



EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 4. 9. 2013
SWD(2013) 316 final

PRACOVNÝ DOKUMENT ÚTVAROV KOMISIE

ZHRNUTIE POSÚDENIA VPLYVU

Sprievodný dokument

Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o fondoch peňažného trhu

{COM(2013) 615 final}
{SWD(2013) 315 final}

1. Úvod

Fondy peňažného trhu (FPT) slúžia v Európe ako dôležitý zdroj krátkodobého financovania finančných inštitúcií, podnikov a vlád. Približne 22 % krátkodobých dlhových cenných papierov, ktoré emitovali buď vlády alebo podnikový sektor v Európe, je v držbe FPT. FPT majú v držbe 38 % krátkodobých dlhových cenných papierov vydaných bankovým sektorom EÚ¹. Na strane dopytu poskytujú FPT nástroj riadenia krátkodobých peňažnej hotovosti, ktorým sa zabezpečuje vysoká miera likvidity, diverzifikácie, stability hodnoty, ako aj trhovú výnos. FPT využívajú prevažne podniky, ktoré chcú krátkodobo investovať svoju prebytočnú peňažnú hotovosť, napríklad do okamihu splatnosti veľkých výdavkov, ako sú mzdy. FPT preto viac ako akýkoľvek iný investičný fond predstavujú dôležitý spojovací článok medzi dopytom po krátkodobých finančných prostriedkoch a ich ponukou.

FPT, ktoré spravujú aktíva v hodnote približne 1 000 miliárd EUR, predstavujú kategóriu fondov, ktorá sa líši od všetkých ostatných vzájomných fondov. Väčšina FPT, 80 % z hľadiska aktív a 60 % z hľadiska finančných prostriedkov, sa riadi pravidlami smernice o podnikoch kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP). Priemerná veľkosť FPT výrazne prevyšuje priemernú veľkosť fondu PKIPCP. Napríklad jednotlivý FPT môže dosiahnuť veľkosť 50 miliárd EUR.

Systémové dôsledky FPT, ich vzájomná previazanosť s emitentmi a ich bankovými sponzormi boli podstatou medzinárodnej práce o tieňovom bankovníctve. Rada pre finančnú stabilitu (FSB) a ďalšie inštitúcie, ako je Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (IOSCO) a Európsky výbor pre systémové riziká (ESRB), analyzovali FPT a ich systémové dôsledky. FPT, najmä tie FPT, ktoré si udržiavajú stabilnú cenu akcií, boli vyčlenené z dôvodu ich vlastností podobných vkladu.

2. VYMEDZENIE PROBLÉMU

FPT predstavujú vhodný nástroj pre investorov, pretože majú podobné vlastnosti ako bankové vklady: okamžitý prístup k likvidite a stabilitu hodnoty. Investori vnímajú FPT ako bezpečnú a diverzifikovanejšiu alternatívu bankových vkladov. V skutočnosti však FPT nie sú v ničom iné ako klasické investičné fondy spojené s trhovými rizikami týkajúcimi sa investícií. Z toho dôvodu, keď začnú klesať ceny aktív, do ktorých sú FPT investované, najmä počas stresových situácií na trhu, FPT nemôže vždy dodržať prísľub okamžitého vyplatenia a udržať hodnotu svojho podielového listu alebo akcie, ktoré FPT emitoval pre investorov. Niektoré fondy môžu byť schopné „podložiť“ hodnoty akcií poskytnutím podpory od sponzora, zatiaľ čo iné na to nemusia mať kapitál. Nevýhodou je, že hneď, ako investori zaznamenajú riziko, že by FPT nemuseli dodržať prísľub likvidity a stabilného vyplácania v ktoromkoľvek okamžiku, budú žiadať o vyplatenie, čo môže viesť k tzv. hromadnému výberu vkladov investormi („run“).

