

Stínové bankovníctví v kontextu vývoje světového finančního a bankovního trhu

Bakalářská práce

Vedoucí práce:

doc. Ing. Vlasta Kašparovská, Ph.D.

Michal Kreml

Brno 2015

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucí bakalářské práce, paní doc. Ing. Vlastě Kašparovské, PhD., za odborné vedení, cenné rady a připomínky, které mi poskytla při tvorbě této práce.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Stínové bankovníctví v kontextu vývoje světového finančního a bankovního trhu** vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom/a, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmetná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 20. května 2015

Michal Kreml

Abstract

This bachelor thesis deals with a topic of shadow banking and it is divided into seven main chapters. The first two chapters focus on basic characteristics of shadow banking, different approaches to its definition and historical reasons for its rise. The next two chapters describe shadow banking entities and activities with special attention to securitization which is crucial for credit intermediation process outside the traditional banking system. The following chapter provides information about interconnectedness between traditional and shadow banking and also about macroeconomic implications of shadow banking activities. The penultimate chapter of the thesis is quantitatively oriented since it deals with the size of shadow banking from a global perspective, whereas the final chapter brings the most actual approach to shadow banking regulation.

Keywords

Shadow banking, regulatory arbitrage, repurchase agreements, securitization, credit intermediation, regulation

Abstrakt

Bakalářská práce se zabývá stínovým bankovníctvím a je rozdělena do sedmi hlavních kapitol. První dvě kapitoly jsou věnovány základním charakteristikám stínového bankovníctví, různým přístupům k jeho definici a historickým příčinám jeho vzestupu. Další dvě kapitoly představují subjekty a činnosti stínového bankovníctví, přičemž zvláštní pozornost je věnována sekuritizaci, která hraje v procesu nebankovního finančního zprostředkování klíčovou roli. Následuje kapitola pojednávající o interakci tradičního a stínového bankovního sektoru a o makroekonomických dopadech stínového bankovníctví. Předposlední kapitola se zabývá objemem stínového bankovníctví v globálním měřítku a metodikou kvantifikace objemu. Práci uzavírá kapitola věnující se současnému stavu regulace stínového bankovníctví.

Klíčová slova

Stínové bankovníctví, regulatorní arbitráž, repo obchody, sekuritizace, zprostředkování úvěru, regulace

Obsah

1	Úvod	11
1.1	Úvod práce	11
1.2	Cíl práce a metodika	12
2	Základní charakteristika stínového bankovníctví	13
2.1	Zrod pojmu	13
2.2	Pilíře stínového bankovního systému	15
2.3	Pojetí stínového bankovníctví a klíčové rysy	16
3	Příčiny vzestupu stínového bankovníctví	18
3.1	Informační a transakční náklady	18
3.2	Regulační arbitráž	18
3.2.1	Povinné minimální rezervy a úrokové stropy	19
3.2.2	Kapitálové požadavky a strukturované finance	20
4	Subjekty stínového bankovníctví	22
4.1	Fondy peněžního trhu	22
4.1.1	Čistá hodnota aktiv	22
4.1.2	Důležitost MMF a jejich možné problémy	22
4.2	Obchodníci s cennými papíry	24
4.3	Jednotky pro speciální účel	24
4.4	Hedgeové fondy	26
4.4.1	Role hedgeových fondů v systému stínového bankovníctví	27
5	Činnosti stínového bankovníctví	28
5.1	Repo obchody	28
5.1.1	Typy repo obchodů	29
5.1.2	Repo obchody v kontextu stínového bankovníctví	30
5.2	Sekuritizace	31
5.2.1	Základní mechanika sekuritizace – struktura transakcí a účastníci ..	32
5.2.2	Tranšování	33
5.2.3	Úvěrové posílení a další vlastnosti sekuritizovaných aktiv	35
5.2.4	Základní typy sekuritizovaných cenných papírů	37

5.2.5	Rizika sekuritizovaných cenných papírů	41
5.2.6	Účel sekuritizace a její benefity	42
5.2.7	Rizika sekuritizace	43
5.3	Zprostředkování úvěrů	44
6	Stínové bankovníctví v souvislostech	47
6.1	Vazby tradičního a stínového bankovníctví	47
6.1.1	Přístup FSB ke kvantifikaci vzájemné propojenosti obou sektorů	48
6.1.2	Vývoj v letech 2011–2013	49
6.2	Makroekonomické dopady	52
6.2.1	Vysoká procykličnost stínového bankovníctví	52
6.2.2	Interakce s měnovou politikou	52
6.2.3	Fiskální dopady	53
7	Metodické postupy pro měření objemu stínového bankovníctví	54
7.1	Metodický postup Rady pro finanční stabilitu	54
7.1.1	Monitoring nebankovního finančního zprostředkování	56
7.1.2	Monitoring stínového bankovníctví	60
7.2	Metodický postup Deloitte	62
7.3	Vývoj objemu sekuritizace v Evropě a USA v letech 2006–2014	65
8	Regulace stínového bankovníctví	66
8.1	Zelená kniha 2012 a raný rozvoj regulace	66
8.2	Postup Rady pro finanční stabilitu	69
8.2.1	Propojení tradičního a stínového bankovníctví	70
8.2.2	Fondy peněžního trhu	71
8.2.3	Sekuritizace	71
8.2.4	Repo obchody a půjčování cenných papírů	72
8.2.5	Ostatní subjekty stínového bankovníctví	73
9	Závěr	75
	Literatura	80
	Přílohy	85

Seznam obrázků

Obr. 1: Různé definice stínového bankovníctví.....	17
Obr. 2: Index reálných nákladů na informační technologie.....	19
Obr. 3: Podíl široce definovaného financování CP na obchodních úvěrech	21
Obr. 4: Zjednodušené schéma fungování fondů peněžního trhu	23
Obr. 5: Role SPV v sekuritizačním procesu	26
Obr. 6: Příklad týdenního repo obchodu.....	29
Obr. 7: Základní schéma procesu sekuritizace	33
Obr. 8: Tvorba ABS – účastníci a jejich funkce v procesu.....	33
Obr. 9: Typické pravděpodobnostní rozdělení tranší ABS.....	34
Obr. 10: Rozdílné riziko a výnosnost jednotlivých tranší	35
Obr. 11: Vzorová emise různých tranší cenných papírů.....	35
Obr. 12: Rozdělení zajištěných cenných papírů	37
Obr. 13: Postavení CDO jako strukturovaného finančního produktu.....	39
Obr. 14: Sekuritizační schéma tvorby CDO z nekvalitních <i>subprime</i> hypoték.....	40
Obr. 15: Proces zprostředkování úvěru ve stínovém bankovníctví	46
Obr. 16: Příklady subjektů a kroků při zprostředkování úvěru.....	46
Obr. 17: Koncept analýzy propojení tradičního a stínového bankovníctví	48
Obr. 18: Vývoj vzájemného propojení tradičního a stínového bankovníctví	51
Obr. 19: Zjednodušený koncept měření rozsahu stínového bankovníctví.....	55
Obr. 20: Celková aktiva finančních zprostředkovatelů	56
Obr. 21: Celková aktiva ostatních finančních zprostředkovatelů	57
Obr. 22: Podíl aktiv OFI v jednotlivých jurisdikcích v roce 2007	58
Obr. 23: Podíl aktiv OFI v jednotlivých jurisdikcích v roce 2013	58
Obr. 24: Výše aktiv OFI v poměru k HDP v roce 2013	59
Obr. 25: Procentní změna ve výši aktiv OFI 2012–2013	60
Obr. 26: Znázornění zúžení sledovaných subjektů.....	60
Obr. 27: Aktiva stínového bankovníctví ke konci roku 2013.....	61
Obr. 28: Jednotlivé komponenty indexu stínového bankovníctví Deloitte	62
Obr. 29: The Deloitte Shadow Banking Index	63
Obr. 30: Srovnání objemu tradičního a stínového bankovníctví v USA 2004–2011	64
Obr. 31: Objem sekuritizace v Evropě a USA v letech 2006–2014	65
Obr. 32: Obecné zásady při tvorbě a provádění regulačních opatření.....	67
Obr. 33: Schéma konceptu regulace ostatních subjektů stínového bankovníctví.....	74

Seznam tabulek

Tab. 1: Stručný přehled možných subjektů a činností stínového bankovníctví.....	16
Tab. 2: Přehled požadovaných a nežádoucích vlastností sekuritizovaných aktiv	36
Tab. 3: Nejběžnější typy zajištěných dluhových obligací	38
Tab. 4: Vzájemné vazby tradičního a stínového bankovníctví	48
Tab. 5: Dva druhy měření rozsahu stínového bankovníctví	55
Tab. 6: Kompozice podkladových dat pro jednotlivé varianty sledování	56
Tab. 7: Jurisdikce s největším objemem aktiv OFI v roce 2013.....	58

Seznam použitých zkratk

ABCP	asset-backed commercial papers komerční papíry zajištěné aktivy
ABS	asset-backed securities cenné papíry zajištěné aktivy
AFME	Association for Financial Markets in Europe Asociace pro finanční trhy v Evropě
AIMA	Alternative Investment Management Association Asociace alternativního investičního managementu
CDO	collateralized debt obligation zajištěná dluhová obligace
CMBS	commercial-mortgage-backed security cenný papír podložený komerčními hypotečními půjčkami
CMO	collateralised mortgage obligation kolateralizovaný hypoteční závazek
ECB	European Central Bank Evropská centrální banka
ESF	European Securitisation Forum Evropské fórum pro sekuritizaci
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation Federální depositní pojišťovací korporace
FED	Federal Reserve System Federální rezervní systém
FSB	Financial Stability Board Rada pro finanční stabilitu
IMF	International Monetary Fund Mezinárodní měnový fond
IOSCO	International Organization of Securities Commissions Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry
MBS	mortgage-backed security cenný papír podložený hypotečními půjčkami
MMF	money market fund fond peněžního trhu
NAV	net asset value čistá hodnota aktiv
OFI	other financial intermediaries ostatní finanční zprostředkovatelé
RMBS	residential-mortgage-backed security cenný papír podložený rezidenčními hypotečními půjčkami
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission americká Komise pro cenné papíry
SIV	special investment vehicle zvláštní investiční jednotka
SPV	special purpose vehicle jednotka pro speciální účel

1 Úvod

1.1 Úvod práce

Koncem 20. století a následně v letech před finanční krizí 2008 došlo k evoluci ve finančním zprostředkování. Ze systému založeném na komerčních bankách jako prostředníků mezi nabídkou a poptávkou po financování se rozvinul decentralizovaný systém specializovaných finančních subjektů, kde související finanční transakce probíhají mimo „hradby“ tradičních bankovních společností. Nejvýznamnější aspekt této evoluce je migrace systémových externalit typicky asociovaných s finančním zprostředkováním z rozvah bankovních institucí do dlouhých roztroušených úvěrových řetězců. Tato transformace v podstatě zprostředkování je dnes známa jako vzestup aktivit stínového bankovníctví. Finanční zprostředkování se dostává skrze regulatorní arbitráž do oblasti mimo rámců dohledových orgánů.

Vzhledem k tomu, že nový systém je založen spíše na trzích a určitých činnostech než na jednotlivých subjektech, může jednodušeji docházet k participaci zahraničních subjektů na procesu zprostředkování. Úvěrové řetězce tak sahají daleko za hranice jednotlivých států a vzniká těžko regulovatelné systémové riziko.

Poslední finanční krize částečně způsobená právě stínovým bankovníctvím ukázala nutnost mezinárodní koordinace při identifikaci a regulaci jeho systémových externalit. V současnosti vede tuto snahu Rada pro finanční stabilitu (FSB), která dostala přímý mandát na summitu G20 v Soulu na podzim 2010.

Tato práce vychází z poznatků FSB a kombinuje je s dalšími mnoha zahraničními studii a názory nadnárodních finančních organizací. Vzniká tak ucelený přehled o vývoji stínového bankovníctví od jeho počátků na přelomu 70. a 80. let 20. století až do současnosti, přičemž hlavní pozornost je věnována základním charakteristikám stínového bankovníctví a jeho subjektům a činnostem. Na těchto základech pak staví druhá část práce věnující se vlivu stínového bankovníctví na finanční systém a jeho objemu v globálním měřítku. Práci uzavírají nejaktuálnější poznatky ohledně regulace stínového bankovníctví, jenž se v posledních letech velmi dynamicky rozvíjí.

1.2 Cíl práce a metodika

Bakalářská práce je založena na rozsáhlé rešerši a její obsah je postaven na regulačních doporučeních Rady pro finanční stabilitu (FSB) vydávaných v posledních letech. Poznatky FSB byly během zpracování doplněny o různé zahraniční studie převážně evropských a amerických výzkumníků zabývajících se tematikou stínového bankovníctví. Takovéto studie jsou převážně vydávány univerzitami, nadnárodními institucemi (Mezinárodní měnový fond, Evropská komise) a centrálními bankami vyspělých ekonomik (FED, ECB).

Cílem práce je na základě stavu a vývoje stínového bankovníctví zhodnotit rizika s ním spojená a jeho vlivy na tradiční bankovní sektor. Na tomto základě zhodnotit přijatá regulační opatření a navrhnout další možné způsoby regulace.

Charakteristika jednotlivých subjektů a činností stínového bankovníctví je provedena převážně deskriptivní, ale i komparativní metodou. Při překladu pojmů ze zahraničních studií jsem vycházel z českého obecně využívaného názvosloví finančních pojmů, přičemž některé subjekty a aktivity jsem se rozhodl kvůli případnému zkreslení významu nepřekládat. V závěru druhé kapitoly byly s pomocí komparativní metody určeny klíčové rysy stínového bankovníctví, přičemž byly porovnány různé přístupy k definování subjektů a aktivit stínového bankovníctví. Metoda historická byla využita ve třetí kapitole, kde jsou zkoumány jevy a procesy vedoucí k rozvoji stínového bankovníctví z historického hlediska.

Podkladová data v kapitole týkající se objemu stínového bankovníctví pocházejí přímo ze zdrojových databází FSB a při jejich zpracování byla využita metoda analytická. Konkrétně se například jednalo o různé časové řady a statistiky agregovaných aktiv a závazků tradičního a stínového bankovního sektoru. Vývoj, který grafy indikují, byl náležitě popsán a byly vyvozeny závěry. Ve stejné kapitole byla využita i metoda komparativní, když byly uvedeny další dva přístupy k měření objemu stínového bankovníctví. Prvním z nich je metodika společnosti Deloitte, která využívá pro kvantifikaci stínového bankovníctví svůj vlastní index. Index byl uveden z důvodu vhodně vybraných podkladových veličin a z důvodu popisu vývoje objemu stínového bankovníctví v USA v krizových letech. Jsem si vědom toho, že index končí rokem 2011, jelikož aktuální hodnoty indexu nejsou k dispozici. Druhým přístupem je pak měření objemu sekuritizace, které vychází z dat Asociace pro finanční trhy v Evropě.

V průběhu celé práce bylo využito mnoho přehledných schémat, ať už upravených z elektronických materiálů, nebo přímo vytvořených autorem. Schémata slouží ke znázornění a zjednodušení mnohdy velmi komplexních charakteristik a aktivit systému stínového bankovníctví. Schémata převzatá ze zahraničních publikací byla většinou původně vytvořena s určitým grafickým záměrem a v určitém měřítku, z tohoto důvodu byl jejich překlad do českého jazyka často nevhodný či přímo nemožný. Takováto schémata jsou tedy ponechána bez překladu.

2 Základní charakteristika stínového bankovníctví

Je za potřebí si uvědomit, že pojem stínové bankovníctví se neustále vyvíjí. Zatím neexistuje žádná všeobecně přijímaná definice, která by byla užívána všemi výzkumníky a regulačními autoritami. Nicméně je nezbytně nutné, aby vznikl konsistentní a systematický popis aktivit a přesné vymezení subjektů stínového bankovníctví. Tímto bude v budoucnu minimalizován prostor pro regulatorní arbitráž¹, která je zatím pro sektor stínového bankovníctví tak typická. Na druhou stranu je ale nutno brát v potaz, že systém stínového bankovníctví je velmi komplexní a flexibilní, tudíž je zapotřebí počítat stejně tak s neustálým vývojem a aktualizacemi jeho definice v budoucnu.

Následující podkapitoly se zabývají různými přístupy k pojmu stínové bankovníctví a snaží se zachytit určité společné rysy, které se objevují ve většině z nich, a tudíž je lze považovat za klíčové.

2.1 Zrod pojmu

Pojem stínové bankovníctví poprvé použil ekonom Paul McCulley ve svém projevu v srpnu 2007 na každoročním symposiu Federálního rezervního systému (FED) v horském středisku Jackson Hole. Použil jej ve spojení s institucemi, které jsou financovány na rozdíl od konvenčních regulovaných bank krátkodobými negarantovanými zdroji. Jelikož se nepohybují v oblasti tradiční bankovní regulace, působí tito finanční zprostředkovatelé „ve stínu“, tj. bez záruk systému *Federal Reserve's discount lending window* a bez přístupu k americkému systému pojištění deposit FDIC (McCulley 2009, s. 1).

Nedlouho po tomto projevu se svět ocitl ve finanční krizi, ke které ze značné části přispěl právě systém stínového bankovníctví. V reakci na tuto krizi se stínovým bankovníctvím začaly zabývat finanční autority v USA i Evropě, konkrétně americká centrální banka Fed, evropská centrální banka ECB a Mezinárodní měnový fond. Navíc se skupina G20 na summitu v Soulu v listopadu 2010 zavázala „k posílení regulace a dohledu nad stínovým bankovníctvím“ za účelem „vytvoření stabilnějšího a odolnějšího měnového systému“ (The Seoul Summit Document, 2010, s. 10). Tento závazek vedl v Evropě k ustanovení Rady pro finanční stabilitu (*Financial Stability Board*, FSB), která vznikla transformací původního Fóra pro finanční stabilitu v dubnu 2009. Úkolem FSB bylo a dodnes je poskytování doporučení ohledně toho, jak posílit kooperaci napříč národními a mezinárodními dohledovými orgány a finančními institucemi za účelem zvýšení stability světového fi-

¹ Regulatorní arbitráž lze chápat jako využívání rozdílů v regulaci mezi různými sektory, zeměmi, nebo obojím. Pro zjednodušení lze použít dysfemismus „legální obcházení pravidel a právních rámců“.

nančního systému (FSB, ©2015). Součástí první zprávy FSB zaměřené na komplexní řešení problému stínového bankovníctví byla následující navrhovaná definice stínového bankovního systému:

„Stínový bankovní systém je systém zprostředkování úvěrů, který zahrnuje subjekty a činnosti mimo standardní bankovní systém.“

Zdroj: FSB, 2011a, s. 4

Ač se může zdát tato definice poměrně široká, každé slovo v ní obsažené je velice důležité. Výraz „systém“ naznačuje evoluci v úvěrovém zprostředkování v podobě komplexních řetězců subjektů a jejich aktivit propojených skrze finanční trh. Spojení „zprostředkování úvěrů“ pak vymezuje aktivity, kterých se stínové bankovníctví týká a vylučuje ostatní obchodní aktivity, kterými se stínové banky mohou zabývat (např. obchodování s akciemi a cizími měnami).

Dále je podstatné, že definice obsahuje jak „subjekty“, tak „činnosti“, tudíž shledává potenciální přístup k monitoringu a regulaci zprostředkování jako orientovaný nejen na subjekty, ale i na činnosti, což jej odlišuje od přístupu tradičního bankovního dohledu, který se soustředí hlavně na subjekty (banky). Další výhodou tohoto přístupu je, že monitorování rozpoznávaných činností stínového bankovníctví může být klíčem k identifikaci zapojených subjektů do těchto aktivit, ty pak mohou být následně důkladně prověřeny.

I využití formulace „zahrnuje“ je pro definici zásadní. Vyplývá z ní totiž, že regulace by neměla být zaměřena jen na subjekty, které skutečně zprostředkovávají úvěr a jsou tak jeho původci, ale i na subjekty, které toto zprostředkování umožňují, napomáhají mu a jakýmkoli způsobem jsou do procesu zapojeny. Tím se myslí subjekty poskytující např. zajištění úvěru a garanci likvidity, což jsou klíčové komponenty procesu zprostředkování. Dále z definice vyplývá, že by se regulace měla zaměřit jak na rozvahové aktivity, tak na mimorozvahové činnosti, pokud nějak s procesem zprostředkování úvěru souvisejí. Na závěr definice je uvedeno důležité sousloví „mimo standardní bankovní systém“, které tím pádem vylučuje z aktivit stínového bankovníctví tradiční služby zprostředkování úvěrů, ale zároveň nevylučuje zapojení subjektů tradičního bankovníctví do systému bankovníctví stínového (Claessens et al. 2014, s. 61).

Definice FSB může být tedy považována za dosti flexibilní, efektivní a praktickou. Její široký záběr byl zvolen tak, aby mohla nabídnout společné základy pro regulaci stínového sektoru napříč různými jurisdikcemi, ať už bude místní názvosloví pro dotyčné subjekty jakékoli. Nicméně musí být podotknuto, že se jedná stále o definici prozatímní a diskutovanou.

2.2 Pilíře stínového bankovního systému

Jak uvádí Evropská komise (2012, s. 3), podle výše zmíněné definice FSB stojí stínový bankovní systém na dvou propojených pilířích:

1. Subjekty, působící mimo standardní bankovní systém, zapojené do jedné z těchto činností:
 - přijímání finančních prostředků, jež mají vlastnosti vkladů;
 - transformace splatnosti a/nebo likvidity;
 - převádění úvěrového rizika a
 - využívání přímého nebo nepřímého finančního pákového efektu.
2. Činnosti, které by mohly představovat významné zdroje financování nebankovních subjektů. Tyto činnosti zahrnují
 - sekuritizaci,
 - půjčování cenných papírů a
 - repo obchody.

Evropská komise dále navrhuje možné subjekty a činnosti stínového bankovníctví vhodné k analýze. Mezi navrhované subjekty se řadí:

- jednotky pro speciální účel provádějící transformaci likvidity a/nebo splatnosti; například sekuritizační jednotky, jako jsou přidružené subjekty vykazované mimo rozvahu (tzv. conduits) obsahující komerční papíry zajištěné aktivy (ABCP), zvláštní investiční jednotky (SIV) a ostatní jednotky pro speciální účel (SPV);
- fondy peněžního trhu a jiné typy investičních fondů nebo produktů, jež mají vlastnosti vkladů, což je činí zranitelnými vůči mohutnému výběru hotovosti (tedy „runům“);
- investiční fondy, které poskytují úvěr nebo využívají pákového efektu, včetně fondů obchodovaných na burze;
- finanční společnosti a subjekty cenných papírů poskytující úvěr nebo úvěrové záruky nebo provádějící transformaci a/nebo splatnosti, aniž by byly regulovány jako banky;
- pojišťovny a zajišťovny vydávající nebo zaručující úvěrové produkty.

Navrhované činnosti jsou následující:

- sekuritizace;
- půjčování cenných papírů a repo obchody.

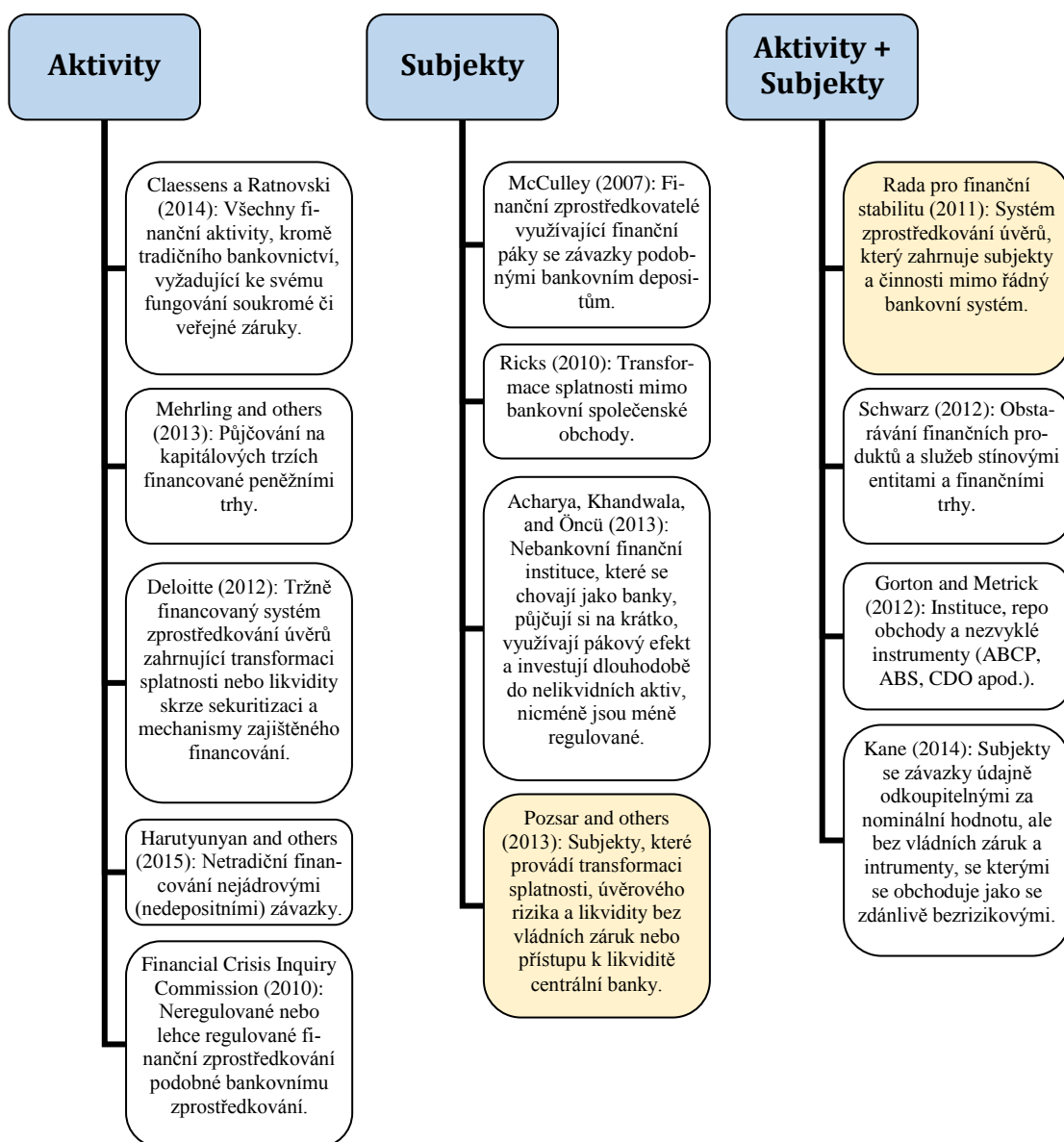
SUBJEKTY	jednotky pro speciální účel (SPV)
	fondy peněžního trhu (MMF)
	různé investiční fondy včetně ETF
	neregulované finanční společnosti a zprostředkovatelé
	pojišťovny a zajišťovny
ČINNOSTI	sekuritizace
	půjčování cenných papírů a repo obchody

Tab. 1: Stručný přehled možných subjektů a činností stínového bankovníctví (Evropská komise 2012, upraveno)

2.3 Pojetí stínového bankovníctví a klíčové rysy

Na následující straně je uveden přehled definic stínového bankovníctví, se kterými je možno se v dnešní době setkat, přičemž dle mého názoru nejdůležitější jsou vyznačeny žlutě. Z uvedeného přehledu, informací uvedených Radou pro finanční stabilitu, poznatků Evropské komise a dalších odborných studií jsem sestavil několik nejdůležitějších rysů, které charakterizují stínové bankovníctví:

- Jedná se o činnosti mimo řádný (tradiční) bankovní systém.
- Inovace ve stínovém bankovníctví jsou hnány regulační arbitráží.
- Systém je financován tržně, ne na bázi bankovních deposit.
- Aktivita obnáší sekuritizaci, repo obchody a půjčování cenných papírů.
- Vznikají dlouhé úvěrové řetězce a jsou využívány velmi komplexní a sofistikované finanční produkty, to má za následek netransparentnost systému.
- Regulace stínového bankovníctví neexistuje, nebo je velmi nízká.
- Charakteristické je využití pákového efektu.
- Dochází k transformaci splatnosti, likvidity a úrokového rizika.
- Je financováno krátkodobými zdroji.
- Nepodléhá vládním zárukám a garancím.
- Poslední dva body naznačují jeho velkou slabost, tj. náchylnost k „runům“.



