte vykazovacieho rámca PKIPCP nadviazať na existujúci vykazovací rámec na základe smernice 2011/61/EÚ. Vykazovací rámec PKIPCP by mal v maximálnej možnej miere zohľadňovať i existujúce vykazovacie povinnosti týchto investičných fondov. Podrobné informácie o aktívach a pasívach investičných fondov [nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1073/2013⁽¹⁾] už obsahujú predovšetkým súvahové údaje investičných fondov, ktoré zbiera ECB. Tieto údaje však nie sú k dispozícii za celú EÚ a vo všeobecnosti nie sú dostatočne podrobné, aby umožnili získať primeraný prehľad o likviditnom riziku a využívaní pákového efektu v investičných fondoch.

II.5. Odporúčanie E – Usmernenia k článku 25 smernice 2011/61/EÚ

II.5.1. Ekonomické zdôvodnenie a účel

Odporúčanie E.1 – Posudzovanie systémových rizík súvisiacich s pákovým efektom

Správcovia investičných fondov sú povinní príslušným vnútroštátnym orgánom nahlasovať podrobné údaje za všetky spravované AIF využívajúce pákový efekt. Súčasťou tohto súboru údajov, ktorý môže obsahovať až 301 položiek, sú podrobné informácie o využívaní pákového efektu v investičnom fonde, jeho veľkosti, investičných stratégiách, hlavných expozíciách, geografickom zameraní, vlastníctve a koncentrácii investorov, obchodovaných nástrojoch, trhovom riziku, rizikovom profile protistrán, likviditnom profile (vrátane profilu vyplácania), ako aj o prevádzkovom riziku a ďalších rizikových aspektoch. Treba poznamenať, že v prípade AIF s pákovým koeficientom presahujúcim trojnásobok ich NAV, vypočítanej záväzkovou metódou, sa miera využívania pákového efektu považuje za významnú. Správcovia takýchto fondov sú povinní okrem iného oznamovať päť najväčších zdrojov požičaných peňažných prostriedkov či cenných papierov.

Podrobné údaje, ktoré majú príslušné vnútroštátne orgány k dispozícii, prispievajú k hodnoteniu systémového rizika vyplývajúceho z využívania pákového efektu, hoci ponechávajú pomerne veľký priestor na uplatňovanie odlišných národných postupov. Oznamované údaje napríklad obsahujú dva rôzne ukazovatele pákového efektu – hrubý i čistý, ktorý zohľadňuje expozície využívajúce pákový efekt na účely započítania alebo zabezpečenia – a orgány dohľadu môžu mať na použitie a výklad týchto ukazovateľov rôzny názor. Rozsiahle vykazovanie údajov okrem toho vytvára priestor na rozdielny národný postoj k potrebe vykazovania informácií nad rámec využívania pákového efektu. Rozdielny môže byť i postoj k potrebe hodnotenia podielu využívania pákového efektu v AIF na tvorbe systémového rizika.

Medzinárodná povaha sektora AIF si vyžaduje koordinovanejší postoj k hodnoteniu systémového rizika spojeného s využívaním pákového efektu a k potenciálnym opatreniam na jeho zmiernenie. AIF spravidla investujú a majú väzby s finančnými inštitúciami v rôznych krajinách, takže potenciálny ekonomický účinok oddľožovania či zlyhania investičných fondov sa neobmedzuje len na jednotlivé jurisdikcie, v ktorých majú AIF sídlo. Pre správcov fondov a/alebo ich investičné fondy je zároveň pomerne jednoduché premiestniť sa do inej jurisdikcie, čo ešte viac zdôrazňuje dôležitosť koordinovanejšieho prístupu k hodnoteniu rizík a prípadným protiopatreniam.

V záujme konzistentného postupu príslušných vnútroštátnych orgánov pri hodnotení plnenia podmienok na prijatie opatrení súvisiacich s využívaním pákového efektu by mal ESMA v prvom rade vydať usmernenia týkajúce sa jednotného súboru ukazovateľov. Tieto usmernenia by umožnili účinné používanie rozsiahleho súboru informácií, ktoré majú príslušné vnútroštátne orgány k dispozícii na základe smernice 2011/61/EÚ, a motivovali by ich hodnotiť, do akej miery využívanie pákového efektu v sektore AIF prispieva k tvorbe systémového rizika. Praktické uplatnenie politických opatrení na základe článku 25 smernice 2011/61/EÚ vrátane makroprudenciálnych limitov pákového efektu či iných obmedzení určených pre správcov AIF si vyžaduje rámec, prostredníctvom ktorého je možné posudzovať, či opatrenia prijaté na úrovni investičných fondov skutočne obmedzujú ich podiel na tvorbe systémových rizík v sektore AIF.

V záujme harmonizovaného používania ukazovateľov sa ESMA tiež odporúča vydať usmernenia k ich interpretácii. ESMA v súčasnosti zostavuje súbor údajov na úrovni EÚ, ktorý bude obsahovať všetky údaje vykazované príslušným vnútroštátnym orgánom na národnej úrovni na základe smernice 2011/61/EÚ. Po jeho sprístupnení by mal tento súbor údajov ESMA umožniť vypracovať kvantitatívny pohľad na interpretáciu ukazovateľov v hodnotiacom rámci, napr. na základe analýzy základnej súhrnnej štatistiky jednotlivých ukazovateľov, ako sú priemerné, mediánové, minimálne a maximálne vykázané hodnoty, a distribúcie vykázaných hodnôt.

