

# Změny u fondů peněžního trhu

**Zkratka CNAV toho asi moc drobnému investorovi neřekne. Jenže možná o to důležitější je její význam pro evropský finanční systém. Na CNAV ale zapomeňte, nastupuje LNAV.**

Finanční krize na konci minulého desetiletí vedla k řadě velkých změn v regulačním prostředí EU, jejichž cílem bylo snížit zranitelnost finančního sektoru a zamezit využití veřejných financí k podpoře takřka selhávajícího systému. Přijetím více než padesáti právních předpisů k zajištění finanční stability se spolu s Radou stal Evropský parlament klíčovým aktérem v regulačním procesu.

V roce 2013 vydala Evropská komise zprávu o tzv. stínovém bankovníctví, tedy sítě úvěrových institucí skládající

vaném či méně regulovaném finančním systému. Zvýšené riziko nákazy pramení například z propojení stínového bankovního sektoru s bankovním systémem.

Ve své zprávě o stínovém bankovníctví navrhla Komise regulaci fondů peněžního trhu (MMF). Tyto fondy jsou důležitým zdrojem krátkodobého financování pro finanční instituce, korporace a vlády. V zájmu zachování integrity a stability vnitřního trhu zavedlo navrhované nařízení nová pravidla s cílem zajistit odolnost fondů peněžního trhu vůči

profilu likvidity by mohly vést k rozšíření systémového rizika napříč členskými státy a vystavit investory rozdílným úrovním ochrany.

Fondy peněžního trhu operují zejména ve třech členských státech EU (95 % všech aktiv MMF je registrováno ve Francii, Irsku a Lucembursku), ale aktiva, do nichž MMF investují, investoři, kteří vkládají prostředky do MMF, a banky spojené s MMF jsou rozestry po celé Evropě. Potíže jednoho fondu peněžního trhu by proto mohly mít dopad na celou Unii, a proto je třeba tuto problematiku řešit na celoevropské úrovni.

Návrh nařízení Komise o úpravě fondů peněžního trhu obsahoval řadu účinných prvků snižujících vnímané systémové riziko pro fondy se sídlem v Evropě. Jeho cílem bylo reformovat fondy peněžního trhu, aby byly bezpečnější jak pro investory, tak pro finanční systém jako celek, prostřednictvím snížení dopadů potenciálního odlivu investorů z MMF. Komise proto navrhla zavést pravidla týkající se investičních politik, způsobilých aktiv, úvěrové kvality a zátěžového testování. Nařízení také zavádí přísná pravidla transparentnosti, likvidity a diverzifikace portfolií.

*V Evropě byla řada fondů peněžního trhu zasažena rozpadem amerického hypotečního trhu a musela být podpořena sponzorskými bankami nebo byla jejich činnost úplně pozastavena.*

## CO JE CNAV?

se ze subjektů a činností mimo obvyklý bankovní systém. Rada pro finanční stabilitu (FSB) odhaduje objem stínového bankovníctví v roce 2011 na 51 trilionů eur, což představuje 25-30 % celkového finančního systému. Stínové bankovníctví má pro Evropu velký systémový význam.

Přístup Komise ke stínovému bankovnímu sektoru je založen na zajištění transparentního a odolného tržního financování za současného omezení hlavních rizik. Regulace by měla zajistit, aby výhody dosažené posílením odolnosti některých subjektů a trhů nebyly oslabeny přesunem finančních rizik do méně regulovaných odvětví. Taková regulační arbitráž by výrazně omezila přínos reforem.

## PROČ BYLA ZMĚNA NUTNÁ

Cílem detailního plánu Komise bylo především omezení vzniku rizik, zejména systémového charakteru, v neregulovaném

budoucí finanční krizi a zachování jejich podpůrné role pro ekonomiku.

Před krizí v roce 2008 nebyly fondy peněžního trhu vnímány jako náchylné k odlivu investorů a byly naopak považovány za nástroj podporující finanční stabilitu. Události roku 2008 však odhalily jejich zranitelnost i roli v přenosu rizik. V Evropě byla řada fondů peněžního trhu zasažena rozpadem amerického hypotečního trhu a musela být podpořena sponzorskými bankami nebo byla jejich činnost úplně pozastavena.