Obr. 1: Různé definice stínového bankovníctví (IMF 2014, s. 91, upraveno)

3 Příčiny vzestupu stínového bankovníctví

Faktory pohánějící stínové bankovníctví v dlouhém období jsou v literatuře obecně řazeny do dvou kategorií. Jedná se o informační náklady a regulatorní arbitráž, přičemž větší důležitost je přikládána druhému jmenovanému.

3.1 Informační a transakční náklady

Relativní důležitost bank neklesá jen díky zvyšující se regulaci, zahrnující kapitálové požadavky a minimální rezervy, ale také díky tomu, že informační a transakční výhody bankovních institucí nad nebankovními institucemi během času vzhledem k technologickému vývoji vyprchaly. Studie ohledně zvyšující se důležitosti podílových fondů upozorňují na roli, kterou hrály snižující se transakční náklady nebankovních institucí. Toto snížení transakčních nákladů bylo vyvoláno zvýšením celkové produktivity finančního sektoru. Zvýhodnění tradičních bank, pokud jde o náklady na financování, postupně pokleslo a tento proces dal šanci novým depositním alternativám (Duca, 2014, s. 9).

Protože tento vývoj zahrnoval pokrok v informačních technologiích jak na straně hardwaru, tak na straně softwaru, Duca (2014, s. 9) zjednodušeně a konsistentně mapuje tento proces pomocí poměru implicitního cenového deflátoru pro počítačové vybavení a software ve vztahu k deflátoru HDP. Tento technologický pokrok byl ve spolupráci s pobídkami k regulatorním arbitrážím nepopíratelně základem pro mnoho specifických finančních inovací, které přímo podporovaly růst stínového bankovníctví. Jak ukazuje graf na obrázku č. 2, informační náklady se během druhé poloviny 20. století značně snižovaly, načež začátkem 3. tisíciletí došlo ke zmírnění tohoto trendu.

Zatím neexistují žádné formální kvantitativní testy ohledně toho, jak velkou měrou přispělo toto snižování transakčních nákladů skrze prudký rozvoj informačních technologií ke zvýšení důležitosti a objemu stínového bankovníctví. Nicméně vzhledem k tomu, že stínové bankovníctví je založeno na sekuritizaci, strukturovaném financování a využití derivátů, je vcelku logické předpokládat, že rozvoj těchto finančních inovací by vzhledem ke komplexnosti a výpočetní složitosti nebyl možný bez počítačů a jiných informačních technologií.

3.2 Regulatorní arbitráž

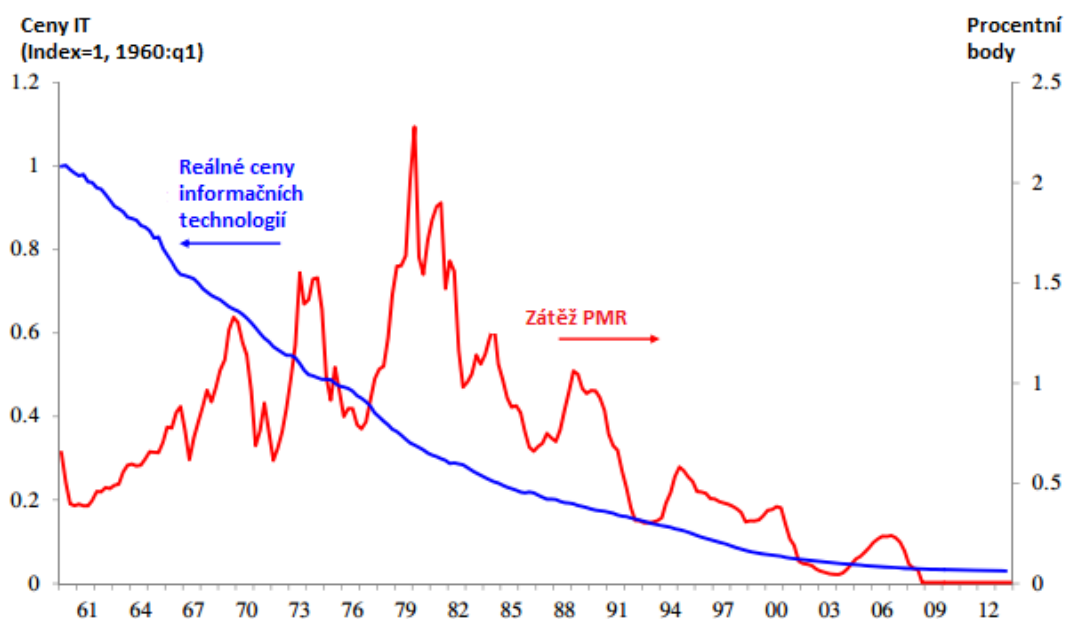
Podněty k regulatorní arbitráži můžeme rozdělit na následující kategorie:

- povinné minimální rezervy a úrokové stropy;
- kapitálové požadavky a strukturované finance.

3.2.1 Povinné minimální rezervy a úrokové stropy

Povinné minimální rezervy uvalené na banky jsou považovány za jednu z hnacích sil pro růst fondů peněžního trhu a k přijímání dalších depozitních alternativ. V kombinaci s vysokými úrokovými sazbami a s úrokovými stropy omezujícími krátkodobé úrokové sazby u vkladů v průběhu 70. a začátkem 80. let byly banky nuceny vymyslet způsob, jak regulaci obejít. Řešení se nabízelo ve fondech peněžního trhu využívaných skrze tzv. soustředné účty². Přes ty byly peníze vyváděny mimo běžné účty a zhodnocovány vyšším úrokem.

Jak ukazuje graf níže, zátěž vyplývající z povinných minimálních rezerv se do začátku 80. let rapidně zvyšovala, pak postupně poklesla až k rekordnímu dnu během finanční krize. Situace během 70. let byla tedy silným podnětem k rozvoji stínového bankovníctví (Duca, 2014, s. 11). I když koncem 20. století došlo k poklesu míry povinných minimálních rezerv, nelze říct, že by se zpomalil rozvoj stínového sektoru, jen se hlavní hnací silou staly moderní technologie a sekuritizace.



Obr. 2: Index reálných nákladů na informační technologie a zátěž vyplývající z povinných minimálních rezerv pro banky v USA v letech 1960–2013³ (Duca, 2014, s. 10, upraveno)

² Soustředný účet (*sweep account*) je běžný účet, jehož zůstatek převyšující určitou úroveň je každý den automaticky převeden na více úročený účet, respektive v našem případě do fondu peněžního trhu (Jílek 2013, s. 80).

³ Zátěž vyplývající z povinných minimálních rezerv je kalkulována kombinací úroku ze tříměsíčních vládních pokladničních poukázek a nejvyšší míry povinných rezerv pro nejdůležitější banky v USA (*central reserve city banks*), načež po vzniku fondů peněžního trhu je upravena o soustředné účty. Úprava se rovná jedna mínus poměr vyvedených prostředků k celkové sumě vyvedených prostředků, vkladů a ostatních deposit odvedených ve formě povinných rezerv (Duca, 2014, s. 9).

3.2.2 Kapitálové požadavky a strukturované finance

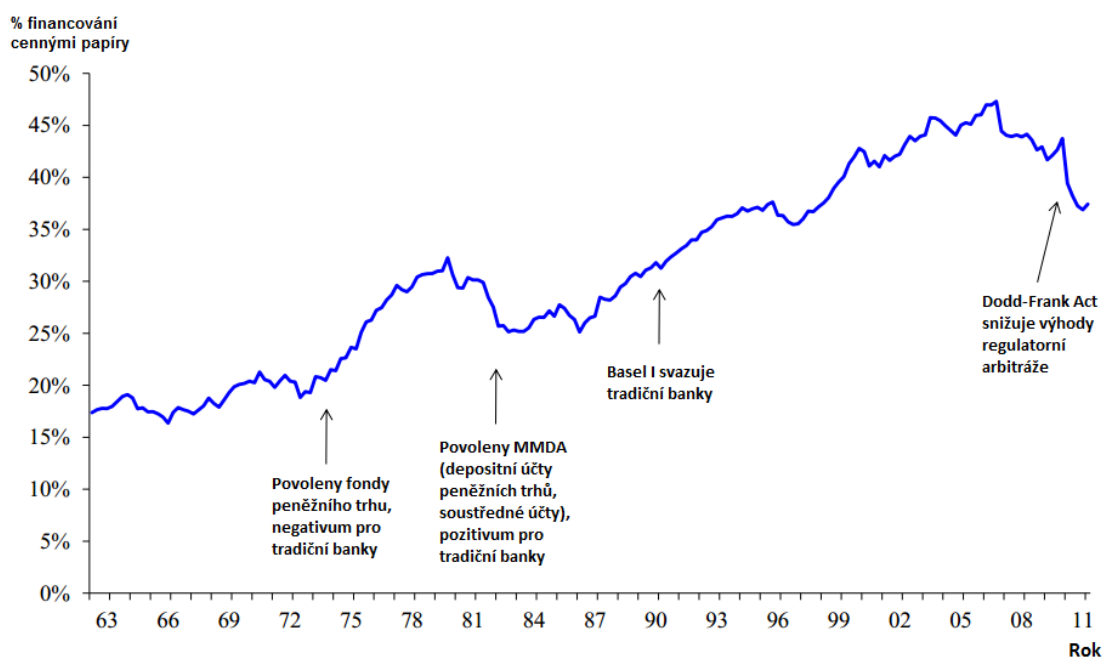
Hrubý podíl stínového bankovníctví reflektuje nahrazování tradičních bank nejen přímým zdrojem financování (například přímo emitovanými komerčními papíry), ale také nebankovními finančními zprostředkovateli. Před přijetím první Basilejské dohody v roce 1990 byly kapitálové požadavky nastaveny tak, že dávaly lehkou výhodu tradičnímu bankovníctví nad úvěrováním financovaným skrze trhy cenných papírů (zde nebyl takový stupeň ochrany od federální záchranné sítě jako u komerčních bank) a nad investičním bankovníctvím, které čelilo vyšší míře minimálních požadavků na kapitál. Od 30. let po zbytek 20. století Americká komise pro cenné papíry (SEC) nařizovala investičním bankám minimální kapitálový požadavek ve výši 8 % a maximální poměr zadlužení 15:1 pro jejich makléřská oddělení. Kapitálové požadavky pro banky byly v 2. polovině 20. století také relativně stabilní, i když oficiální kapitálový požadavek zavedla až roku 1981 FDIC na úrovni 5 %. Podíl vlastního kapitálu na majetku se tedy pohyboval zhruba ve výši 7 % dle velikosti banky (menší bankovní domy dodržovaly bezpečnostní polštář nad zákonným limitem) s tím, že po vzniku bankovních holdingových společností na konci 60. let a konsolidaci bankovního sektoru se trochu snížil zhruba na úroveň 6 % (Duca, 2014, s. 13).

Tato stabilita skončila implementací Basilejských dohod v roce 1990, které účinně zvýšily kapitálové požadavky na zajištění portfolií hypotečních úvěrů držení bankami z 5 % na 8 % (Duca, 2014, s. 14). S Basilejskými dohodami přišel vzestup stínového bankovníctví ve formě sekuritizace nejen hypotečních úvěrů, ale i podnikových a spotřebitelských půjček. Takovéto zajištěné cenné papíry byly buď přímo drženy investory, nebo nepřímo drženy v podobě fondů peněžního trhu, dluhopisových podílových fondů a později během rozkvětu strukturovaných produktů finančního boomu začátkem 3. tisíciletí zvláštními investičními jednotkami (*special investment vehicle*, SIV). Růst stínového bankovníctví byl tak způsoben Basilejskými dohodami nejdříve zvýšením regulatorního zatížení tradičních bank a následně vyrovnáním kapitálových požadavků mezi komerčními a investičními bankami, navzdory nižším ostatním omezením investičních bank.

Dalším mezníkem ve vývoji stínového bankovníctví bylo v roce 2004 uvolnění regulace SEC ohledně používané definice vlastního kapitálu investičními bankami, aby mohly plnit stanovená kritéria zadluženosti. Komise také zvýšila maximální strop zadlužení jejich makléřských oddělení z 15:1 na 33:1 (tím se v podstatě snížil minimální poměr kapitálu investičních bank ze zhruba 8 % na 3,33 %). Krátce na to se zadluženost investičních bank v letech před finanční krizí skoro zdvojnásobila, aneb jinak řečeno, investiční banky využívaly obrovské finanční páky. Výsledkem těchto opatření bylo silné znevýhodnění komerčních bank oproti těm investičním od roku 2004 do schválení Dodd-Frank Act (DFA) v roce 2010 (Duca, 2014, s. 14).

Zákon DFA pomohl urovnat regulační rámce mezi komerčními bankami a stínovým bankovníctvím v několika směrech. Zaprvé, DFA přinutil velké banky a nebankovní finanční instituce k podstoupení stres testů a k podřízení se novým minimálním kapitálovým požadavkům zavedených regulátory. Tímto způsobem sice DFA zvýšil regulační požadavky i na komerční banky, ale v relativním vyjádření došlo k efektivnímu zvýšení regulačního zatížení stínového bankovníctví. Zadruhé, DFA zavedl nové požadavky na deriváty se záměrem zvýšit transparentnost a redukovat rizika strukturovaných finančních produktů, které financovaly velký podíl půjček v sektoru stínového bankovníctví. Zatřetí, DFA donutil velké systémově důležité banky a klíčové nebankovní finanční instituce ke splnění kritéria minimální výše likvidity, což pomohlo omezit rizika pro sektor komerčního i stínového bankovníctví a tím i pro celý finanční systém.

Měnicí se regulace kapitálové přiměřenosti finančních institucí a strukturovaných finančních produktů měla kvalitativně rozdílné dopady na stínové bankovníctví a na regulační arbitráž v posledních 50 letech. Před rokem 1990 byla situace poměrně stabilní, pak došlo k růstu stínového bankovníctví jakožto reakce na přijetí Basilejských dohod a změn v pravidlech SEC v roce 2004 až do schválení Dodd-Frank Act o šest let později. Tento zákon se úspěšně pokusil bojovat nejen proti absolutní výši rizika finančních institucí, ale také proti regulační arbitráži, která vedla k vysoké míře systémového rizika vyplývajícího z předchozí rapidní expanze sektoru stínového bankovníctví.



Obr. 3: Podíl široce definovaného financování cennými papíry (stínového bankovníctví) na obchodních úvěrech spolu se změnami ve finanční regulaci v USA v letech 1960–2011 (Duca 2014, s. 24, upraveno)

4 Subjekty stínového bankovníctví

Následující podkapitoly představují nejdůležitější subjekty stínového bankovníctví. Už z podstaty stínového bankovníctví je zřejmé, že se nemůže jednat o kompletní výčet všech subjektů, nicméně snahou bylo obsáhnout ty nejvýznamnější, respektive literaturou nejčastěji zmiňované.

4.1 Fondy peněžního trhu

Jedny z nejdůležitějších subjektů zapojujících se do činností stínového bankovníctví jsou fondy peněžního trhu (*money market fund*, MMF). EFAMA (2013, s. 2) je definuje jako „investiční fondy, jejichž snahou je zachování kapitálu, poskytování denní likvidity a současně výnos ve výši úrokové míry peněžního trhu“. Jedná se o kolektivní investiční fondy, které poskytují krátkodobé financování za použití likvidních dluhových cenných papírů (např. obchodních cenných papírů, krátkodobých státních dluhopisů, pokladničních poukázek, depozitních certifikátů), přičemž jako MMF se připouští instrumenty se zbývajícím splatností, která nepřekračuje 397 dní pro krátkodobé MMF nebo dva roky pro standardní MMF (Evropská Komise, ©2015). Některé MMF využívají také dohod o zpětném odkupu (repo obchody). Tyto nedepozitní zdroje mohou být použity na financování jak tradičních bank, tak nejrůznějších nebankovních subjektů zapojených do dlouhých řetězců úvěrového zprostředkování.

Jak je zmíněno v kapitole 3.2.1, MMF vznikly v 70. letech jako výnosnější alternativa k bankovním depositům. Hlavními charakteristikami jsou možnost vyjmutí peněžních prostředků kdykoli bez jakýchkoli sankcí, neboli investor může kdykoli odprodat podílové listy zpět fondu a ten je musí přijmout.

4.1.1 Čistá hodnota aktiv

Čistá hodnota aktiv (NAV) MMF je hodnota, za kterou investoři nakupují nebo odprodávají podílové listy. Může být buď stálá, nebo pohyblivá. Na rozdíl od jiných podílových fondů, MMF se stálou NAV umožňuje investorům prodávat či kupovat podílové listy v nominální hodnotě, která je většinou v EU stanovena na €1 za jeden podílový list. Na druhou stranu MMF s variabilní hodnotou aktiv nabízí prodej a odkup svých podílových listů za cenu, která v danou chvíli odpovídá čisté hodnotě aktiv na jeden podílový list. Tato cena je kalkulována jako rozdíl mezi aktivy a závazky fondu (Evropská Komise, ©2015).

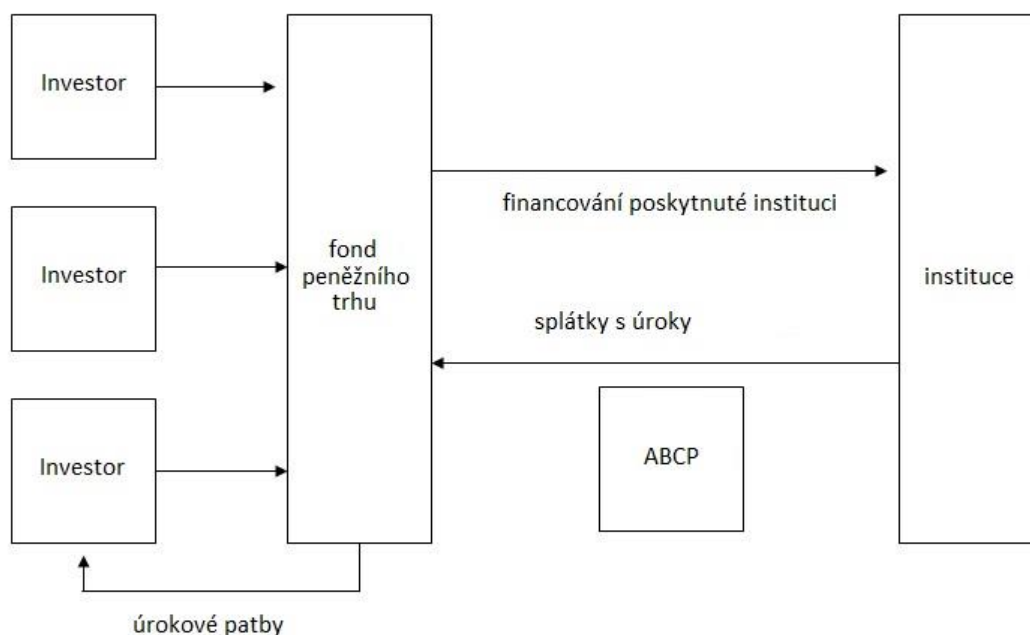
4.1.2 Důležitost MMF a jejich možné problémy

MMF jsou důležitým zdrojem krátkodobého financování finančních institucí, soukromých společností i vlád. Například 40 % krátkodobých dluhových cenných papírů emitovaných bankami je drženo právě MMF (Evropská Komise, ©2015). Navíc velké soukromé společnosti využívají MMF jako alternativu k bankovním

úctům, jelikož na obrovské částky se v případě defaultu banky nevztahuje pojištění vkladů. Proto využívají tyto firmy raději široce diversifikovaných MMF. Tyto fondy tedy představují klíčové spojení nabídky a poptávky po peněžních prostředcích.

Obrázek č. 4 ilustruje zjednodušený vztah mezi investory, fondem peněžního trhu a subjektem poptávajícím peněžní prostředky. Investoři nakoupí podílové listy ve fondu, fond investuje finanční prostředky do (údajně) kvalitních ABCP buď přímo emitovaných, nebo jen prodávaných poptávajícím subjektem. Subjekt (často bankovní instituce) z jejich prodeje získá peněžní prostředky. Samozřejmě se může jednat jen o repo obchody s tím, že později dojde ke zpětnému odkupu, nicméně princip zůstává stejný.

Během finanční krize 2008 se ovšem ukázalo, že propojení MMF s vládním, soukromým a bankovním sektorem představuje velké systémové riziko. Právě proto byly MMF zařazeny do stínového sektoru. Během finanční krize byla zpochybněna kvalita ABCP a jiných cenných papírů v portfoliích MMF, což způsobilo masivní pokles hodnoty aktiv v těchto fondech. Většina MMF je řízena investičními společnostmi pod záštitou velkých bankovních institucí, ale jelikož tyto sponzorské bankovní instituce neměly dostatečné rezervy, mnoho fondů nebylo schopno dodržet slíbenou stálou NAV a mezi investory vznikla panika, což vedlo k masivním výběrům vkladů, neboli „runu na fondy peněžního trhu“. Díky propojení MMF s peněžním trhem a bankovním sektorem a díky mezinárodní působnosti těchto investičních fondů se tato situace rychle promítla do reálné ekonomiky v podstatě celého světa. Konečným důsledkem bylo „vyschnutí“ peněžních trhů a nedostatek likvidity na trzích (*credit crunch*). V některých případech muselo dojít k vládním finančním injekcím (*bail-out*), aby systém úplně nezkolaboval.



Obr. 4: Zjednodušené schéma fungování fondů peněžního trhu (Wikipedia, ©2015, upraveno)

4.2 Obchodníci s cennými papíry

Obchodníci s cennými papíry (dále jen „obchodníci“) jsou investiční banky nebo jakékoli jiné společnosti, které zprostředkovávají nákup a prodej cenných papírů (brokeři) či sami vystupují jako jedna ze stran obchodu (dealeři). Dealeři navíc mohou sami emitovat cenné papíry a obchodovat na vlastní účet, tímto je možno je zařadit mezi původce rizika. Tyto společnosti jsou tedy svým způsobem zprostředkovatelé mezi nabídkou a poptávkou po úvěrech. Avšak mohou se též stát nositeli rizika, jelikož tradiční banky obchodníkům prodávají své půjčky. Obchodníci pak půjčky shromáždí a transformují úvěrové riziko pomocí poolingů⁴ a strukturování do cenných papírů podložených aktivy (*asset backed securities*, ABS) a dále pak opětovným poolingem a strukturováním ABS do zajištěných dluhových obligací (*collateralized debt obligation*, CDO).

Ke svému financování využívají obchodníci hlavně krátkodobé financování v podobě repo obchodů se svými klienty, např. hedgeovými fondy. Repo obchody jsou také využívány ke zvýšení finanční páky, k pokrytí krátkých pozic a např. i ke spekulacím na pohyby úrokových měr (Poschmann 2012, s. 14).

Role obchodníků s cennými papíry se značně posunula z pozice čistých tvůrců trhu a upisovatelů na pozici poskytovatele úvěru (Adrian a Shin 2009, s. 7). Jinými slovy, obchodníci se stali součástí stínového bankovníctví, jelikož financují proces zprostředkování úvěru, který je popsán v podkapitole 5.3. Bohužel tato změna s sebou přinesla i zvýšené riziko těchto subjektů, jelikož jejich financování stojí na repo obchodech a jiných krátkodobých zdrojích. Podobně jako MMF jsou tím pádem obchodníci velmi zranitelní „runy“ v případě náhlé paniky na trhu. Toto riziko ještě narůstá spolu se vzrůstající komplikovaností a délkou úvěrových řetězců (FSB, 2012a, s. 8).

4.3 Jednotky pro speciální účel

Jílek (2006, s. 41) definuje jednotku pro speciální účel (*special purpose vehicle*, SPV)⁵ jako „jednotku zřízenou pouze k splnění určitého souboru přesně definovaných operací (například provedení leasingu, výzkumu a vývoje či sekuritizaci finančních aktiv), tj. funguje jako autopilot“. Jelikož se operační leasing dle současných účetních pravidel nezachycuje v rozvaze, společnosti zakládají SPV, které nakoupí např. letadla. SPV si za tímto účelem půjčí peníze a majetek pak pronajímá

⁴ Pooling v této práci nebude většinou překládán, jelikož se jedná ve finanční terminologii o hojně využívaný pojem. V kontextu této práce je chápán ve smyslu shromažďování či sdružování.

⁵ Další anglické názvy používané jako ekvivalent SPV jsou: bankruptcy remote vehicle, special purpose entity (SPE), structured finance vehicle, finance vehicle corporation (FVC) a off-balance sheet entity (OBSE).

společnosti. Mimo leasingové aktivity se ale velký počet SPV angažuje i ve velmi rizikových projektech (zejména pokud jde o sekuritizaci). Z právního hlediska může být SPV založena jako společnost, trust, partnerství apod.

Dále Jílek (2006, s. 41) uvádí, že mnohé SPV jsou zakládány bez rekurzu⁶, takže investoři mohou vznášet případné námitky pouze vůči SPV a nikoli proti zakládajícím společnostem. Navíc rozhodování nejvyšších orgánů a vedení jednotky je právně přísně omezeno, což má za následek, že taková jednotka běžně nikoho nezaměstnává a nevykazuje ani každodenní činnost. Zato téměř vždy má SPV úvěrové hodnocení AAA, tj. úvěrová kvalita SPV je vyšší než úvěrová kvalita zakládající společnosti. SPV prakticky nemůže zbankrotovat (*bankruptcy remote*), a to ani v případě bankrotu mateřské společnosti či společnosti, která iniciovala její vznik.

