EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 20. 7. 2023
COM(2023) 452 final

SPRÁVA KOMISIE EURÓPSKEMU PARLAMENTU A RADE

o primeranosti nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1131 o fondoch peňažného trhu z hľadiska obozretného podnikania a hospodárskeho hľadiska

OBSAH

1. ÚVOD ... 3

1.1. Súvislosti ... 3

1.2. Právny základ správy ... 4

1.3. Metodika a konzultačný proces ... 4

2. SEKTOR FPT V SÚČASNOSTI ... 5

2.1. Kľúčové zmeny zavedené nariadením o FPT ... 5

2.2. Súčasná štruktúra trhu ... 7

2.3. Nedávny vývoj na trhu a získané poznatky ... 11

3. PRIMERANOSŤ NARIADENIA O FPT Z HĽADISKA OBOZRETNÉHO PODNIKANIA A HOSPODÁRSKEHO HĽADISKA ... 14

3.1. FPT a dlhové nástroje, ktoré emitovali alebo sa za ne zaručili členské štáty EÚ ... 15

3.2. Jednotné vymedzenie vysokej a mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality prevoditeľných aktív ... 15

3.3. Vplyv nariadenia o FPT na trhy s krátkodobým financovaním ... 16

3.4. Vývoj v regulačnej oblasti na medzinárodnej úrovni ... 18

3.4.1. Zníženie rizika masového výberu vkladov ... 19

3.4.2. Posilnenie likvidity FPT a ich schopnosti absorbovať straty ... 20

3.4.3. Iné opatrenia ... 21

3.5. Uskutočniteľnosť stanovenia minimálnej kvóty vo výške 80 % verejného dlhu EÚ ... 21

4. ZÁVERY ... 22

SKRATKY

AIFMD	Smernica o správcoch alternatívnych investičných fondov
CNAV	FPT s konštantnou čistou hodnotou majetku
ECB	Európska centrálna banka
ESMA	Európsky orgán pre cenné papiere a trhy
ESRB	Európsky výbor pre systémové riziká
EUR	Euro
FSB	Rada pre finančnú stabilitu
GBP	Britská libra
LVNAV	FPT s čistou hodnotou majetku s nízkou volatilitou
FPT	Fond peňažného trhu
Nariadenie o FPT	Nariadenie (EÚ) 2017/1131 o fondoch peňažného trhu
NAV	Čistá hodnota majetku
PVO	Príslušné vnútroštátne orgány
USD	Americký dolár
PKIPCP	Podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov
VNAV	FPT s variabilnou čistou hodnotou majetku
WMA	Aktíva splatné do jedného týždňa

1. ÚVOD

1.1. Súvislosti

Nariadenie (EÚ) 2017/1131 o fondoch peňažného trhu (ďalej len „nariadenie o FPT“) bolo navrhnuté po globálnej finančnej kríze, ktorá odhalila určité nedostatky finančných trhov a ich regulačných režimov na celom svete. Od začiatku jeho uplatňovania v januári 2019 sa týmto nariadením významne posilnil regulačný režim pre FPT v EÚ na základe odporúčaní Rady pre finančnú stabilitu (FSB), Medzinárodnej organizácie komisií pre cenné papiere (IOSCO)[1] a Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB).

Nový regulačný rámec bol otestovaný v situácii stresu na trhu v súvislosti s pandémiou COVID-19. Vplyv tejto stresovej situácie na FPT sa v jednotlivých jurisdikciách líšil z dôvodu rozdielnych štruktúr trhov s FPT (napr. prevládajúcich druhov FPT, profilov investorov a podkladových investícií) a zvyškových rozdielov v regulačnom rámci pre FPT. Hlavné centrálne banky, napríklad Európska centrálna banka (ECB) a Federálna rezervná banka USA, prijali rôzne opatrenia na zmiernenie účinkov, napríklad priame nákupy komerčných cenných papierov[2] na primárnych a sekundárnych trhoch, poskytovanie úverov bankám na nákup aktív z FPT (Federálna rezervná banka) a rozšírenie prípustného kolaterálu pre refinančné operácie na nezabezpečené bankové dlhopisy (ECB). Týmito intervenciami sa zlepšila likvidita a dôvera na trhoch s krátkodobými dlhovými nástrojmi, čo takisto prispelo k zníženiu tempa vyplácania z FPT. Hoci v marci 2020 a v ďalších stresových obdobiach na trhu došlo k značným odlevom kapitálu z určitých druhov FPT, žiadne z FPT EÚ nemuseli zaviesť poplatky za vyplácanie, obmedzenie vyplácania[3] ani pozastaviť vyplácanie.

Po stresovej situácii na trhu spôsobenej pandémiou COVID-19 začali svetové a európske orgány prudenciálneho dohľadu pracovať na návrhoch politík na zvýšenie odolnosti FPT. Najmä FSB,[4] ESRB[5] a Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA)[6] navrhli rôzne reformy s cieľom zabezpečiť, aby FPT v stresových časoch nezosilňovali šoky likvidity. Jedným z týchto návrhov je odstrániť možnosť, aby sa pri FPT s čistou hodnotou majetku s nízkou volatilitou (ďalej len „LVNAV“) používalo účtovanie metódou amortizovanej ceny.

---

[1] Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (IOSCO) uskutočnila partnerské preskúmanie vykonávania reforiem FPT v rôznych jurisdikciách a 20. novembra 2020 uverejnila správu s názvom *Thematic Review on consistency in implementation of Money Market Funds reforms* (Tematické preskúmanie súladu pri vykonávaní reforiem fondov peňažného trhu). V tejto správe sa potvrdzuje vysoký stupeň súladu dosiahnutých regulačných cieľov s jej pôvodnými odporúčaniami.

[2] Komerčný cenný papier: nezabezpečený prísľub zaplatiť určitú sumu k stanovenému dátumu splatnosti, emitovaný vo forme na doručiteľa (MMF, 2003). Komerčné cenné papiere emitujú najmä nefinančné podnikateľské subjekty.

[3] Poplatky za vyplácanie ako nástroj na riadenie likvidity, ktorým sa zvyčajne ukladá paušálny poplatok investorom predávajúcim akcie fondu (obvykle v rámci vopred stanoveného obdobia). Obmedzenie vyplácania je nástroj na riadenie likvidity, ktorým sa počas určitého obdobia bráni investorom fondu vybrať časť ich kapitálu.

[4] FSB, 11. október 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Návrhy politík na posilnenie odolnosti fondov peňažného trhu).

[5] ESRB, 2. december 2021, *Recommendation on reform of money market funds* (Odporúčanie k reforme fondov peňažného trhu).

[6] ESMA, 14. február 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (Stanovisko orgánu ESMA k preskúmaniu nariadenia o fondoch peňažného trhu).

To by však mohlo znížiť účinnosť FPT ako alternatívnych spôsobov riadenia likvidity k bankovým vkladom a obmedziť možnosti podnikov na riadenie peňažných tokov.[7]

1.2. Právny základ správy

Táto správa je vypracovaná v súlade s článkom 46 ods. 1 nariadenia o FPT, v ktorom sa od Komisie vyžaduje, aby posúdila fungovanie nariadenia o FPT na základe analýzy súčasných pravidiel z hľadiska obozretného podnikania a hospodárskeho hľadiska a na základe konzultácií s orgánom ESMA a prípadne s ESRB, a v súlade s článkom 6 ods. 2, v ktorom sa uvádzajú podmienky, ktoré sa v tejto správe musia zohľadniť. V tomto článku sa takisto vyžaduje, aby Komisia posúdila, či sa má zmeniť režim pre FPT s konštantnou čistou hodnotou majetku (ďalej len „CNAV“) investujúce do verejného dlhu a pre LVNAV.

1.3. Metodika a konzultačný proces

Táto správa vychádza z viacerých štúdií, ktoré vypracovali európske a medzinárodné orgány. V správe FSB[8] aj v stanovisku orgánu ESMA[9] sa využila spätná väzba od zainteresovaných strán. Tieto správy, ako aj odporúčania ESRB[10] obsahujú rozsiahle súbory údajov a dôkazy od orgánov dohľadu. ECB uverejnila posúdenie účinnosti regulačného rámca EÚ z hľadiska finančnej stability na základe správania FPT počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19.[11] Ďalším zdrojom informácií pre túto správu boli akademické štúdie.

Od 12. apríla do 20. mája 2022 Komisia uskutočnila konzultácie so zainteresovanými stranami s cieľom zhromaždiť názory zainteresovaných strán na fungovanie nariadenia o FPT[12]. Príspevok zaslalo celkovo 48 respondentov. Viac ako dve tretiny respondentov uviedli, že nariadenie o FPT je účinné pri dosahovaní jeho hlavných cieľov, pokiaľ ide o zabezpečenie likvidity, zvýšenie ochrany investorov, prevenciu rizika šírenia nákazy a zlepšenie transparentnosti, dohľadu a finančnej stability jednotného trhu. Títo respondenti sa domnievajú, že nariadenie o FPT prispelo k integrácii kapitálových trhov a zvýšeniu odolnosti FPT, a to najmä prostredníctvom pravidiel týkajúcich sa kreditnej kvality[13] a zloženia aktív[14]. Spätná väzba od zainteresovaných strán takisto poukazuje na význam zabezpečenia súladu pravidiel na úrovni EÚ a posilnenia dohľadu. Cezhraniční investori navyše oceňujú aj to, že nariadenie o FPT im dáva možnosť riadiť peňažné toky na globálnej úrovni prostredníctvom štandardného procesu z hľadiska účtovníctva aj riadenia rizík.

---

7 FPT so stabilnou NAV investujúce do súkromného dlhu majú vlastnosti podobné vkladom, investujú do záväzkov emitovaných bankami a používajú ich nefinančné podnikateľské subjekty ako nástroj na riadenie likvidity.

8 FSB, 11. október 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Návrhy politík na posilnenie odolnosti fondov peňažného trhu).

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf.

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html.

11 ECB, október 2022, *„Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil“* (Je nariadenie o fondoch peňažného trhu vhodné na daný účel? Ponaučenia z finančných otrasov spôsobených pandémiou COVID-19), séria pracovných dokumentov, č. 2737.

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_sk.

13 Články 19 až 23 nariadenia (EÚ) 2017/1131 (nariadenie o FPT).

14 Články 8 až 18 nariadenia (EÚ) 2017/1131 (nariadenie o FPT).