⁽¹⁾ Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1073/2013 z 18. októbra 2013 o štatistike aktív a pasív investičných fondov (ECB/2013/38) (Ú. v. EÚ L 297, 7.11.2013, s. 73).

Súčasťou hodnotiaceho rámca by mali byť ukazovatele, ktoré sledujú úroveň, zdroj a rôzne spôsoby využívania pákového efektu. Využívanie pákového efektu prostredníctvom pôžičiek či transakcií financovania prostredníctvom cenných papierov zvyšujú riziko financovania likvidity investičného fondu, vzhľadom na možnosť nárastu úverových nákladov či požadovaných marží. Používanie syntetického pákového efektu má zase za následok zvýšenie citlivosti fondu na šoky na derivátových trhoch a riziko, že výzvy na vyrovnanie marží i v dôsledku malého poklesu cien môžu fond donútiť k núdzovému odpredaju aktív.

Rámec by mal v maximálnej možnej miere zachytávať kanály, prostredníctvom ktorých môže dôjsť k naplneniu systémových rizík, ako je uvedené nižšie.

- a) **Potenciálny príspevok jednotlivých fondov a sektora AIF ako celku k riziku núdzového odpredaja.** Jedným z aspektov rizika núdzového odpredaja je profil vyplácania podielov investičného fondu. Možnosť krátkodobého (najmä denného) vyplácania podielov a krátke výpovedné lehoty investičné fondy vystavujú riziku hromadných žiadostí investorov o vyplatenie podielov, ktoré môžu vyvolať núdzový odpredaj. Ďalším aspektom profilu vyplácania investičného fondu je jeho investorská základňa, pričom vyššia koncentrácia určitého typu investorov – najmä v kombinácii s krátkou frekvenciou vyplácania – zvyšuje riziko núdzového odpredaja, ktorý môže byť spustený aj v prípade, že sa svoj podiel rozhodne vybrať len jeden, resp. len niekoľko investorov. Druhým aspektom rizika núdzového odpredaja je likviditný profil investičného fondu. Likvidita portfólia investičného fondu je základným predpokladom jeho schopnosti plniť žiadosti o vyplatenie podielov či výzvy na vyrovnanie marže bez potreby núdzového odpredaja aktív. Schopnosť likvidácie častí portfólia do značnej miery závisí od atribútov portfólia investičného fondu. Aspekty ako vysoká koncentrácia úverových expozícií voči určitým protistranám či jednotlivých nástrojov zvyšujú pravdepodobnosť, že investičný fond bude v prípade zlyhania protistrany nútený pristúpiť k núdzovému odpredaju aktív. V prípade zložitých portfólií (s vysokým podielom mimoburzových nástrojov či do značnej miery recyklujúcich kolaterál) sa tieto účinky môžu ešte znásobiť.
- b) **Priame vzájomné väzby investičných fondov a sektora AIF ako celku s finančnými inštitúciami.** Využívanie pákového efektu môže zvýšiť riziko, že investičný fond sa dostane do finančných ťažkostí, ktoré sa následne prenesú na jeho protistrany a neskôr na širší finančný systém („kanál protistrany“). Protistranami môžu byť banky alebo obchodníci s cennými papiermi, ktorí majú priame väzby na investičný fond využívajúci pákový efekt alebo mu poskytli finančné prostriedky. Prostredníctvom svojich väzieb na investorov a financovanie ďalších finančných sprostredkovateľov a podnikov („kanál vzájomných väzieb“) môže investičný fond využívajúci pákový efekt prenášať riziká i na globálny finančný systém. Jedným zo spôsobov, ako sledovať priame vzájomné väzby na finančné inštitúcie, je merať koncentráciu expozícií protistrán voči danému investičnému fondu. Investičné fondy môžu mať priame väzby na finančné inštitúcie aj prostredníctvom svojej investorskej základne a portfóliových investícií.
- c) **Priama a nepriama úloha jednotlivých fondov a sektora AIF ako celku na úverovom sprostredkovaní.** Dlhovo financované investičné fondy sa môžu podieľať na nadmernom úverovom sprostredkovaní a riziku narušenia procesu sprostredkovania úverov v prípade obratu v úverovom cykle. Využívanie pákového efektu investičným fondom umožňuje priamo poskytovať úvery reálnej ekonomike či vytvárať podmienky na zvýšenú úverovú aktivitu bánk. V druhom prípade môžu investičné fondy priamo financovať bankový sektor, investovať do štruktúrovaných úverov a preberať úverové riziko prostredníctvom derivátov. V dôsledku náhleho pozastavenia poskytovania likvidity a krátkodobých finančných zdrojov finančným inštitúciám, náhlejšieho redukcie trhovej likvidity finančných nástrojov dôležitých pre úverové sprostredkovanie, alebo v dôsledku nedostatočnej separácie rizík môžu vzniknúť systémové riziká⁽¹⁾.