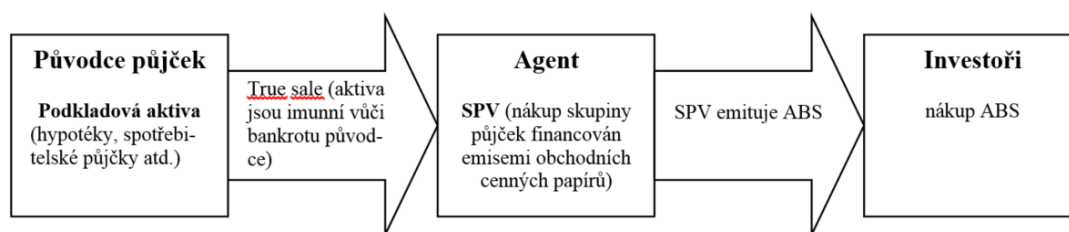
Účelem založení SPV tedy bývá hlavně oddělení určité operace (*ring fence*) od původní společnosti. Tím se tato společnost (většinou banka) chrání před reputačním rizikem, protože v případě jakýchkoli problémů či právních sporů banka klientovi tvrdí, že partnerem kontraktu je SPV a nikoli daná banka (Jílek 2006, s. 41).

I když sekuritizace jako taková bude popsána v dalších kapitolách, je vhodné v této podkapitole uvést alespoň stručně roli SPV v sekuritizačním procesu. Banka, finanční společnost či jiný původce úvěrů shromáždí své půjčky a alokuje je do určitých skupin neboli portfolií, které pak prodá SPV. SPV financuje nákup emisí dluhových cenných papírů krytých právě nakupovanými portfolii půjček. Jde tedy o proces, kdy se půjčky, které by se normálně vyskytovaly v rozvaze jejich původce, dostanou mimo rozvahu, jsou přeměněny v cenné papíry a mohou být SPV rozprodány investorům (Poschmann 2012, s. 16). Tomuto procesu odpovídá anglický termín *true sale*⁷.

Tyto aktivity se ukázaly být během finanční krize jako vysoce rizikové, neboť spojení mezi SPV a sponzorskou institucí bylo často velmi neprůhledné. Navíc docházelo ke zkreslení ve vnímání finanční kondice sponzorských institucí, kdy se SPV zdálo jako velmi kredibilní (většinou díky vysokému ratingu), přičemž zastřešující instituce, která měla SPV v krizové situaci podržet, na tom už byla finančně velmi špatně (Luttrell et al. 2012, s. 25).

⁶ Rekurz je právo kupujícího pohledávek obdržet platby od prodávajícího pohledávek v případě selhání dlužníka nebo právní neprosaditelnosti pohledávek.

⁷ True sale (opravdový prodej) je transakce, při níž se kupující (SPV) stává legálním vlastníkem podkladových aktiv a stejně tak na ní přechází veškeré úvěrové riziko s nimi spojené. Podkladová aktiva se dostávají mimo rozvahu původce. Transakce musí proběhnout v rámci zákona dané země.



Obr. 5: Role SPV v sekuritizačním procesu (vlastní tvorba)

4.4 Hedgeové fondy

V roce 1949 Alfred Winslow Jones, sociolog a vedoucí oddělení fundamentální a technické analýzy akciového trhu pro magazín Fortune, založil investiční fond, který sledoval následující tři cíle: (1) vždy zaujímat krátké pozice, (2) vždy využívat finanční páky a (3) neúčtovat si žádné pravidelné poplatky za správu, ale brát si místo toho motivující 20% podíl ze zisku fondu. Jones nazval své portfolio jako „zajištěné“, neboli anglicky „*hedged*“, protože na akciovém trhu vyvažoval svými krátkými pozicemi pozice dlouhé, takže celkově bylo portfolio odolné proti velkým tržním výkyvům. Takto se zrodil první hedgeový fond.

Dnešní hedgeové fondy jsou již mnohem rozmanitější a často se jejich vlastnosti razantně liší od původních třech. Typický současný hedgeový fond lze charakterizovat následovně:

- Spravuje agresivně řízené geograficky neomezené portfolio napříč všemi třídami aktiv za využití finanční páky a derivátů, přičemž vstupuje do dlouhých i krátkých pozic. Má také velmi málo investičních omezení.
- Cílem je dosažení vysokých výnosů, ať už v absolutním měřítku, nebo k předem vymezenému benchmarku.
- Je založen jako fond soukromého kapitálu (*private investment partnership*) a je přístupný limitovanému počtu investorů (mnohdy jen na pozvánku stávajícího klienta) s tím, že vstupní investice jsou velmi vysoké (minimální investice se může pohybovat dle konkrétního fondu od 200 000 dolarů až po několikamilionové částky).
- Skoro vždy vyžaduje od podílníků omezení možnosti vyzvednutí své investice aneb „uzamknutí“. Minimální doba investice se pak nazývá „*lockup period*“, kdy si investoři nemohou vybrat své prostředky, nebo mohou, ale jen za obrovských ztrát (poplatků). Investoři dále musejí informovat fond dlouho předem o tom, že si chtějí prostředky vyzvednout (typicky 30–90 dní).
- Je poměrně nákladný. Poplatek se většinou skládá ze správcovského poplatku (cca. 2 %) a z výše zmíněného podílu na zisku ve výši kolem 20 %.

Navzdory z výše uvedených charakteristik vyplývajícím nevýhodám jsou hedgeové fondy velmi populární, jelikož dosahují historicky vysokých výnosů, které navíc nejsou korelovány s výkonností tradičních investic (např. akciového trhu).

4.4.1 Role hedgeových fondů v systému stínového bankovníctví

Debata ohledně zařazení hedgeových fondů do subjektů stínového bankovníctví stále není u konce. Faktem však zůstává, že díky svému zapojení do sekuritizačních aktivit a repo obchodů významně napomohly k rozvoji a růstu stínového bankovního sektoru. Strategie úvěrových hedgeových fondů navíc zahrnovaly investice do strukturovaných cenných papírů na OTC trzích a využívání arbitráží na trzích s CDO při jejich příležitostném špatném ocenění (ECB, 2012, s. 17).

Nicméně objevují se i názory, které zamítají zařazení hedgeových fondů mezi instituce stínového bankovníctví. Argumenty jsou postaveny hlavně na tom, že hedgeové fondy jsou ve všech hlavních jurisdikcích (Evropa, USA, Asie) regulovány a že jednotlivé hedgeové fondy nedosahují dostatečné velikosti na to, aby jejich případné problémy představovaly systémové riziko (aneb žádné fondy nespádají do kategorie „*too big to fail*“). Systémové riziko celého sektoru hedgeových fondů je pak dle názoru AIMA (Asociace alternativního investičního managementu), sníženo tím, že jsou fondy velmi heterogenní s často naprosto protichůdnými investičními strategiemi.

5 Činnosti stínového bankovníctví

Následující podkapitoly se věnují činnostem stínového bankovníctví. Díky v podstatě celosvětovému rozsahu stínového bankovního systému je pro regulátory vhodnější soustředit se spíše na činnosti, než na subjekty, jelikož subjekty a případně jejich definice se liší mezi jednotlivými jurisdikcemi. Značná část kapitoly je věnována sekuritizaci jakožto činnosti, která dle mého názoru nese největší zásluhu na tom, že je stínové bankovníctví opravdu „stínové“.

5.1 Repo obchody

Poprvé byly repo obchody použity americkou centrální bankou FED ve 20. letech 20. století, načež začaly využívat tohoto nástroje i ostatní účastníci kapitálových trhů. K rapidnímu rozvoji repo trhu došlo v 70. a 80. letech částečně díky příchodu informačních technologií. Podle Jílka (1999, s. 15) jsou repo obchody *kolateralizované půjčky hotovosti, které využívají centrální banky k měnovým operacím, obchodní banky k řízení hotovosti, obchodníci s cennými papíry jako pákové nástroje (leverage tool) a podniky i jednotlivci jako investiční nástroje*.

Při repo obchodu jedna strana prodává cenné papíry (většinou státní dluhopisy, dále například podnikové dluhopisy a hypoteční cenné papíry) za spotovou cenu⁸ a zavazuje se je odkoupit zpět k budoucímu datu za cenu předem sjednanou. Jedná se tedy o kombinaci spotového prodeje cenného papíru a forwardového zpětného nákupu cenného papíru k určitému datu v budoucnosti (Jílek, 1999, s. 16). Jestliže by prodávající během této doby zkrachoval, kupující může prodat cenné papíry třetí straně a pokrýt tak svou ztrátu. Cenné papíry tudíž slouží jako kolaterál a snižují tak úvěrové riziko.

Repo obchody slouží primárně ke krátkodobému financování a jejich splatnost se tedy pohybuje od jednodenních (*overnight*) transakcí, přes týdenní, až po několikaměsíční kontrakty, přičemž v posledních letech roste podíl dlouhodobějších transakcí.

I když je výše uvedeno, že na počátku repo obchodu dojde k prodeji cenných papírů za spotovou cenu, prodejní cena se většinou liší o tzv. *haircut*⁹, který zohledňuje rizika spojená s kolaterálem. Haircut je vyjádřen procentuálním snížením tržní ceny kolaterálu (tzn. prodejní cena je nižší například o 2 % než cena tržní). Jedná se tedy o určitý druh diskontu.

⁸ Spotová cena je cena, za kterou lze daný cenný papír nebo komoditu koupit a prodat na spotovém trhu. Jedná se tedy o aktuální cenu na trhu.

⁹ *Haircut* je procentní část, o kterou se snižuje tržní hodnota aktiva, které je používáno v některých operacích na finančních trzích (např. jako kolaterál v repo operacích či pro výpočet požadavků na marži). Účelem je chránit stranu, která tato aktiva jako záruku přijímá, před částí rizika spojeného s přijetím takové záruky.

Ačkoli cenné papíry jsou na počátku obchodu prodány, závazek prodávajícího koupit je zpět v budoucnosti znamená, že kupující může s těmito aktivy nakládat pouze po omezenou dobu a stejně tak že prodávající může s hotovostí operovat jen po daný čas. I když jsou tedy repo obchody z právního hlediska opravdu prodejem a následným zpětným nákupem, ekonomicky vzato se jedná o kolateralizovanou půjčku nebo zajištěný vklad. Primární účel repo operací je tedy půjčování hotovosti a zajištění krátkodobé likvidity. Z toho vyplývá i délka takovýchto kontraktů, která se pohybuje většinou v řádu dnů až několika týdnů. V posledních letech ovšem narůstá podíl dlouhodobějších (několikaměsíčních) obchodů (ICMA, ©2015).

Rozdíl mezi cenou zaplacenou na počátku obchodu a cenou při zpětném odkupu je v podstatě výnos z vypůjčené hotovosti. Tento výnos je při sjednání transakce většinou udáván v procentech per annum a je nazýván repo sazbou.

Jelikož jsou cenné papíry využívány při repo operacích velmi likvidní, kupující může sám sebe refinancovat prodejem těchto vypůjčených cenných papírů nebo skrze další repo transakci, kde vystupuje jako prodávající. Musí však mít samozřejmě cenné papíry v době vypořádání původní repo transakce opět k dispozici. Jelikož může tedy kupující dále nakládat s vypůjčenými cennými papíry, snižuje se úvěrové riziko a riziko likvidity. Z tohoto důvodu by měly být repo sazby nižší než nezajištěné půjčky na peněžních trzích.



Obr. 6: Příklad týdenního repo obchodu, kde dochází 1. listopadu 2012 k prodeji německých vládních dluhopisů za 10 157 671 EUR s následným forwardovým kontraktem k 8. listopadu 2012 na zpětný odkup dluhopisů za 10 161 819 EUR. (ICMA, ©2015)

5.1.1 Typy repo obchodů

ICMA (©2015) rozděluje repo obchody na dva základní typy podle použitého kolaterálu. Prvním typem jsou repo obchody využívající obecného kolaterálu (*general collateral repo*, dále jen GC repo), které jsou hojně využívány institucemi na repo trzích pro obecně vysokou kvalitu a likviditu kolaterálu. Kolaterál představují vět-

šinou vládní dluhopisy vysoce důvěryhodných zemí a jiné dluhové cenné papíry s vysokým ratingem. Díky svému charakteru jsou takové cenné papíry mezi sebou snadno zastupitelné, jejich jednotlivé repo sazby jsou velmi podobné a jsou určovány čistě nabídkou a poptávkou po peněžních prostředcích, ne poptávkou po určitém cenném papíru. Z toho vyplývá i vysoká korelace GC repo sazeb se sazbami peněžních trhů (LIBOR, EURIBOR aj.).

Druhým typem repo obchodu jsou speciální repo obchody (*special repo*). U takovýchto obchodů je repo sazba tažena poptávkou po konkrétních CP. Díky tomu jsou u speciálních repo obchodů nižší repo sazby než u transakcí využívajících obecného kolaterálu (v některých případech vysoké poptávky po CP může dojít i k nulové či negativní repo sazbě). Speciální repo obchody jsou díky svému charakteru využívány například při short-sellingových strategiích (ECB, 2012, s. 17).

Někdy se mezi repo obchody zařazuje i transakce, která je svým charakterem velmi podobná speciálním repo obchodům. Jedná se o **půjčování cenných papírů** (*securities lending*), přičemž jako u speciálních repo obchodů, účelem těchto transakcí není vykrytí krátkodobé likvidity, ale půjčení si konkrétních CP. Zatímco repo obchody většinou využívají dluhopisy a jiné pevně úročené nástroje, důležitým segmentem půjčování cenných papírů jsou i akcie. Půjčovatel půjčuje CP za poplatek, ale jelikož si přeje být zajištěn pro případ selhání vypůjčovatele, přebírá od vypůjčovatele kolaterál také ve formě CP. Výměna je tedy půjčkou speciálních cenných papírů proti půjčce obecného kolaterálu s tím, že půjčovatel speciálních CP obdrží poplatek (Jílek, 1999, s. 121).

5.1.2 Repo obchody v kontextu stínového bankovníctví

V kontextu stínového bankovníctví a systémové stability jsou důležité GC repo obchody, jelikož představují zdroj financování a likvidity. Jejich systémová role ještě vzrostla po finanční krizi 2008, kdy se na peněžních trzích zvýšil zájem o zajištěné financování na úkor nezajištěného (ECB, 2012, s. 17). Finanční krize také způsobila odklon od využívání strukturovaných produktů jako kolaterálu díky poklesu jejich důvěryhodnosti a střízlivějšímu přístupu k oceňování rizika, které takovéto produkty představují.

FSB (2012a, s. 8) uvádí, že financování skrze repo trhy zahrnující kolaterál v podobě sekuritizovaných aktiv vytváří pákový efekt a umožňuje transformaci splatnosti a likvidity. Repo obchody dovolují bankám, brokerům, obchodníkům s cennými papíry, penzijním fondům a jednotkám pro speciální účel vytvářet krátkodobé kolateralizované závazky. Riziko transformace splatnosti vychází z toho, že repo transakce jsou svým charakterem krátkodobé, ale bývají zajištěny aktivy s dlouhou dobou splatnosti. K transformaci likvidity pak dochází podle typu podkladového aktiva využitého jako kolaterál.

Jako další problém vidí FSB swapy kolaterálu, které zahrnují půjčování vysoce kvalitních cenných papírů (například vládních dluhopisů) proti kolaterálu méně kvalitních aktiv (například ABS), často s delší dobou splatnosti a vyšším haircutem.

Banky pak využívají vypůjčená aktiva k repo financování, které dále prodlouží řetězec transakcí, nebo ke splnění regulačních požadavků na likviditu.

Obava regulačních orgánů vyplývá i z nadměrného pákového efektu, kterého lze skrze repo transakce dosáhnout. Teoreticky lze totiž „repoovat“ do nekonečna. Z prostředků získaných prodejem cenných papírů v repo transakci nakoupíme v jiné transakci další CP, které vypůjčíme v nové repo transakci, ze které budeme mít další zdroje financování, za které můžeme nakoupit další aktiva. Dle Comotta (2012, s. 3) si ale v praxi firmy nejsou ochotny půjčovat do nekonečna, a to ani při zajištění tím nejbezpečnějším kolaterálem. Všichni vypůjčovatelé jsou velmi citliví k nadměrné úrovni půjčování vzhledem k riziku protistrany. Comotto tvrdí, že hlavním úvěrovým rizikem při repo financování není riziko daného kolaterálu, ale riziko nedostání svým závazkům protistranou.

Z pohledu finanční stability řadí FSB (2012a, s. 14) mezi problémy repo obchodů a půjčování cenných papírů nedostatečnou transparentnost, prohlubování procykličnosti spolu se vznikem nadměrného pákového efektu celého systému a výprodeje aktiv sloužících jako kolaterál pro repo obchody. Vznik nadměrného pákového efektu byl popsán v odstavci výše. Procykličnost vyplývá dle ICMA (©2015) ze spirály ocenění podkladových aktiv řízené změnami ve výši haircutu. V recesi či finanční krizi dochází ke zvyšování haircutů v reakci na snížení důvěry na trzích. Následuje snížení likvidity účastníků trhu, kteří prodávají svá aktiva. Výprodeje cenných papírů snižují hodnotu kolaterálu a zvyšují jeho riziko, což způsobuje další nárůst haircutů. Při dobré náladě na trzích pak dochází k přesnému opaku, důvěra se zvyšuje, ceny aktiv rostou a haircuty se snižují, což podporuje další transakce.

Nedostatečná průhlednost celého systému je způsobena dlouhými úvěrovými řetězci, komplexností celého systému a bilaterální povahou obchodů (FSB, 2012a, s. 14). Další problémy s průhledností repo obchodů někdy vznikají z důvodu špatného zaúčtování. V některých účetních standardech je těžké v rozvaze rozeznat, která aktiva prodejce byla prodána a slouží tak jako kolaterál, tento problém ale lze vyřešit využitím IFRS, která problém řeší zvláštní kategorií pro kolaterál (Comotto, 2012, s. 4).

5.2 Sekuritizace

Než bude v další kapitole představen proces zprostředkování úvěru, musí být představeny základní aspekty sekuritizace. Znalosti základních charakteristik sekuritizačních struktur jsou nezbytné pro správné pochopení poměrně komplexního procesu zprostředkování úvěru ve stínovém sektoru. Této podkapitole je věnována značná část práce, protože stínové bankovníctví jako takové dle všech dostupných poznatků stojí právě na sekuritizačních aktivitách a ty jsou tak pro jeho fungování naprosto klíčové.

Sekuritizace jako finanční produkt vznikla v 70. letech 20. století v USA, kde byla hojně využívána zejména u hypotečních úvěrů. Do Evropy pronikla až během

90. let s tím, že začátkem první dekády 21. století došlo zejména na vyspělých trzích k boomu, který zastavila až finanční krize v roce 2008.

5.2.1 Základní mechanika sekuritizace – struktura transakcí a účastníci

Tradiční sekuritizace popisuje ECB (2008, s. 82) jako pooling finančních aktiv (např. rezidenčních hypotečních úvěrů, nezajištěných úvěrů fyzickým osobám, úvěrů malým a středním podnikům, pohledávek z kreditních karet) a jejich následný prodej jednotce pro speciální účel (SPV). Tento odkup musí proběhnout jako *true sale* (viz poznámka po čarou v kapitole 4.3), aby skutečně došlo k oddělení podkladových aktiv od jejich původce. SPV pak emituje pevně úročené zajištěné cenné papíry (ABS). Ty jsou dle kvality rozděleny do jednotlivých tranší (tranšování se věnuje následující podkapitola), které následně ohodnotí ratingové agentury. Po zhodnocení jsou emitované ABS nakoupeny investory. Platby plynoucí z držby těchto dluhových cenných papírů jsou odvozeny z portfolia podkladových aktiv (tzv. referenční portfolio). Hotovost obdržená od investorů je následně přeposlána původci půjček (bance či jiné finanční instituci, která půjčku poskytla). SPV dále ustanoví obsluhovatele (*servicer*), který shromažďuje úroky a platby z podkladových aktiv a přeposílá je investorům. Jedná se o administrativní funkci, kterou v Evropě obvykle zastává sám původce podkladových půjček.

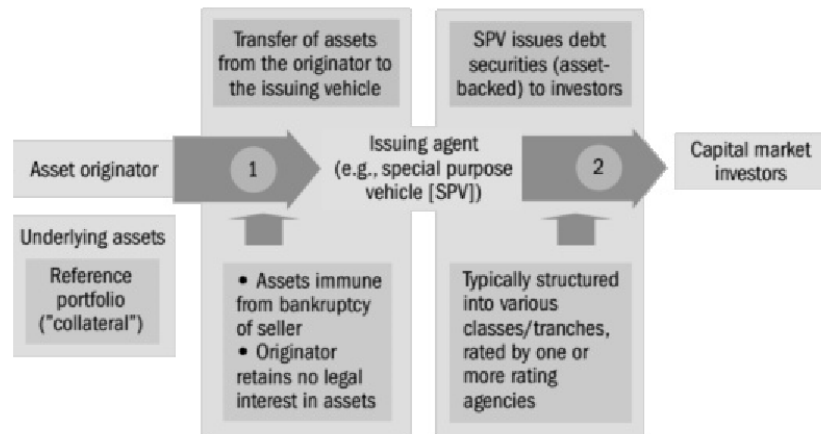
Dalšími subjekty jsou swapová protistrana (*swap counterparty*), která je zapojena kvůli zajištění úrokové míry a měnového rizika poolu aktiv a správce (*trustee*), který dohlíží na to, aby byly peníze převedeny od servicera k SPV a aby byli investoři vyplaceni dle dohodnutých podmínek přednostního práva.

Jako velmi vhodná se jeví Jílkova (2000, s. 506) definice sekuritizace, který princip popisuje následovně:

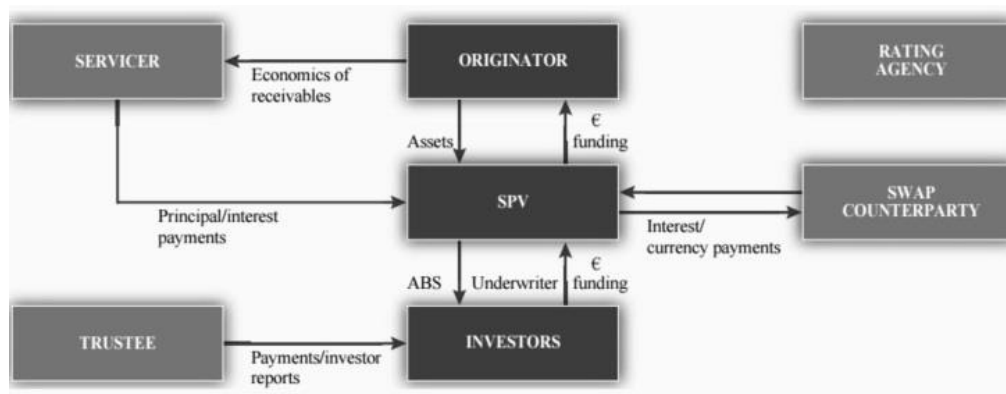
„Sekuritizace znamená převzetí relativně nelikvidních aktiv, které vytvořila finanční instituce, a jejich přeměnu na cenné papíry, jež je možné na kapitálovém trhu prodat investorům.“

Z výše uvedených odstavců vyplývá další základní charakteristika sekuritizace, což je oddělení úvěrového rizika podkladových aktiv od úvěrového rizika jejich původce, k čemuž dochází jejich prodejem jednotce pro speciální účel. Investoři jsou tak chráněni před úvěrovým rizikem původce půjček, jelikož v případě jeho defaultu nejsou podkladová aktiva (tedy půjčky samotné) ohroženy a obsluhovatel dále shromažďuje a vyplácí peněžní prostředky investorům. Na druhou stranu na ně ale přecházejí rizika plynoucí z podkladových aktiv samotných (ECB, 2008, s. 82).

Dalším charakteristickým znakem sekuritizace je úvěrové posílení (*credit enhancement*). To napomáhá snížit úvěrové riziko ABS nakupovaných investory, jelikož ti většinou nejsou ochotni podstoupit veškerá rizika poolu úvěrů. Úvěrové posílení má různé formy a většinou je stanoveno jako několikanásobek historické míry selhání podkladových aktiv (Jílek, 2000, s. 513). Úvěrovému posílení se podrobněji věnuje kapitola 5.2.3.



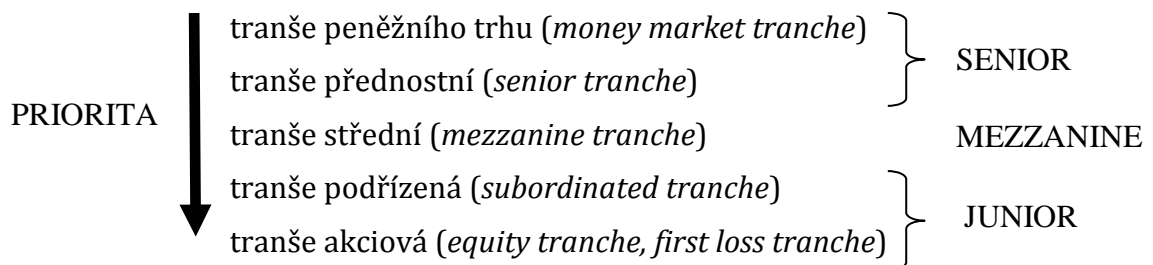
Obr. 7: Základní schéma procesu sekuritizace (Jobst, 2008, s. 48)



Obr. 8: Tvorba ABS – účastníci a jejich funkce v procesu (ECB, 2008, s. 82)

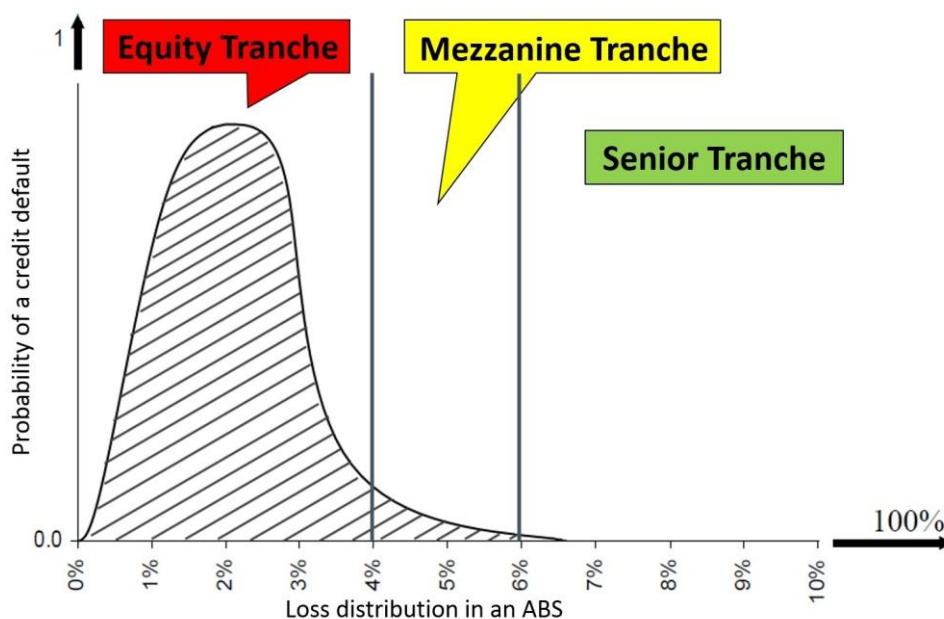
5.2.2 Tranšování

Při emisi ABS dochází k rozdělení priorit cenných papírů, kdy se peněžní toky z podkladových aktiv dělí do několika tříd. Každá třída se nazývá tranší a liší se svým rizikem, výnosem, ratingem a dalšími charakteristikami. Při tranšování dochází k rozdělení většinou do dvou až pěti tříd, které jsou si navzájem podřízeny. Jílek (2006, s. 40) dělí tranše následovně:

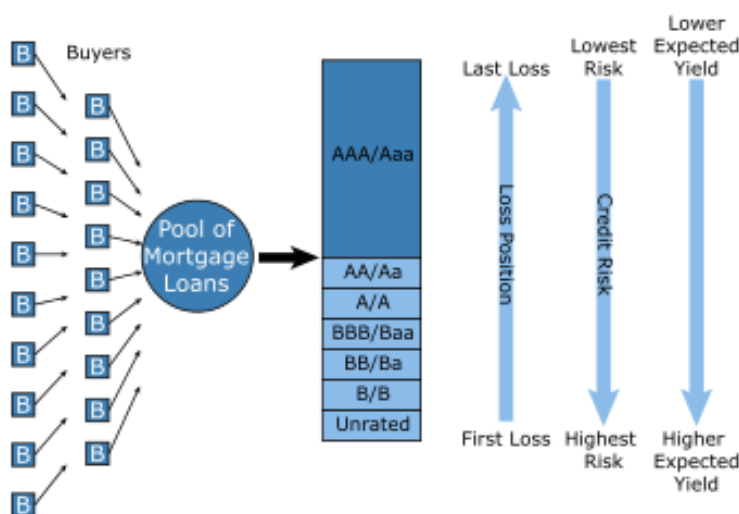


První tři tranše zauímají největší objem sekuritizovaných aktiv s podílem 80 až 85 %. Podřízená tranše dosahuje většinou 10 až 15 % a akciová tranše 1 až 10 %. Nejvyšší postavení mají senior tranše, které obvykle vyplácejí pevné či proměnné úrokové platby. Na opačné straně stojí akciové tranše, které jako první nesou případnou ztrátu při snížení peněžních toků plynoucích z podkladového portfolia. Toto schéma, kdy čím seniornější je tranše, tím vyšší je právo na peněžní toky z podkladových aktiv, se nazývá *waterfall scheme*. Nejrizikovější tranše jsou tedy tranše akciové, které mají ale na druhou stranu potenciál nejvyššího výnosu (Jílek, 2006, s. 40).