2. SEKTOR FPT V SÚČASNOSTI

2.1. Kľúčové zmeny zavedené nariadením o FPT

Pred zavedením nariadenia o FPT väčšina FPT v EÚ fungovala podľa pravidiel smernice o PKIPCP,[15] jej vykonávacích aktov a usmernení, ako aj odvetvových kódexov správania. Hlavnými domicilmi FPT EÚ sú Francúzsko, Írsko a Luxembursko. Luxembursko a Írsko vytvorili sektor FPT s CNAV v cudzích menách zameraný na inštitucionálnych investorov z krajín mimo EÚ.

Nariadením o FPT sa zaviedol špecializovaný a výrazne rozvinutejší regulačný režim pre FPT v EÚ. Jeho cieľom bolo najmä riešiť problémy spojené s kreditným rizikom a rizikom likvidity, ktorým FPT čelili počas krízy v roku 2008. Týmto rámcom sa prostredníctvom harmonizácie základných vlastností produktov tvoriacich FPT stanovila aj jednotná úroveň ochrany investorov, a to zavedením pravidiel riadenia likvidity a rizika likvidity vrátane likviditných rezerv, aktív, do ktorých môžu FPT investovať, diverzifikácie, oceňovania a interného posudzovania kreditnej kvality. Zvýšila sa aj transparentnosť voči investorom a dohľadu, a to aj prostredníctvom komplexného vykazovania príslušným vnútroštátnym orgánom (PVO).

Nariadenie o FPT okrem toho výslovne zakazuje „externú podporu“, aby sa zabránilo riziku nákazy medzi sektorom FPT a zvyškom finančného sektora. Politika založená na zásade „poznaj svojho klienta“ zaväzuje správcov všetkých druhov FPT, aby predvídali účinok súbežného vyplácania viacerých investorov. Všetci správcovia musia v každom okamihu svojho účtovného cyklu prispôsobovať skutočnú úroveň likvidity konkrétnym potrebám svojich klientov v oblasti peňažnej hotovosti.

Nariadením o FPT sa vytvoril nový druh FPT, LVNAV, ktorý nahrádza CNAV investujúce do neverejného dlhu. Podobne ako v prípade CNAV investujúcich do verejného dlhu, aj pre LVNAV sa môže používať účtovanie metódou amortizovanej ceny s cieľom poskytnúť stabilnú cenu vyplatenia, ale len vtedy, ak sa hodnota podkladových aktív neodchyľuje od trhovej hodnoty čistých aktív fondu o viac ako 20 bázických bodov[16]. Tieto dve hodnoty sa uverejňujú denne. Ak odchýlka prekročí 20 bázických bodov, fond LVNAV musí prejsť z konštantnej NAV na variabilnú NAV[17].

Dodržiavanie nariadenia o FPT prinieslo určité náklady na právne služby a prevádzku pre správcov aktív, ktorí museli pre existujúce fondy zaviesť nový režim, zvýšiť transparentnosť, zlepšiť svoje procesy riadenia rizík a pozorne sledovať svoje investície a súvisiace kreditné riziko a riziko likvidity, a to všetko s cieľom zabezpečiť súlad s požiadavkami na likviditu. Vyššie náklady vznikli aj distribútorom, platformám a depozitárom tretích strán. Investori do FPT museli vynaložiť viac času a zdrojov na to, aby vytvorili investičné politiky, kontroly a dohľad v súvislosti s rámcom, systémami pokladnice a účtovnými postupmi a aby

[15] 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).

[16] Rozlišovacím znakom CNAV investujúcich do verejného dlhu a LVNAV je zaokrúhľovanie NAV na druhé desatinné miesto, čo je však možné len v rámci rozpätia 20 bázických bodov pre LVNAV (na rozdiel od štvrtého desatinného miesta v prípade VNAV). Zaokrúhľovanie znamená, že investori nemusia pri vyplácaní podielov vykazovať veľmi malé nerealizované kapitálové zisky a straty v portfóliu.

[17] Nariadením o FPT sa zavádza aj niekoľko ďalších pravidiel týkajúcich sa portfólia a oceňovania, ktoré sú zamerané na ochranu investorov a stabilitu finančného trhu.

zabezpečili, že audítorom sa bude dobre pracovať s novými štruktúrami fondov FPT z hľadiska peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov. Výsledky konzultácií však nepoukázali na neprimeranosť nákladov a neodhalili výraznú možnosť zjednodušenia.

Európska asociácia fondov a správcovských spoločností vo svojej štúdii *Market Insights* (Postrehy z trhu) z októbra 2020 poznamenala, že prísne regulačné požiadavky zavedené nariadením o FPT a zvýšené náklady na dodržiavanie právnych predpisov viedli k poklesu počtu FPT od PKIPCP v prvom štvrťroku 2019 o 16 %, pretože mnohí správcovia aktív sa rozhodli uzavrieť svoje FPT, najmä malé FPT, alebo ich premeniť na fondy krátkodobých dlhopisov. Okrem toho niektoré fondy už nespĺňali prísnejšie regulačné požiadavky uložené nariadením o FPT, a preto sa už nepovažovali za FPT. Napriek poklesu počtu FPT zaznamenali európske FPT v rokoch 2019 a 2020 výrazné čisté prílevy kapitálu.

Tabuľka 1: Kľúčové vlastnosti FPT EÚ a ich záruky

	Krátkodobý FPT			**Štandardný FPT**
	Stabilná NAV		**Variabilná čistá hodnota majetku (VNAV)**	
Názov	FPT s konštantnou čistou hodnotou majetku investujúci do verejného dlhu (CNAV investujúci do verejného dlhu)[18]	FPT s čistou hodnotou majetku s nízkou volatilitou (LVNAV)[19]	krátkodobý VNAV[20]	štandardný VNAV[21]
Verejný dlh	min. 99,5 % vo verejnom dlhu, reverzných repo transakciách zabezpečených verejným dlhom a peňažných prostriedkoch	povolený		
Vážená priemerná splatnosť[22]	max. 60 dní			max. 6 mesiacov
Vážená priemerná životnosť[23]	max. 120 dní			max. 12 mesiacov
Splatnosť aktív	max. 397 dní			max. 2 roky s obdobím úpravy úrokovej sadzby 397 dní
Aktíva splatné do jedného dňa	min. 10 %		min. 7,5 %	
Aktíva splatné do jedného týždňa	min. 30 % (v rámci ktorých je verejný dlh obmedzený na 17,5 %)		min. 15 %	

[18] FPT s konštantnou čistou hodnotou majetku investujúci do verejného dlhu podľa článku 2 bodu 11 nariadenia o FPT.
[19] FPT s čistou hodnotou majetku s nízkou volatilitou podľa článku 2 bodu 12 nariadenia o FPT.
[20] VNAV FPT spravovaný ako krátkodobý FPT podľa článku 2 bodu 14 nariadenia o FPT.
[21] VNAV FPT spravovaný ako štandardný FPT podľa článku 2 bodu 15 nariadenia o FPT.
[22] Ako je vymedzená v článku 2 bode 19 nariadenia o MMF.
[23] Ako je vopred vymedzená v článku 2 bode 20 nariadenia o MMF.

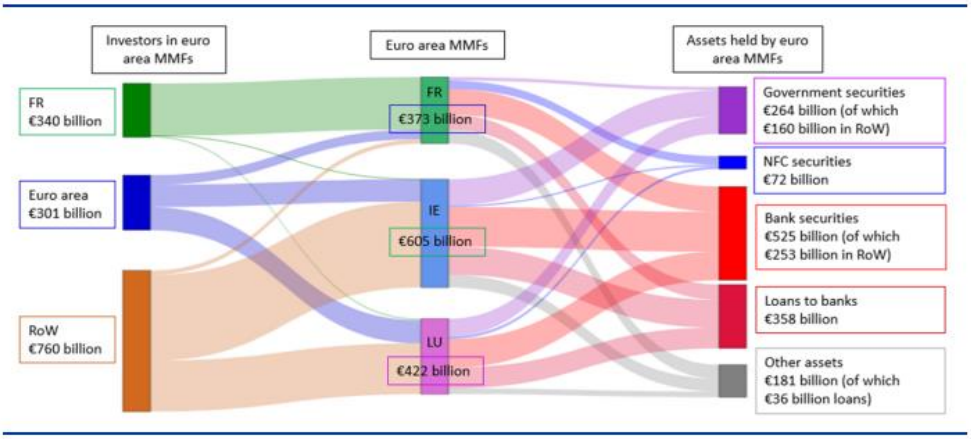
2.2. Súčasná štruktúra trhu

V článku 46 ods. 2 písm. a) nariadenia o FPT sa od Komisie vyžaduje, aby analyzovala skúsenosti získané pri uplatňovaní tohto nariadenia a vplyv na investorov, FPT a správcov FPT v Únii.

FPT eurozóny mali na konci roka 2021 v držbe celkové aktíva približne vo výške 1,5 bilióna EUR rozdelené medzi CNAV investujúce do verejného dlhu (11 % celkových spravovaných aktív), LVNAV (46 %), krátkodobé VNAV (12 %) a štandardné VNAV (31 %). FPT EÚ sú denominované najmä v EUR (42 %), USD (31 %) a GBP (22 %) a sú sústredené v niekoľkých krajinách, predovšetkým v Írsku, Luxembursku a vo Francúzsku, pričom predstavujú v danom poradí 42 %, 26 % a 25 % celkových aktív v správe FPT EÚ[24].

CNAV investujúce do verejného dlhu a LVNAV sú denominované najmä v USD a GBP a majú sídlo hlavne v Írsku a Luxembursku**.** FPT denominované v EUR sú primárne štruktúrované ako štandardné VNAV a väčšinou majú sídlo vo Francúzsku (192 fondov k decembru 2021).

Obrázok 1: Kto investuje do FPT eurozóny a kde potom investujú tieto FPT?
Zdroj: ECB, Makroprudenciálny bulletin, apríl 2021.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Ako je znázornené na obrázku 2, väčšinu akcií/podielových listov FPT eurozóny vlastnia podnikoví a inštitucionálni investori[25]. Profesionálni investori vlastnia 95 % NAV v prípade

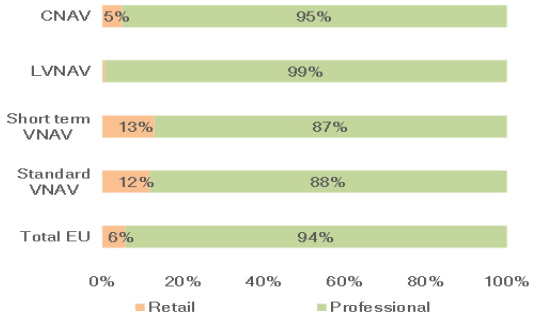
[24] Pozri aj správy ESMA a ESRB.
[25] ESMA, 8. február 2023: *EU MMF market 2023* (Trh s FPT EÚ 2023).