ESMA by mal vydať usmernenia k vytvoreniu funkčného hodnotiaceho rámca. Potenciálne kanály systémového rizika sa napriek možnosti základnej teoretickej kategorizácie v praxi prelínajú a zrejme navzájom znásobujú. Navyše mechanizmy pôsobenia systémového rizika prostredníctvom týchto kanálov môžu byť komplexné a podliehajú zmenám. V dôsledku toho meranie podielu investičných fondov na tvorbe systémových rizík prostredníctvom jednotlivých ukazovateľov nie je jednoduché, čo vedie k rozporu medzi vytvorením jednoduchého a použiteľného rámca a vytvorením rámca, ktorý je zložitejší a náročnejší na zavedenie. V zásade možno povedať, že ukazovatele by mali byť súčasťou rámca len vtedy, ak hodnotenie podielu investičných fondov a sektora AIF ako celku na tvorbe systémových rizík spojených s využívaním pákového efektu výrazne zjednodušujú.

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

Usmernenia ESMA k hodnotiacemu rámcu by okrem toho mali byť pre príslušné vnútroštátne orgány dostatočným základom na zdôvodnenie prijatia makroprudenciálnych opatrení. Príslušné vnútroštátne orgány domovského členského štátu správcu AIF by mali ESMA, ESRB a príslušným vnútroštátnym orgánom AIF zdôvodniť všetky makroprudenciálne opatrenia prijaté na obmedzenie miery, do akej využívanie pákového efektu prispieva k tvorbe systémového rizika vo finančnom systéme či rizikám narušenia fungovania trhov⁽¹⁾. ESMA by mal následne k prijatým opatreniam vydať stanovisko a posúdiť, či boli splnené podmienky na jeho prijatie⁽²⁾. Existencia podrobne definovaného hodnotiaceho rámca, ktorým sa príslušné vnútroštátne orgány môžu riadiť, zvyšuje pravdepodobnosť zhody príslušných vnútroštátnych orgánov a ESMA v potrebe prijatia opatrení.

V tabuľke 4 je uvedený príklad súboru jednotných ukazovateľov, ktorý by mohol byť súčasťou navrhovaného hodnotiaceho rámca. Ukazovatele vychádzajú z analýz, ktoré uskutočnila ECB spolu s De Nederlandsche Bank (DNB)⁽³⁾, Oesterreichische Nationalbank (OeNB)⁽⁴⁾ a britským Financial Conduct Authority⁽⁵⁾. Uvedené ukazovatele umožňujú hodnotiť úroveň, zdroj a rôzne spôsoby používania pákového efektu a snažia sa podľa možnosti zachytiť kanály, prostredníctvom ktorých sa môžu naplniť systémové riziká. Všetky ukazovatele je možné zostaviť na základe údajov nahlasovaných príslušným vnútroštátnym orgánom podľa článku 24 smernice 2011/61/EÚ.

Tabuľka 4

Príklad súboru ukazovateľov pre rámec hodnotenia rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu, ktoré predstavujú investičné fondy

		UKAZOVATEL		POPIS	Identifikačné údaje vzoru AIFMD
		#	MENO		
1. RIZIKO VPLYVU NA TRH	Veľkosť	1.1	Čistá expozícia	Čistá hodnota aktív (NAV) * pákový efekt na základe záväzkovej metódy	53, 295
		1.2	Čistá hodnota aktív	NAV	53
2. RIZIKO NÚDZOVÉHO ODPREDAJA	Pákový efekt	2.1	Čistý pákový efekt	Pákový efekt na základe záväzkovej metódy	295
		2.2	Pomer hrubého a čistého pákového efektu	Hrubý pákový efekt/pákový efekt na základe záväzkovej metódy, ako ukazovateľ používania započítavania a zabezpečenia	294, 295
	Profil vyplácania	2.3	Dĺžka výplatnej lehoty	Minimálny počet dní, keď investori musia čakať na vyplatenie podielov.	194, 195, 196

⁽¹⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 25 smernice 2011/61/EÚ.

⁽²⁾ Ďalšie informácie sú napríklad v článku 25 ods. 6 smernice 2011/61/EÚ.

⁽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“, spoločná publikácia ECB a DNB.

⁽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, december 2015.