Jednotlivé tranše získávají rating. Rating se odvíjí od jejich charakteru, kreditního rizika a úvěrového posílení. Akciové tranše neobsahují žádné úvěrové posílení, dosahují většinou velmi špatného ratingu, nebo se vůbec neohodnocují. Prodávají se tak velmi těžko. Často si je nechá sám původce půjček, čímž dává najevo svou důvěru v podkladová aktiva a poskytuje tak částečné úvěrové posílení, jelikož první ztráty by zasáhly jeho. Senior tranše dosahují nejvyšších hodnocení AAA, mezzanine tranše pak stupně okolo BBB. I když počet tranší není omezen, není účelem vytvořit co nejvíce tranší, ale tranše takové, které se budou dobře prodávat a svou charakteristikou budou odpovídat potřebným ratingům a poptávce ze strany investorů.



Obr. 9: Typické pravděpodobnostní rozdělení vzniku ztráty u jednotlivých tranší ABS. Osa y představuje pravděpodobnost ztrát a osa x velikost možné ztráty v %. Akciové tranše mají největší pravděpodobnost vzniku ztráty, pravděpodobnost ztrát u senior tranší se naopak blíží nule. V našem případě se předpokládá ztráta kolem 2 % (nejvyšší bod pravděpodobnostního rozdělení). Cenné papíry jsou rozděleny pro zjednodušení do třech tranší. Akciová tranše nese ztráty do výše 4 %, mezzaninová tranše bude zasažena při ztrátě od 4 do 6 % a ztráty nad 6 % dolehnou i na senior tranši. (SAFE, ©2014)



Obr. 10: Rozdílné riziko a výnosnost jednotlivých tranší, čím lepší rating, tím nižší riziko a nižší výnosnost. Případné ztráty dopadají nejdříve na tranše bez hodnocení. (Wikipedia, ©2015, upraveno)

Class of Notes	Principal Amount/Initial Issued Amount as of Issue Date	Percentage of all Securities	Ratings (Moody's/S&P)	Weighted Average Life (1)	Stated Maturity
A-1	U.S.\$800,000,000	80.0%	"Aaa"/ "AAA"	6.2 years	July 2041
A-2	U.S.\$112,000,000	11.2%	"Aaa"/ "AAA"	6.7 years	July 2041
B	U.S.\$35,000,000	3.5%	"Aa2"/ "AA"	6.7 years	July 2041
C	U.S.\$26,000,000	2.6%	"A3"/ "A-"	6.7 years	July 2041
D	U.S.\$13,000,000	1.3%	"Baa2"/ "BBB"	6.7 years	July 2041
Income Notes	U.S.\$14,000,000	1.4%	Not applicable	Not applicable	July 2041

Obr. 11: Vzorová emise různých tranší cenných papírů společností Ambassador Structured Finance CDO, LTD. Emise je rozdělena do šesti tranší, přičemž dvě nejvyšší tranše dosahují ratingu AAA a zaujmají přes 90 % emise. Akciová tranše zde nese název Income Notes, nemá rating a zaujímá 1,4 % objemu emise. (Irish Stock Exchange, ©2006)

5.2.3 Úvěrové posílení a další vlastnosti sekuritizovaných aktiv

Vlastností skoro veškerých ABS je úvěrové posílení. Jedná se o zvýšení úvěrové kvality zajištěných cenných papírů a tím zvýšení jejich atraktivity pro investory (ESF, 1999, s. 4). Úvěrové posílení zvyšuje pravděpodobnost, že investoři dosáhnou na peněžní toky z držby ABS, na které mají právo. Většina ABS by byla bez úvěrového posílení neprodejná, jelikož rating jednotlivých emisí závisí do značné míry právě na množství a výši úvěrového posílení. Samozřejmě platí, že s úvěrovým posílením jsou spojeny určité náklady, takže čím vyšší je úvěrové posílení, tím nižší je výnos pro investory. Zlatý investiční trojúhelník je stále platný. Jílek (2000, s. 513) i ESF (1999, s. 4) rozdělují formy úvěrového posílení na vnější a vnitřní.

Mezi vnější formy úvěrového posílení se řadí pojištění třetí stranou (*third-party guarantess*), což může být například slib pojišťovny či zajišťovny, že případné ztráty odškodní do určité maximální výše nebo že odkoupí nesplacené pohledávky z nekvalitních půjček. Obdobně funguje i neodvolatelná bankovní záruka

(*letter of credit*), která je poskytována většinou bankou, jež za poskytnutí zajištění inkasuje poplatek. Ratingové hodnocení ABS pak často přebírá ratingové hodnocení subjektu, který je zajišťuje. Dalšími typy vnějšího úvěrového posílení jsou např. *Surety Bonds*, *Cash Collateral Account* a *Collateral Invested Account* (ESF, 1999, s. 5).

Mezi vnitřní formy úvěrového posílení řadí Jílek (1999, s. 514) starší podřízené dluhy (*subordination*), které jsou zároveň také nejpobulárnější. Jedná se v podstatě o již zmiňovanou strukturu tranšování *waterfall scheme*, kdy se emituje více tříd cenných papírů, přičemž jsou ztrátami nejdříve zasaženy junior tranše (podřízené tranše a tranše akciové) a až následně senior tranše. Dalším typem vnitřního úvěrového posílení je překolaterizace (*overcollateralization*). Jak už z názvu vyplývá, hodnota kolaterálu (poolu aktiv, půjček) je v tomto případě vyšší než hodnota emitovaných cenných papírů. Rozdíl mezi hodnotou podkladových aktiv a hodnotu emitovaných ABS pak představuje bezpečnostní polštář na pokrytí případných ztrát. K dalším vnitřním úvěrovým posílením patří např. *excess spread*, *yield spread*, účet hotovostního kolaterálu a různé rezervní fondy.

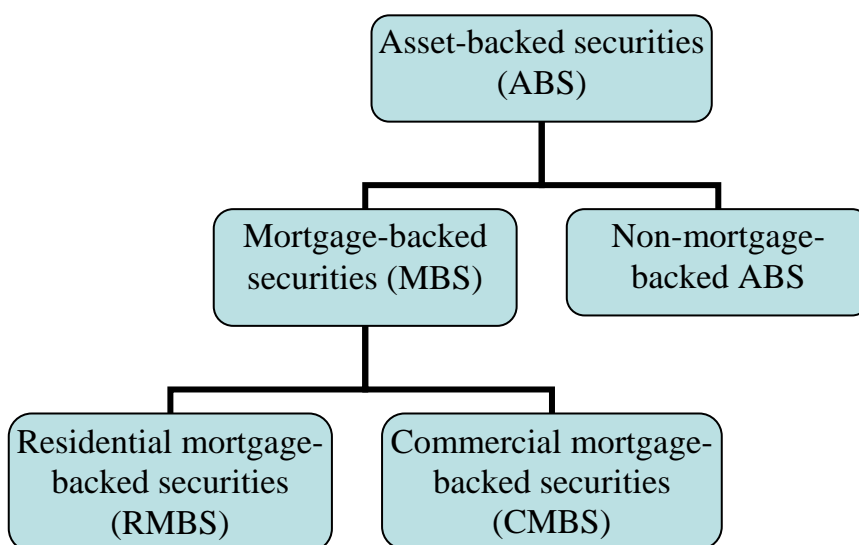
Je důležité si uvědomit, že úvěrová posílení se v naprosté většině případů navzájem různě kombinují a pokrývají tak případné ztráty z celkového portfolia několikanásobně. Z toho ovšem vyplývá, že poskytovatel úvěrového posílení je z pohledu rizika ve stejné pozici, jako kdyby vlastnil všechna aktiva. Při více úvěrových posilovatelích dochází často opět k určité podřízenosti, kdy ztráty na jednotlivé poskytovatele posílení doléhají v určitém pořadí. Toto je pak důležité při dohledu nad kapitálovou přiměřeností jednotlivých úvěrových posilovatelů (Jílek, 2000, s. 514).

Následující tabulka udává přehled požadovaných a naopak nežádoucích vlastností sekuritizovaných aktiv.

FAKTORY USNADŇUJÍCÍ SEKURITIZACI	FAKTORY BRÁNÍCÍ SEKURITIZACI
úvěrové posílení	malý počet aktiv v poolu
předpověditelné peněžní toky	nedostatek standardní dokumentace aktiv
historie stálého nízkého selhání a nízké úrovně ztrát	malá frekvence plateb
demografická a geografická různorodost aktiv	možnost dlužníků modifikovat platební podmínky
vysoká likvidační hodnota	nedostatek historických údajů o selhání a ztrátách
	nezkušený a podkapitalizovaný držitel aktiv

Tab. 2: Přehled požadovaných a nežádoucích vlastností sekuritizovaných aktiv (vlastní tvorba).

5.2.4 Základní typy sekuritizovaných cenných papírů



Obr. 12: Rozdělení zajištěných cenných papírů dle hypotečního či nehypotečního charakteru podkladových aktiv (vlastní tvorba)

Existuje mnoho různých členění sekuritizovaných cenných papírů. Členění vychází většinou z podkladových aktiv, kterými jsou cenné papíry kryty. ESF (1999, s. 7) rozlišuje CP podložené hypotečními půjčkami (*mortgage-backed securities*, MBS), CP podložené jinými aktivy (*non-mortgage ABS*) a ostatní cenné papíry, kde může docházet k různým kombinacím.

MBS můžou být dále rozděleny podle toho, jestli byly podkladové hypotéky poskytnuty na koupi rezidenčních staveb (*residential-mortgage-backed securities*, RMBS), nebo jestli peněžní toky plynou z hypoték komerčních (*commercial-mortgage-backed securities*, CMBS). Existuje i další dělení MBS dle způsobu rozdělování peněžních toků a dle poměru distribuce jistiny a úroků (*pass-through* a *strip-ped mortgage-backed securities*).

V reakci na odstranění rizika předčasného splacení MBS vznikly v roce 1983 tzv. kolateralizované hypoteční závazky (*collateralised mortgage obligations*, CMO), jinak nazývány *real-estate mortgage investment conduits* (REMICS), přičemž každá emise CMO obsahuje sérii obligací s rozdílnou dobou splatnosti (Jílek, 2006, s. 50).

Rozdíl mezi běžnými MBS a CMO je v tom, že CMO jsou strukturovány podle řady pravidel, aby lépe vyhovovaly požadavkům investorů. Můžou například zahrnovat pravidla pro alokaci předčasných splátek na jednotlivé tranše. Investoři očekávající růst předčasných splátek mohou pak nakupovat pouze jistinné tranše (*principal only*), kdežto investoři spekulující na pokles předčasného splacení mohou preferovat úrokové tranše (*interest only*). Mezi další druhy CMO patří napří-

klad PACs, TACs, IOettes, VADMs a Z-bonds, přičemž obvykle platí, že čím „divočejší“ je název dané tranše, tím je tranše rizikovější (Jílek, 2006, s. 50).

Cenné papíry zajištěné jinými aktivy, než jsou hypoteční úvěry, mohou být podloženy například pohledávkami z kreditních karet, z leasingových obchodů, z půjček na automobil, ze spotřebitelských úvěrů a z jiných nehypotečních úvěrů. ESF (1999, s. 8.) dále tyto cenné papíry dělí na umořované a neumořované, přičemž u umořovaných dochází ke splátkám jistiny i úroku a jistina je tak časem splacena, kdežto neumořované obsahují většinou jen platby úroků a využívají revolvingových struktur (jedná se například podkladová aktiva v podobě revolvingových účtů napojených na kreditní karty).

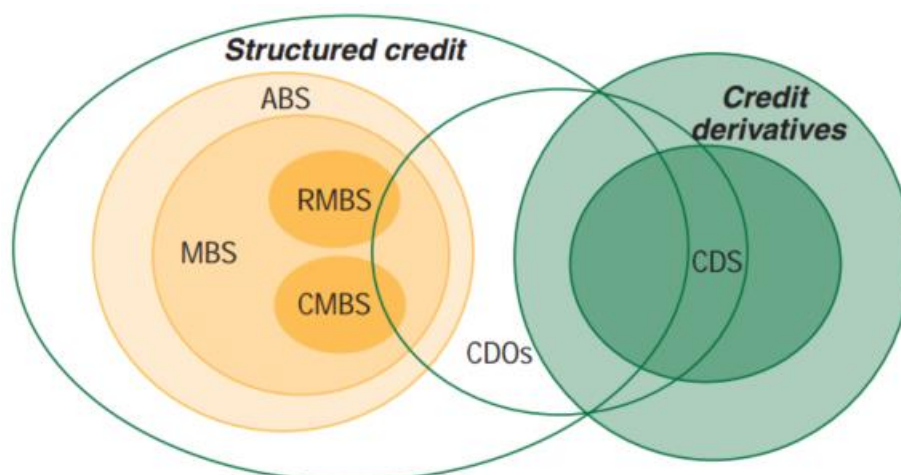
Další důležité sekuritizované cenné papíry jsou zajištěné dluhové obligace (*collateralized debt obligation*, CDO), které umožňují finančním zprostředkovatelům přenášet velmi vysoké úvěrové riziko na investory (většinou s využitím vysokého pákového efektu). Stejně jako ostatní zajištěné cenné papíry přeměňují ne likvidní či příliš komplexní finanční aktiva, o které by normálně investoři neměli zájem, na likvidní strukturované cenné papíry s různými vlastnostmi dle požadavků investorů. Od ostatních ABS se liší velkou různorodostí podkladových aktiv a tím pádem širokou diversifikací. CDO mohou být podloženy všemi výše uvedenými druhy půjček, přičemž se ale může stát podkladovým aktivem i jiný zajištěný cenný papír (např. MBS), ale i jiné CDO (vznik CDO²). Na rozdíl od tradiční sekuritizace, počet podkladových aktiv CDO bývá spíše nižší, zato jsou ale aktiva velmi heterogenní s velmi vysokou rizikovou expozicí vůči jednotlivým původcům aktiv.

Technikou sekuritizace bývá u CDO nejen *true sale*, ale banky při strukturování CDO využívají i kreditních derivátů (např. kreditních swapů úvěrového selhání) k „odtržení“ úvěrového rizika od poolu aktiv. Jedná se o tzv. syntetickou sekuritizaci¹⁰. Následující tabulka obsahuje nejběžnější typy CDO.

TYP CDO	PODKLADOVÉ AKTIVUM
Collateralized Loan Obligation (CLO)	bankovní úvěry
Strucutred Finance CDO (SFCDO)	strukturované produkty
Collateralized Bond Obligations (CBO)	dluhopisy
Collateralized Synthetic Obligations (CSO)	úvěrové deriváty

Tab. 3: Nejběžnější typy zajištěných dluhových obligací

¹⁰ Syntetická sekuritizace se od běžné odlišuje tím, že nedochází k převodu aktiv od původního držitele na správce, ale pouze k převodu úvěrového rizika pomocí úvěrových derivátů. Například při využití swapů úvěrových selhání za přenos rizika původní držitel aktiv platí správci určitý poplatek. Poté investoři nakupují úvěrové dluhopisy jedné či více tranší s tím, že správce za výnos z jejich prodeje nakoupí státní dluhopisy (Jílek, 2000, s. 515).

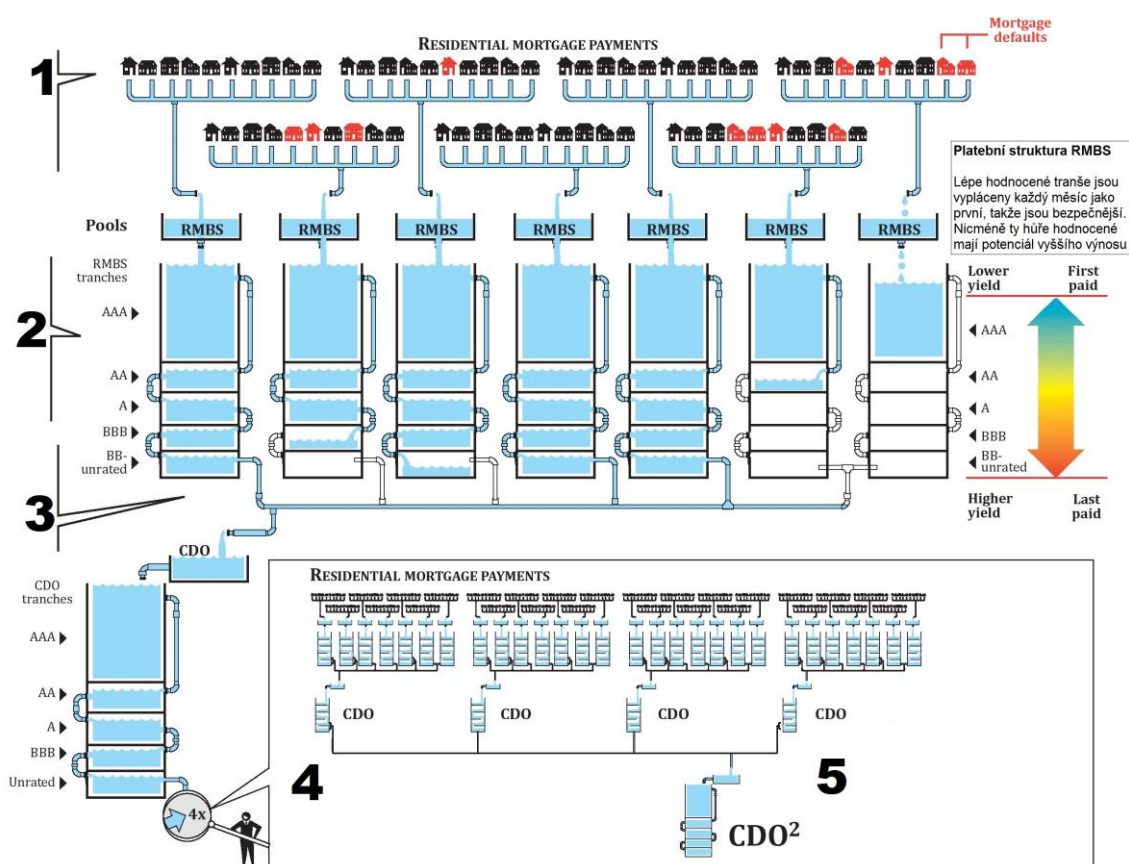


Obr. 13: Postavení CDO jako strukturovaného finančního produktu využívajícího swapy úvěrového selhání (MMF, 2008)

Sekuritizační schéma MMF

Schéma na následující straně bylo uvedeno Mezinárodním měnovým fondem v roce 2008 jako součást zprávy o globální finanční stabilitě. Schéma podle mého názoru jednoduše, ale zároveň velmi efektivně vystihuje podstatu sekuritizace hypotečních úvěrů, která částečně způsobila vznik globální finanční krize v roce 2008.

Ve finančním systému jsou aktiva s hodnocením AAA nejcennější, jelikož jsou pro investory nejbezpečnější a zároveň nejlikvidnější. Finanční instituce při vytváření cenných papírů zajištěných hypotékami (MBS) s hodnocením AAA „zabalovaly“ (*packaging*) svá portfolia nekvalitních *subprime* hypoték a využívaly je tak jako podkladová aktiva. Systém fungoval do té doby, než se dostala příliš velká část plátců takovýchto hypoték po celých Spojených státech do platební neschopnosti. Když majitelé nemovitostí po celé zemi neměli na zaplacení splátek hypoték, nebylo dostatek peněz na výplatu všech cenných papírů zajištěných právě těmito hypotékami.



Obr. 14: Sekuritizační schéma tvorby CDO z nekvalitních *subprime* hypoték (IMF, 2008, upraveno)

- 1** V celých Spojených státech jsou vydávány hypotéky. Finanční instituce seskupují stovky *subprime* hypoték do MBS.
- 2** MBS jsou rozříděny do tranší podle stupně rizika a výnosového potenciálu. Dokud je každý schopen splácet svoji hypotéku v plné výši každý měsíc, peněžní toky plynou k držitelům každé z tranší v plné výši.
- 3** Splátky hypoték jsou vybírány finančními institucemi a platby rozdělovány držitelům MBS. Senior tranše jsou propláceny prioritně. Pokud finanční instituce některé splátky od dlužníků nedostanou, nejdříve se zastaví peněžní toky plynoucí k držitelům junior tranší.
- 4** Zajištěné dluhové obligace (CDO) byly vytvořeny tak, že se „zabalily“ (*packaging*) junior tranše MBS. Výsledný „balík“ cenných papírů se opět rozdělil do tranší, z nichž nejvýše postavené tranše dosáhly opět na vysoký rating AAA, i když byly postaveny na velmi nekvalitních podkladových aktivech.
- 5** V extrémním případě se mohou junior tranše CDO opět „zabalit“ (*repackaging*) do dalších CDO s různými tranšemi, čímž vzniknou velmi rizikové CDO². Proces může pokračovat teoreticky do nekonečna.

5.2.5 Rizika sekuritizovaných cenných papírů

Tato podkapitola se věnuje jednotlivým typům rizik spojených s nákupem a držbou ABS, přičemž popis vychází z poznatků ESF (1999, s. 13).

Riziko předčasného splacení

Investoři do ABS se typicky zajímají o pravděpodobnost a rozsah předčasného splacení podkladových aktiv jejich zajištěných cenných papírů. Riziko předčasného splacení představuje riziko obdržení celé jistiny z podkladových půjček před jejich splatností (v případě umořovaných aktiv), respektive jednoduše dříve, než je očekáváno (u neumořovaných aktiv). Například u hypotečních úvěrů je zvýšení předčasných splátek spojeno s poklesem úrokových měr v ekonomice. Investorům je pak vyplácena vyšší část jistiny, než očekávali a ta musí být někde reinvestována. Úrokové sazby jsou ale níže, než při počátku investice do ABS, takže už nemusejí najít stejně výnosné aktivum, což má za následek celkovou výnosnost nižší, než očekávali. Znalost pravděpodobnosti předčasných splátek je tudíž kritická. Tento aspekt rizika předčasných splátek je někdy nazýván jako reinvestiční riziko.

Riziko úrokových měr

Stejně jako u ostatních pevně úročených cenných papírů jsou ceny ABS ovlivňovány výší úrokových sazeb v ekonomice. Při poklesu úrokových sazeb dochází k nárůstu jejich ceny a naopak při zvyšování sazeb jejich ceny klesají. ABS s pohyblivým úrokem samozřejmě nejsou tímto faktorem zdaleka tolik ovlivněny. Riziko úrokových měr velmi souvisí i s rizikem předčasné splatnosti, jak bylo popsáno výše.

Riziko předčasného umoření

Toto riziko se týká ABS s revolvingovou strukturou (např. u revolvingovým účtů spojených s kreditní kartou) a je spojeno s nastáním události zvané *early-amortization event* (*payout event*, *early call*). Tato situace nastává například při poklesu platební morálky nebo při zvýšení míry špatných půjček a defaultů u podkladových aktiv. Dalším důvodem může být pokles výše úvěrového posílení pod určitou hranici nebo bankrot jeho poskytovatele. Když dojde k *early-amortization event*, přestávají platit revolvingová období, splátkový kalendář a jiná omezení a pravidla dohodnutá při sjednávání ABS, načež veškeré splátky jistin a úroků jsou na většinou měsíční bázi zasílány investorům. Důležitým prvkem je také to, že jakmile dojde ke spuštění *early-amortization event*, nelze tento krok vzít zpět, ani nijak zastavit. I když je předčasné umoření uváděno mezi riziky z obdobných důvodů jako riziko předčasných splátek, jedná se v podstatě o urychlení plateb a tím pádem o určitý druh ochrany investorů před nepříznivým vývojem podkladových aktiv jejich investice. Z tohoto důvodu je takovýto druh ochrany přímo vyžadován ratingovými agenturami, pokud chce emitent daných ABS dosáhnout na dobré hodnocení.

Riziko defaultu

Riziko defaultu představuje riziko, že podkladové půjčky nebudou splaceny, neboli že dojde k defaultu půjčovatele. Tím pádem nebudou investorovi placeny ani úrokové splátky, ani splátky jistiny. Jak je popsáno v kapitole 5.2.2, kvalita ABS je určována jednotlivými tranšemi a jejich ratingem. U junior tranší je samozřejmě mnohem větší poměr nesplácených úvěrů než u senior tranší. Investor se pak sám musí rozhodnout, jestli mu případné vyšší výnosy níže postavených tranší stojí za jejich vyšší rizikovost

Riziko likvidity

Riziko likvidity popisuje jako u jiných cenných papírů možnost s daným ABS obchodovat a prodat ho v jakékoli době za cenu blížící se jeho vnitřní hodnotě (tedy bez větších ztrát). Likvidita jednotlivých ABS je řízena mnoha různými faktory, které zahrnují například vztah poptávky a nabídky po daném ABS, výši úrokových sazeb a velikost celkového trhu s daným ABS. Jedním z měřítek likvidity je spread mezi poptávanou a nabízenou cenou (*bid-ask spread*), přičemž čím vyšší je spread, tím nižší je likvidita daného ABS. Pro investory se záměrem držet daný cenný papír až do splatnosti není samozřejmě riziko likvidity příliš důležité.