K ještě větší krizi došlo v USA, kde se jeden z hlavních fondů, Primary Fund, dostal do potíží v důsledku pádu Lehman Brothers. Tato událost vyvolala útok na fondy peněžního trhu.

Z tohoto důvodu bylo důležité přijmout opatření na celoevropské úrovni, protože investoři investují do fondů peněžního trhu bez ohledu na hranice a velký podíl investic MMF je realizován mezinárodně. Různá pravidla pro fondy peněžního trhu, jejich investiční aktiva a

V Evropě existují dva typy fondů peněžního trhu: fondy konstantní čisté hodnoty aktiv (CNAV, constant net asset value) a fondy variabilní čisté hodnoty aktiv (VNAV, variable net asset value).

Při analýze rizik Komise zjistila, že vyšší systémové riziko představují fondy CNAV, protože poskytují investorům stálou návratnost při fixní hodnotě. To by však mohlo potenciálně zkreslovat skutečnou hodnotu portfolia MMF a v důsledku vést k výraznému odlivu investorů v případě, že by se aktiva fondu dostala pod hodnotu 50 bazických bodů konstantní hodnoty.

## KDE BYL PROBLÉM A CO S TÍM?

Komise proto navrhla tento problém vyřešit zavedením kapitálové rezervy pro fondy CNAV ve výši 3 %, aby tak mohly lépe čelit tlaku v případě odlivu investic a hromadných výběrů a aby se vyhnuly poklesu aktiv pod kritickou hodnotu. Tato rezerva by měla vznik-

nout v průběhu tří let od přijetí daného nařízení. Pokud by pak rezerva klesla pod 3 % o 10 bazických bodů, musela by být během jednoho měsíce doplněna. V opačném případě by se fondy CNAV musely transformovat na fondy typu VNAV.

Zástupci finančního odvětví však v Evropském parlamentu i při jiných příležitostech vyjádřili názor, že takto zatěžující návrh Komise by učinil fondy CNAV neekonomické a prakticky by vedl k jejich zániku. Tyto fondy přitom spravují zhruba 500 miliard eur aktiv, tedy asi polovinu celého odvětví MMF v EU.

Jedna skupina poslanců Evropského parlamentu preferovala převod všech fondů typu CNAV na typ VNAV, za-

problému fondů CNAV nenabízela. Navrhovaná regulace přitom musela získat podporu levicových poslanců, kteří požadovali povinnou konverzi fondů typu CNAV na typ VNAV, a zároveň poslanců na pravici, kteří zastávali názor, že žádné zásadní změny v regulaci fondů peněžního trhu nejsou zapotřebí.

### JAKÉ JE KONEČNÉ ŘEŠENÍ?

V posledních dnech vyjednávacího procesu jsem po bezpočtu konzultací ve finančním sektoru navrhl vytvořit nový typ hybridního fondu pod názvem Low-Volatility NAV (LVNAV). Hlavní myšlenkou bylo snížit systémové riziko představované současnými fondy CNAV a zároveň zajis-

celkového kompromisu. Následně byl začleněn do stanoviska výboru a konečného stanoviska Evropského parlamentu, které bylo velkou většinou poslanců přijato Plénem na konci dubna.

Stále však existují určité aspekty návrhu nařízení, s nimiž nejsem spokojen. Nové fondy LVNAV mají například omezenou životnost na 5 let, pokud Evropská komise neshledá, že nepředstavují riziko a nenavrhne legislativu směřující k jejich prodloužení.

Podle mého názoru musíme dát LVNAV šanci se rozvíjet, aniž bychom je kategorizovali jako dočasné řešení. Jde o 500 miliard eur a neměli bychom riskovat jejich přesun z Evropy do jiných regionů. Omezující ustanovení by však mohlo být modifikováno v rámci stanoviska Rady EU a jejího vyjednávání s parlamentem.