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

		UKAZOVATEĽ		POPIS	Identifikačné údaje vzoru AIFMD
		#	MENO		
	Nesúlad v profile likvidity	2.4	Dĺžka výplatnej lehoty mínus vnímaná likvidita portfólia v dňoch	Minimálny počet dní, keď investori musia čakať na vyplatenie podielov, znížený o likviditu portfólia na základe údajov správcu aktív	194, 195, 196, 178 – 184
		2.5	Pomer čistej hodnoty aktív k vysokolikvidným aktívam	Medzi vysokolikvidné aktíva patrí hotovosť a peňažné ekvivalenty (vklady, komerčné papiere a iné), kótované akcie, cenné papiere investičného stupňa vydané finančnými inštitúciami, štátne dlhopisy krajín EÚ a G10 mimo EÚ a akcie investičných fondov	53, 123
		2.6	Podiel nelikvidných aktív (% NAV)	Medzi nelikvidné aktíva patria fyzické aktíva, nekótované akcie, podnikové a konvertibilné dlhopisy neinvestičného stupňa a úvery.	53, 123
	Koncentrácia investorov a protistrán	2.7	Koncentrácia investorov	Podiel piatich najväčších investorov na čistej hodnote aktív	118
		2.8	Koncentrácia protistrán	Celková čistá úverová expozícia voči piatim najväčším protistránam (% NAV)	165
	3. RIZIKO PRIAMEHO PRENOSU NA FINANČNÉ INŠTITÚCIE	Investičné väzby	3.1	Investície do finančných inštitúcií	Dlhá hodnota investícií do kótovaných cenných papierov a podnikových dlhopisov vydaných finančnými inštitúciami ako % NAV
3.2			Investície do štruktúrovaných a sekuritizovaných produktov (% NAV)	Súčet dlhých expozícií do ABS, RMBS, CMBS, AMBS, ABCP, CDO, CLO, štruktúrovaných certifikátov, ETP a ďalších ako % NAV	53, 123

		UKAZOVATEĽ		POPIS	Identifikačné údaje vzoru AIFMD
		#	MENO		
Väzby prostredníctvom investorskej základne	3.3	Banky v investorskej základni (% NAV)	Priame prepojenia s finančnými inštitúciami ako investormi	209	
	3.4	Poistovne v investorskej základni (% NAV)			
	3.5	Penzijné fondy v investorskej základni (% NAV)			
	3.6	Investičné fondy v investorskej základni (% NAV)			
	3.7	Ostatné finančné inštitúcie v investorskej základni (% NAV)			
4. RIZIKO PRERUŠENIA PRIAMEHO ÚVEROVÉHO SPROSTREDKOVANIA	4.1	Investície do podnikových dlhopisov (% NAV)	Súčet dlhých hodnôt podnikových dlhopisov a konvertibilných dlhopisov nevydaných finančnými inštitúciami (IG a nie IG) ako % NAV	53, 123	
	4.2	Investície do podnikových dlhopisov (% NAV)	Úvery s využitím pákového efektu a iné úvery ako % NAV	53, 123	

Odporúčanie E.2 – Makroprudenciálne limity pákového efektu

ESMA môže príslušným vnútroštátnym orgánom pomôcť pri praktickom uplatnení limitov pákového efektu prostredníctvom usmernení k možným koncepčným riešeniam vrátane hodnotenia ich účinnosti a efektívnosti. Smernica 2011/61/EÚ umožňuje využívanie pákového efektu obmedziť, ak prispieva k „vytvoreniu systémového rizika“, neobsahuje však žiadne bližšie pokyny na stanovenie jeho limitov. Príslušným vnútroštátnym orgánom by pomohlo vydanie usmernení ESMA ku koncepcii limitov pákového efektu, pričom ESMA by mohol vychádzať z odporúčania Európskeho výboru pre systémové riziká ESRB/2013/1⁽¹⁾. ESRB príslušným orgánom odporúča navrhnúť makroprudenciálne nástroje, ktoré sú účinné a efektívne v plnení ich strategických cieľov.

Limity pákového efektu pre AIF možno považovať za účinné, ak zmiernujú riziko i) núdzového odpredaja, ii) šírenia nepriaznivých účinkov na finančné protistrany a iii) narušenia úverového sprostredkovania. Snahou o prevenciu týchto porúch fungovania trhu limity pákového efektu prispievajú k finančnej stabilite. Pokiaľ ide o predbežné ciele ESRB, limity pákového efektu sa zameriavajú na „riziko nadmernej miery dlhového financovania“⁽²⁾. Miera dlhového financovania na úrovni systému je nadmerná, ak sa ekonomiky v jej dôsledku vystavujú možnosti nákladných finančných kríz.

Limity pákového efektu môžu byť účinné len za predpokladu jednoduchosti použitého nástroja a obmedzenia nežiaducich účinkov. Príslušné orgány by si mali zvoliť limity, ktoré sú nenáročné na kalibráciu a implementáciu, čo prispieva k transparentnosti a predchádza nečinnosti. Okrem toho je potrebné obmedziť neželané dôsledky a zabezpečiť dostatočnú odolnosť limitov pákového efektu voči obchádzaniu a arbitráži účastníkov trhu. Limity pákového efektu by tiež mali byť primerané systémovému riziku vyplývajúmu z využívania pákového efektu v jednotlivých fondoch, aby tento sektor i naďalej dokázal hospodárstvu poskytovať cenné služby. Investičné fondy by napríklad mali mať i naďalej možnosť realizovať rôzne aktívne stratégie, ktoré by v prípade trhového napätia mohli tlmiť nepriaznivé vplyvy. Pri posudzovaní potreby limitov pákového efektu a určovaní typov limitov primeraných daným systémovým rizikám by príslušné orgány mali vykonať analýzu pomocou údajov získaných na základe smernice 2011/61/EÚ a rizikových ukazovateľov zo spoločného rámca hodnotenia rizík (ktorého vyvinutie navrhuje ESMA v odporúčaní E.1).