Hromadné výbery vkladov investormi sú charakterizované masovými a náhlymi žiadosťami o vyplatenie od veľkej skupiny investorov, ktorí chcú predísť stratám a odpredať podielové listy alebo akcie za čo najvyššiu cenu. Hromadné výbery vkladov

¹ Vo Francúzsku majú FPT v držbe 45 % depozitných certifikátov emitovaných bankami a 35 % certifikátov emitovaných nefinančnými spoločnosťami.

investormi sú systémovo relevantné, pretože nútia FPT rýchlo predať svoje aktíva, aby mohli vyhovieť nevybaveným žiadostiam o vyplatenie. Samotná špirála vyplatení urýchľuje pokles čistej hodnoty aktív fondu a prehľbuje tak poklesy čistej hodnoty aktív a strach, že peňažný trh ako celok nie je stabilný.

Problémy súvisiace s hromadnými výbermi vkladov investormi majú systémový charakter z dôvodu: 1) úzkych prepojení FPT na reálnu ekonomiku, 2) ich prepojenia na sponzorov. Hromadné výbery vkladov investormi okrem toho súvisia aj s aspektom ochrany investorov, pretože investori, ktorí požiadajú o vyplatenie neskôr sa, v porovnaní s investormi, ktorí žiadajú o vyplatenie skôr, nachádzajú v nevýhode.

Trh s FPT sa sústreďuje v malom počte členských štátov, pričom Francúzsko, Írsko a Luxembursko predstavujú viac ako 95 % trhu z hľadiska spravovaných aktív. Trh je však do veľkej miery prepojený s ostatnými krajinami z dôvodu vysokého podielu cezhraničných investícií a investorov a cezhraničných možností šírenia nákazy medzi FPT a ich sponzorom so sídlom v iných krajinách.

Nákaza reálnej ekonomiky

Počas krízy nebola likvidita FPT dostatočná na pokrytie všetkých žiadostí o vyplatenie. To viedlo k tomu, že niektoré fondy pozastavili vyplácanie alebo používali iné obmedzenia. Ak investori nebudú poskytovať FPT krátkodobé investície, môže to mať následky pre emitentov, ktorí sa spoliehajú na krátkodobé finančné prostriedky z FPT. Keďže FPT zohrávajú ústrednú úlohu v krátkodobom financovaní subjektov, ako sú banky, podniky alebo vlády, hromadné výbery vkladov investormi vo FPT môžu mať širšie makroekonomické dôsledky. Kým banky majú najväčší podiel (85 %) na 1000 miliárdach EUR vo forme finančných nástrojov emitovaných vo FPT, vlády predstavujú podiel približne 10 %, pričom podniky zhruba 5 %. Vlády a veľmi veľké podniky využívajú peňažný trh ako prostriedok na získanie krátkodobého financovania podobne ako bankové úverové linky. Akákoľvek nákaza trhu krátkodobého financovania by potom mohla takisto predstavovať priame a zásadné ťažkosti pre financovanie „reálnej ekonomiky“.

Nákaza sponzorov

FPT, najmä tie, ktoré sľubujú vyplatenie za stabilnú cenu akcie, sa z historického hľadiska spoliehali na diskrečný kapitál sponzorov na udržanie svojej čistej hodnoty aktív v časoch klesajúcich hodnôt aktív. Sponzori FPT sa môžu rozhodnúť, že poskytnú pomoc na kompenzovanie poklesov čistej hodnoty aktív svojho fondu. Sponzori sú často nútení podporiť svoje sponzorované FPT zo strachu, že klesajúca čistá hodnota aktív ich FPT môže z dôvodu rizika poškodenia dobrého mena spôsobiť paniku, ktorá by sa mohla rozšíriť na iné podniky sponzora. V prípade bankových sponzorov je riziko ešte akútnejšie, pretože panika by sa mohla rozšíriť na základňu retailových klientov banky, čo by zase mohlo viesť k zlyhaniu banky.