### BUDE TO STAČIT?

Mám také jisté pochybnosti o vytvoření maloobchodního fondu a fondu veřejného dluhu CNAV, které mají požívat volnější režim. Myslím si, že oddělení těchto fondů by mohlo vést ke koncentraci rizik zejména pro drobné investory. Mám jisté pochybnosti, jestli fond veřejného dluhu bude životaschopný a bude mít co nabídnout investorům.

Dalším krokem by měla být jednání Evropského parlamentu s Radou EU (vlády členských států Evropské unie) a Komise o konečné podobě nařízení. Vlády členských států dosud nezaujaly společný postoj, a tak k přijetí nařízení – dojde-li k němu vůbec – je ještě trnitá cesta.

Jsem ale přesvědčen, že musíme po všech zúčastněných stranách požadovat dohodu, protože jinak nás čeká zdlouhavé období plné nejistoty jak pro průmysl, kde je třeba plánovat budoucí kroky v souladu s nařízením, tak pro finanční systém jako celek.

Každopádně je povzbuzující, že Evropský parlament poté, co v minulém legislativním období shodu nenašel, ukazuje nyní cestu tím, že přijal návrh řešení, a to velkou většinou svých poslanců. A mě těší, že nese českou pečeti. ■

**Petr Ježek**

*Autor je poslancem Evropského parlamentu za hnutí ANO*

*V posledních dnech vyjednávacího procesu jsem po bezpočtu konzultací ve finančním sektoru navrhl vytvořit nový typ hybridního fondu pod názvem Low-Volatility NAV (LVNAV).*

tímco jiní poslanci se domnívali, že tento krok by mohl poškodit evropskou ekonomiku.

I já, jako zpravodaj své politické frakce pro MMF, jsem byl toho názoru, že převod mohl být potenciálně škodlivý, protože nebylo jisté, že investoři do fondů CNAV byli ochotni změnit svou investiční politiku a vkládat prostředky i do fondů VNAV. Investoři totiž oceňují především snadnost použití fondů CNAV z hlediska účetnictví i skutečnost, že mohou své investice stáhnout kdykoli během dne. Mojí hlavní obavou byl proto osud a možná ztráta oněch 500 miliard eur kapitálu, investovaného v současnosti do evropských fondů CNAV.

Během vyjednávání si Evropský parlament nechal vypracovat analýzu zhodnocení dopadů, co by se s CNAV fondy stalo. Analýza ukázala, že více než 50% investorů by snížilo nebo úplně zastavilo své investice do MMF. Dále se také zjistilo, že investoři by raději investovali do bankovních vkladů, než aby se přeorientovali na fondy VNAV. Dle mého názoru by tedy došlo spíše ke zvýšení systémového rizika a odlivu potřebné likvidity z ekonomiky.

Ve Výboru pro hospodářství a měnu jsme nemohli najít východiska ze slepé uličky, ani zpráva hlavní zpravodajky Evropského parlamentu pro MMF řešení

tit, aby nové fondy LVNAV i nadále nabízely všechny stávající výhody pro investory do fondů CNAV, jako je vyřazení během dne, konstantní odkupní hodnota a snadná daňová úprava.

Systémové riziko by se snížilo tím, že by fondy LVNAV mohly nabízet odkup na konstantní hodnotě, pouze dokud by stínová čistá hodnota aktiv (ocenění portfolia) neklesla pod 20 bazických bodů konstantní čisté hodnoty aktiv (NAV). LVNAV akcie budou proto v běžných situacích spočteny na dvě desetinná místa. Pokud by se však skutečná čistá hodnota aktiv (NAV) portfolia odchýlila o více než 20 bazických bodů, musel by fond reflektovat skutečnou hodnotu portfolia a změnit hodnocení na čtyři desetinná místa.

V zájmu zachování stávajících výhod fondů CNAV budou moci fondy LVNAV používat zůstatkové nákladové účetnictví, což zachová schopnost poskytovat investorům celodenní vyřazení. Udržování konstantní hodnoty zpětného odkupu umožní podnikovým finančníkům využít stávajícího systému zjednodušeného účetnictví a daňových úprav.

Tento návrh byl pozitivně přijat dvěma největšími stranami v parlamentu, odblokoval jednání a stal se základem