V tabuľke 5 je pre ESMA uvedený príklad rámca na hodnotenie rôznych možností stanovenia limitov pákového efektu z hľadiska účinnosti a efektívnosti. V tabuľke sú porovnané tri možné riešenia konštantných limitov pákového efektu a možnosť cyklických limitov. Tieto príklady nepredstavujú všetky možnosti a nasledujúce vyhodnotenie má predstavovať len príklad možného použitia tohto rámca na vyhodnotenie rôznych koncepčných riešení.

Univerzálny limit je síce možné jednoducho zaviesť, môže však mať značné nežiaduce účinky. Takýto limit by mohol účinne obmedziť systémové riziká spojené s využívaním pákového efektu, ak je záväzný pre veľkú časť sektora investičných fondov. Tento prístup by ale zároveň mohol mať nežiaduce následky v podobe znefunkčnenia určitých obchodných modelov, a tým vážne narušiť likviditu rôznych produktov na globálnom finančnom trhu. Reštriktívny univerzálny limit by okrem toho mohol podstatne znížiť schopnosť tohto sektora absorbovať trhové šoky v miere, do akej správcovia fondov aktívne investujú a postupujú proti trhovým trendom. Vzhľadom na to, že takéto limity pákového efektu môžu výrazne obmedziť aktivity sektora investičných fondov, v neposlednom rade predstavujú aj riziko premiestnenia jeho aktivít do iných, menej regulovaných častí finančného sektora.

V krátkodobom až strednodobom horizonte môžu byť pre príslušné vnútroštátne orgány užitočným nástrojom limity pákového efektu vychádzajúce z typu a/alebo profilu investičného fondu. Rozlišovanie limitov pákového efektu na základe typu a/alebo profilu investičného fondu by príslušným orgánom umožnilo účinne sa zamerať na investičné fondy s najväčším podielom na tvorbe systémových rizík a tým aj na štrukturálne slabiny tohto sektora. Pri diferencovaní na základe profilu investičného fondu prichádza do úvahy niekoľko možností. Orgány, ktoré majú záujem obmedziť riziko núdzového odpredaja, napríklad môžu zvážiť zavedenie limitov pre investičné fondy, ktoré ponúkajú krátkodobé vyplácanie podielov alebo investujú do menej likvidných aktív. Orgány, ktoré majú obavy z kontaminácie, zase môžu zvážiť zavedenie limitov pákového efektu pre investičné fondy s vysokými či koncentrovanými expozíciami voči iným finančným inštitúciám. ESMA by orgány podporil vydaním usmernení k profilovaniu investičných fondov na účely hodnotenia rizika spojeného s využívaním pákového efektu a zavádzaniu makroprudenciálnych limitov.

⁽¹⁾ Odporúčanie Európskeho výboru pre systémové riziká ESRB/2013/1 zo 4. apríla 2013 o predbežných cieľoch a nástrojoch makroprudenciálnej politiky (Ú. v. EÚ C 170, 15.6.2013, s. 1).

⁽²⁾ Prehľad predbežných cieľov a existujúcich a potenciálnych makroprudenciálnych nástrojov je uvedený napríklad v odporúčaní ESRB/2013/1.

Orgány by tiež mohli zohľadňovať rozdiely v celkovej miere využívania pákového efektu prostredníctvom odlišných limitov pre každý typ investičného fondu. Nedostatkom tejto alternatívy je možnosť, že investičné fondy sa v snahe limity obchádzať môžu pokúsiť o zaradenie do výhodnejšej triedy ⁽¹⁾. Z uvedeného dôvodu môže byť potrebné stanoviť záväzné kritériá klasifikácie AIF podľa typu investičného fondu.

Tabuľka 5

Príklad rámca na vyhodnotenie rôznych možností stanovenia limitov pákového efektu z hľadiska účinnosti a efektívnosti

	Možnosti stanovenia limitov pákového efektu	Konštantné limity pákového efektu			Cyklické limity
		1	2	3	
		Univerzálny limit	Limity v závislosti od typu fondu	Limity v závislosti od profilu fondu	
Účinnosť	Núdzový odpredaj	Účinne obmedzuje všetky trhové zlyhania, ak limit platí pre veľkú časť fondov využívajúcich pákový efekt.	Účinne obmedzujú všetky trhové zlyhania, ak limity platia pre veľkú časť fondov využívajúcich pákový efekt.	Účinné, ak sú zamerané na fondy využívajúce pákový efekt s pomerne nelikvidnými portfóliami a/alebo krátkymi výpovednými lehotami.	Možnosti 1 až 3 by sa dali uplatniť v rôznych časových bodoch. Tieto riešenia by mali rovnaký účinok, na obmedzenie vzniku systémových rizík v rastúcej fáze finančného cyklu a naplnenia rizík v klesajúcej fáze by však boli vhodnejšie cyklické limity pákového efektu.
	Protistrany a vzájomné väzby			Účinné, ak sú zamerané na fondy využívajúce pákový efekt so silnými priamymi väzbami na finančné inštitúcie.	
	Nadmerné úverové sprostredkovanie			Účinné, ak sú zamerané na fondy využívajúce pákový efekt, ktoré investujú do podnikových dlhopisov a úverov.	
Efektívnosť	Úmernosť	Nízky limit by mohol spôsobiť stratu životaschopnosti určitých typov fondov (napr. hedžových), zatiaľ čo vysoký limit by nezabránil všeobecnému zvyšovaniu využívania pákového efektu.	Limity sú zamerané na typy fondov s pomerne vysokou mierou využívania pákového efektu (napr. hedžové fondy), nerozlišujú však medzi rizikovými profilmi v rámci daného typu fondov.	Limity zamerané na rôzne základné rizikové profily v rámci typov fondov	Miera úmernosti by závisela od zvoleného riešenia.