CNAV a 99 % v prípade LVNAV. Pokiaľ ide o VNAV, podiel retailových investorov je mierne vyšší, a to 13 % v prípade krátkodobých a 12 % v prípade štandardných VNAV[26].

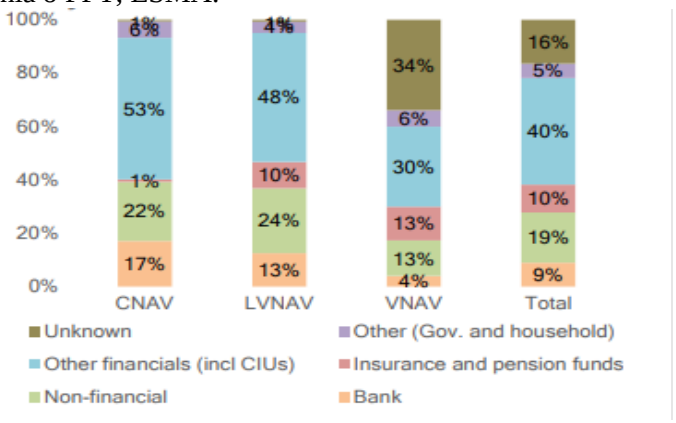
Ako je znázornené na obrázku 3, finančné inštitúcie sú hlavnými investormi do všetkých druhov FPT, čo predstavuje 59 % NAV, zatiaľ čo nefinančné podnikateľské subjekty predstavujú 19 % NAV.

Ako vidno na obrázku 4, investori z krajín mimo EÚ prevažujú v Luxembursku a Írsku. V rámci írskych FPT predstavujú viac ako 77 % NAV a v prípade luxemburských FPT takmer 63 %. V prípade írskych FPT ide predovšetkým o investorov so sídlom v Spojenom kráľovstve (60 % investorov podľa sumy vo vlastníctve). To odráža význam FPT denominovaných v iných menách ako meny štátov EÚ so sídlom v týchto členských štátoch. Naopak francúzski domáci investori predstavujú takmer 76 % NAV vo Francúzsku.

Obrázok 2: Retailoví a profesionálni investori do FPT (% z celkovej NAV)
Zdroj: Správa orgánu ESMA o trhu 2023.

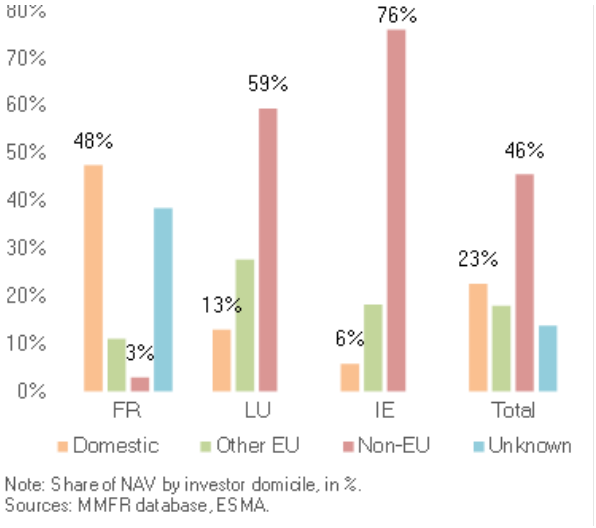


Obrázok 3: Typy investorov do FPT podľa sektora (% z celkovej NAV)
Zdroj: databáza nariadenia o FPT, ESMA.



Obrázok 4: Podiel na NAV podľa sídla investora (v %)
Zdroj: databáza nariadenia o FPT, ESMA.

[26] Do veľkej miery to spôsobujú FPT so sídlom vo Francúzsku, v ktorých je v dôsledku existencie zamestnaneckých systémov sporenia podiel retailových investorov 12 % NAV.



Z diskusií s investormi do FPT a odpovedí z konzultácie so zainteresovanými stranami vyplýva, že pri výbere investícií sú pre investorov najdôležitejšie tieto kritériá: vnútrodenná/denná likvidita, zachovanie kapitálu a diverzifikácia. Investori uvádzajú ako dôležité pri výbere investície aj ďalšie vlastnosti FPT EÚ, ako je napríklad kvalita portfólia alebo úroveň návratnosti. FPT sa používajú hlavne ako nástroj na riadenie peňažných tokov.

Akcie FPT sa podľa účtovného štandardu IAS7[27] považujú za *„peňažné prostriedky a peňažné ekvivalenty“*. Platí to pre CNAV a LVNAV z dôvodu ich stabilnej hodnoty a možnosti vnútrodenného vyplácania. V niektorých jurisdikciách sa tento spôsob účtovania uplatňuje aj na VNAV. V odpovediach na konzultáciu Komisie sa uvádza, že prinútením podnikov investovať do iných nástrojov s odlišnými vlastnosťami by sa vytvorila neistota pri účtovaní týchto produktov ako *„peňažných prostriedkov alebo peňažných ekvivalentov“* a takisto by sa podnikom obmedzili možnosti riadenia peňažných tokov, pretože iné nástroje nemusia ponúkať vnútrodennú likviditu.

CNAV investujúce do verejného dlhu musia investovať 99,5 % svojich aktív do verejného dlhu, reverzných repo obchodov zabezpečených verejným dlhom a do peňažných prostriedkov. LVNAV a VNAV investujú predovšetkým do nástrojov peňažného trhu (67 % ich celkových aktív) a dopĺňajú ich vkladmi, zmluvami o repo obchodoch a reverzných repo obchodoch a ďalšími krátkodobými aktívami.

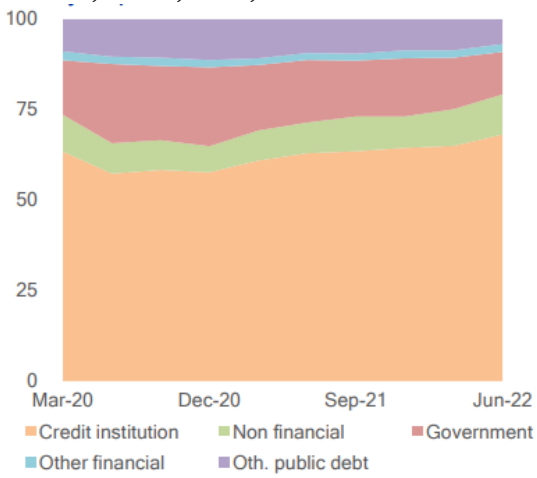
Ako je znázornené na obrázku 5, FPT EÚ majú expozíciu najmä voči finančnému sektoru vrátane úverových inštitúcií, ktorých cenné papiere predstavujú viac ako 60 % všetkých nástrojov peňažného trhu v držbe FPT EÚ. Expozície voči nefinančným podnikateľským subjektom zostávajú obmedzené (10 % nástrojov peňažného trhu) a sú najmä v držbe VNAV[28]. FPT EÚ držia celkovo 50 až 70 % komerčných cenných papierov finančného

[27] Nariadenie (EÚ) 1126/2008, Medzinárodný účtovný štandard 7, odsek 6: *„Peňažné ekvivalenty sú krátkodobé, vysoko likvidné investície, ktoré sú ľahko zameniteľné za známu sumu peňažných prostriedkov a pri ktorých existuje nepatrné riziko zmeny hodnoty.“*

[28] ESMA, 8. február 2023: *EU MMF market 2023* (Trh s FPT EÚ 2023).

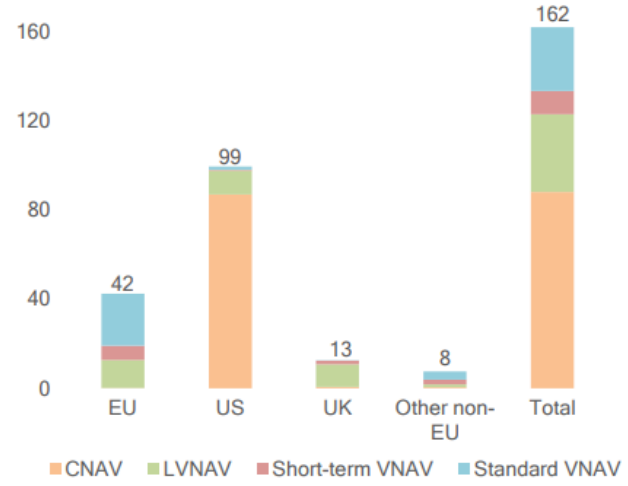
sektora denominovaných v eurách a obchodovateľných depozitných certifikátov[29] (FSB, 2021).

Obrázok 5: Nástroje peňažného trhu v držbe FPT majú expozíciu najmä voči finančnému sektoru (% držaných nástrojov peňažného trhu)
Zdroj: databáza nariadenia o FPT, Eikon, PVO, ESMA.



Ako je znázornené na obrázku 6, väčšina expozície FPT EÚ voči verejnému dlhu sa týka štátov mimo EÚ (74 % expozície voči štátnym dlhopisom na konci roka 2021). Tieto expozície držia najmä CNAV. Ostatné FPT výrazne znížili svoje držby štátnych dlhopisov zo 62 % celkových aktív v júni 2021 na 32 % v júni 2022. Zároveň zvýšili svoje expozície na trhu s repo obchodmi, a to z dôvodu očakávania zmeny úrokových sadzieb. Podiel štátnych dlhopisov v portfóliách LVNAV sa v priebehu roka 2020 výrazne zvýšil, ale v roku 2021 a v prvej polovici roka 2022 sa zloženie portfólií znova upravilo na stav pred pandémiou COVID-19. VNAV majú zvyčajne nižší podiel verejného dlhu, a to v priemere 7 % ich aktív[30].

Obrázok 6: Expozícia voči verejnému dlhu, koniec roka 2021, v mld. EUR
Zdroj: databáza nariadenia o FPT, PVO, ESMA.



[29] Depozitné certifikáty: „certifikát vydaný bankou potvrdzujúci vklad v tejto banke na určené časové obdobie pri určenej úrokovej sadzbe“ (MMF, 2003).
[30] Tamže.