Počas krízy bolo zaznamenaných niekoľko prípadov pomoci od sponzorov.

Sponzori zväčša nie sú pripravení čeliť takým situáciám, pretože „implicitná“ záruka nie je zaúčtovaná ako explicitná záruka. Nie sú vytvorené kapitálové rezervy na krytie prípadov pomoci sponzorov. Z toho dôvodu v závislosti od veľkosti fondu a rozsahu tlaku na vyplatenie môže pomoc sponzorov dosiahnuť rozmery, ktoré prevyšujú ich ihneď dostupné rezervy. Najväčší poskytovatelia FPT celosvetovo spravujú aktíva FPT

vo výške viac ako 250 miliárd EUR, pričom v niektorých prípadoch ich ihneď dostupné peňažné prostriedky v súvahe dosahujú len niekoľko sto miliónov.

Nespravodlivé zaobchádzanie s investormi

Pri hromadnom výbere vkladov investormi každý príkaz na vyplatenie spôsobuje, že cena fondu klesá, pretože fond je povinný predat' aktíva so zvyšujúcimi sa nákladmi na likviditu. Tak sa vytvára výhoda pre prvých žiadateľov o vyplatenie, pričom tí, ktorí žiadajú o vyplatenie neskôr (často retailoví investori), musia znášať náklady spojené so skoršími vyplateniami. Dochádza tak k presunu peňazí od tých, ktorí žiadajú o vyplatenie neskôr, k tým, ktorí žiadajú o vyplatenie skôr. Náklady na vyplatenie môžu predstavovať podstatnú nevýhodu pre tých, ktorí žiadajú o vyplatenie neskôr, pretože rozdiel pred vyplatením a po ňom môže byť značný.

Dôsledky

Keďže peňažný trh a sponzori sú systémovo relevantní, vlády môžu byť nútené zasiahnuť, keď peňažný trh čelí kríze. Orgány USA vytvorili plán na zaručenie všetkých peňazí investovaných do FPT. Verejné orgány v Európe takisto museli zakročiť, aby sa zastavila nákaza: Nemecko prijalo zákon na stabilizáciu trhu a Luxembursko oznámilo, že prijme všetky nevyhnutné kroky potrebné na stabilizovanie vnútroštátnych FPT. Rozdielne reakcie od európskych subjektov nevedli k zlepšeniu stability európskeho trhu ako celku, pretože sa tak podnietili premiestnenia peňazí investora do FPT, ktoré využívali takú záruku.

Dôsledky súvisiace s likvidáciou FPT môžu byť extrémne narúšajúce pre investora, pretože vyplatenia zostanú pozastavené na potenciálne veľmi dlhú dobu a presná suma získaná späť na konci tohto obdobia zostane počas rovnako dlhého obdobia neistá. V prípade podnikových používateľov, ktorí vkladajú peňažné prostriedky do FPT, môže pozastavenie viesť k neschopnosti realizovať plánované prevádzkové výdavky, ako je výplata miezd.

3. ANALÝZA SUBSIDIARITY

Vnútroštátne regulačné prístupy sú svojím charakterom obmedzené na príslušný členský štát. Regulovanie profilu produktu a likvidity FPT len na vnútroštátnej úrovni spôsobuje riziko, že sa pod označením FPT budú predávať rôzne produkty. U investorov by to spôsobilo zmätok a zabránilo by sa tak vytvoreniu rovnakých podmienok v rámci Únie pre tých, ktorí ponúkajú FPT profesionálnym alebo retailovým investorom. Rozdielne vnútroštátne prístupy, pokiaľ ide o základné charakteristiky FPT, by zároveň zvýšili riziko cezhraničnej nákazy, najmä vtedy, keď sa emitenti a FPT nachádzajú v rôznych členských štátoch.