⁽¹⁾ Podľa smernice 2011/61/EÚ si typ fondu môžu zvoliť správcovia sami.

	Možnosti stanovenia limitov pákového efektu	Konštantné limity pákového efektu			Cyklické limity
		1	2	3	
		Univerzálny limit	Limity v závislosti od typu fondu	Limity v závislosti od profilu fondu	
Odolné voči obchádzaniu a arbitráži	Bez možnosti obchádzania a arbitráže	Určitý priestor na obchádzanie a arbitráž vzhľadom na možnosť výhodnejšej klasifikácie zmiešaných fondov.	Priestor na obchádzanie a arbitráž nepravdepodobný vzhľadom na nízky počet presne vymedzených profilov.	Priestor na obchádzanie a arbitráž by závisel od zvoleného riešenia.	
Zložitosť kalibrácie	Najjednoduchšie riešenie	Pomerne jednoduché riešenie s nízkym počtom presne vymedzených typov fondov	Pomerne jednoduché riešenie s nízkym počtom presne vymedzených profilov fondov	Vyžaduje si cyklický ukazovateľ pákového efektu a meranie príspevku fondov, čo kalibráciu komplikuje.	

Zdroj: Tabuľka 4.1, Van der Veer a kol. (2017).

Z dlhodobejšieho hľadiska tiež prichádza do úvahy možnosť cyklického pákového efektu. Príslušné orgány môžu zväziť i cyklické uplatnenie určitého typu limitov pákového efektu (napr. univerzálnych, alebo limitov v závislosti od typu alebo profilu). V porovnaní s konštantnými limitmi by cyklické limity boli vhodnejším prostriedkom na potlačenie vzniku, resp. naplnenia rizík počas rastúcej a klesajúcej fázy finančného cyklu. V krátkodobom až strednodobom horizonte by však cyklické riešenie nebolo použiteľné, pretože by si vyžadovalo meranie stavu finančného cyklu a príspevku investičného fondu, čo by náročnosť tohto ukazovateľa ešte zvýšilo. Podobne ako pri limitoch pákového efektu v rámci Bazileja III by sa v krátkodobom horizonte mali uprednostňovať konštantné limity. Možnosť uplatnenia cyklických limitov by prichádzala do úvahy potom, ako orgány získajú určité skúsenosti s konštantnými limitmi.

V záujme jednotného uplatňovania a transparentnosti a prevencie regulačnej arbitráže by limity pákového efektu mali vychádzať z ukazovateľov využívania pákového efektu v zmysle smernice 2011/61/EÚ. Používanie jednotných ukazovateľov pákového efektu orgánom pomôže dosiahnuť jednotné uplatňovanie limitov pákového efektu v Európe. Zvyšuje i transparentnosť týchto opatrení a zjednodušuje ich zavedenie. Používanie spoločných ukazovateľov okrem toho pomáha obmedzovať regulačnú arbitráž zo strany správcov fondov. Vzhľadom na zložitosť merania využívania pákového efektu by orgány podľa možnosti mali vychádzať z existujúcich konceptov a ukazovateľov používaných pri vykazovaní využívania pákového efektu v rámci smernice 2011/61/EÚ.

Pravidelné prehodnocovanie limitov povedie k i) zdokonaľovaniu na základe získaných skúseností a k ii) zosúladieniu s medzinárodnými štandardmi. Možno tvrdiť, že ukazovatele využívania pákového efektu v zmysle smernice 2011/61/EÚ v súčasnosti nie sú presne vymedzené, resp. že tieto ukazovatele v konečnom dôsledku nebudú zodpovedať medzinárodným štandardom (napr. štandardom IOSCO). Podstatnou výhodou používania týchto ukazovateľov v zmysle smernice 2011/61/EÚ je však to, že v prípade ich pravidelnej revízie dochádza k automatickému a konzistentnému zohľadňovaniu potenciálnych budúcich zdokonalení merania pákového efektu. Proces pravidelnej revízie by mal zároveň zabezpečiť súlad s medzinárodnými štandardmi (FSB, IOSCO). Pravidelná revízia limitov pákového efektu by bola v súlade s odporúčaním ESRB/2013/1⁽¹⁾.

Usmernenia týkajúce sa kritérií uplatňovania limitov pákového efektu príslušným vnútroštátnym orgánom pomôžu pri ich praktickom uplatnení. Jednoznačné pokyny prispievajú k jednotnému uplatňovaniu v Európe a obmedzujú nečinnosť.

⁽¹⁾ Napríklad odporúčanie D ESRB/2013/1.