2.3. Nedávny vývoj na trhu a získané poznatky

V posledných rokoch sa udialo niekoľko stresových udalostí, ktoré otestovali rámec pre FPT. V marci 2020 viedla pandémia COVID-19 k náhlemu zvýšeniu dopytu po bezpečných a likvidných aktívach vo finančnom aj v nefinančnom sektore. Trhová likvidita sa značne zhoršila v rámci širokej škály trhov a vyvolala bezprecedentné zásahy centrálnych bánk. Hodnota hlavných indexov akciového trhu klesla v priebehu niekoľkých týždňov o viac ako 30 % a na finančných trhoch došlo počas prvých mesiacov pandémie k výraznému zvýšeniu volatility. Vzhľadom na všeobecnú neistotu investori váhali investovať na finančných trhoch, čo viedlo k obrovským stratám pri oceňovaní.

Podnikové dlhopisy a FPT takisto čelili značnému stresu. Výnosy podnikových dlhopisov sa v priebehu februára a marca 2020 výrazne zvýšili. FPT s expozíciou voči súkromným trhom, t. j. LVNAV a VNAV v EÚ a primárne FPT v USA[31], zaznamenali značné odlevy kapitálu. LVNAV so sídlom v EÚ čelili počas marca 2020 odlevu kapitálu vo výške 51,4 mld. EUR[32] a mali problémy pri predaji svojich komerčných cenných papierov a depozitných certifikátov, pretože banky neboli ochotné alebo schopné odkúpiť späť tieto cenné papiere, a to vrátane svojich vlastných cenných papierov[33].

Stres bol zvlášť akútny v prípade LVNAV denominovaných v USD, ako vyplýva z obrázku 7 a príslušnej literatúry[34]. Keďže ich držby aktív splatných do jedného týždňa sa priblížili k minimálnej regulačnej požiadavke 30 %, niektorých investorov mohla znepokojovať rastúca možnosť, že správcovia fondov využijú dostupné nástroje na riadenie likvidity (t. j. poplatky za predaj alebo obmedzenie vyplácania). Obavy týkajúce sa používania nástrojov na riadenie likvidity boli zvlášť akútne na trhu USA, čo možno vysvetliť skutočnosťou, že investori z EÚ vo všeobecnosti viac akceptujú poplatky ako investori z USA, pretože sú zvyknutí na poplatky v rámci PKIPCP. Ako je znázornené na obrázku 7, výsledkom bol vedľajší účinok na FPT so sídlom v EÚ, konkrétne kombinácia vyplácania LVNAV v USD a upisovania CNAV investujúcich do verejného dlhu denominovaných v USD v podobnom rozsahu, čo odráža možný substitučný efekt (alebo útek ku kvalite).

---

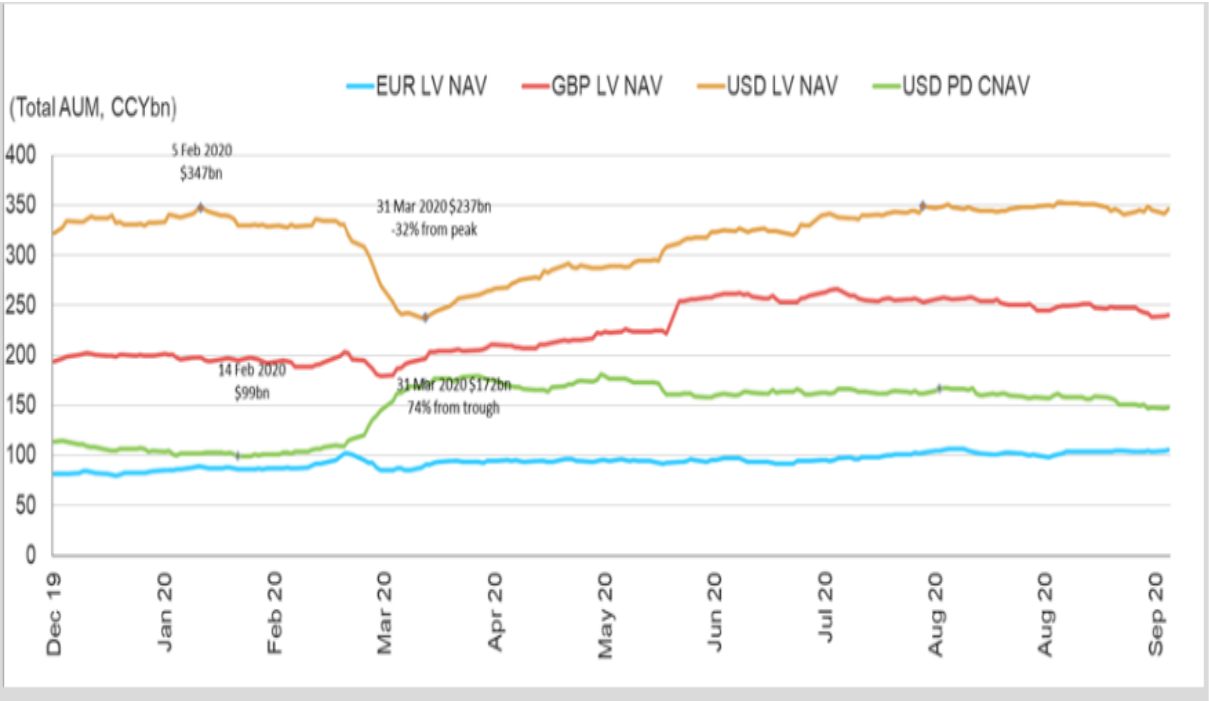
31 Primárny FPT je druh fondu peňažného trhu USA, ktorý v zásade investuje do neštátnych cenných papierov.

32 ESMA, september 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Správa o trendoch, rizikách a slabých miestach), č. 2, 2021.

33 Komerčné cenné papiere a depozitné certifikáty sa obvykle držia do splatnosti, a aj keď majú veľmi krátku splatnosť, ich sekundárny trh nie je likvidný, a to ani v bežných časoch. FPT pritom zodpovedajú za značnú časť dopytu po týchto nástrojoch.

34 Ako sa uvádza v rôznych správach vrátane správy FSB *Policy proposals to enhance money market fund resilience* (Návrhy politík na posilnenie odolnosti fondov peňažného trhu) z októbra 2021, dokumentu ESRB *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)* [Poznámky o systémových slabých miestach fondov peňažného trhu (FPT) a predbežných úvahách o politike na ich reformovanie] z júla 2021 a článku ECB v Makroprudenciálnom bulletine z apríla 2021 s názvom *How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil* (Aké účinné je nariadenie EÚ o fondoch peňažného trhu? Ponaučenia z finančných otrasov spôsobených pandémiou COVID-19).

Obrázok 7: Vývoj aktív spravovaných rôznymi druhmi FPT v období okolo marca 2020 Zdroj: Európska asociácia fondov a správcovských spoločností: údaje zo služieb Fitch Ratings, iMoneyNet.



Z údajov[35] vyplýva, že FPT s nízkymi WMA zaznamenali vyššie odlevy kapitálu ako FPT s vysokými WMA. Túto analýzu možno interpretovať ako dôkaz, že inštitucionálni investori vystúpili z FPT, aby sa vyhli poplatkom a obmedzeniu vyplácania. Okrem toho zo štúdií od autorov Avalos a Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] a Dunne a Giuliana (2021)[38] vyplýva, že ukazovatele likvidity boli kľúčovými hnacími silami vyplácania v prípade LVNAV, ale nie v prípade VNAV, čo poukazuje na možné neželané účinky prahových hodnôt.[39] Vzhľadom na rozsah krízy a globálnu hospodársku situáciu vyvolanú pandémiou prijali hlavné centrálne banky celý rad opatrení na podporu kapitálových trhov. Táto podpora sa uskutočnila formou:

- priamych nákupov depozitných certifikátov a komerčných cenných papierov denominovaných v domácej mene (ECB,[40] Bank of England[41], Federálna rezervná banka) na primárnom alebo sekundárnom trhu,

---

35 ESMA, 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Správa o trendoch, rizikách a slabých miestach), č. 1, 2021.

36 Avalos, F. a Xia, D. (2021), *Investor size, liquidity and prime money market fund stress* (Veľkosť investora, likvidita a stres na primárnych fondoch peňažného trhu), BIS Quarterly Review Special Feature, s. 17 – 29.

37 Darpeix, P.-E. a Mosson, N. (2021), *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020* (Podrobná analýza portfólií francúzskych fondov peňažného trhu počas krízy spôsobenej pandémiou COVID-19 na začiatku roka 2020), AMF.

38 Dunne, P. a Raffaele, G. (2021), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?* (Zvyšujú limity likvidity vyplácanie fondov peňažného trhu počas krízy spôsobenej ochorením COVID-19?), pracovný dokument ESRB č. 127.

39 ESMA, 14. február 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (Stanovisko orgánu ESMA k preskúmaniu nariadenia o fondoch peňažného trhu).

40 V marci 2020 ECB oznámila ďalšiu podporu pre peňažné trhy eurozóny prostredníctvom rozšírenia svojho existujúceho programu nákupu cenných papierov podnikového sektora na komerčné cenné papiere

- rozšírenia prípustného kolaterálu na nezabezpečené dlhopisy emitované bankami (ECB),
- a úverových nástrojov pre banky na nákup aktív od FPT (Federálna rezervná banka)[42].

V dôsledku zásahu centrálnych bánk sa žiadosti o vyplatenie spomalili a likvidita na podkladových peňažných trhoch sa zlepšila. Hoci tieto intervencie boli zamerané predovšetkým na obnovenie dôvery v hĺbku a likviditu trhov s krátkodobým financovaním, nepriamo prospeli aj FPT EÚ.

Otrasy na trhu z marca 2020 ukázali, že niektoré segmenty finančného trhu nedokázali absorbovať výrazný a náhly nárast tlakov na predaj. Príčinou mohlo byť aj to, že ponuka likvidity zo strany obchodníkov bola obmedzenejšia a menej reagovala na náhly nárast dopytu ako pred finančnou krízou v roku 2008. Napriek tomu však žiadny FPT EÚ nemusel v marci 2020 zaviesť poplatky za vyplácanie alebo obmedzenie vyplácania ani pozastaviť vyplácanie. Okrem toho žiadny LVNAV neprekročil prahové hodnoty stanovené v nariadení o FPT, na základe ktorých by sa mal zmeniť na VNAV (v prípade niektorých LVNAV v USD sa odchýlka trhovej NAV od konštantnej NAV priblížila k rozpätiu 20 bázických bodov). Tieto výsledky by sa však mali interpretovať opatrne a mali by sa uvádzať v kontexte vzhľadom na zásahy centrálnych bánk, ktoré podporili trhy.