5.2.6 Účel sekuritizace a její benefity

Z pohledu emitenta ABS

Sekuritizace umožňuje emitentovi transformovat relativně nelikvidní jednotlivá finanční aktiva na likvidní obchodovatelné instrumenty kapitálového trhu. Pomocí sekuritizace si emitent může doplnit svoje zdroje financování a ty pak využít pro své další aktivity.

Sekuritizace mnohdy také představuje pro emitenta efektivnější a méně nákladný zdroj financování ve srovnání s tradičními bankovními půjčkami a jinými zdroji financování na kapitálových trzích (např. emisí klasických dluhopisů). Důvodem tohoto je fakt, že pomocí sekuritizace vznikají cenné papíry, které mohou nést vyšší rating, než je rating samotného emitenta, což má za následek nižší úrokové náklady. Sekuritizace také představuje způsob, jak emitent může své finanční zdroje diversifikovat.

Dalším hlavním důvodem pro využití sekuritizace je možnost vyjmutí těchto aktiv z účetní rozvahy emitenta. Následkem je zlepšení různých finančních ukazatelů (např. ROE), efektivnější využití kapitálu a snadnější dodržování kapitálových požadavků. Například finanční instituce ve většině evropských jurisdikcí podléhají Basilejským dohodám, tedy zejména určitým požadavkům na kapitálovou přiměřenost, které musí dodržovat. Sekuritizace se pak stává pro banky velice atraktivní, jelikož pro ně představuje levnější cestu ke splnění těchto požadavků ve srovnání s navyšováním vlastního kapitálu. Na tomto příkladu je poměrně pěkně vidět, jak může snaha o zvýšení stability finančního systému pomocí regulace bankovních domů způsobit navýšení stínových aktivit ve finančním systému.

Poslední výhodou je také flexibilita a adaptibilita financování pomocí sekuritizace ve srovnání s tradičními alternativami. Například možnost emitenta různě dělit a přesměrovávat peněžní toky z podkladových aktiv často umožňuje lepší kontrolu jeho finanční rozvahy a umožňuje mu dosáhnout lepšího souladu splatností pohledávek a závazků. Mnoho emitentů se také díky sekuritizaci více specializuje na určité druhy půjček a využívá tak svých komparativních výhod.

Z pohledu investora

První výhodou ABS oproti např. státním dluhopisům je jejich vyšší výnosnost při porovnatelné době splatnosti. Výše rozdílu ve výnosnosti záleží na více faktorech, ale nejvíce je samozřejmě ovlivněna úvěrovou kvalitou konkrétního kupovaného ABS.

Dalším z důvodů oblíbenosti ABS u investorů je v podstatě neomezená rozmanitost jejich vlastností ve smyslu splatnosti, úvěrového rizika a různých možností peněžních toků z nich plynoucích. Investorům tak nabízí obrovský výběr investičních produktů, ze kterých si mohou vybrat přesně ten, který odpovídá jejich výnosově-rizikovému profilu. ABS s vysokým ratingem se například staly velmi oblíbené u penzijních fondů právě díky tomu, že při nízkém riziku generovaly vyšší výnos než státní dluhopisy, ze kterých se většinou investiční portfolio penzijních fondů skládá. Tyto fondy mají totiž skoro vždy zákonem velmi omezený výběr produktů, do kterých mohou investovat. Obecně lze tedy říci, že sekuritizace rozšiřuje a prohlubuje kapitálový trh a zvyšuje jeho likviditu.

Sociální a ekonomické benefity

Na trzích s vyšší mírou sekuritizace byly empiricky prokázány určité pozitivní sociálně-ekonomické jevy. Zaprvé existence sekundárního trhu s těmito druhy sekuritizovaných CP se projevila zvýšením dostupnosti a snížením nákladů na financování na primárních finančních trzích. Nakonec se toto snížení nákladů projevilo i ve zvýšené dostupnosti například půjček na bydlení, takže i ze sociálního hlediska došlo k pozitivnímu jevu.

Na druhé straně může také existence sekundárního trhu se sekuritizovanými CP přispět ke snížení geografických a regionálních disparit v dostupnosti finančních prostředků, jelikož dojde k propojení úvěrových řetězců na globální kapitálové trhy.

5.2.7 Rizika sekuritizace

Ačkoli s sebou sekuritizace nese spoustu výše zmíněných výhod pro skoro všechny subjekty finančního trhu, krize v roce 2008 všem ukázala, že sekuritizační techniky mohou znamenat značné nebezpečí pro celý finanční systém. Z tohoto důvodu byly zařazeny mezi činnosti stínového bankovníctví a ocitly se pod drobnohledem Rady pro finanční stabilitu.

Jedním z problémů je podle FSB (2011b, s. 21) výrazná závislost sekuritizovaných cenných papírů na výrocích ratingových agentur, nedostatek due diligence¹¹ ze strany investorů, zejména kvůli značné komplexitě těchto produktů, a neadekvátní hodnocení jejich rizika (což je zřejmé ze schématu v podkapitole 5.2.4, kdy některé CDO založené na junior tranších MBS dosahují ratingu AAA). Sekuritizace také nezavádá příliš důvodů k tomu, aby původci půjček důsledně prověřovali schopnost žadatelů o půjčky splácet, jelikož je pak obratem prodávají investorům. Takto snížená motivace a agresivita prodejců hypoték nakonec vedla až k nechvalně známým NINJA (*no income, no job, no asset*) hypotékám, které můžeme volně popsat jako půjčky osobám bez příjmu, bez práce a bez majetku. Proces verifikace bonity klientů těsně před krizí u některých finančních institucí v podstatě neexistoval a lze tak obrazně říci, že „kdo měl dvě nohy a mohl si přijít podepsat půjčku, tak ji dostal“. Banky mezitím využívaly sekuritizaci k regulatorní arbitráži podkopávající tak efektivitu regulačních opatření vzešlých z Basilejských dohod.

Další už ne natolik závažnou nevýhodou sekuritizace je fakt, že jsou s ní spojeny nemalé transakční náklady ve formě provizí správcům, investičním prostředníkům a právním firmám (Revenda, 2012, s. 79). Tím pádem se sekuritizace vyplatí jen ve velkém objemu sekuritizovaných aktiv (řádově stovky milionů dolarů).

5.3 Zprostředkování úvěrů

Stejně jako bankovníctví tradiční, stínové bankovníctví vykonává funkci zprostředkování úvěrů. Zatímco v tradičních bankách zprostředkování probíhá „pod jednou střešou“ dané bankovní instituce, ve stínovém bankovníctví se jedná o několik kroků prováděných řetězcem nebankovních finančních zprostředkovatelů. Během tohoto procesu dochází díky sekuritizaci k transformaci splatnosti, úvěrového rizika a likvidity. Dalším rozdílem je způsob financování, kde tradiční banky využívají vkladů svých klientů, kdežto stínové bankovníctví využívá velkoobchodního financování skrze komerční cenné papíry a repo obchody (Pozsar, 2010, s. 10).

Z ekonomického pohledu je tedy proces zprostředkování ve stínovém bankovníctví analogií k procesu v bankovníctví tradičním. Ve stínovém sektoru ale dochází k rozkladu jednoduchého (tradičního) procesu rozpůjčování deposit a vzniká komplexní velkoobchodně financovaný proces půjčování založený na sekuritizaci. V tomto procesu stínové banky transformují riskantní půjčky s dlouhou dobou splatnosti (například tzv. *subprime* hypotéky) na zdánlivě bezrizikové krátkodobé instrumenty peněžního trhu emitované fondy peněžního trhu se stabilní čistou hodnotou aktiv (NAV) a vysokou likviditou (Pozsar, 2010, s. 12).

Pozsar (2013, s. 6) proces zprostředkování v systému stínového bankovníctví rozděluje do sedmi kroků s pevně danou posloupností. Některé kroky jsou prová-

¹¹ Due diligence můžeme v tomto případě chápat jako míru prověření daných aktiv ze strany investorů, neboli jako míru jejich obezřetnosti.

děny jen specializovanými stínovými bankami, některé aktivity zahrnují i tradiční finanční zprostředkovatele (např. komerční banky, pojišťovny). Stejně tak jsou pro každý krok charakteristické určité typy financování. Konkrétní kroky jsou následující:

1 Poskytnutí úvěru (*loan origination*)

Půjčky (např. půjčky na nákup automobilu, hypotéky atd.) jsou poskytovány komerčními bankami nebo finančními společnostmi, které jsou financovány prostřednictvím obchodních cenných papírů či střednědobých směnek (*medium-term notes*, MTN).

2 Shromažďování úvěrů (*loan warehousing*)

Shromažďování půjček je vykonáváno přidruženými mimorozvahovými subjekty (*conduits*) a financováno pomocí komerčních papírů zajištěných aktivy (ABCP).

3 Emise ABS (*ABS issuance*)

Pooling a strukturování půjček do cenných papírů zajištěných aktivy jsou prováděny tzv. ABS syndicate desks, což jsou specializovaná oddělení obchodníků s cennými papíry.

4 Shromažďování ABS (*ABS warehousing*)

Shromažďování ABS probíhá v obchodních knihách a je financováno repo obchody, swapy na celkový výnos¹² nebo jinými hybridními kanály.

5 Emise ABS CDO (*ABS CDO issuance*)

Pooling a strukturování ABS do CDO je prováděn stejně jako v kroku č. 3 tzv. ABS syndicate desks.

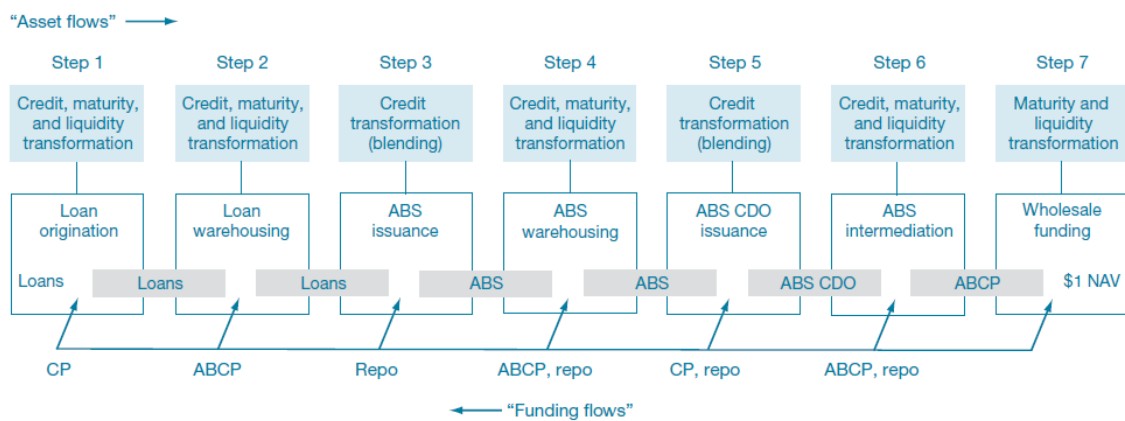
6 Zprostředkování ABS (*ABS intermediation*)

ABS zprostředkovávají zvláštní investiční jednotky a jiné jednotky pro speciální účel, úvěrové hedgeové fondy a další subjekty. Financování je zabezpečeno nejrůznějšími způsoby od repo obchodů přes ABCP až po dluhopisy.

7 Velkoobchodní financování (*wholesale funding*)

Financování všech předchozích aktivit a subjektů probíhá na velkoobchodních trzích různými regulovanými i neregulovanými subjekty peněžních trhů, jako jsou fondy peněžních trhů, enhanced cash funds a přímí investoři peněžního trhu. Jako doplněk k těmto peněžním investorům, kteří poskytují financování skrze krátkodobé repo obchody a komerční cenné papíry, financují stínový sektor i dluhopisové podílové fondy, penzijní fondy a pojišťovací společnosti, které investují svoje prostředky do střednědobých směnek a dluhopisů stínových subjektů.

¹² Swap na celkový výnos (*total return swap*) je druh kreditního derivátu. Zavazuje obě dvě strany vyměnit si ekonomický výnos finančního aktiva výměnnou za platbu plovoucí úrokové míry založené na referenční indexu (Investopedia, ©2015).



Obr. 15: Proces zprostředkování úvěru ve stínovém bankovníctví (Pozsar, 2013, s. 8)

Step	Function	Shadow Banks	Shadow Banks' Funding Techniques
1	Loan origination	Finance companies	CP, MTNs, bonds
2	Loan warehousing	Single- and multiseller conduits	ABCP
3	ABS issuance	SPVs, structured by broker-dealers	ABS
4	ABS warehousing	Hybrid, TRS/repo conduits, broker-dealers' trading books	ABCP, repo
5	ABS CDO issuance	SPVs, structured by broker-dealers	ABS CDOs, CDO-squareds
6	ABS intermediation	LPFCs, SIVs, securities arbitrage conduits, credit hedge funds	ABCP, MTNs, repo
7	Wholesale funding	2(a)-7 MMMFs, enhanced cash funds, securities lenders, etc.	\$1 NAV shares (shadow bank "deposits")

Obr. 16: Příklady jednotlivých kroků, zapojených subjektů a způsobů financování v procesu zprostředkování úvěru (Pozsar, 2013, s. 9)

I když je posloupnost jednotlivých kroků pevně daná, je důležité podotknout, že ne všechny řetězce zprostředkování obsahují přesně 7 zmíněných kroků. Například ABS CDO mohou být znovu „zabaleny“ do CDO² (viz schéma v kapitole 5.2.4), což prodlouží řetězec na osm kroků. Stejně tak může dojít k situaci, že se řetězec o několik kroků zkrátí. Obecně lze říci, že čím nižší je kvalita podkladových aktiv na počátku řetězce, tím delší musí řetězec být, aby došlo k náležité transformaci dlouhodobých riskantních aktiv na krátkodobé méně riskantní cenné papíry, které mohou být použity jako kolaterál na peněžních trzích.

Celkem vzato, zprostředkování nekvalitních dlouhodobých půjček (např. *sub-prime* hypoték) zahrnuje sedm a více kroků, kdežto zprostředkování krátkodobých a střednědobých půjček (např. kreditní karty, půjčky na automobily) zahrnuje obvykle jen tři kroky a zřídka více. Faktem však zůstává, že řetězec zprostředkování vždy začíná prvním krokem (poskytnutí úvěru), končí krokem sedmým (velkoobchodním financováním) a každý ze zúčastněných stínových subjektů vystupuje v procesu pouze jednou.

6 Stínové bankovníctví v souvislostech

Z předešlých kapitol je zřejmé, že stínové bankovníctví má dalekosáhlé dopady na celý finanční systém. Tato kapitola se proto věnuje dvěma aspektům těchto dopadů. První část představuje vzájemné propojení stínového a tradičního bankovního systému, načež druhá obsahuje popis základních makroekonomických dopadů rozvoje stínového sektoru, které se nejvíce projeví při finanční krizi v letech 2008–2009 a jejichž následky si globální ekonomika nese až do současnosti.

6.1 Vazby tradičního a stínového bankovníctví

Z předešlých kapitol je zřejmé, že činnosti stínového bankovníctví nemohou být zcela izolovány od tradičního bankovního sektoru. Financování pomocí fondů peněžního trhu a repo obchodů je součástí běžné bankovní praxe již řadu let. Proces sekuritizace velmi často začíná u tradičních bankovních institucí, stejně tak jako tyto instituce investují do produktů ze sekuritizace vzešlých. V současné době se proto lze dívat na tyto dva sektory jako na dvě spojené nádoby, které dohromady tvoří globální finanční systém.

Tabulka č. 4 představuje základní vazby mezi stínovým a tradičním sektorem. FSB (2013d, s. 21) rozděluje vazby mezi sektory na vazby přímé a nepřímé. Přímé vazby vznikají při vzájemné propletenosti úvěrových řetězců, když se tradiční banky zapojují do úvěrových řetězců stínových subjektů. Mnohdy nelze ani přesně určit, do jakého sektoru daný úvěrový řetězec spadá a jaké všechny subjekty v něm vystupují. K dalšímu typu přímého propojení dochází ve chvíli, kdy je stínový subjekt vlastněn tradiční bankou¹³, nebo když mu tradiční banka poskytuje nějaký druh podpory či garance. Posledním typem přímého spojení je vzájemná závislost na financování, což může například znamenat, že subjekty tradičního a stínového bankovníctví mají ve vzájemné držbě svoje dluhové cenné papíry.

Nepřímé vazby vznikají, když oba sektory investují do podobných typů aktiv či mají uzavřené kontrakty se stejnými protistranami a jsou tak vystaveny stejnému riziku. Takovéto chování pak zvyšuje procykličnost na trzích (viz další kapitola o makroekonomických dopadech), která způsobuje vznik bublin na trzích s danými aktivy, nebo naopak jejich výprodeje (*fire sales*). V dobách strachu a velké tržní nervozity pak může následovat „vyschnutí“ úvěrových kanálů (*credit crunch*), k čemuž došlo během nedávné finanční krize. Celkově lze tedy říci, že případné problémy jednoho sektoru se velmi rychle a výrazně promítnou do sektoru druhého. Z tohoto důvodu vzájemná propojenost obou sektorů představuje systémové

¹³ Jak je popsáno v minulých kapitolách, příkladem může být SPV vytvořené tradiční bankou pro vyvedení poolu aktiv z její rozvahy a následné umožnění procesu sekuritizace. Vlastnická struktura SPV mnohdy nebývá vůbec jasná a jsou často zakládány v daňových rájích s jurisdikcemi nakloněnými anonymitě. V případě, kdy banka skutečně vlastní SPV, tak by samozřejmě měla být konsolidována do její rozvahy. Této tematice se proto věnují pokrizová regulační opatření.

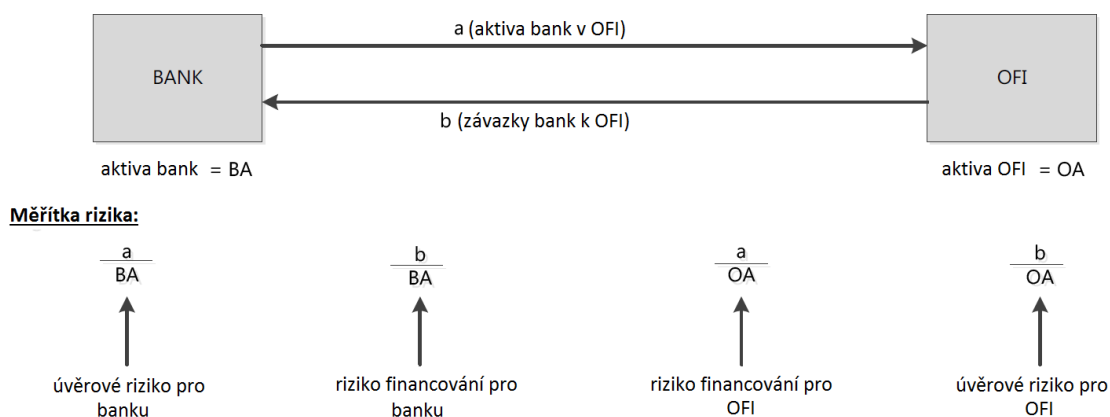
riziko, které by mělo být kvantifikováno a monitorováno. Této tematice se věnuje další podkapitola.

PŘÍMÉ VAZBY	tradiční banky součástí úvěrových řetězců stínových subjektů
	stínové banky vlastněny tradičními
	podpora (garance) poskytovaná tradičními bankami stínovým subjektům
	závislost obou sektorů na vzájemném financování
NEPŘÍMÉ VAZBY	investice do stejných či podobných aktiv
	uzavírání kontraktů se stejnými protistranami

Tab. 4: Vzájemné vazby tradičního a stínového bankovníctví (vlastní tvorba)

6.1.1 Přístup FSB ke kvantifikaci vzájemné propojenosti obou sektorů

Ve své první monitorovací zprávě o stavu globálního stínového bankovníctví FSB (2012b, s. 20) navrhuje měřit potenciální riziko vzešlé z propojenosti stínového a tradičního sektoru pomocí podílu agregovaných aktiv/závazků a celkových aktiv v daném sektoru. Jinak řečeno, určit tzv. přímou úvěrovou expozici (*direct credit exposure*) a vzájemnou finanční závislost (*funding interdependence*). Tradiční banky a subjekty stínového bankovníctví tedy čelí úvěrovému riziku a riziku financování, které závisí na výši a struktuře splatnosti jejich vzájemných aktiv a závazků. Agregovaná data týkající se přímo sektoru stínového bankovníctví jsou nedostupná, nicméně jako konzervativní náhrada se při statistikách využívají data tzv. ostatních finančních zprostředkovatelů (OFI)¹⁴.



Obr. 17: Koncept analýzy rizika vzájemného propojení tradičních bank a subjektů stínového bankovníctví. Zkratka BA představuje celková aktiva tradičních bank, zkratka OA celková aktiva OFI. Jednotlivé podíly dle obrázku pak určují úvěrové riziko a riziko financování pro daný sektor (FSB, 2013d, s. 22, upraveno).

¹⁴ Ostatní finanční instituce (*other financial intermediaries*) je jedna z kategorií národních finančních toků (*Flow of Funds*) zahrnující finanční instituce, které nejsou banky, centrální banky, veřejné finanční instituce (*public financial institutions*), pojišťovny, ani penzijní fondy.

6.1.2 Vývoj v letech 2011–2013

Grafy na straně č. 51 představují vývoj v propojenosti tradičního a stínového bankovníctví v letech 2011–2013 v zemích, které poskytnuly podkladová data FSB. Na ose x jsou vyznačeny jednotlivé jurisdikce. Osa y představuje u grafů na levé straně (skupina A) dle výše zmíněné metodiky FSB procentuální podíl aktiv/závazků tradičních bank¹⁵ ke stínovému sektoru a jejich celkových aktiv. Grafy na pravé straně (skupina B) pak ukazují podíl aktiv/závazků OFI k bankám a celkových aktiv OFI. Legenda představuje vždy jen aktiva a závazky ze strany bank (*banks' assets to OFI*, *banks' liabilities to OFI*), jelikož závazky bank vůči OFI jsou samozřejmě vždy aktiva OFI a stejně tak bankovní aktiva jsou závazky OFI vůči bankám.

Od roku 2011 došlo i díky postupně zvyšující se regulaci v sektoru stínového bankovníctví ke zvýšení kvantity a podrobnosti dat poskytovaných jednotlivými národními jurisdikcemi¹⁶. Hlavní změny se týkaly sekuritizačních aktivit tradičních bank, které jim vytvářely expozice vůči jimi vlastněným stínovým subjektům (např. SPV). Tyto subjekty tedy byly konsolidovány do rozvah jejich mateřských bank a odstraněny ze statistik OFI. Kdekoli byly národní jurisdikce schopny a ochotny poskytnout dostatečně podrobná data, která prokazovala konsolidaci do jedné rozvahy, byly takovéto subjekty vyčleněny z daného měření propojenosti. Tímto se postupně zvyšuje přesnost měření rizika plynoucího z propojení tradičního a stínového bankovníctví.

Během let také přibývají státy zapojené do sběru a analýzy dat FSB. V průzkumu 2012 se připojilo Španělsko a o rok později Rusko. Hned po prvním roce naopak přestal poskytovat data Singapur.

Porovnání míry propojení v jednotlivých jurisdikcích na konci roku 2011 ukázalo výrazné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi. Například míra rizikové expozice vůči stínovým subjektům byla poměrně vysoká v nizozemském a britském bankovním sektoru, kde aktiva vázaná na stínové subjekty představovala přes 10 % celkových bankovních aktiv (FSB, 2012b, s. 21). Zajímavé je taky to, že stejně tak vysoké byly jejich závazky vůči těmto subjektům. Vzájemná závislost obou sektorů v těchto státech tak byla poměrně vysoká a tím pádem by případné problémy jednoho sektoru měly silné dopady i v sektoru druhém.

V případě stínových subjektů je z grafů patrné¹⁷, že jsou pro ně rizika plynoucí z propojení sektorů mnohem vyšší. Stínový sektor v Itálii, Indonésii a Velké Británii byl v roce 2011 závislý na bankovním financování skoro z 30 %, přičemž v Kanadě, Singapuru a Austrálii se závazky k tradičním bankám pohybovaly kolem 20 %.

¹⁵ V této podkapitole budu pro zjednodušení využívat pojmy „banka“ či „bankovní“ jen pro tradiční finanční instituce operující na bázi přijímání deposit, ne pro stínové subjekty.

¹⁶ Příloha 1 obsahuje šablonu FSB pro sběr dat, kterou jednotlivé jurisdikce vyplňují.

¹⁷ Je třeba upozornit na **měníci se měřítko osy y u grafů v jednotlivých letech**. Nejlepšího celkového porovnání mezi oběma sektory lze dosáhnout při pohledu na rok 2011, kde mají osy y pro oba sektory stejné maximum.

V Brazílii, Chile a Indonésii pak i aktiva stínových subjektů vázaná na tradiční bankovníctví překračovala hranici 30 %, což znamená silný stupeň „zainvestování“ stínových subjektů do aktiv tradičních bank a tím pádem i silné propojení sektorů v těchto zemích (FSB, 2012b, s. 21).

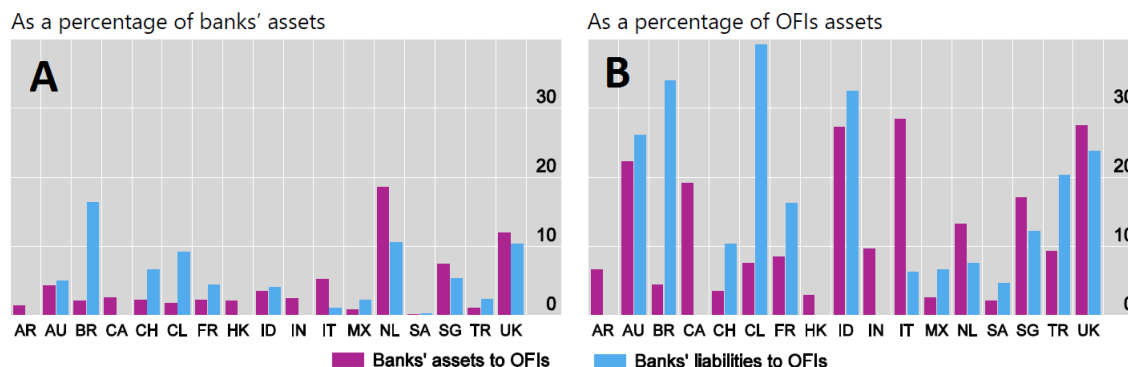
V roce 2012 se poprvé projevily výše zmíněné konsolidační úpravy a to zejména v UK a Nizozemsku, kde v tradičním bankovníctví výrazně pokleslo jak úvěrové riziko, tak riziko financování vyplývající z propojení se stínovými subjekty. Tento jev naznačuje, že stínové subjekty byly v těchto zemích mnohdy vlastněny tradičními bankami, které je ovšem dříve udržovaly mimo své rozvahy. Rok 2012 také charakterizoval nárůst úvěrového rizika i rizika financování v bankovním sektoru rozvíjejících se ekonomik Indonésie, Indie a Saudské Arábie, i když z nízkých základních hodnot. Při pohledu na rozvíjející se ekonomiky je také vidět výrazná závislost financování brazilského bankovního systému na stínových subjektech, kde došlo k mírnému poklesu až v datech z konce roku 2013. Na druhou stranu se zvýšila i závislost stínových subjektů v rozvíjejících se ekonomikách (Brazílie, Indonésie, Indie a Saudská Arábie) na tradičních bankovních institucích. Celkově data naznačují zvýšení propojenosti stínového a tradičního sektoru v těchto rozvíjejících se ekonomikách a tím pádem i zvýšené systémové riziko s tím spojené (FSB, 2013d, s. 21).