Okrem toho, keďže mnohí prevádzkovatelia, ktorí ponúkajú FPT v Európe, majú sídlo v iných členských štátoch ako v tých, v ktorých sa fondy uvádzajú na trh, vytvorenie stabilného rámca je veľmi dôležité, aby sa zamedzilo cezhraničnej nákaze medzi FPT a jeho sponzorom. Osobitne kritická je situácia vtedy, keď sa sponzor nachádza v členskom štáte, ktorý nemusí mať rozpočtové zdroje na záchranu sponzora, ktorý zlyhal. Keďže FPT majú sídlo prevažne v dvoch jurisdikciách EÚ (Írsko a Luxembursko), pričom v oboch jurisdikciách platí, že tam nesídli banky sponzorov, cezhraničný rozmer pomoci sponzorov sa stáva kritickým.

Z toho dôvodu je potrebné opatrenie na európskej úrovni.

4. CIELE

Všeobecnými cieľmi je:

- 1) zlepšiť finančnú stabilitu na vnútornom trhu;
- 2) zvýšiť ochranu investorov do FPT.

Na dosiahnutie týchto všeobecných cieľov sa vyžaduje realizácia týchto špecifickejších cieľov politiky:

- 1) zabrániť riziku nákazy reálnej ekonomiky;
- 2) zabrániť riziku nákazy sponzora;
- 3) znížiť nevýhody pre tých, ktorí odpredávajú neskoro, najmä so zreteľom na vyplatenia za stresových trhových podmienok.

Uvedené špecifické ciele si vyžadujú dosiahnutie týchto operatívnych cieľov:

- 1) zabezpečiť, aby bola likvidita fondu v prípade žiadostí investorov o vyplatenie primeraná;
- 2) zmeniť štruktúru FPT tak, aby prísľub stability pretrval aj v prípade nepriaznivých trhových podmienok.

5. MOŽNOSTI POLITIKY

Na splnenie prvého operatívneho cieľa (zabezpečiť primerané úrovne likvidity FPT) útvary Komisie analyzovali rôzne možnosti politiky vzťahujúce sa na tieto aspekty: tri rôzne mechanizmy poplatkov pri vyplácaní alebo obmedzení vyplatenia, jednu možnosť týkajúcu sa rezervy likvidity, jednu možnosť týkajúcu sa kvality aktív a diverzifikácie a možnosti týkajúce sa „profilovania klientov“ FPT.

Na splnenie druhého operatívneho cieľa (pripraviť FPT tak, aby odolával nepriaznivým trhovým podmienkam) útvary Komisie analyzovali možnosti politiky vzťahujúce sa na tieto aspekty: jednu možnosť týkajúcu sa transparentnosti, dve možnosti týkajúce sa oceňovania vyžadujúceho si pohyblivú čistú hodnotu aktív, dve možnosti s uložením ochranných rezerv pre čistú hodnotu aktív, jednu možnosť týkajúcu sa štatútu banky, jednu možnosť spájajúcu pohyblivú čistú hodnotu aktív a rezervu pre čistú hodnotu aktív a jednu možnosť týkajúcu sa ratingu.

6. POSÚDENIE VPLYVU VYBRANÝCH MOŽNOSTÍ

Operatívny cieľ 1: možnosti zamerané na zvýšenie likvidity „poznaj svojich klientov“ sú vybranými možnosťami

Na zabezpečenie toho, aby bola likvidita fondu primeraná v prípade žiadostí investorov o vyplatenie, majú najvyššie skóre možnosti na zvýšenie likvidity aktív v portfóliu

a uplatnenie politiky „poznaj svojich klientov“. Tri možnosti založené na uložení poplatkov pri vyplácaní alebo obmedzení vyplatenia by na druhej strane výrazne znížili atraktivitu FPT pre investorov. Z konzultácií vyplýva, že tieto možnosti by mohli zase viesť k zníženiu celkových aktív v správe FPT, čím by reálna ekonomika prišla o dôležitý nástroj krátkodobého financovania. Okrem toho tieto možnosti obmedzujúce možnosti vyplatenia vyvolávajú otázky, pokiaľ ide o ich možný proticyklický účinok, ktorým by sa neznížilo, ale naopak, zvýšilo systémové riziko.