Invázia Ruska na Ukrajinu a súvisiace geopolitické napätie od februára 2022 ovplyvňujú finančné trhy, a to najmä ceny komodít a súvisiace derivátové produkty. Keďže FPT EÚ investujú do vysoko likvidných aktív s krátkou splatnosťou a minimálnym kreditným rizikom, nezaznamenali významné straty ani odlevy kapitálu. FPT sa situácii prispôsobili tak, že upravili svoje portfóliá, aby držali nástroje s ešte kratšou splatnosťou, ktoré sú menej vystavené úrokovému riziku[43], a zvýšili likviditu. Existujú určité známky nepriameho vplyvu investorov, ktorí predali iné aktíva alebo čelili výzvam na dodatočné vyrovnanie a využili FPT EÚ na uchovanie likvidity alebo na prístup k nej. Zdá sa však, že prílevy a odlevy kapitálu boli pomerne vyrovnané a žiadny z FPT EÚ nemusel v tejto situácii zaviesť poplatky za vyplácanie alebo pozastaviť vyplácanie.

V septembri 2022 ovplyvnila stresová situácia trhu v Spojenom kráľovstve aj tie FPT EÚ, ktoré mali značnú expozíciu voči aktívam Spojeného kráľovstva a/alebo mali investorov zo Spojeného kráľovstva (najmä írske FPT, ktorých investorskú základňu podľa sumy vo vlastníctve tvorí približne 60 % investorov zo Spojeného kráľovstva). Podľa dostupných dôkazov došlo k nepriamemu vplyvu na FPT denominované v GBP, a to najmä v súvislosti s investormi, ktorí potrebovali rýchly prístup k likvidite po zvýšených výzvach na dodatočné vyrovnanie a nútenom predaji, predovšetkým zo strany fondov s investičnými stratégiami

---

nefinančných podnikov denominované v eurách so zostávajúcou splatnosťou od 28 dní (znížené z predchádzajúcej minimálnej splatnosti 6 mesiacov). Program ECB na nákup cenných papierov podnikového sektora tak pomohol FPT denominovaným v miestnej mene len nepriamo, keď prispel k obnoveniu dôvery v podkladové trhy denominované v eurách.

41 Paolo Cavallino a Fiorella De Fiore, 5. jún 2020, *Central banks' response to COVID-19 in advanced economies* (Reakcia centrálnych bánk vo vyspelých ekonomikách na pandémiu COVID-19), Bulletin BIS č. 21.

42 LVNAV EÚ v USD však nemali nárok využiť nástroje ECB a MMLF Federálnej rezervnej banky a spočiatku zaznamenali odlev kapitálu, ale po oznámeniach centrálnych bánk sa rýchlo zotavili.

43 Ceny aktív s kratším trvaním sa zmenia menej po šoku v úrokových sadzbách. FPT v priemere výrazne znížili svoju váženú priemernú splatnosť, a to na desaťročné minimum 19 dní z predchádzajúcich úrovní približne 50 dní na konci rokov 2020 a 2021.

orientovanými na pasíva[44]. Niektoré FPT denominované v GBP zaznamenali zvýšený odlev kapitálu (päť fondov zaznamenalo kumulatívny odlev kapitálu vo výške viac ako 10 %)[45] krátko po oznámení „minimalistického rozpočtu“ Spojeného kráľovstva z 23. septembra 2022.

Situácia sa rýchlo obrátila po zásahu Bank of England na podporu trhu so štátnymi dlhopismi. V októbri 2022 zaznamenali FPT EÚ denominované v GBP prílev kapitálu vo výške takmer 30 %. Okrem toho počas posledného septembrového týždňa v roku 2022 FPT EÚ denominované v GBP prijali opatrenia na posilnenie odolnosti, keď zvýšili podiel likvidných aktív vo svojich portfóliách, pričom sa výrazne zvýšili denné aj týždenné úrovne likvidity[46].

Zatiaľ čo jeden LVNAV sa priblížil k porušeniu regulačného limitu pre odchýlku NAV, zdá sa, že tento sektor sa celkovo držal dobre a splnil svoju úlohu pri poskytovaní krátkodobého uloženia likvidity. Situácia k investíciami orientovanými na pasíva zdôrazňuje úlohu FPT ako nástrojov na riadenie likvidity pre inštitucionálnych investorov. Takisto ukazuje význam zachovania odolnosti sektora FPT proti rôznym druhom hospodárskych otrasov.

V marci 2023 po otrasoch v bankovom sektore nebol zaznamenaný žiadny významný vplyv na FPT EÚ. Krach banky Silicon Valley Bank v USA vyvolal u niektorých vkladateľov pochybnosti o bezpečnosti bankových vkladov, najmä vkladov nad limitom regulačnej ochrany. To spustilo posun smerom k americkým FPT, ktoré ponúkali vyššie výnosy a lepšiu flexibilitu. Otrasy v bankovom sektore okrem toho viedli v posledných marcových týždňoch roka 2023 k zvýšenému prílevu kapitálu do nástroja jednodňových reverzných repo obchodov Federálnej rezervnej banky (ON RRP). Po prevzatí banky Credit Suisse spoločnosťou UBS zaznamenali výrazný prílev kapitálu aj FPT EÚ vrátane 17,7 mld. EUR do FPT denominovaných v eurách počas marca 2023, čo možno považovať za znak toho, že účastníci trhu vnímajú sektor FPT EÚ ako odolný.

3. PRIMERANOSŤ NARIADENIA O FPT Z HĽADISKA OBOZRETNÉHO PODNIKANIA A HOSPODÁRSKEHO HĽADISKA

V ďalšom oddiele sa skúma primeranosť nariadenia o FPT z hľadiska obozretného podnikania a hospodárskeho hľadiska podľa požiadaviek článku 46 ods. 2 uvedeného nariadenia.

FPT predstavujú osobitnú kategóriu investičných fondov, ktoré sú úzko prepojené na jednej strane s podnikmi pôsobiacimi v reálnej ekonomike a bankovým sektorom a na druhej strane s kľúčovými časťami finančných trhov. Majú významnú dvojitú hospodársku funkciu ako nástroj na riadenie likvidity a peňažných tokov a ako nástroj krátkodobého financovania pre finančné aj nefinančné subjekty. Nie sú homogénne a ich štruktúra a rizikové charakteristiky sú v jednotlivých jurisdikciách rôzne[47].

---

[44] Tieto stratégie využívajú najmä dôchodkové fondy so stanovenými požitkami, ktoré pomocou finančnej páky vyvažujú svoje aktíva a pasíva v prostredí s nízkou úrokovou sadzbou.

[45] ESMA, február 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Správa o trendoch, rizikách a slabých miestach), č. 1, 2023.

[46] ESMA, február 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Správa o trendoch, rizikách a slabých miestach), č. 1, 2023.

[47] FSB, 11. október 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Návrhy politík na posilnenie odolnosti fondov peňažného trhu).

3.1. FPT a dlhové nástroje, ktoré emitovali alebo sa za ne zaručili členské štáty EÚ

V článku 46 ods. 2 písm. b) a c) nariadenia o FPT sa od Komisie vyžaduje, aby posudzovala úlohu, ktorú FPT zohrávajú pri nákupe dlhových nástrojov, ktoré emitovali alebo sa za ne zaručili členské štáty, a aby zohľadňovala charakteristické vlastnosti týchto dlhových nástrojov a úlohu, ktorú zohrávajú pri financovaní členských štátov.

Z dôvodu pomerne nízkej likvidity a dlhej splatnosti dlhových nástrojov, ktoré emitovali alebo sa za ne zaručili členské štáty EÚ, FPT EÚ do takýchto cenných papierov významne neinvestujú. Namiesto toho sa väčšina expozície FPT EÚ voči verejnému dlhu týka štátov mimo EÚ (119 mld. EUR na konci roka 2021, 74 % celkovej expozície voči štátnym dlhopisom). Konkrétne tvorí verejný dlh USA takmer celú držbu štátneho dlhu CNAV (88 mld. EUR na konci roka 2021). Pokiaľ ide o LVNAV, na konci roka 2021 predstavoval verejný dlh EÚ 36 % ich expozície voči štátnym dlhopisom, zatiaľ čo štátny dlh Spojeného kráľovstva a USA predstavoval približne 60 %. Na rozdiel od iných typov FPT tvoria väčšinu verejného dlhu v držbe VNAV nástroje EÚ, ktoré predstavujú viac ako 75 % ich expozície voči verejnému dlhu ku koncu roka 2021.[48] Vo všeobecnosti však majú VNAV nižší podiel verejného dlhu v porovnaní s ostatnými druhmi FPT (iba 7 % ich aktív).

Podľa nariadenia o FPT môže verejný dlh s dlhšou zostatkovou splatnosťou[49] stále predstavovať až 17,5 percentuálneho bodu z 30 % požadovaných aktív splatných do jedného týždňa pre LVNAV alebo CNAV investujúce do verejného dlhu. Respondenti v rámci konzultácie uviedli, že strop 17,5 % sa zdá byť v rozpore so zaobchádzaním so štátnym dlhom v iných legislatívnych rámcoch (oddiel 3.2). Nariadenie o FPT však umožňuje FPT investovať až 100 % ich aktív do štátneho dlhu a obmedzenia sa zameriavajú výlučne na likviditné rezervy LVNAV a CNAV investujúcich do verejného dlhu z dôvodu dlhšej splatnosti a vyššej volatility týchto aktív v porovnaní s aktívami splatnými do jedného týždňa. Respondenti v rámci konzultácie takisto uviedli, že mnohí investori využívajú CNAV investujúce do verejného dlhu z dôvodu neochoty alebo neschopnosti investovať do úverových portfólií. Zvyčajne to spôsobujú osobitné požiadavky na kolaterál alebo kapitál alebo osobitné regulačné požiadavky, napr. požiadavky, aby boli hotovostné pozície zabezpečené len vládnym dlhom, alebo regulačné požiadavky, ako sú vysokokvalitné likvidné aktíva. Iní investori uvádzajú, že zatiaľ čo do CNAV investujúcich do verejného dlhu sa investuje na účely diverzifikácie, veľkosť týchto trhov nie je dostatočne veľká na to, aby uspokojila potreby niektorých investorov v oblasti riadenia peňažných tokov.