ESMA by mohol príslušným orgánom pomôcť pri praktickom uplatnení limitov pákového efektu usmernením, ako dosiahnuť rovnováhu medzi objektívnymi ukazovateľmi a ich diskrečným uplatňovaním. Je potrebné nájsť rovnováhu medzi jednoduchosťou implementácie parametrických ukazovateľov a pružnosťou pri ich diskrečnom uplatňovaní.

Odporúčanie E.3 – Postup oznamovania

ESMA by mali vypracovať jednoznačný postup oznamovania rozhodnutí príslušných vnútroštátnych orgánov v zmysle článku 25 AIFMD. Takýto harmonizovaný postup by príslušným vnútroštátnym orgánom umožnil efektívne informovať ESMA. ESMA a ESRB by zase umožnil účinnú a efektívnu analýzu týchto oznámení.

Odporúčanie E.4 – Porovnávanie

V záujme ďalšej podpory náležitej, účinnej a konzistentnej miery regulácie a dohľadu sa ESMA odporúča porovnávať výkon právomocí príslušných vnútroštátnych orgánov na základe článku 25 ods. 3 smernice 2011/61/EÚ. V rámci porovnávaní by napríklad mohol evidovať okolnosti, za akých tieto právomoci boli uplatnené, ako aj požiadavky stanovené na riešenie rôznych situácií. Môže to pomôcť pri selekcii optimálnych postupov. ESMA by mal výsledky takéhoto porovnávaní prediskutovať i so svojimi členmi a informácie o opatreniach príslušných vnútroštátnych orgánov poskytovať národným makroprudenciálnym orgánom a ESRB.

Napriek tomu, že výsledky porovnávaní sú nezáväznú, príslušné vnútroštátne orgány ich môžu použiť ako podklad pri vývoji vlastných postupov. Porovnaní boli napríklad vykonané v súvislosti s hodnotením príslušných vnútroštátnych orgánov zameraným na interné postupy výpočtu požiadaviek na vlastné zdroje bánk⁽¹⁾ a plány ozdravenia v zmysle smernice Európskeho parlamentu a Rady 2014/59/EÚ⁽²⁾ (?). Tieto príklady svedčia o užitočnosti porovnávaní postupov orgánov dohľadu v záujme ich konvergencie a zdokonaľovania procesu rozhodovania príslušných vnútroštátnych orgánov, pri zachovaní ich diskrečných právomocí. Výsledky porovnávaní by mohli tiež poslúžiť ako podklad delegovaných aktov Komisie na základe článku 25 ods. 9 smernice 2011/61/EÚ (zásady určujúce okolnosti, za akých príslušné vnútroštátne orgány uplatňujú právomoci v zmysle článku 25 ods. 3, s prihliadnutím na rôzne stratégie AIF, odlišné trhové podmienky, za akých pôsobia, a možné procyklické účinky uplatnenia týchto ustanovení).

II.5.2. Nežiaduce účinky

Medzi mierou harmonizácie a diskrečnými právomocami, ktoré majú k dispozícii príslušné vnútroštátne orgány, je potrebné nájsť vhodný kompromis. Vzhľadom na to, že účelom tohto odporúčania je podporiť harmonizovaný postup praktickej aplikácie článku 25, vyplývajú z neho určité obmedzenia diskrečných právomocí príslušných vnútroštátnych orgánov. Právomoc ESMA vydávať usmernenia je zameraná na podporu konvergencie v oblasti dohľadu. Je však možné, že usmernenia ESMA o rámci hodnotenia rizík a návrhu, kalibrácii a implementácii makroprudenciálnych limitov pákového efektu by pre príslušné vnútroštátne orgány v krajnom prípade vytvorili nežiaduce prekážky pri výkone ich diskrečných právomocí určovať makroprudenciálne limity pákového efektu pre AIF v správe správcov fondov v ich jurisdikcii.

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

(2) Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/59/EÚ z 15. mája 2014, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa mení smernica Rady 82/891/EHS a smernice 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EÚ, 2012/30/EÚ a 2013/36/EÚ a nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 a (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 190).

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

Odkazy

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, Issue No 38, december.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 39, júl, s. 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 40, november.

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24 Issue: 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*, No 9, január.

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

Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov (2010), „CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“ (usmernenia CESR týkajúce sa merania rizika a výpočtu celkovej expozície a rizika protistrany pre PKIPCP), *Feedback statement*, júl.

Delegované nariadenie Komisie (EÚ) č. 231/2013 z 19. decembra 2012, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ, pokiaľ ide o výnimky, všeobecné podmienky výkonu činnosti, depozitárov, pákový efekt, transparentnosť a dohľad (Ú. v. EÚ L 83, 22.3.2013, s. 1).

Smernica Komisie 2007/16/ES z 19. marca 2007, ktorou sa implementuje smernica Rady 85/611/EHS o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP), pokiaľ ide o objasnenie niektorých vymedzení pojmov (Ú. v. EÚ L 79, 20.3.2007, s. 11).