V roce 2013 došlo k poklesu celkové rizikové expozice plynoucí z propojení mezi stínovým a tradičním bankovníctvím, když se dle agregovaných dat napříč všemi sledovanými zeměmi snížila bankovní aktiva vázaná na stínové subjekty ze 4,3 trilionů dolarů na konci roku 2012 na 3,9 trilionů dolarů o rok později (FSB, 2014a, s. 25). Stejně tak se snížily agregované závazky vůči stínovému sektoru ze 4,7 na 4,4 trilionů dolarů (FSB, 2014a, s. 25). Poměr aktiv i závazků tradičních bank ke stínovým subjektům se tedy ve většině zemí snížil, nebo nedošlo k výraznější změně¹⁸.

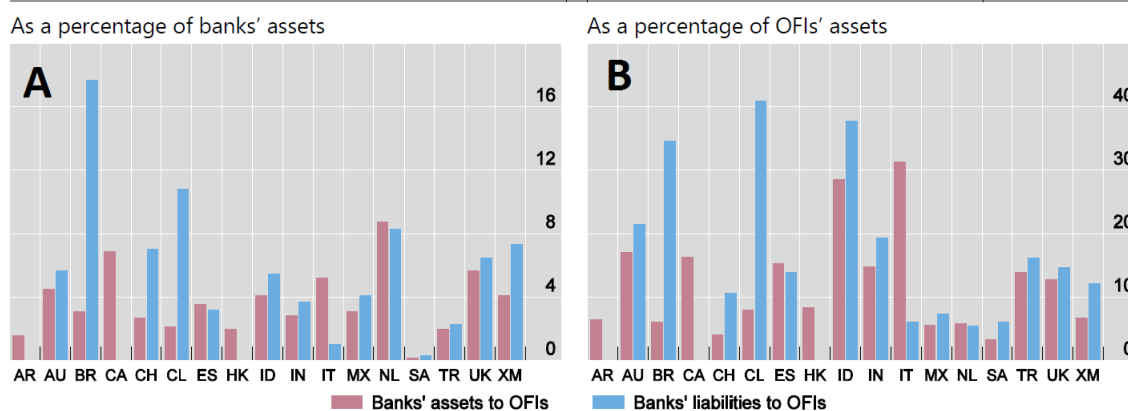
Riziko financování se snížilo u stínových subjektů v Argentině, Austrálii, Chile, Indonésii a eurozóně jako celku, když klesnul podíl závazků k tradičním bankám na celkových aktivech. K nárůstu naopak došlo v Hong Kongu, Mexiku, Rusku, Španělsku a Švýcarsku. Zejména v Rusku je dle grafu (viz obr. 18, poslední graf skupiny B) závislost stínových subjektů na tradičním bankovníctví opravdu vysoká, jelikož přes 80 % aktiv stínového sektoru je vázaných na tradiční banky a výše bankovního financování dosahuje 50 % výše celkových aktiv. V těchto jurisdikcích by se tedy měly regulační orgány při analýze svých finančních systémů zabývat také analýzou rizika propojenosti tradičního a stínového bankovníctví.

¹⁸ Výjimku představuje UK, kde ale došlo k určitým úpravám. Aktiva a závazky bankovního sektoru v UK vůči sektoru stínovému tak tvoří z velké části různé derivátové instrumenty, z tohoto důvodu jsou data s ostatními jurisdikcemi za toto období špatně porovnatelná (FSB, 2014a, s. 26).

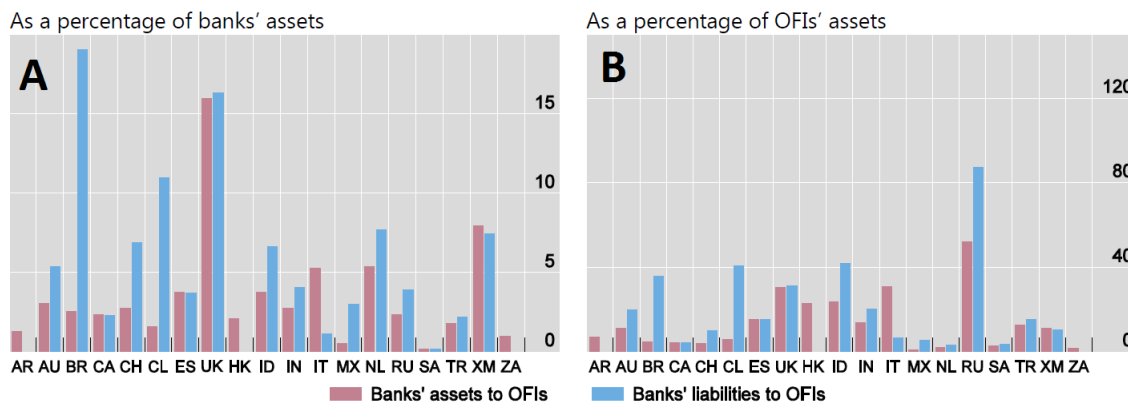
At end-2011



At end-2012



At end-2013



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brazil; CA = Canada; CH = Switzerland; CL = Chile; ES = Spain; UK = United Kingdom; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italy; MX = Mexico; NL = Netherlands; RU = Russia; SA = Saudi Arabia; TR = Turkey; SG = Singapore; FR = France; XM = Euro Area.

Obr. 18: Vývoj vzájemného propojení tradičního a stínového bankovníctví ve sledovaných zemích v letech 2011–2013. Na ose x jsou jednotlivé jurisdikce, osa y představuje procentní podíl aktiv/závazků bank (A) a OFI (B) na jejich celkových aktivech. (upraveny a konsolidovány grafy z jednotlivých *Global Shadow Banking Monitoring Report* vydávaných od roku 2012 FSB, zdroj původních podkladových dat National flow of funds a ECB)

6.2 Makroekonomické dopady

6.2.1 Vysoká procykličnost stínového bankovníctví

Procykličnost je ve finančním sektoru endemická, ale zvláště vysoká je v sektoru stínového bankovníctví, což může mít výrazné dopady na reálnou ekonomiku. Sekuritizované půjčky cenných papírů a repo obchody jsou vypořádávány na denní bázi dle tržních cen (*mark-to-market prices*), navíc se výše (a někdy i podoba) haircutů mění dle vývoje finančního cyklu. V extrémních případech během velkých tržních výkyvů (finančních krizí) mohou být některé druhy kolaterálu neakceptovatelné (Claessens, 2012, s. 27).

Obecně řečeno, investice finančních zprostředkovatelů do obchodovatelných, na denní bázi dle tržních cen vypořádávaných aktiv, nebo využívání takovýchto aktiv jako kolaterálu, vyvolává procykličnost v podobě uvolněnějšího půjčování v době konjunktury a naopak riziko prudkých výprodejů (*fire sales*) během recesí a krizí. Prudké výprodeje pak způsobí pokles hodnoty kolaterálu a neochotu půjčovat, neboli zamrznutí úvěrových kanálů (*credit crunch*), kterého jsme byli svědky při nedávné finanční krizi.

Stínové bankovníctví navíc pomáhá květší propojenosti celého finančního systému, což má za následek snížení idiosynkratického rizika¹⁹ jednotlivých subjektů díky diversifikaci, ale naopak vystavuje systém efektu přelévání²⁰ (*spillover effect*) v případě velkých tržních výkyvů (šoků).

6.2.2 Interakce s měnovou politikou

Stejně jako může být transmisní mechanismus úrokových sazeb oslaben, když je bankovní systém slabý, tak je spolu s dalšími transmisními mechanismy měnové politiky závislý na dobře fungujících kapitálových trzích, do kterých spadá sektor stínového bankovníctví. Stav nabídky soukromých bezpečných aktiv a výše kolaterálu proto mohou ovlivnit transmisí měnové politiky a tudíž mít makroekonomické dopady (Claessens, 2012, s. 28).

Měnová politika může ovlivnit schopnost přijímat riziko ve stínovém bankovníctví. Když jsou úrokové sazby nízko, výnosové křivky se stávají strmějšími²¹

¹⁹ Idiosynkratické riziko je riziko specifické pro určité aktivum nebo malou skupinu aktiv. Jedná se o riziko s nízkou korelací s celkovým tržním rizikem, a tudíž redukovatelné za použití náležité diversifikace.

²⁰ Efekt přelévání nastává v okamžiku, kdy jedna ekonomická událost uskutečněná v určitém kontextu je vyvolána či silně ovlivněna jinou událostí v kontextu zdánlivě nesouvisejícím.

²¹ Tvar výnosové křivky dluhopisů vychází z toho, že krátkodobé dluhové cenné papíry nesou nižší výnos, než dluhopisy s dlouhou dobou splatnosti. Pokud dochází ke zvýšení strmosti výnosové křivky, rozdíl ve výnosech mezi krátkodobými a dlouhodobými dluhopisy narůstá. Typicky tento stav nastává při očekávání investorů, že dojde ke zvýšení inflace nebo k silnému ekonomickému růstu.

a zvyšují tak výnosy z transformace splatnosti, stínové banky jsou ochotny podstupovat vyšší riziko a celý stínový bankovní sektor rychle expanduje, což může potenciálně vést ke křehkosti celého systému. Stav stínového bankovníctví by tak měl být zohledňován při provádění měnové politiky.

6.2.3 Fiskální dopady

Během a po finanční krizi 2008 Fed musel podpořit banky, které zastávaly funkci dealerů (skrze *Primary Dealer Credit* a *Term Securities Lending Facilities*) a také fondy peněžního trhu (skrze *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity* a *Commercial Paper Funding Facilities*). Fed a Department of the Treasury také musely nabídnout přímou podporu při restrukturalizaci Bear Stearns a při zachování životaschopnosti zajišťovny AIG. V dalších zemích musely být banky také částečně podpořeny kvůli jejich aktivitám spadajícím do stínového bankovníctví, přičemž často vysoké náklady této pomoci nesli daňoví poplatníci. Zatímco v některých případech byly konečné fiskální důsledky spíše nevýrazné, případné závazky a rizika spojená se záchrannými opatřeními jsou značná. Dokud nebude prozkoumáno a stanoveno systémové riziko stínového bankovníctví, tyto případné závazky zůstanou hrozbou s možná ještě vyššími skutečnými náklady během budoucích krizí (Claessens, 2012, s. 28).

7 Metodické postupy pro měření objemu stínového bankovníctví

První část předchozí kapitoly se věnovala kvantifikaci rizika plynoucího z propojení tradičního a stínového bankovního sektoru s využitím vzájemných agregovaných aktiv a závazků v jednotlivých zemích. Tato kapitola pokračuje ve kvantifikaci stínového bankovníctví, jelikož se věnuje jeho objemu v celém finančním systému, přístupům k jeho měření a konkrétnímu vývoji v posledních letech.

Je třeba brát v potaz, že otázka objemu stínového bankovníctví se objevila poměrně nedávno v reakci na poslední finanční krizi. Z tohoto důvodu jsou analyzována data, jejímž primárním účelem nebylo zachytit objem stínového bankovníctví. Nicméně se jedná i přes určitá omezení o dostačující kvantitativní charakteristiku stínového sektoru, která se navíc rok od roku zpřesňuje.

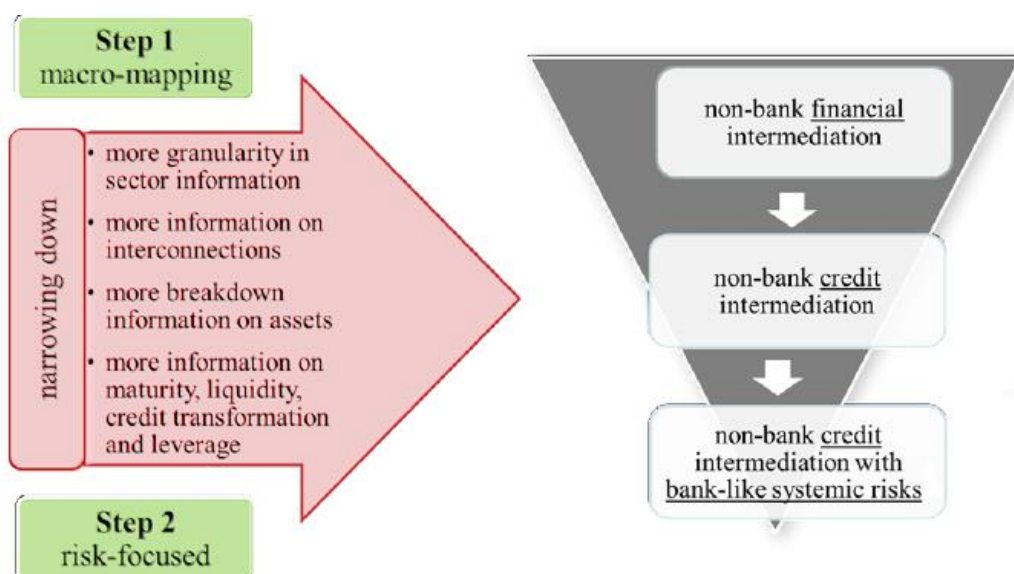
Hlavním subjektem zkoumajícím rozsah stínového bankovníctví v rámci finančního systému je Rada pro Finanční stabilitu (FSB), která od roku 2012 vydává každoroční zprávu týkající se této problematiky, tzv. *Global Shadow Banking Monitoring Report*. První podkapitola je tedy věnována metodice, kterou FSB používá a výsledkům, která přinesla její poslední zpráva z roku 2014. Druhá podkapitola se pak věnuje alternativní metodice, kterou v roce 2012 představila globální poradenská společnost Deloitte Touche Tohmatsu Limited. Kapitulu uzavírá přehled vývoje v objemu sekuritizace v Evropě a USA v letech 2006–2014.

7.1 Metodický postup Rady pro finanční stabilitu

FSB (2014a, s. 4) využívá pro zachycení velikosti stínového bankovníctví každoroční sběr dat z národních finančních účtů (*Flow of Funds*) a doplňuje je dalšími zdroji dat (různé databáze regulačních orgánů i soukromého sektoru). V poslední zprávě z roku 2014 se průzkum týkal 25 jurisdikcí a eurozóny jako celku.

Metodika FSB se skládá ze dvou kroků. V prvním kroku je snaha zachytit veškeré nebankovní zprostředkování úvěru, aby bylo zaručeno, že data obsahují všechny oblasti stínového bankovníctví, které mohou potenciálně představovat riziko pro finanční systém.

V druhém kroku FSB zužuje výběr dat na subjekty a činnosti, které zvyšují systémové riziko (konkrétně transformace splatnosti a likvidity, nedokonalé transfery úvěrového rizika a pákový efekt) a které indikují snahu o regulatorní arbitráž oslabující dopady finanční regulace. Pro první krok se někdy využívá označení *macro-mapping*, pro druhý pak *risk-focused step*. Celý koncept je zobrazen na zjednodušeném schématu na následující straně.



Obr. 19: Zjednodušený koncept měření rozsahu stínového bankovníctví (FSB, 2014a, s. 5)

Data v této práci vycházejí, jak již bylo zmíněno výše, z poslední zprávy FSB z roku 2014, tudíž se týkají stavu ke konci roku 2013. Nebankovní finanční zprostředkování je měřeno stejně jako v podkapitole 6.1 pomocí celkových finančních aktiv ostatních finančních zprostředkovatelů (OFI), které zahrnují všechny finanční zprostředkovatele kromě pojišťoven, penzijních fondů a veřejných finančních institucí. Toto širší měřítko je nazýváno *Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation* (MUNFI) a je dále rozděleno do několika různých sekcí. V užším měřítku jsou pak vyfiltrovány subjekty, které nejsou součástí řetězců úvěrového zprostředkování a také ty, které jsou náležitě konsolidovány do rozvahy dané bankovní skupiny (např. akciové a realitní investiční fondy aj.).

MĚŘENÍ ROZSAHU STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ	DEFINICE MĚŘÍTKA
Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation (MUNFI) - široké měřítko, <i>macro-mapping</i>	globální finanční aktiva OFI
Shadow banking system - užší měřítko, <i>risk-focused</i>	globální finanční aktiva OFI mínus: - finanční aktiva nebankovních finančních subjektů nezapojených do úvěrových řetězců - finanční aktiva nebankovních finančních subjektů náležitě konsolidovaných do bankovních skupin - aktivity nezahrnující rizika spojená se stínovým bankovníctvím (transformace splatnosti a likvidity, pákový efekt)

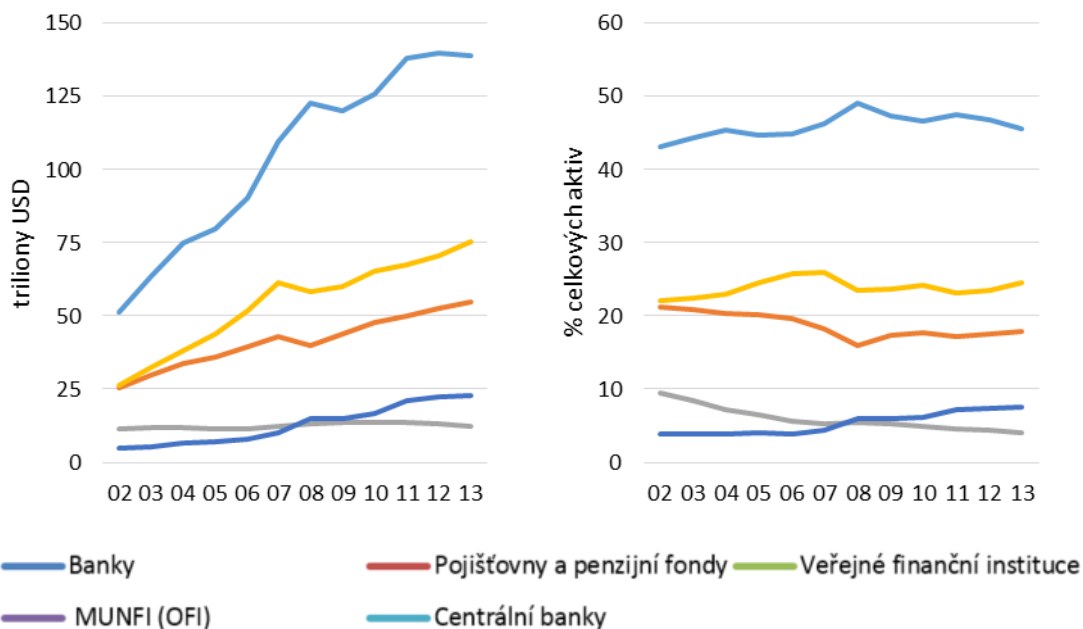
Tab. 5: Dva druhy měření rozsahu stínového bankovníctví (FSB, 2014a, s. 6)

23-group	20+EA-group
Argentina	Argentina
Australia	Australia
Brazil	Brazil
Canada	Canada
Chile	Chile
China	China
Hong Kong	Hong Kong
Indonesia	Indonesia
India	India
Japan	Japan
	Korea
Mexico	Mexico
Russia	Russia
	Saudi Arabia
Singapore	Singapore
Switzerland	Switzerland
Turkey	Turkey
United Kingdom	United Kingdom
United States	United States
South Africa	South Africa
Germany	Euro Area
France	
Italy	
Netherlands	
Spain	

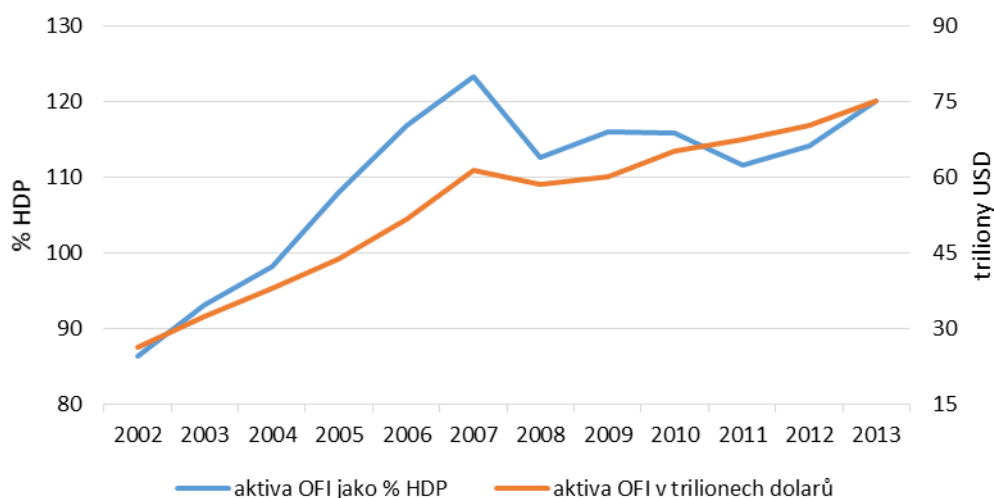
Obě formy sledování rozsahu stínového bankovníctví jsou dle FSB stejně důležité a je tedy třeba do budoucna pokračovat v monitoringu oběma způsoby. Metoda užšího sledování je ovšem závislá na podrobnosti a kvalitě podkladových dat poskytnutých jednotlivými jurisdikcemi. Z tohoto důvodu bylo nutné rozdělit jurisdikce na dvě skupiny. První skupina (*20+EA-group*) slouží pro povrchovou analýzu nebankovních finančních zprostředkovatelů v rámci globálního finančního systému (viz kapitola 7.1.1). Druhá skupina (*23-group*) pak poskytla detailnější data a dovoluje tak hlubší analýzu daných jurisdikcí z hlediska stínového bankovníctví (viz kapitola 7.1.2). Celkově tak sledování zahrnují zhruba 80 % globálního HDP, respektive 90 % aktiv globálního finančního systému.

Tab. 6: Kompozice podkladových dat pro jednotlivé varianty sledování (FSB, 2014a, s. 7)

7.1.1 Monitoring nebankovního finančního zprostředkování



Obr. 20: Celková aktiva finančních zprostředkovatelů v trilionech dolarů a jejich procentní podíly v letech 2002–2013 (podkladová data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)



Obr. 21: Celková aktiva ostatních finančních zprostředkovatelů v trilionech dolarů a jejich podíl na HDP v letech 2002–2013 (podkladová data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)

Data pro *macro-mapping* vycházejí ze souboru jurisdikcí *20+EA-group*. Předchozí grafy ukazují, že celková aktiva ostatních finančních zprostředkovatelů (OFI) pokračovala v růstu, když oproti roku 2012 vzrostla o 4,8 trilionů USD na celkových 75,2 trilionů USD. Naproti tomu výše bankovních aktiv je stabilizována na úrovni kolem 139 trilionů USD a příliš se nemění, to má za následek mírné zvyšování podílu OFI na celkových aktivech. Koncem roku 2013 dosáhl podíl OFI 25 %, zatímco podíl bankovních aktiv poklesnul poprvé od roku 2006 pod 46 %.

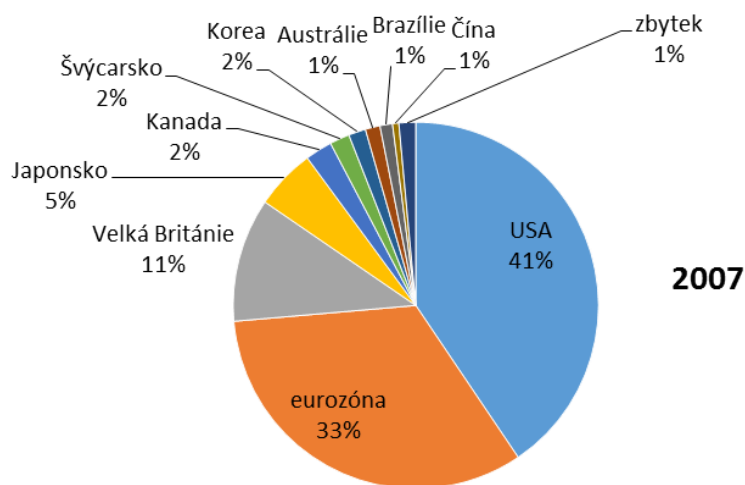
Podíl aktiv OFI se také zvýšil ve vztahu k velikosti celé ekonomiky (viz obr. č. 21), když se meziročně zvýšil o 6 % na 120 % HDP. Blíží se tak svému vrcholu z roku 2007, kdy dosahovala výše aktiv ostatních finančních zprostředkovatelů necelých 124 % celkového HDP sledovaných 20 států a eurozóny.

Tabulka č. 7 na následující straně zobrazuje jurisdikce²², které nabývaly nejvyšších absolutních hodnot aktiv OFI v roce 2013. První dvě místa zaujímala eurozóna spolu s USA, přičemž aktiva OFI v obou jurisdikcích překračují hranici 25 trilionů USD a dohromady tak tvoří v roce 2013 dvě třetiny celkových sledovaných aktiv OFI. Na třetím místě je s velkým odstupem Velká Británie s 9,3 triliony dolarů aktiv, následována Japonskem a rychle rostoucí Čínou. Oproti roku 2007 je vidět v roce 2013 znatelné snížení podílu USA na celkových aktivech OFI, když poklesnul během těchto šesti let z původních 41 % na 34 % (viz obr. č. 22 a 23). Podíl Číny se naopak v tomto období zvýšil z 0,6 % na 4 %. Faktem však zůstává, že 80 % veškerých aktiv ostatních finančních zprostředkovatelů spadalo v roce 2013 pod jurisdikce rozvinutých zemí USA, eurozóny a Velké Británie.

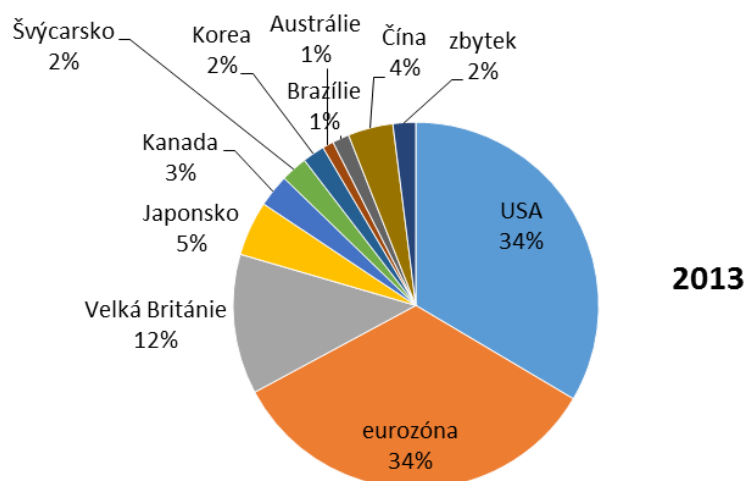
²² V případě eurozóny se samozřejmě jedná o soustavu více jurisdikcí.