3.2. Jednotné vymedzenie vysokej a mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality prevoditeľných aktív

V článku 46 ods. 2 písm. d) nariadenia o FPT sa od Komisie vyžaduje, aby zohľadňovala správu uvedenú v článku 509 ods. 3 nariadenia (EÚ) č. 575/2013.

V článku 509 ods. 3 nariadenia (EÚ) č. 575/2013 sa EBA poveruje, aby Komisii predložila správu o vhodných jednotných vymedzeniach vysokej a mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality prevoditeľných aktív. Banky investujú do týchto aktív, aby splnili regulačné požiadavky na likviditu podľa pravidiel Bazilejského výboru pre bankový dohľad.

---

48 ESMA, 8. február 2023: *EU MMF market 2023* (Trh s FPT EÚ 2023).

49 Takéto aktíva, pokiaľ majú vysokú likviditu a možno ich vyplatiť a vyrovnať do jedného pracovného dňa, sa môžu započítať do aktív splatných do jedného týždňa so zostatkovou splatnosťou najviac 190 dní.

EBA vydal túto správu 20. decembra 2013[50], pričom odporučil, aby sa jej empirické závery doplnili kvalitatívnym/odborným posúdením, ktoré by vychádzalo aj z poradenstva dozorného orgánu. Na základe empirickej analýzy širokého spektra finančných aktív obchodovaných v EÚ orgán EBA rozdelil aktíva na aktíva s vysokou likviditou a kvalitou a aktíva s mimoriadne vysokou likviditou a kvalitou. V súlade s medzinárodnými normami EBA odporučil, aby sa všetky dlhopisy, ktoré emitovali alebo sa za ne zaručili štáty a centrálne banky Európskeho hospodárskeho priestoru v domácej mene, ako aj tie, ktoré emitovali alebo sa za ne zaručili nadnárodné inštitúcie, považovali za prevoditeľné aktíva s mimoriadne vysokou likviditou a kreditnou kvalitou.

Súčasťou riadenia rizika likvidity pre správcov aktív je celá škála záruk: časovo rozložené splatnosti, najmä pre menej likvidné aktíva, skupiny s dennou a týždennou likviditou v závislosti od splatnosti aktív v portfóliu, pravidlá týkajúce sa kreditnej kvality aktív, poznanie investorov do FPT a pravidlá správania a likvidity aktív a ich korelácie. Od roku 2017 sa venuje viac pozornosti posilneniu riadenia rizika likvidity, a to aj prostredníctvom práce na stresovom testovaní FPT, transparentnosti a dohľade nad FPT, vymedzení likvidných aktív a prípustnosti aktív pri plnení požiadaviek na likviditu.

Podľa pravidiel EÚ pre správu aktív sa likvidita aktíva nemôže automaticky predpokladať a musí sa vykonať vhodný test likvidity. Na tento účel musia správcovia aktív zaviesť vhodný proces riadenia rizík, ktorý sa systematicky prehodnocuje a prispôsobuje ich investičným stratégiám a typu investorov (politika založená na zásade „poznaj svojho klienta“). Likvidita a kreditná kvalita sa merajú jednotlivo na úrovni finančných nástrojov a celého portfólia.

Preto ak sa aj niektoré aktíva môžu považovať za aktíva, ktoré majú vysokú alebo mimoriadne vysokú likviditu podľa bankového rámca EÚ, nemusí to tak automaticky byť v kontexte FPT a na určenie likvidity a kreditnej kvality aktív fondu by sa vyžadovala analýza jednotlivých prípadov.

3.3. Vplyv nariadenia o FPT na trhy s krátkodobým financovaním

V článku 46 ods. 2 písm. e) nariadenia o FPT sa od Komisie vyžaduje, aby zohľadňovala dosah tohto nariadenia na trhy s krátkodobým financovaním.

FPT sú súčasťou širšieho ekosystému krátkodobého financovania. Otrasy na trhu v marci 2020 odhalili na európskych trhoch s krátkodobým financovaním určité štrukturálne zraniteľnosti, chýbajúce údaje a regulačné neistoty. Hoci sú tieto trhy mimo rozsahu pôsobnosti nariadenia o FPT, stále sú dôležité pre riadne fungovanie FPT EÚ.

Trh s krátkodobým financovaním je mimoburzovým trhom, na ktorom pôsobia obchodníci ako sprostredkovatelia. Existujú dôkazy o tom, že tento trh s krátkodobým financovaním je fragmentovaný a neprehľadný[51]. Relevantné informácie sú rozdelené na viacerých

[50] Pracovný okruh 5 (WS 5): *Report on the LCR pursuant to Art 481 (1) CRR* (Správa o ukazovateli krytia likvidity podľa článku 481 ods. 1 CRR) (europa.eu).

[51] Darpeix, P., marec 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* (Trh s krátkodobými dlhovými cennými papiermi v Európe: čo vieme a čo nevieme), Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

obchodných miestach, pričom ani jedno z nich nedokáže poskytnúť komplexný obraz o trhu z dôvodu čiastkového vykazovania, nejasného rozsahu činnosti, nejednotnej terminológie atď.

Zo štúdie takisto vyplýva, že činnosť na sekundárnom trhu (nákup, predaj, cena, objemy atď.) je takmer úplne neprehľadná. Výsledkom sú problémy pri zisťovaní cien, vytváranie neefektívnosti na týchto trhoch a ťažkosti pre FPT pri snahe o primerané monitorovanie rizík v stresovej situácii. Takisto to bráni regulačným orgánom presne posúdiť štrukturálnu likviditu trhu. Vyššia transparentnosť by mohla prispieť k tomu, aby boli trhy s krátkodobým financovaním dynamickejšie a odolnejšie, čím by sa znížilo aj riziko spojené s FPT v prípade závažnej stresovej situácie.

Väčšina respondentov v rámci konzultácie vrátane respondentov z finančného sektora a orgánov dohľadu poukázala na potrebu zvýšiť transparentnosť a pomôcť pri zisťovaní cien na trhoch s krátkodobými cennými papiermi tým, že sa bude vyžadovať viac zverejňovaných informácií o tom, s čím sa obchoduje, a o zostatkoch.

Okrem toho, vzhľadom na nižšiu likviditu a neprehľadnosť tohto trhu existuje riziko, že sa stres na trhu môže preniesť na iné FPT prostredníctvom tzv. šírenia nákazy. Na splnenie žiadostí o vyplatenie musia FPT investovať do dostatočne likvidných aktív. Medzi takéto likvidné nástroje patria reverzné repo obchody (často jednodňové), štátne pokladničné poukážky a bankové vklady. Ostatné nástroje (depozitné certifikáty, komerčné cenné papiere) sa nedajú vždy rýchlo predať (pretože sa zvyčajne držia až do splatnosti a sekundárne trhy nie sú dostatočne hlboké, čo pri predaji zvyšuje vplyv na cenu), ale majú veľmi krátku splatnosť. Ak by došlo k masovému výberu vkladov, FPT by najprv použili výnosy zo splatných aktív alebo by ukončili svoje reverzné repo transakcie, aby splnili žiadosti o vyplatenie. Ak by masový výber vkladov pokračoval, FPT by predali svoje likvidné aktíva bez ďalšieho investovania do krátkodobých nástrojov, čo by viedlo k náhlemu vyčerpaniu zdrojov financovania pre podniky.

Takémuto šíreniu nákazy by sa v podstate zabránilo, keby FPT mohli investovať svoje peňažné prostriedky do nástrojov, ktorých rýchle opustenie by neviedlo k nakazeniu trhu. Jedným z takýchto nástrojov by mohol byť vklad v samotnej centrálnej banke. Prípadovú štúdiu takejto schémy možno nájsť v USA, kde FPT môžu vložiť svoje prebytočné peňažné prostriedky do nástroja jednodňových reverzných repo obchodov (ON RRP) Federálnej rezervnej banky USA. Okrem toho, že tento nástroj bráni šíreniu nákazy v situáciách krízy likvidity, zároveň zvýhodňuje americký sektor FPT v porovnaní s FPT EÚ, pokiaľ ide o flexibilitu pri riadení prílevov likvidity[52]. Príkladom toho bola banková kríza vyvolaná krachom Silicon Valley Bank, ktorá viedla k zvýšeniu prílevu kapitálu do amerických FPT, v dôsledku čoho následne rástlo využívanie nástroja Federálnej rezervnej banky v posledných týždňoch marca 2023. Do marca 2023 mali FPT a iní oprávnení účastníci v držbe v tomto nástroji viac ako 2,3 bilióna USD[53].

[52] Rozhodnutie o sprístupnení takéhoto nástroja likvidity pre FPT však presahuje kompetencie Európskej komisie a patrí do právomoci ECB.

[53] *Reverse Repo Operations – FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK* (Reverzné repo operácie – FEDERÁLNA REZERVNÁ BANKA NEW YORKU) (newyorkfed.org).

3.4. Vývoj v regulačnej oblasti na medzinárodnej úrovni

V článku 46 ods. 2 písm. f) nariadenia o FPT sa od Komisie vyžaduje, aby zohľadňovala vývoj v regulačnej oblasti na medzinárodnej úrovni.

Udalosti súvisiace s pandémiou vyvolali výrazný tlak na ďalšie posilnenie regulačného rámca pre FPT. Výsledkom bolo niekoľko návrhov od ESMA, ESRB a FSB na reformovanie regulačného rámca pre FPT s cieľom obmedziť systémové riziká a zabezpečiť, aby sektor FPT dokázal odolať potenciálnemu budúcemu nedostatku likvidity alebo stresu na trhu. Možnosti politiky, ktoré navrhujú rôzne orgány a inštitúcie, možno zoskupiť takto: 1. zníženie rizika masového výberu vkladov (najmä odstránením vlastností určitých FPT, ktoré majú podobný charakter ako vklady); 2. posilnenie likvidity FPT a ich schopnosti absorbovať straty a 3. opatrenia na prípravu na budúce krízy. Tieto návrhy sú uvedené v tabuľke 2 a podrobnejšie ďalej v texte.