Smernica Komisie 2010/43/EÚ z 1. júla 2010, ktorou sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokiaľ ide o organizačné požiadavky, konflikty záujmov, pravidlá výkonu činnosti, riadenie rizík a obsah dohody medzi depozitárom a správcovskou spoločnosťou (Ú. v. EÚ L 176, 10.7.2010, s. 42.).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, príhovor na spoločnej konferencii Európskej komisie a Európskej centrálnej banky o finančnej integrácii a stabilite, Frankfurt nad Mohanom, Nemecko, apríl.

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (Ú. v. EÚ L 302, 17.11.2009, s. 32).

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2011/61/EÚ z 8. júna 2011 o správcoch alternatívnych investičných fondov a o zmene a doplnení smerníc 2003/41/ES a 2009/65/ES a nariadení (ES) č. 1060/2009 a (EÚ) č. 1095/2010 (Ú. v. EÚ L 174, 1.7.2011, s. 1).

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/59/EÚ z 15. mája 2014, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa mení smernica Rady 82/891/EHS a smernice 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EÚ, 2012/30/EÚ a 2013/36/EÚ a nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 a (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 190).

Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 349).

Európsky orgán pre bankovníctvo (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, správa, k dispozícii na stránke <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Európsky orgán pre bankovníctvo (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, správa, december, k dispozícii na stránke <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Európska centrálna banka (2016), *Financial Stability Review*, máj.

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

Európska asociácia správcovských spoločností (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, december.

Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (2014), *Usmernenia o ohlasovacej povinnosti podľa článku 3 ods. 3 písm d) a článku 24 ods. 1, 2 a 4 smernice AIFMD, (ESMA/2014/869EN)*, august.

Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.

Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, stanovisko ESMA/2016/596, apríl, k dispozícii na stránke https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Európsky výbor pre systémové riziká (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, No 1, júl.

Európsky výbor pre systémové riziká (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, No 2, júl.

Financial Conduct Authority, *Hedge Fund Survey*, jún.

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

Rada pre finančnú stabilitu (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, január.

Rada pre dohľad nad finančnou stabilitou (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, apríl.

Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Konečná správa, FR28/2015, december.

Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, správa o konzultácii, CR05/2017, júl.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, júl, k dispozícii na stránke <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., „*Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer*“, *OeNB Financial Stability Report*, No 30, december.

Maijor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, prejav na podujatí ESRB Shadow Banking Workshop, Frankfurt nad Mohanom, Nemecko, máj.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, júl, k dispozícii na stránke <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*, júl, k dispozícii na stránke <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Odporúčanie Európskeho výboru pre systémové riziká ESRB/2012/1 z 20. decembra 2012 o fondoch peňažného trhu (Ú. v. EÚ C 146, 25.5.2013, s. 1).

Odporúčanie Európskeho výboru pre systémové riziká ESRB/2013/1 zo 4. apríla 2013 o predbežných cieľoch a nástrojoch makroprudenciálnej politiky (Ú. v. EÚ C 170, 15.6.2013, s. 1).

Odporúčanie Európskeho výboru pre systémové riziká ESRB/2014/1 z 18. júna 2014 k usmerneniam týkajúcim sa zriadenia mier proticyklickej rezervy (Ú. v. EÚ C 293, 2.9.2014, s. 1).

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 648/2012 zo 4. júla 2012 o mimoburzových derivátoch, centrálnych protistranách a archívoch obchodných údajov (Ú. v. EÚ L 201, 27.7.2012, s. 1).

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013 z 26. júna 2013 o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investičné spoločnosti a o zmene nariadenia (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 176, 27.6.2013, s. 1).

Nariadenie Európskej centrálnej banky (EÚ) č. 1073/2013 z 18. októbra 2013 o štatistike aktív a pasív investičných fondov (ECB/2013/38) (Ú. v. EÚ L 297, 7.11.2013, s. 73).

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 909/2014 z 23. júla 2014 o zlepšení vyrovnania transakcií s cennými papiermi v Európskej únii, centrálnych depozitároch cenných papierov a o zmene smerníc 98/26/ES a 2014/65/EÚ a nariadenia (EÚ) č. 236/2012 (Ú. v. EÚ L 257, 28.8.2014, s. 1). Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2015/760 z 29. apríla 2015 o európskych dlhodobých investičných fondoch (Ú. v. EÚ L 123, 19.5.2015, s. 98).

Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1131 zo 14. júna 2017 o fondoch peňažného trhu (Ú. v. EÚ 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, k dispozícii na stránke <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*, november, 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*, spoločná publikácia ECB a DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, prejav na konferencii The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow Conference uskutočnenej v One World Trade Center, New York, N.Y., december.

Dotatok

Tabuľka A1

Dostupnosť nástrojov na riadenie likvidity v členských štátoch EÚ (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
Obmedzenia vyplácania	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NO	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO
Vyčlenenie aktív (side pockets)	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE
Zrážka na krytie zníženia hodnoty	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO
Poplatky za vyplatenie	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO
Nepeňažné vyplatenie	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO
Pozastavenie vyplácania	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO
Pohyblivé oceňovanie (swing pricing)	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO
Krátkodobé pôžičky	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	ÁNO
Povinné likviditné rezervy	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO
Vedľajšie dohody	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO
Iné nástroje/ opatrenia	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	ÁNO	NIE	NIE	NIE	ÁNO