JURISDIKCE	VELIKOST AKTIV OFI (TRILIONY USD)
eurozóna	25,3
USA	25,2
Velká Británie	9,3
Japonsko	3,6
Čína	3,0

Tab. 7: Jurisdikce s největším objemem aktiv OFI v roce 2013
(podkladová data viz příloha 2, vlastní tvorba tabulky)

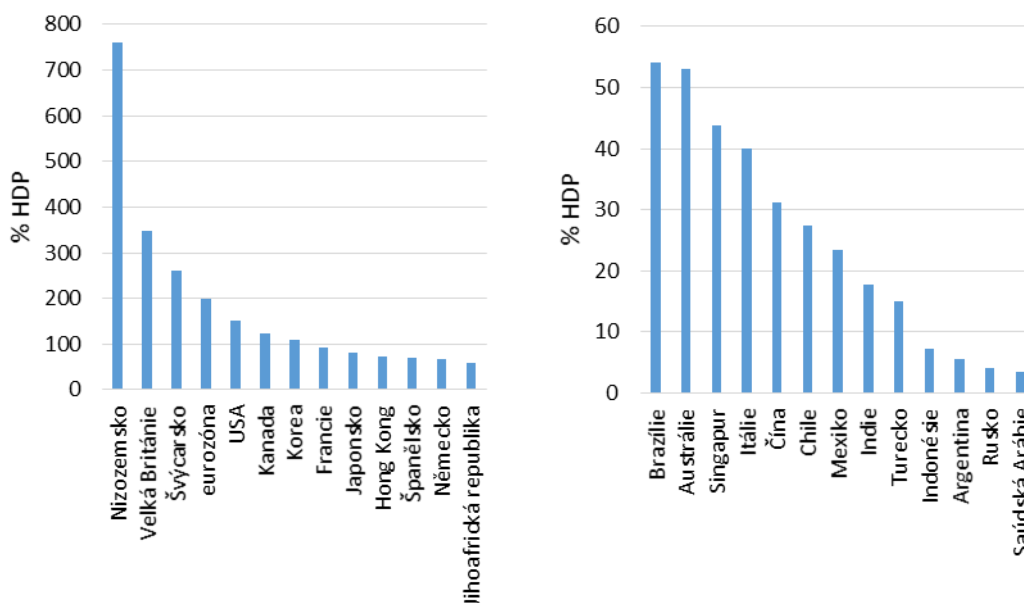


Obr. 22: Podíl aktiv OFI v jednotlivých jurisdikcích na celkových aktivech v roce 2007
(data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)



Obr. 23: Podíl aktiv OFI v jednotlivých jurisdikcích na celkových aktivech v roce 2013
(data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)

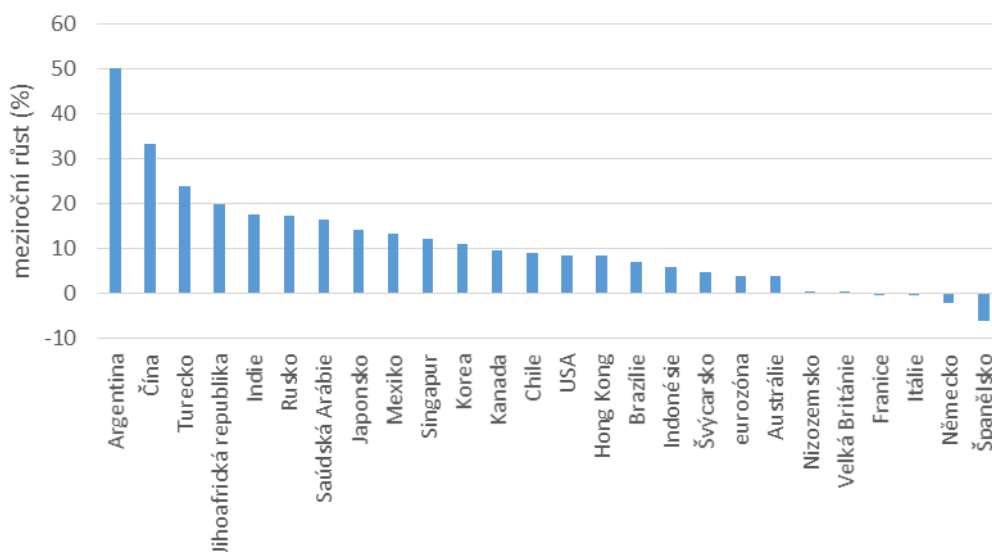
Rozkladem agregátních čísel se lze dostat k porovnání v rámci jednotlivých jurisdikcí (viz obr. 24). Takové porovnání ukazuje značnou heterogenitu mezi jednotlivými zeměmi. V poměru ke svému HDP má zdaleka nejvyšší podíl aktiv OFI Nizozemsko. Dosahují vcelku extrémní hodnoty 760 % HDP. Dalšími „rekordmany“ jsou Velká Británie a Švýcarsko se 348 % HDP, respektive 261 % HDP²³. Na chvostu se naopak ocitají rozvíjející se ekonomiky, kde výše aktiv OFI nedosahuje ani 10 % HDP. Jedná se například o Rusko, Saúdskou Arábii, Argentinu a Indonésii (FSB, 2014a, s. 11).



Obr. 24: Výše aktiv nebankovních finančních zprostředkovatelů (OFI) v poměru k HDP v jednotlivých jurisdikcích v roce 2013 (podkladová data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)

Celková aktiva OFI v rámci sledované skupiny vzrostla meziročně o 7 %, což znamená zhruba stejný růst jako v roce předchozím. Růst aktiv OFI je částečně způsoben celkovým nárůstem hodnoty finančních aktiv na globálních finančních trzích (např. růst akciových trhů), nicméně i přes to si nelze nevšimnout nadprůměrného růstu aktiv OFI na rozvíjejících se trzích (viz obr. 25). Argentina, Čína i Turecko zaznamenaly meziroční nárůst aktiv OFI o více než 20 %. I když podíl aktiv OFI těchto zemí v globálním měřítku není velký, měly by místní regulační orgány bedlivě sledovat vývoj tohoto sektoru v následujících letech, aby předešly případnému nárůstu systémového rizika (FSB, 2014a, s. 12).

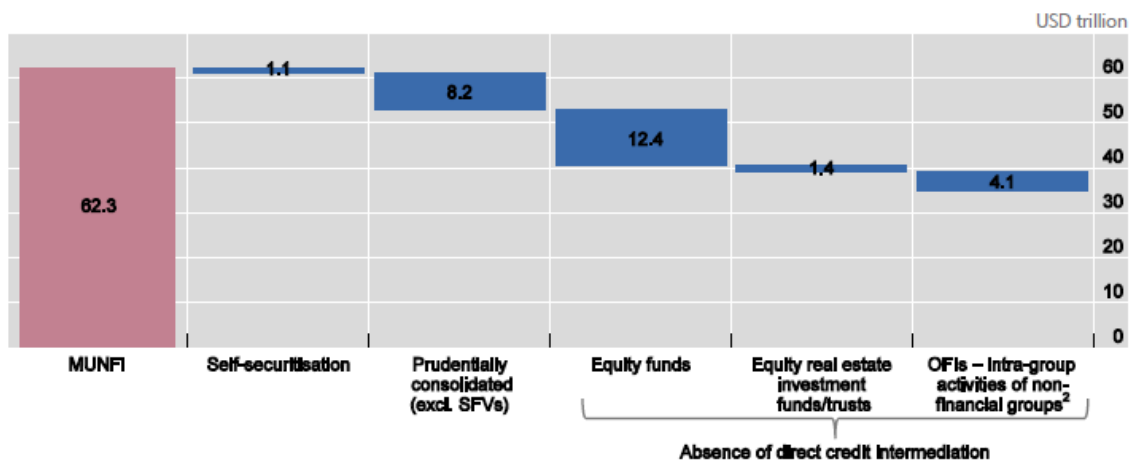
²³ Je třeba podotknout, že v případě Nizozemska tvoří dvě třetiny aktiv OFI tzv. Special Financial Institutions (SFI) a tvoří tak značnou část stínového bankovního sektoru v Nizozemí. Těchto SFI je v Nizozemsku asi 14 000, typicky jsou vlastněny nadnárodními firmami a jsou využívány k zajištění externího financování a k vnitropodnikovým transakcím. Ve Velké Británii je zase jedna třetina aktiv OFI tvořena aktivy obchodníků s cennými papíry, kteří jsou ale následně vesměs kompletně konsolidováni do rozvah bankovních skupin (viz kapitola 7.1.2, kde dojde k „vyfiltrování“).



Obr. 25: Procentní změna ve výši aktiv nebankovních finančních zprostředkovatelů v jednotlivých jurisdikcích mezi koncem roku 2012 a koncem roku 2013 (data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)

7.1.2 Monitoring stínového bankovníctví

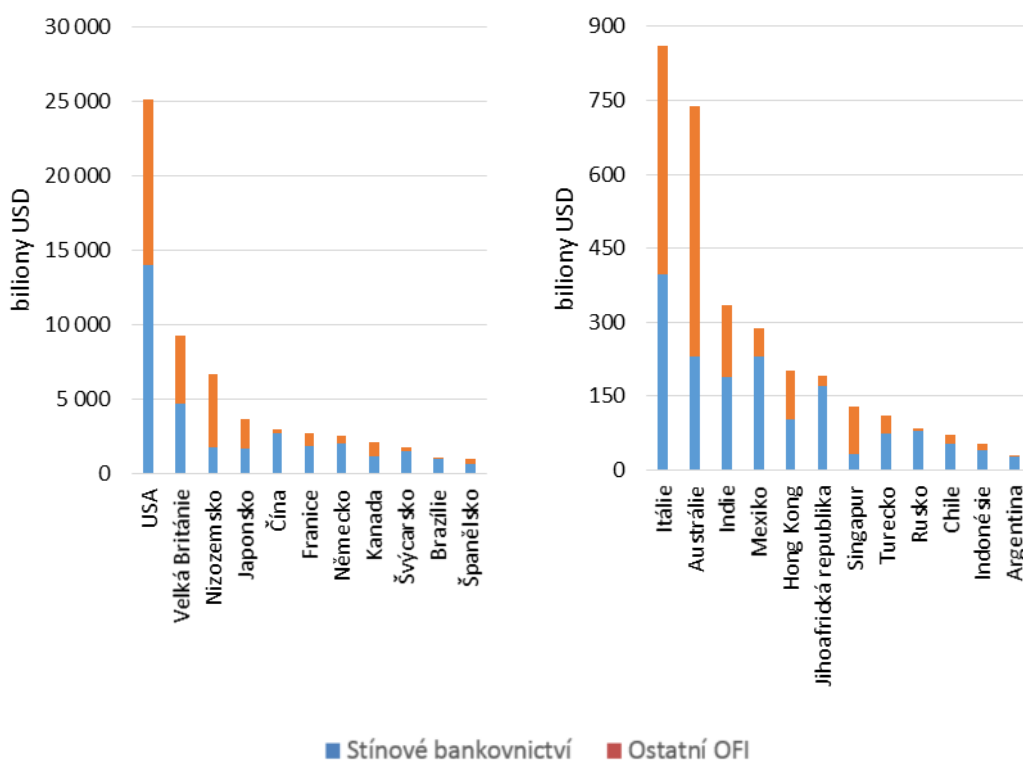
Následující statistika je založena na skupině jurisdikcí *23-group* (viz tab. č. 6, s. 56), jelikož jen ty dodaly dostatečně podrobná data, která umožnila následující rozklad a hlubší analýzu sektoru OFI provést. Následující graf ukazuje, jak se celková aktiva MUNFI (OFI) 23 zkoumaných jurisdikcí zmenšují o dané položky spadající mimo užší pojetí stínového bankovníctví, jak je popsáno v metodice (viz tab. č. 5, s. 55). Z původních 62,3 trilionů USD se aktiva OFI snížila na 35 trilionů USD (FSB, 2014a, s. 3).



Obr. 26: Znárodnění zúžení sledovaných subjektů a aktivit o *self-securitisation*, náležitě konsolidované subjekty, akciové a realitní fondy a vnitroskupinové aktivity (FSB, 2014a, s. 21)

Po očištění dat lze obecně mluvit přímo o aktivech stínového bankovníctví, které představují potenciální systémové riziko. Tato aktiva dosahují nejvyšších hodnot ve vyspělých ekonomikách. Na prvním místě stojí USA se 14 triliony USD aktiv stínového bankovníctví, následuje Velká Británie se 4,7 triliony USD aktiv a oproti výsledkům v širším pojetí je překvapením třetí místo Číny s aktivy stínového bankovníctví ve výši 2,7 trilionů USD.

Očištění aktiv OFI mělo poměrně výrazný dopad na několik jurisdikcí. Zejména v Singapuru, Nizozemsku, Austrálii, Japonsku a Itálii tvořila vyřazená aktiva přes 50 % celkových aktiv OFI. V absolutním měřítku byl pak důležitý také pokles aktiv OFI v USA o 11 trilionů USD a ve Velké Británii o 4,5 trilionu USD.



Obr. 27: Aktiva stínového bankovníctví v jednotlivých jurisdikcích ke konci roku 2013 v bilionech USD (podkladová data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)

Závěrem lze říci, že podíl nebankovního finančního zprostředkování je obecně vysoký ve vyspělých ekonomikách evropských zemí a USA. Zvláště lze vyzdvihnout Velkou Británii a Nizozemsko, kde dosahuje objem aktiv OFI několikanásobek HDP. Toto může být způsobeno u Velké Británie tím, že je světovým finančním centrem, sídlem mnohých hedgeových a jiných investičních fondů a obecně dlouhou tradicí finančního sektoru a finančních inovací. U Nizozemska může být tento stav způsoben příznivým nastavením daňové legislativy, což má za následek velký počet nadnárodních firem se sídlem v Nizozemsku. Takovéto firmy pak mimo klasických bankovních úvěrů využívají i financování skrze nebankovní instituce.

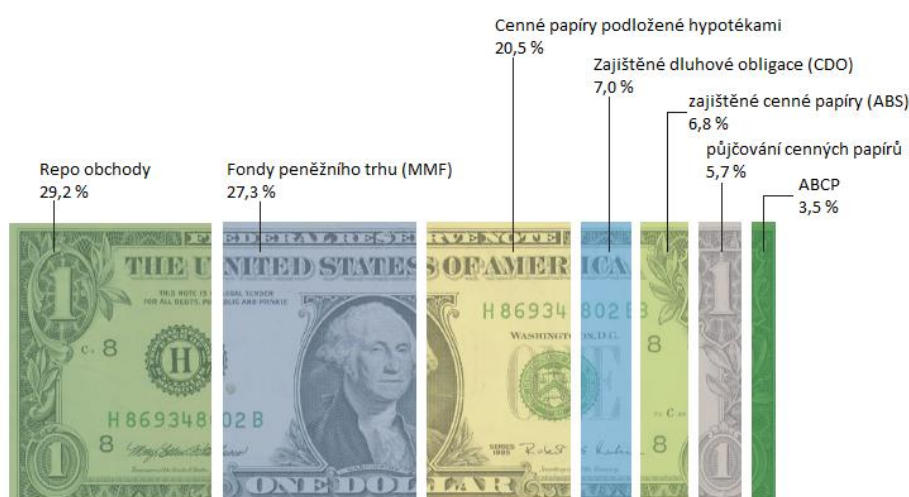
7.2 Metodický postup Deloitte

Před samotným seznámením s indexem společnosti Deloitte je třeba zopakovat si definici stínového bankovníctví, jak jej tato firma chápe. Deloitte formulovala podstatu stínového bankovníctví v roce 2012 jakožto „tržně financovaný systém zprostředkování úvěrů zahrnující transformaci splatnosti nebo likvidity skrze sekuritizaci a mechanismy zajištěného financování“.

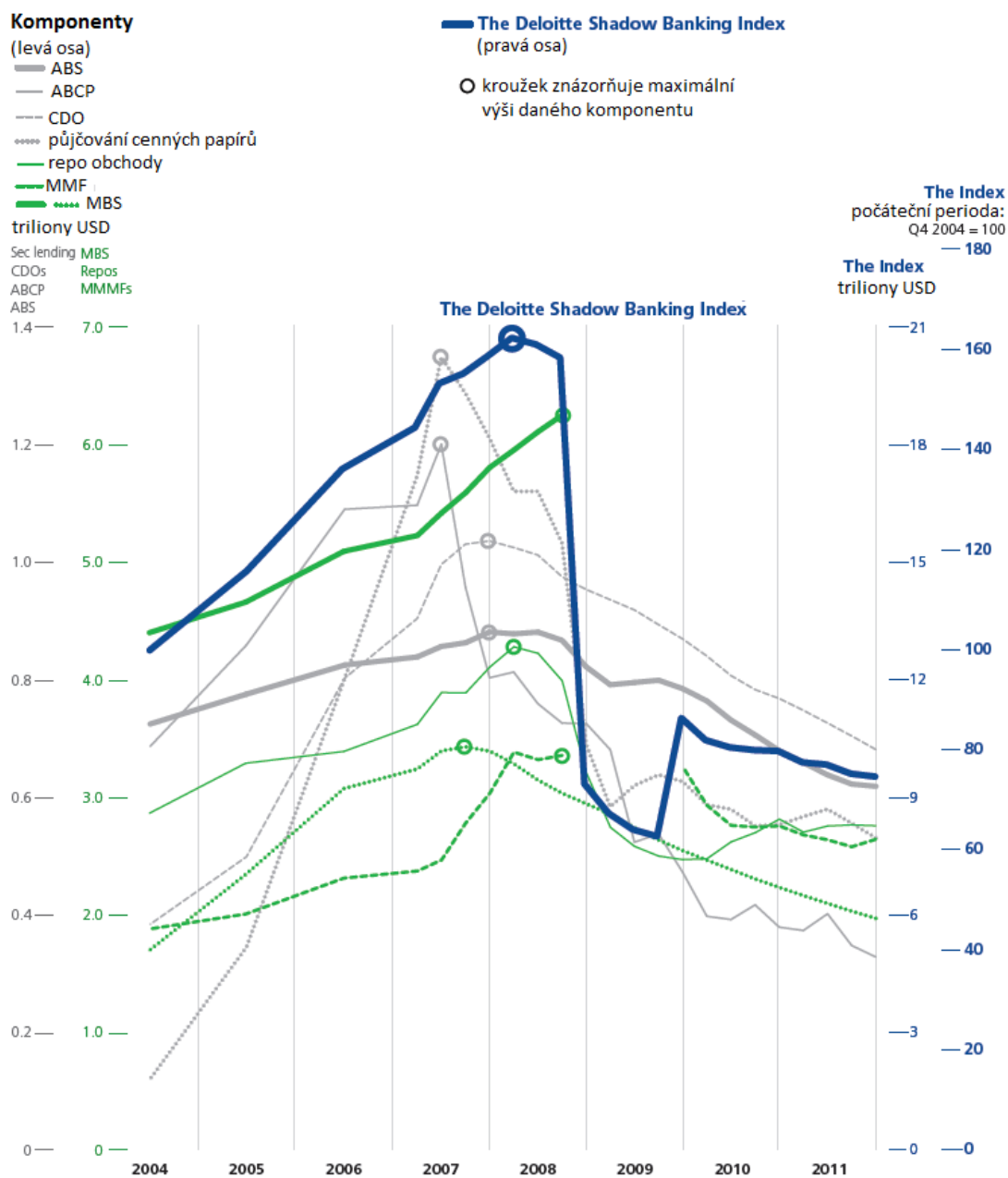
Index Deloitte sleduje objem stínového bankovníctví pouze ve Spojených státech amerických a týká se období let 2004–2011. Index je zahrnut do této práce zaprvé kvůli významné roli, kterou USA sehrály při nedávné finanční krizi a zadruhé kvůli celkově vysokému objemu nebankovního finančního zprostředkování a rozsahu sekuritizačních aktivit v USA. Dále je zajímavá i samotná skladba indexu, která zahrnuje následujících osm komponent:

- zajištěné cenné papíry (ABS);
- komerční papíry zajištěné aktivy (ABCP);
- zajištěné dluhové obligace (CDO);
- půjčování cenných papírů;
- cenné papíry podložené hypotékami (MBS);
- repo obchody a
- fondy peněžního trhu.

Podíly jednotlivých komponent v roce 2011 symbolizuje obrázek č. 28, přičemž si lze povšimnout, že společnost Deloitte nezahrnuje do stínového bankovníctví například hedgeové fondy a jiné investiční fondy. Přes dvě třetiny objemu stínového bankovníctví v USA tak zaujímaly v roce 2011 repo obchody, fondy peněžních trhů a cenné papíry zajištěné hypotečními úvěry (MBS).

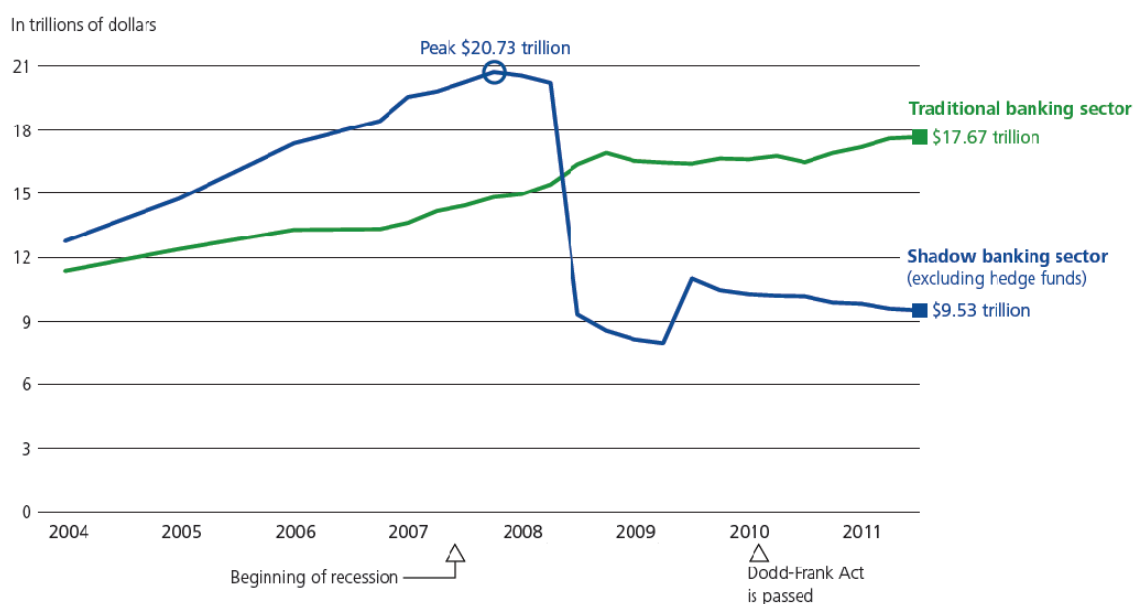


Obr. 28: Jednotlivé komponenty indexu stínového bankovníctví Deloitte (Deloitte, ©2015, upraveno)



Obr. 29: The Deloitte Shadow Banking Index (FT Alphaville, ©2015, upraveno)

Na obrázku č. 29 je možno pozorovat vývoj indexu stínového bankovníctví (nejsilnější křivka) a jeho jednotlivých komponent během let 2004–2011 v trilionech USD. Lze si povšimnout výrazného poklesu objemu prakticky všech komponent v pokrizových letech, když se hodnoty stínových aktivit včetně samotného indexu propadly pod 50 % svých maxim z roku 2008. V posledním sledovaném roce 2011 se objem stínového bankovníctví v USA držel pod 80 % hodnoty roku 2004.



Obr. 30: Srovnání objemu tradičního a stínového bankovníctví v USA dle metodiky Deloitte v letech 2004–2011 (FT Alphaville, ©2015, upraveno)

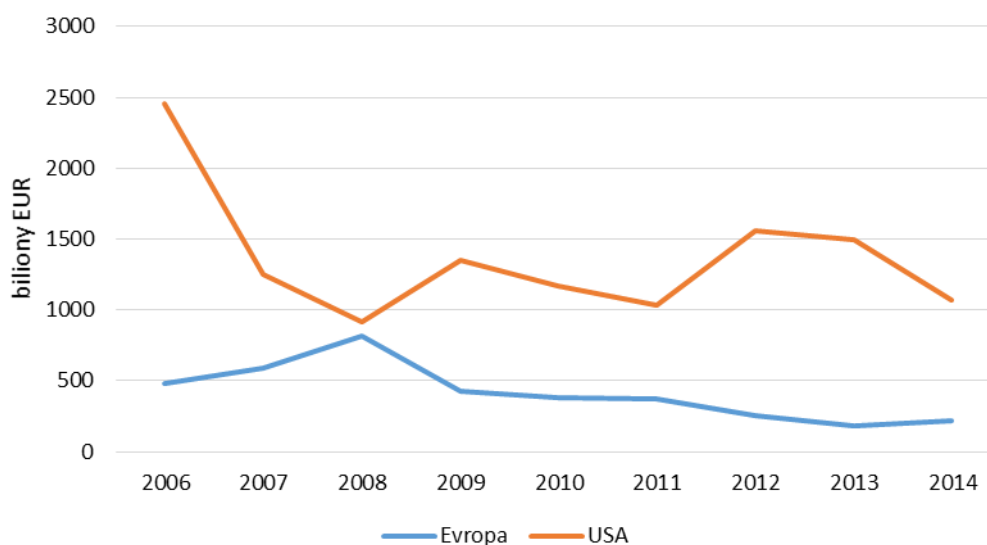
Graf na obrázku č. 30 porovnává objem stínového a tradičního bankovníctví v USA ve stejném časovém intervalu, přičemž je z něj patrné vyšší tempo růstu stínového sektoru v předkrizových letech. V době dosažení maxima v roce 2008 překonával objem stínového sektoru tradiční bankovníctví zhruba o 6 trilionů USD. Následně došlo v roce 2009 k pádu na hodnoty kolem 9 trilionů USD, na kterých se stínový sektor držel až do roku 2011.

Kapitola věnovaná objemu stínového bankovníctví ukázala různé přístupy k měření nebankovního zprostředkování a obecně stínových aktivit. Z heterogenity předešlých grafů a ukazatelů je patrné, že stále není dosaženo úplně jednotného názoru, jaké komponenty, aktiva a aktivity do měření zahrnovat. Z pohledu regulace by bylo vhodné jednotlivé postupy k měření objemu stínového bankovníctví co nejdříve sjednotit, aby byla data z jednotlivých jurisdikcí dobře porovnatelná a aby byla použitelná při zavádění případných regulačních opatření na národní i mezinárodní úrovni.