Tabuľka 2 – Hlavné návrhy politík

Ciele politiky	Návrhy politík	1. ESMA	2. ESRB	3. FSB
Zníženie rizika masového výberu vkladov	Odstránenie možnosti účtovania metódou amortizovanej ceny pre LVNAV	áno	áno	áno
	Oddelenie aktivácie nástrojov na riadenie likvidity od regulačných prahových hodnôt pre LVNAV a CNAV	áno	áno	áno
	Uloženie nákladov na vyplatenie investorom žiadajúcim o vyplatenie		áno	áno
Posilnenie likvidity FPT a ich schopnosti absorbovať straty	Pravidlá používania nástrojov na riadenie likvidity	áno	áno	áno
	Zmeny denného a týždenného ukazovateľa likvidity	áno	áno	
	Uloženie minimálneho pomeru investícií do verejného dlhu	dobrovoľná držba	áno	
	Zvýšenie použiteľnosti zásob likvidity v stresových situáciách	áno	áno	
	Zavedenie minimálneho rizikového zostatku			áno
	Kapitálový vankúš			áno
Iné opatrenia	Zlepšenie rámca stresového testovania	áno	áno	
	Externá podpora (začlenenie vyhlásenia ESMA do právnych predpisov)	áno		
	Pravidlá zverejňovania ratingov FPT	áno		
	Pokročilejšie požiadavky na vykazovanie	áno	áno	

- *ESMA opinion to reform MMF Regulation* (Stanovisko orgánu ESMA k reforme nariadenia o FPT), 14. február 2022,
- odporúčanie ESRB k reforme FPT, 25. január 2022,
- odporúčania FSB pre G20 týkajúce sa reforiem FPT, 11. október 2021, [*Policy proposals to enhance money market fund resilience* (Návrhy politík na posilnenie odolnosti fondov peňažného trhu)],
- pozmeňovacie návrhy Komisie USA pre cenné papiere a burzu k pravidlám FPT, 15. december 2021 [*MMF Reforms* (Reformy FPT)] na verejné konzultácie,
- spoločný diskusný dokument Úradu pre finančné správanie (Financial Conduct Authority – FCA) a Bank of England o FPT, máj 2022 [*Resilience of Money Market Funds* (Odolnosť fondov peňažného trhu)] na konzultáciu do 23. júla 2022.

(*) Návrh požadovať minimálnu držbu vysoko likvidných aktív vrátane verejného dlhu a maximálnu držbu aktív s nižšou likviditou v stresových trhových podmienkach (napr. 40 % v depozitných certifikátoch a komerčných cenných papieroch súkromného sektora).
(**) Bank of England a Úrad pre finančné správanie uvažujú o začatí konzultácie o odstránení stabilnej NAV z LVNAV. Pre LVNAV by platili podobné pravidlá ako pre krátkodobé VNAV. Takisto zvažujú obmedzenie veľkosti trhu s CNAV investujúcimi do verejného dlhu.

3.4.1. Zníženie rizika masového výberu vkladov

Medzinárodné organizácie a orgány dohľadu, ako sú ESRB a ESMA, odporučili, aby sa LVNAV stali fondmi s variabilnou NAV podľa vzoru USA[54]. Cieľom takejto zmeny by bolo znížiť riziko masového výberu vkladov z dôvodu účinkov prahových hodnôt, a to obmedzením príležitostí pre investorov na vyplatenie z FPT za konštantné ceny, ktoré v stresových obdobiach na trhu nemusia nevyhnutne odrážať aktuálne trhové ocenenia podkladových aktív. Na tento účel navrhujú zakázať používanie účtovania metódou amortizovanej ceny a s tým súvisiace zaokrúhľovanie na dve desatinné miesta, čo umožňuje fondom LVNAV ponúkať stabilnú cenu vyplatenia.

Táto možnosť politiky by však znamenala radikálnu zmenu pre trh FPT EÚ, a najmä zánik trhu s LVNAV. Prechod zo stabilnej na variabilnú NAV by odstránil vlastnosti týchto produktov, ktoré majú podobný charakter ako vklady, čo je podľa vyjadrení investorov jedným z hlavných dôvodov využívania týchto FPT. Väčšina respondentov v rámci konzultácie sa k možnosti zrušenia LVNAV vyjadrila skôr kriticky. Väčšina respondentov vnímala riziko, že v takom prípade by niektorí investori opustili trh FPT. Obmedzená dostupnosť ekonomicky životaschopných alternatív a náhrad za LVNAV by mohla viesť investorov k tomu, aby sa zamerali na menej regulované produkty.

Súčasní investori do LVNAV by mohli ako alternatívu využívať CNAV investujúce do verejného dlhu (aktuálne 11 % trhu), FPT s pohyblivou NAV (najmä krátkodobé VNAV) alebo priamo trh s krátkodobými cennými papiermi. Odpovede na konzultácie so zainteresovanými stranami však naznačujú, že segment CNAV investujúcich do verejného dlhu je príliš malý na to, aby uspokojil potreby investorov v oblasti riadenia peňažných tokov, a že nespĺňa ich požiadavky na likviditu. Okrem toho respondenti uvádzajú, že zrušenie LVNAV by viedlo k zvýšeniu hospodárskej súťaže o štátne aktíva, ktoré používajú banky ako vysokokvalitné likvidné aktíva, ako aj mnoho ďalších investorov na účely riadenia likvidity.

Niektorí respondenti uvádzajú, že alternatívou by mohli byť krátkodobé VNAV, ale poukazujú na neistotu pri ich účtovaní ako „peňažných prostriedkov a peňažných ekvivalentov“ v rôznych jurisdikciách. Navyše by takéto zmeny mali aj daňové dôsledky. Väčšina respondentov v rámci konzultácie uvádza, že ak by LVNAV už neboli dostupné, ako alternatívne nástroje by využili bankové vklady, hoci by viedli k zvýšeniu kreditného rizika protistrany a výrazne by sa znížila diverzifikácia rizika v porovnaní s diverzifikovanými portfóliami, ktoré poskytujú FPT.

Respondenti v rámci konzultácie celkovo ocenili užitočnosť LVNAV a najmä prevádzkovú jednoduchosť použitia pre investorov vyplývajúcu z možnosti zaokrúhliť cenu akcií v rámci rozpätia 20 bázických bodov. Ak by LVNAV už neboli k dispozícii, respondenti vyjadrili obavy z nedostatku alternatívnych investícií a možností diverzifikácie rizika. Mala by sa zohľadniť aj odolnosť LVNAV počas otrasov na trhu v marci 2020, keďže žiadne LVNAV neaktivovali nástroje na riadenie likvidity ani sa počas tohto obdobia nezmenili na VNAV.

[54] Komisia USA pre cenné papiere a burzu urobila tento krok v roku 2016. Jej reforma si vyžadovala, aby všetky inštitucionálne primárne FPT (t. j. neštátne FPT používané inštitucionálnymi investormi) prešli na variabilnú NAV. Výsledkom reformy je, že aktíva investované do týchto FPT USA sa v rokoch, ktoré viedli k zavedeniu týchto reforiem, výrazne znížili v prospech štátnych FPT USA (ktoré majú stabilnú NAV).

3.4.2. Posilnenie likvidity FPT a ich schopnosti absorbovať straty

Orgány obozretného podnikania a dohľadu predložili celú škálu možností politiky so zameraním na ďalšie posilňovanie schopnosti FPT čeliť rozsiahlym žiadostiam o vyplatenie a chrániť verejný záujem a finančnú stabilitu.

Hoci prepojenie medzi používaním nástrojov na riadenie likvidity a úrovňami likvidity nie je v nariadení o FPT automatické, porušenie minimálneho podielu držby WMA vo výške 30 % môže potenciálne spustiť zavedenie obmedzení vyplácania alebo poplatkov za predaj. Zdá sa, že v marci 2020 to prinútilo správcov fondov, aby nepoužili svoje držané WMA na financovanie zvýšených žiadostí o vyplatenie, pretože sa obávali, že porušenie minimálnej úrovne WMA by vyvolalo ďalšie žiadosti o vyplatenie, keďže investori predpokladali zavedenie nástrojov na riadenie likvidity. Úplným odpojením možného použitia nástrojov na riadenie likvidity od porušenia minimálnej držby likvidných aktív by sa tak mohla zlepšiť schopnosť správcov fondov financovať zvýšenú mieru vyplácania v stresových obdobiach. Tento návrh má medzi zainteresovanými stranami zatiaľ najväčšiu podporu.

Návrh na uvoľnenie existujúcich limitov prípustných aktív verejného dlhu v rámci skupín likvidity dôrazne podporuje ECB, ktorá chce, aby boli investície do týchto aktív povinné. Názory zainteresovaných strán sa rôznia, pokiaľ ide o záväzný charakter a úroveň investícií do takýchto aktív. Súvisí to s premenlivým vplyvom takýchto investícií na ziskovosť FPT a dostupnosťou prípustných aktív verejného dlhu. Zainteresované strany vyjadrujú aj určité obavy týkajúce sa presunu rizika likvidity na trh so štátnymi cennými papiermi. Hoci verejný dlh môže slúžiť pre FPT ako kľúčový nástroj na riadenie likvidity, nedávna kríza v Spojenom kráľovstve ukázala, že nie je imúnny voči epizódam volatility cien. Okrem toho existuje riziko, že zvýšenie existujúcich limitov prípustných aktív verejného dlhu by viedlo k nadmernej koncentrácii investícií FPT do týchto cenných papierov, pričom dôležitou zárukou je diverzifikácia investícií do rôznych tried aktív.

Vo všeobecnosti návrhy na zvýšenie minimálnej držby likvidných aktív, hoci vo svojej podstate nie sú kontroverzné, sa ťažko realizujú a môžu mať nezamýšľané dôsledky. Napriek tomu, že pravidlá týkajúce sa ukazovateľa krytia likvidity obsahujú vymedzenie vysokokvalitných likvidných aktív, v sektore správy aktív je ťažké vymedziť likvidné aktíva (napr. štátne dlhopisy môžu takisto čeliť stresovým trhovým podmienkam). Navyše správcovia FPT uplatňujú pri riadení likvidity celostný prístup vrátane časovo rozložených splatností, využívania reverzných repo transakcií a vlastností ich investorskej základne (vrátane koncentrácie investorov). Ďalšie pevné prahové hodnoty by okrem toho viedli k nepružnosti pri vykonávaní politík riadenia rizika likvidity správcami aktív vrátane stresových testov, čo by mohlo mať nezamýšľané účinky.