Zvyšovaním likvidity portfólia a zároveň zaručením, že portfólio je dostatočne diverzifikované a nie je investované do aktív nízkej kvality, sa lepšie splní cieľ zlepšenia schopnosti FPT zvládnuť vyplatenia. Na jednej strane budú mať investori úžitok z lepšieho prístupu k likvidite a zo zníženého rizika a na druhej strane sa tak zvýši schopnosť fondu vybavovať veľké žiadosti o vyplatenie. Náklady na tieto možnosti sa javia ako pomerne mierne, pretože väčšina FPT už má vypracované interné pravidlá, ktoré už vedú týmto smerom. Zdá sa, že aj dôsledky pre krátkodobý dlhový trh sú zvládnuteľné, pretože len veľmi malý podiel aktív je investovaných na dlhom konci krátkodobej výnosovej krivky. Politika predvídania veľkých žiadostí o vyplatenie sama osebe nezabráni hromadným výberom vkladov investormi, ale stále predstavuje užitočný nástroj na riadenie vkladov a výberov a môže sa realizovať s nízkymi nákladmi.

Operatívny cieľ 2: možnosti zamerané na zvýšenie transparentnosti, zabezpečenie stabilných ocenení a obmedzenie používania ratingov sú vybranými možnosťami

Všeobecne by všetky analyzované možnosti zvýšili v rozdielnych mierach finančnú stabilitu, ale žiadnou z možností by sa nedosiahli tieto výsledky bez záporných vplyvov. Vybrané možnosti sú tie, pomocou ktorých sa dospeje k najlepšej rovnováhe medzi finančnou stabilitou a nákladmi.

Úpravou metodiky oceňovania sa obnoví zjavný fakt, že FPT sú normálne vzájomné fondy podliehajúce cenovým výkyvom. Používanie amortizovanej ceny a metódy zaokrúhľovania umožňuje fondu udržiavať si stabilnú cenu. Vyžadovanie používania oceňovania trhovou cenou bude jasne investorom naznačovať, že oni znášajú riziko za svoje investície, nie sponzor fondu. Takto sa zníži alebo dokonca odstráni stimul pre sponzora, aby poskytoval podporu. Kanál náklady k sponzorom, bankovému systému by sa obmedzil. Pohyblivá čistá hodnota aktív je preto možnosťou, ktorá dosahuje najvyššie skóre v oblasti stabilizácie sektora FPT a teda aj v obmedzovaní náklady bankového sektora. Nedá sa však vylúčiť, že určití investori nebudú chcieť investovať do FPT s pohyblivou sadzbou, čo by v konečnom dôsledku mohlo viesť k poklesu v sektore FPT. Zdá sa, že vplyvy na správcov sú menšie.

Keďže pretrvávajú pochybnosti, pokiaľ ide o to, či sa všetci investori do FPT prispôbia štruktúre pohyblivej čistej hodnoty aktív, poskytovateľ FPT bude mať možnosť udržiavať fond so stabilnou čistou hodnotou aktív. FPT so stabilnou čistou hodnotou aktív by však potreboval využívať náležitú rezervu pre čistú hodnotu aktív, ktorú by mal financovať správca. S možnosťou, v rámci ktorej sa spája pohyblivá čistá hodnota aktív a rezerva pre čistú hodnotu aktív, bude musieť správca stabilných FPT financovať rezervu vo výške aspoň 3 % aktív v správe FPT. Podľa sledovaných prípadov podpory zo strany sponzorov počas krízy (123 prípadov v FPT v USA) bola pomoc len v troch prípadoch vyššia ako 3 %. Keď fond Reserve Primary Fund v roku 2008 zlyhal, stratil 3 % z expozície na úrovni 1,5 % voči aktívam Lehman. Rezerva nebude držiteľom FPT s konštantnou čistou hodnotou aktív poskytovať úplnú záruku, ale touto úrovňou sa

dosiahne rovnováha medzi potrebou mať stabilný a bezpečný model konštantnej čistej hodnoty aktív a finančné kapacity správcov.