Medzi zainteresovanými stranami existujú na základe úlohy a funkcie FPT rozdielne názory na skutočný vplyv odporúčaní poskytnúť správcom fondov možnosť preniesť náklady na vyplatenie na investorov (zavedením rôznych druhov nástrojov na riadenie likvidity založených na cenách, známych aj ako pohyblivé oceňovanie), ktoré odporúčajú FSB a ESRB a ktoré predložila Komisia USA pre cenné papiere a burzu. V nadväznosti na odporúčania FSB a ESRB je cieľom návrhu na revíziu smerníc o správcoch alternatívnych investičných fondov (AIFMD) a PKIPCP rozšírenie škály nástrojov na riadenie likvidity pre fondy v EÚ a harmonizácia spôsobov, akými sa používajú. Pre FPT EÚ bude revízia smerníc AIFMD/PKIPCP prínosná, pretože správcovia aktív budú mať možnosť vybrať si najvhodnejšie nástroje na riadenie likvidity zo špecializovaného zoznamu.

FSB predložila návrhy na zvýšenie schopnosti FPT absorbovať straty, a to aj zavedením obmedzení na akcie, ktoré možno okamžite vyplatiť (toto opatrenie je známe ako „minimálny rizikový zostatok“), a vyžadovaním, aby FPT udržiavali kapitálové vankúše, napríklad mimo FPT na viazanom účte financovanom správcami fondov. Tieto druhy riešení by pre investorov obmedzili výhodu prvého hráča, pretože by zmiernili riziko strát, ktorému by boli vystavení zostávajúci investori. Takéto riešenia sú však buď neodskúšané a podmienené významnými prevádzkovými úpravami (v prípade „minimálneho rizikového zostatku“), alebo by spôsobili drahšiu prevádzku FPT, a tým by pravdepodobne viedli k zatvoreniu niektorých fondov (v prípade kapitálových vankúšov) a nižším výnosom pre investorov.

3.4.3. Iné opatrenia

ESMA a FSB predložili aj niekoľko dodatočných opatrení, ktoré priamo nesúvisia s prevádzkou FPT a zaslúžia si ďalšie posúdenie. Týkajú sa najmä vykazovania a stresového testovania. Okrem nich by sa mohli ďalej posúdiť aj ďalšie návrhy od zainteresovaných strán, ako napríklad posilnenie dohľadu.

3.5. Uskutočniteľnosť stanovenia minimálnej kvóty vo výške 80 % verejného dlhu EÚ

V článku 46 ods. 2 nariadenia o FPT sa od Komisie vyžaduje, aby posúdila uskutočniteľnosť zavedenia kvóty vo výške 80 % verejného dlhu EÚ.

V tejto správe sa zohľadňuje dostupnosť krátkodobých nástrojov verejného dlhu EÚ a posudzuje sa, či by LVNAV mohli byť vhodnou alternatívou k CNAV investujúcim do verejného dlhu so zameraním na nástroje v iných menách.

V odôvodnení 56 nariadenia o FPT sa uvádza, že takúto kvótu *„z hľadiska dohľadu nad obozretným podnikaním odôvodňuje“* to, že *„emisie krátkodobých nástrojov verejného dlhu EÚ sa riadia právom Únie“*. Existujú však dva hlavné problémy, ktoré znemožňujú zavedenie takejto kvóty v praxi.

Prvým problémom je nesúlad na jednej strane medzi CNAV investujúcimi do verejného dlhu, ktoré sú v súčasnosti dostupné v EÚ (väčšinou sú denominované v USD alebo GBP, pričom existuje len jeden relatívne malý CNAV investujúci do verejného dlhu denominovaný v EUR[55]), a na druhej strane denomináciou verejného dlhu v EÚ. Z údajov autora Darpeixa[56] vyplýva, že prevažná väčšina (približne 90 %) krátkodobých dlhových cenných papierov emitovaných krajinami EÚ (bez ohľadu na to, či patria do eurozóny alebo nie) je denominovaná v EUR, pričom len približne 5 % je denominovaných v USD. Nesúlad medzi denomináciami samotných fondov a dostupných nástrojov verejného dlhu znamená, že CNAV investujúce do verejného dlhu v EÚ investujú hlavne do nástrojov emitovaných USA a Spojeným kráľovstvom[57].

---

55 Podľa údajov ESMA, 8. február 2023: *EU MMF market 2023* (Trh s FPT EÚ 2023).

56 Darpeix, P., marec 2022, *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* (Trh s krátkodobými dlhovými cennými papiermi v Európe: čo vieme a čo nevieme), Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

57 FPT z rôznych dôvodov zvyčajne nemiešajú meny. Aj keď by to do určitej miery mohli urobiť zaistením menového rizika prostredníctvom devízových derivátov, v podstatnom rozsahu by to bolo príliš nákladné.

Z výsledkov verejnej konzultácie vyplýva, že aj po zavedení kvóty na verejný dlh EÚ by investori investujúci do CNAV denominovaných v USD a GBP pravdepodobne neprešli na FPT denominované v EUR investujúce do verejného dlhu, a to z dvoch hlavných dôvodov.

- Po prvé, pretože klienti v prvom rade zohľadňujú aspekty štátneho a menového rizika spoločne. Napríklad klienti, ktorí investujú do FPT denominovaných v USD, chcú mať expozíciu voči dlhu a mene USA, a nie voči dlhu a mene EÚ. To úzko súvisí aj s hospodárskou funkciou FPT ako nástroja na uchovanie likvidity v určitej mene.
- A po druhé, pretože existujú riziká spojené s nízkou diverzifikáciou a relatívne nízkou likviditou krátkodobého verejného dlhu denominovaného v EUR. Zo spätnej väzby od zainteresovaných strán vyplýva, že FPT uprednostňujú investície do aktív so splatnosťou kratšou ako tri mesiace, čo je ťažké dosiahnuť na súčasnom trhu s verejným dlhom denominovaným v EUR.

Druhým problémom je, že takáto kvóta by mohla mať nepriaznivý vplyv na finančnú stabilitu. Banky potrebujú expozíciu voči štátnemu dlhu, aby splnili požiadavky na likviditu podľa rámca Bazilej II. Kvóta vo výške minimálne 80 % verejného dlhu EÚ by znamenala, že FPT by sa zameriavali na rovnaké nástroje ako banky. V dôsledku toho by množstvo investorov investovalo do tej istej triedy aktív, čím by sa zvyšovali riziká nákazy a finančnej nestability v krízových situáciách v dôsledku spoločných podkladových expozícií, ktoré by zosilňovali mechanizmus spätnej väzby medzi finančným a štátnym rizikom.

Na základe predchádzajúcej analýzy sú prínosy zavedenia kvóty vo výške minimálne 80 % verejného dlhu EÚ pre FPT EÚ naďalej otázne. Aj bez uloženia kvóty by sa však po nedávnom zvýšení úrokových sadzieb v eurozóne mohlo na trhu objaviť viac CNAV investujúcich do verejného dlhu so zameraním na EUR, čo by mohlo pomôcť priniesť do CNAV investujúcich do verejného dlhu v EÚ viac krátkodobých štátnych dlhov v EUR.

4. ZÁVERY

Touto správou Komisia plní svoj právny mandát podľa článku 46 ods. 1 a 2 nariadenia o FPT, aby predložila Európskemu parlamentu a Rade správu, v ktorej preskúma primeranosť nariadenia o FPT z hľadiska obozretného podnikania a hospodárskeho hľadiska.

Zo správy vyplýva, že nariadenie o FPT úspešne zvládlo stresový test nedostatku likvidity, ktorý FPT zaznamenali počas otrasov na trhu súvisiacich s pandémiou COVID-19 v marci 2020, počas nedávneho zvýšenia úrokových sadzieb a súvisiaceho precenenia finančných aktív. Žiadny FPT z EÚ nemusel počas týchto stresových udalostí zaviesť poplatky za vyplácanie alebo obmedzenie vyplácania ani pozastaviť vyplácanie. Podobne FPT EÚ zamerané na aktíva v GBP odolali tlaku na vyplatenie súvisiacemu so stresovou situáciou na trhu so štátnymi dlhopismi Spojeného kráľovstva v septembri 2022.

Z týchto skúseností vyplýva, že záruky obsiahnuté v nariadení o FPT fungujú tak, ako bolo zamýšľané. Platí to aj pre záruky, ktoré boli navrhnuté tak, aby umožnili FPT so stabilnou NAV (CNAV a LVNAV) naďalej za určitých podmienok uplatňovať metódu amortizovanej ceny bez vytvárania systémových rizík a poškodzovania investorov.

Nariadenie o FPT prostredníctvom zavedenia osobitného režimu výrazne posilnilo regulačný rámec pre FPT v EÚ, na ktoré sa predtým vzťahovali rozličné pravidlá. Po piatich rokoch uplatňovania nariadenia o FPT sa však v tejto správe uvádzajú zistené nedostatky, ktoré by sa mali ďalej posúdiť. Z výsledkov konzultácií so zainteresovanými stranami a nedávneho vývoja na trhu predovšetkým vyplýva, že by mohol existovať priestor na ďalšie zvýšenie

odolnosti FPT EÚ, a to najmä oddelením potenciálnej aktivácie nástrojov na riadenie likvidity od regulačných prahových hodnôt pre likviditu. Okrem toho sa v tejto správe zdôrazňujú štrukturálne problémy, ktoré existujú mimo FPT, a teda aj mimo nariadenia o FPT, napríklad problémy, ktoré súvisia s podkladovými trhmi s krátkodobými cennými papiermi. Tieto štrukturálne problémy by si zaslúžili ďalšie posúdenie a v súčasnosti sú takisto predmetom podrobnejšej analýzy na úrovni FSB.

Napokon budú mať FPT EÚ prospech z prebiehajúceho preskúmania smernice o správcoch alternatívnych investičných fondov a smernice o PKIPCP[58], ktorého cieľom je zaviesť nové harmonizované pravidlá na zvýšenie dostupnosti nástrojov na riadenie likvidity pre fondy otvoreného typu. Tento nový rámec nástrojov na riadenie likvidity ešte viac posilní odolnosť riadenia likvidity FPT EÚ v stresových situáciách.

[58] Keďže FPT pôsobiace v EÚ musia byť zriadené a fungovať v súlade so smernicou AIFMD alebo smernicou o PKIPCP. Návrh Komisie je dostupný na lokalite: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_sk.