Kým možnosť pohyblivej čistej hodnoty aktív má tú výhodu, že sa ňou riešia systémové riziká veľmi účinným a jednoduchým spôsobom, v možnosti, v ktorej sa spájajú uvedené dva systémy, sa zohľadňuje skutočnosť, že na celkové financovanie európskeho hospodárstva môže pôsobiť rušivo, ak by všetky FPT boli povinné mať pohyblivú čistú hodnotu aktív.

Aj keby stabilná čistá hodnota aktív s náležitými rezervami pre čistú hodnotu aktív bola „druhou najlepšou“ alternatívou k pohyblivej čistej hodnote aktív, uvedenú kombináciu oboch možností možno za prísnych podmienok odporúčať, aby sa zaistilo, že všeobecná politika pohyblivej čistej hodnoty aktív nespôsobí neprimerané narušenie celkového krátkodobého financovania európskeho hospodárstva.

Na to, aby správcovia boli transparentní, pokiaľ ide o zvolenú metódu, budú musieť zvýšiť svoju transparentnosť voči investorom. Otázku hromadných výberov vkladov investormi po znížení úverového ratingu možno riešiť len tak, že sa aspoň na úrovni fondu obmedzí využívanie ratingov.

Vplyv na tretie krajiny

Práca týkajúca sa tieňového bankovníctva je medzinárodná. Odporúčania IOSCO o FPT, ako aj ich schválenie Radou pre finančnú stabilitu (FSB) je potrebné implementovať v každom štáte G20. Je osobitne dôležité zabezpečiť, aby sa plánované reformy týkajúce sa likvidity a stability FPT uplatňovali jednotným spôsobom, aby sa zabránilo regulačnej arbitráži a nákaze naprieč štátmi. Z toho dôvodu možnosti vybrané v tomto posúdení vplyvu zohľadňujú odporúčania IOSCO a FSB.

USA, najväčší trh s FPT na svete, si vyžaduje osobitnú pozornosť. Oba trhy s FPT, európsky aj americký, sú navzájom prepojené. FPT pochádzajúce z USA sú dôležitými investormi do nástrojov peňažného trhu emitovaných v Európe. A naopak, FPT z EÚ sú dôležitými investormi do nástrojov peňažného trhu emitovaných v USA. Samotné FPT na oboch stranách Atlantického oceánu predstavujú dôležitý zdroj financovania nielen pre podnikových emitentov a banky na vlastnom kontinente, ale aj pre subjekty na druhom kontinente. Orgány USA sú takisto zapojené do procesu reformy FPT. Nadviazal sa úzky dialóg s USA s cieľom prepojiť následné etapy tvorby pravidiel.

7. MONITOROVANIE A HODNOTENIE

Hodnotenie *ex post* všetkých nových legislatívnych opatrení je pre Komisiu prioritou. Nadchádzajúce nariadenie bude takisto predmetom celkového hodnotenia s cieľom posúdiť okrem iného to, aké je účinné a efektívne, pokiaľ ide o dosahovanie cieľov uvedených v tejto správe, a s cieľom rozhodnúť, či sú potrebné nové opatrenia alebo zmeny.

Z hľadiska ukazovateľov a zdrojov informácií, ktoré by sa mohli použiť počas hodnotenia, sa použijú údaje z rôznych zdrojov. Použijú sa na sledovanie úrovne likvidity, druhov aktív, emitentov aktív a investorov do FPT. Na základe týchto ukazovateľov bude možné vyvodiť závery o vplyvoch reformy na finančnú stabilitu.