Obecný závěr dosavadního monitoringu je takový, že největší podíl na globálním stínovém bankovníctví měly a pořád mají vyspělé ekonomiky. Před finanční krizí došlo k rapidnímu růstu stínového sektoru, který v některých zemích dokonce překonal svými aktivy velikost tradičního bankovníctví. Po finanční krizi pak došlo k prudkému poklesu hlavně v oblasti využití sekuritizace, ale i jiných stínových aktivit. Systémové riziko by se mělo dle podkladových dat v budoucnu monitorovat hlavně v rozvíjejících se ekonomikách, kde dochází k vyššímu tempu růstu objemu stínových aktivit a jejichž regulační orgány nemusí být na vzestup stínového bankovníctví připraveny (stejně tak jako na něj očividně nebyly připraveny regulační orgány vyspělých ekonomik před poslední finanční krizí).

7.3 Vývoj objemu sekuritizace v Evropě a USA v letech 2006–2014

Vzhledem ke klíčovému postavení sekuritizace v aktivitách stínového bankovníctví je velmi vhodné podívat se také na vývoj objemu sekuritizace během posledních několika let. Takováto data shromažďuje Asociace pro finanční trhy v Evropě (AFME) a zahrnují objem evropských a amerických sekuritizačních aktivit (neboli objem emisí sekuritizovaných cenných papírů) od roku 2006 do současnosti.



Obr. 31: Objem sekuritizace v Evropě a USA v letech 2006–2014
(podkladová data viz příloha 2, vlastní tvorba grafu)

Z grafu je patrné, že sekuritizační aktivity jsou běžnější v USA, kde byly v předkrizovém období roku 2006 emitovány cenné papíry ve výši necelých 2500 bilionů EUR. Během následujících dvou let pak objem emisí v USA prudce klesnul na minimum ve výši 915 bilionů EUR v roce 2008. V letech 2009–2014 se pak objem sekuritizace ustálil na hodnotách mezi 1000 a 1500 biliony EUR, přičemž v posledním sledovaném roce 2014 dosáhla sekuritizace úrovně 1070 bilionů EUR.

Objem evropské sekuritizace naproti tomu rostl do roku 2008, kdy celková hodnota vydaných sekuritizovaných cenných papírů dosáhla 819 bilionů EUR a přiblížila se tak výši americké sekuritizace v daném období. Od té doby objem pozvolna klesá. V roce 2014 dosahovala sekuritizace v Evropě 216 bilionů EUR. Tento vývoj můžeme přisoudit obezřetnějšímu přístupu, jisté skepsi k sekuritizaci v Evropě a vyššímu dohledu regulačních orgánů od poslední finanční krize.

8 Regulace stínového bankovníctví

Finanční krize v roce 2008 celému světu ukázala, že současný finanční systém je velmi křehký a zavedla důvod k zevrubnému přezkoumání stavu finanční regulace. Evropská komise (2012, s. 2) konkrétně zmiňuje nedostatky typu regulačních mezer, neúčinného dohledu, přílišnou složitost některých finančních produktů a s tím spojený nedostatek transparentnosti. Takovéto charakteristiky naplňuje sektor stínového bankovníctví, jenž se ukázal být během finanční krize velkým rizikem pro stabilitu celého finančního sektoru.

Pracovat na doporučeních ohledně regulace stínového bankovníctví má za úkol Rada pro finanční stabilitu (FSB), kterou tímto úkolem pověřila skupina G20 na summitu v Soulu v roce 2010. FSB pak ve svých raných nálezech poukázala na skutečnost, že neřízený úpadek subjektů stínového bankovníctví může představovat díky své propojenosti s tradičním bankovníctvím systémové riziko.

8.1 Zelená kniha 2012 a raný rozvoj regulace

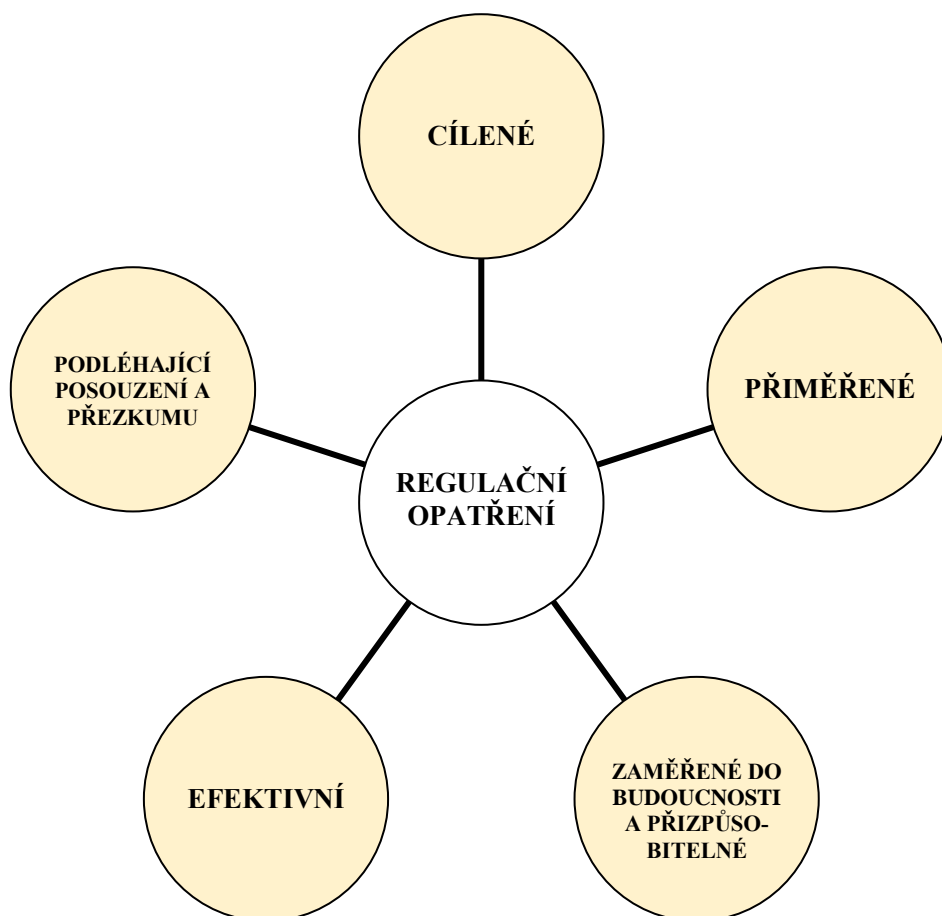
V roce 2012 vydala Evropská komise zelenou knihu zaměřenou na problematiku stínového bankovníctví, která měla za úkol představit jednotlivým zemím a různým národním i nadnárodním dohledovým orgánům jeho definici, rizika, přínosy a přístup k jeho regulaci. Zelená kniha sloužila zároveň jako konzultační materiál, ke kterému se mohly jednotlivé oslovené subjekty vyjádřit.

Zelená kniha doporučuje regulačním orgánům určité kroky, kterými by se měly při zavádění opatření regulujících stínový sektor řídit. Zaprvé je nutné **identifikovat a monitorovat** příslušné stínové subjekty a jejich činnosti. V EU existuje několik institucí, které mají sběr dat a shromažďování odborných znalostí na starosti, patří mezi ně například Evropská centrální banka (ECB), Evropský orgán pro bankovníctví (EBA) a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). Je také potřeba úzká mezinárodní kooperace a výměna potřebných informací, kvůli propojenosti nebankovních finančních zprostředkovatelů a tradičních bankovních domů a to i na nadnárodní úrovni. Dlouhé úvěrové řetězce stínového sektoru mají většinou díky sekuritizačním aktivitám a různým přeprodejům zajištěných cenných papírů mezinárodní charakter.

Zadruhé by si měly regulační orgány stanovit **přístup k dohledu** nad stínovými subjekty. Podle Evropské komise (2012, s. 6) by měl být dohled:

- vykonáván na příslušné úrovni;
- přiměřený;
- měl by zohledňovat stávající kapacity a odborné znalosti orgánů dohledu a
- měl by být integrován s rámcem obezřetnostního dohledu na makroúrovni.

Zatřetí Evropská komise převzala sedm **obecných zásad** (viz obr. č. 32) vydaných Radou pro finanční stabilitu, které by regulační orgány měly uplatňovat při tvorbě a provádění regulačních opatření pro stínové bankovníctví.



Obr. 32: Obecné zásady při tvorbě a provádění regulačních opatření (FSB, 2011b, s. 15)

Kromě předchozích kroků by také regulační orgány měly zvolit správnou kombinaci třech vzájemně se doplňujících prostředků, jimiž jsou nepřímá regulace (tj. regulace vazeb mezi bankovním systémem a subjekty stínového bankovníctví), revize stávajících opatření a regulace zcela nová, specificky zaměřená na subjekty stínového bankovníctví.

Již před vydáním zelené knihy podnikla EU některé důležité kroky vedoucí k regulaci stínového bankovníctví. Co se týče nepřímé regulace, byla provedena několikanásobná revize směrnice o kapitálových požadavcích pro banky (*credit requirements regulations and directive*, CRD), která ve své prozatím finální verzi CRD IV zavádí explicitní požadavky na likviditu od roku 2015, včetně likviditních facilit pro SPV a pro veškeré ostatní produkty či služby spojené s rizikem ztráty dobré pověsti banky (Evropská komise, 2012, s. 8). Komise dále schválila určité změny Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS) s cílem posílit požadavky na zveřejňování údajů v souvislosti s převodem finančních aktiv (IFRS 7) a také stále probíhá analýza standardů pro konsolidaci (IFRS 10, 11 a 12). Rozšíření působnosti stávajících opatření proběhlo zejména v případě směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID) za účelem zahrnutí nových subjektů a také s cílem zvýšit transparentnost. Přímo regulací se pak zabývá směrnice o správcích alternativních investičních fondů, která se týká sledování a řízení likvidity, a dále právní předpisy o subjektech kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), které regulují fondy peněžních trhů a fondy obchodované na burze. Přímo regulace je prováděna Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy (ESMA), který dohlíží například na ratingové agentury.

V této podkapitole je také vhodné uvést i základní rizika a přínosy stínového bankovníctví, o kterých se Evropská komise v zelené knize (2012, s. 5) zmiňuje. I když je stínové bankovníctví spojováno hlavně s ohrožením finanční stability a systemickým rizikem, má i následující užitečné funkce:

- poskytuje investorům alternativu k bankovním vkladům;
- díky větší specializaci efektivněji usměrňuje zdroje pro specifické potřeby;
- představuje alternativní financování pro reálnou ekonomiku a
- představuje možný zdroj diversifikace rizika mimo bankovní systém.

Rizika stínového bankovníctví jsou kromě aktivit spojených se zprostředkováním úvěru (transformace úvěrového rizika, splatnosti a likvidity) způsobena zejména složitostí subjektů a činností stínového bankovníctví, krátkodobé povaze jejich financování a tím pádem i náchylností k náhlým hromadným výběrům finančních prostředků. Konkrétně Evropská komise vyjmenovává následující rizika:

- struktury financování s vlastnostmi vkladů mohou vést k „runům“;
- masivní a skryté využívání pákového efektu;
- obcházení pravidel a regulatorní arbitráž;
- neřízený úpadek s dopadem na bankovní systém.

8.2 Postup Rady pro finanční stabilitu

Jak již bylo částečně zmíněno v kapitole 7 o objemu stínového bankovníctví, narazila FSB v začátcích svých regulatorních snah na nedostatek statistických dat týkajících se této oblasti. Z tohoto důvodu FSB věnuje od roku 2010 až do současnosti značné úsilí stanovení správné metodiky sběru dat (kapitola 7.1) a sjednocení dat poskytovaných jednotlivými jurisdikcemi. K této tematice pak každoročně vydává monitorovací zprávu *Global Shadow Banking Monitoring Report*.

Dalšími klíčovými dokumenty vydanými FSB jsou její doporučení týkající se dohledu a regulace stínového bankovníctví. První obsáhlý dokument, ve kterém FSB popsala základní principy regulace a plánované kroky do budoucna, byl vydán v říjnu 2011 pod názvem *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. Průběžná zpráva pod stejným názvem byla vydána v srpnu 2013, načež nejaktuálnější poznatky o stavu regulace stínového bankovníctví pocházejí z listopadu 2014 z dokumentu *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Financing*. Kromě těchto hlavních dokumentů FSB vydala i několik studií, které se týkaly specifické problematiky například repo obchodů či metodiky shromažďování dat.

Ve svých hlavních dokumentech navrhuje FSB ostatním regulačním autoritám, jak už bylo částečně popsáno v kapitole 7, rozdělit jejich snahy do dvou kroků. V prvním kroku (*macro-mapping*) je nutné sledovat a zaznamenat veškeré subjekty a činnosti podílející se na nebankovním finančním zprostředkování. V druhém kroku (*risk-focused*) je cílem soustředit případná regulační opatření jen na nebankovní finanční zprostředkování představující zvýšené systémové riziko (zvláště ve smyslu transformace úvěrového rizika, splatnosti, likvidity a vysokého pákového efektu) nebo indikující regulatorní arbitráž.

I když je právní prostředí v každé zemi odlišné, díky mezinárodnímu rozsahu stínového bankovníctví bylo nutné přístup k regulaci určitým způsobem sjednotit a vyvážit, aby nedocházelo k regulatorní arbitráži mezi jednotlivými státy, která by následně degradovala vliv už zavedených regulačních opatření. Podle FSB je tedy nutné zaměřit se na následujících pět oblastí stínového bankovníctví představujících zvýšené systémové riziko:

- **PROPOJENÍ TRADIČNÍHO A STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ**
- **FONDY PENĚŽNÍHO TRHU**
- **SEKURITIZACE**
- **REPO OBCHODY A PŮJČOVÁNÍ CENNÝCH PAPIRŮ**
- **OSTATNÍ SUBJEKTY STÍNOVÉHO BANKOVNICTVÍ**

8.2.1 Propojení tradičního a stínového bankovníctví

Rozvoj regulatorních doporučení v oblasti interakce tradičního a stínového bankovníctví dostal na starosti Basilejský výbor pro bankovní dohled (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS). Hlavním cílem regulace by mělo být **redukování rizika přelévání** (*spill-over risk*) mezi těmito dvěma sektory. BCBS již implementoval jisté úpravy pro posílení bankovních institucí do pravidel Basel II.5 a Basel III, nicméně další kroky byly nutné přijmout v následujících třech podoblastech (FSB, 2013a, s. 2).

Rozsah konsolidace

BCBS rozvíjí směrnice pro zlepšení mezinárodní konzistence v oblasti konsolidace. Cílem je zajistit, aby veškeré bankovní aktivity, včetně rozvahových a mimorozvahových stínových subjektů, byly správně konsolidovány do účetních rozvah a zahrnuty tak do obezřetnostního regulatorního rámce. Tímto se následně zajistí lepší viditelnost hranic mezi oběma sektory, což by mělo následně zajistit větší transparentnost systému a omezení regulatorní arbitráže. BCBS tuto tematiku stále zpracovává a koncem roku 2015 by měl připravit návrhy řešení ke konzultaci s veřejností a dotyčnými bankovními institucemi.

Investice bank do majetkových fondů (*equity funds*)

Regulace se dále týká investic tradičních bank do majetkových fondů, mezi nimiž jsou subjekty zapojující se do aktivit stínového bankovníctví. Byly určeny nové rizikově-obezřetnější výpočty kapitálových požadavků pro bankovní investice, do kterých jsou zahrnuta rizika podkladových investic daného fondu a jeho využití pákového efektu. Členové BCBS implementují tyto nové požadavky od 1. 1. 2017 u všech investic do majetkových fondů, které nejsou drženy za účelem obchodování.

Vysoké rizikové expozice

V dubnu 2014 byl představen regulatorní koncept, jehož úkolem je omezit vysokou rizikovou expozici dané banky vůči jedné protistraně. Účelem bylo zabránit problémům dané banky v případě defaultu jediné soukromé protistrany, přičemž protistranou může být například investiční fond, sekuritizační struktura a jiné entity zahrnující subjekty stínového bankovníctví. Banky by měly mít navíc od 1. 1. 2019 pevně stanovený limit pro vysokou rizikovou expozici na 25 % Tier 1 kapitálu (v případě systémově důležitých bank 15 %). Dojde tak ke zpřísnění podmínek, jelikož v současnosti se stále vychází z doporučení BCBS z roku 1991, kde je uveden sice stejný limit 25 %, ale z kapitálu celkového (BCBS, 2013, s. 7).

8.2.2 Fondy peněžního trhu

Fondy peněžního trhu (MMF) jsou jak důležitým zdrojem financování pro nebankovní zprostředkovatele, tak i zdrojem velkoobchodního financování bankovního systému. Představují pro investory instrumenty podobné depositům, jelikož je možné jejich podílové listy kdykoli odprodat za nominální hodnotu. Ve finanční krizi se ovšem zmíněné charakteristiky ukázaly jako vysoce nebezpečné, neboť díky nim jsou MMF velmi **náchylné k „runům“**.

Doporučení pro regulaci MMF zpracovává Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (IOSCO). Mezi její základní návrhy pro regulaci a management MMF patří převedení fondů se stabilní čistou hodnotou aktiv (NAV) na fondy s variabilní NAV (FSB, 2014c, s. 4). Tyto změny již v červenci 2014 aplikovala například americká Komise pro cenné papíry SEC, která od té doby požaduje, aby primární MMF, do nichž investují institucionální investoři, fungovaly na bázi variabilní NAV. Takovýto krok má za následek, že ceny podílových listů budou denně fluktuovat spolu s hodnotou podkladových aktiv ve fondu a fondy tak budou méně náchylné k náhlým hromadným výběrům. Náchylnost k „runům“ by dále měla omezit možnost nevládních peněžních fondů využít v dobách finanční tísně určitých záchranných sítí (*redemption gates*). Mezi další návrhy ochranných mechanismů patří například zvýšení požadavků na likviditu a nutnost podstoupení zátěžových testů, které prokážou kvalitu a odolnost daného fondu. Dalším doporučením je také zvýšená diversifikace fondů.

Evropská komise šla na druhou stranu cestou kapitálových polštářů ve výši 3 % pro fondy se stabilní hodnotou NAV. Mezi její návrhy dále patří požadavky na diversifikaci aktiv a nakonec i požadavky na denní a týdenní likviditu. Změny se dotýkají i valuačních metod, využívání externího úvěrového ratingu, reportingu a s tím spojené transparentnosti fondů. Návrhy jsou v současné době diskutovány Evropskou radou a Evropským parlamentem.

Přístupy ke změnám v regulaci MMF nadále monitoruje IOSCO, která pak své zjištění reportuje pravidelně Radě pro finanční stabilitu.

8.2.3 Sekuritizace

Regulaci v oblasti sekuritizace má na starosti stejně jako MMF Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry (IOSCO), která v listopadu 2012 vydala zprávu *Global Developments in Securitization Regulation*, jenž je ovšem spíše jen souhrnem názorů na problematiku jednotlivých národních orgánů a institucí pohybujících se v oblasti sekuritizace. Většina doporučení týkajících se sekuritizace se týká požadavků na původce sekuritizace, aby si musel ponechat alespoň část úvěrového rizika sekuritizovaných aktiv a nemohl tuto minimální část žádným způsobem převést na jiný subjekt. Zlepšit by se také měla podle návrhů transparentnost sekuritizace a mělo by dojít k určité standardizaci produktů. Diskuze na téma regulace sekuritizace stále probíhají.

8.2.4 Repo obchody a půjčování cenných papírů

Hlavním cílem v této oblasti je snížení rizik a procyklických stimulů spojených s finančními transakcemi s cennými papíry. Této problematice se věnuje samostatný dokument vydaný FSB v srpnu 2013 *Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, ve kterém spadají navrhovaná doporučení do tří kategorií. První kategorie se týká vylepšení transparentnosti, druhá samotné regulace a třetí strukturálním aspektům repo trhů (FSB, 2013b, s. 1).

Co se týče **transparentnosti**, národní regulační autority by měly urychleně začít shromažďovat podrobnější data od velkých mezinárodních finančních institucí ohledně jejich expozic na repo trzích a trzích půjčování cenných papírů. Tato data by měla obsahovat jak údaje o obchodování v určitém časovém intervalu (tokové veličiny, *flow data*), tak i stavy obchodní bilance (stavové veličiny, *stock data*). Na měsíční bázi by se pak měla tato data z jednotlivých národních jurisdikcí zasílat FSB, která by pak mohla následně monitorovat globální trendy ve finančních transakcích s cennými papíry. Postup ke sběru požadovaných dat by měl být mezinárodně co nejvíce standardizovaný, aby výsledky mezi jednotlivými jurisdikcemi byly porovnatelné a aby například nedocházelo k dvojitému započítávání.

Kategorie doporučení týkajících se **regulace** se věnuje zejména implementaci minimálních požadavků na půjčovatele (v případě repo obchodů prodejce) cenných papírů, který by měl dodržovat určité minimální požadavky na reinvestování peněžního kolaterálu při půjčování (prodeji) cenných papírů na velmi krátkou dobu či na požádání. Mělo by tak dojít ke snížení nesouladu mezi splatnostmi jeho aktiv a závazků (snížení rizika transformace splatnosti) a dále pak i ke snížení rizika likvidity. Finanční zprostředkovatelé, kteří využívají kolaterál svých klientů (*rehypothecation*) ke svým dalším aktivitám by měli poskytnout těmto klientům dostatek informací o případných rizicích s tím spojených. Tyto aktivity by měly být nakonec povoleny jen zprostředkovatelům, jejichž likviditní riziko je náležitě regulováno. V neposlední řadě by měly být zavedeny standardy pro hodnocení a management kolaterálu.

Doporučení ohledně **struktury** repo trhů a trhů půjčování cenných papírů se týkají zavedení tzv. ústředních protistran (*central counterparty*), které by měly za úkol centrální vypořádání obchodů (*central clearing*). V jurisdikcích využívajících centrálního vypořádání tak všechny obchody prochází přes ústřední protistranu, která v případě problémů jedné ze stran daného obchodu zaručí vypořádání druhé straně, což snižuje celkové systémové riziko. Tato ústřední protistrana taky shromažďuje případné záruky jednotlivých stran pro dotyčné obchody. Nevýhodou tohoto systému je samozřejmě spoléhání se na jednu velkou centrální instituci, která by musela být v případě finanční tísně „udržena nad vodou“ (pravděpodobně vládou), jinak by došlo ke zhroucení systému. Jednotlivé jurisdikce by měly analyzovat klady a zápory (náklady) případného zavedení takového systému. Jurisdikce již tento systém využívající by pak měly analyzovat možnosti jeho rozšíření.

8.2.5 Ostatní subjekty stínového bankovníctví

Ostatními subjekty stínového bankovníctví myslí FSB (2013c, s. 1) nebankovní finanční subjekty jiné než fondy peněžního trhu. Regulační koncept takovýchto subjektů vychází z dokumentu vydaného v srpnu 2013 s názvem *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. Jedna z pracovních skupin FSB pak vyfiltrovala následujících devět typů těchto subjektů:

- úvěrové investiční fondy (*credit investment funds*);
- burzovně obchodovatelné fondy (*exchange traded funds*);
- úvěrové hedgeové fondy (*credit hedge funds*);
- fondy soukromého kapitálu (*private equity funds*);
- obchodníci s cennými papíry (*securities broker-dealers*);
- sekuritizační jednotky (*securitization entities*);
- poskytovatelé úvěrového posílení a finanční ručitelé (*credit insurance providers and financial guarantors*);
- finanční společnosti (*financial companies*) a
- svěřenecké společnosti (*trust companies*).

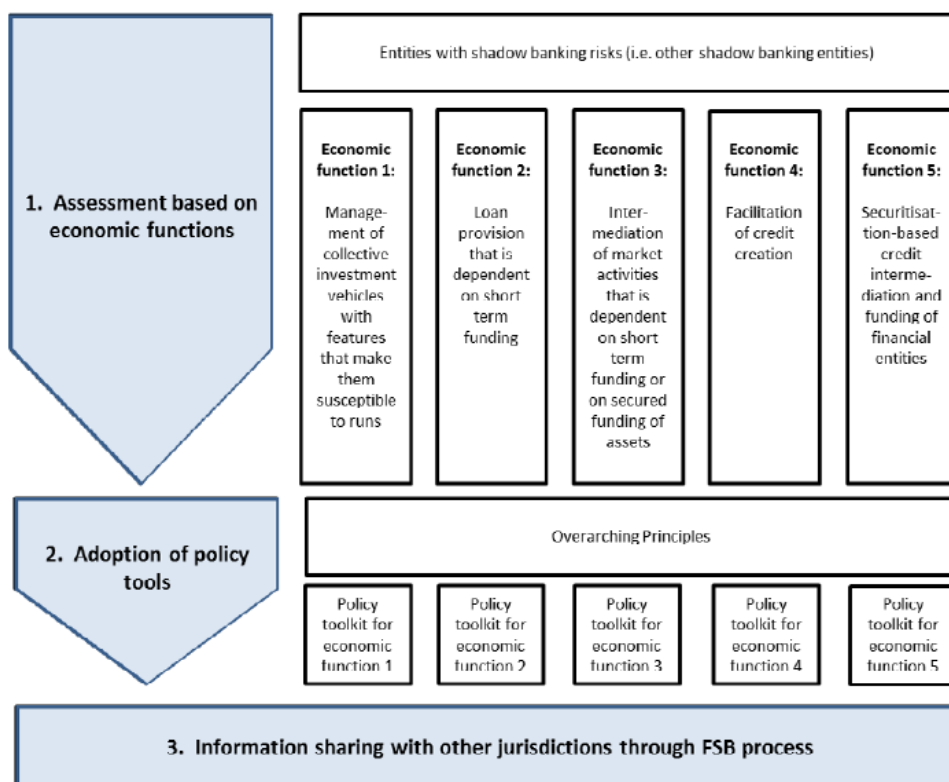
Při zhodnocování a porovnávání různých subjektů z tohoto výběru byla patrná značná heterogenita v business modelech a rizikových profilech jednotlivých subjektů. Tato diverzita nebyla jen mezi různými typy subjektů, ale dokonce byly značné rozdíly i mezi více subjekty stejného typu. Heterogenita byla samozřejmě prohloubena i díky rozdílným jurisdikcím a regulatornímu prostředí v různých zemích. Další charakteristickou vlastností subjektů výše byla značná dynamika a pozitivní přístup k finančním inovacím. Ze všech zmíněných důvodů FSB zavádí hodnocení těchto subjektů na základě pěti **ekonomických funkcí** (*assessment based on economic functions*), nikoliv na základě jejich právní formy. Takovýto styl hodnocení by měl být dostatečně flexibilní při vzniku nových inovativních subjektů a i v případě, že by takovýto nový subjekt nebylo možné zařadit pod žádnou z nabízených ekonomických funkcí, může se v případě nutnosti přidat po zevrubné analýze funkce nová. Navrhované ekonomické funkce jsou:

- řízení jednotek kolektivního investování s prvky, které je činí náchylné k „runům“;
- poskytování úvěrů závislých na krátkodobém financování;
- zprostředkování činností na trhu závislých na krátkodobém financování nebo zajištěném financování aktiv;
- podpora tvorby úvěrů a
- zprostředkování úvěrů závislé na sekuritizaci a financování finančních subjektů.

FSB (2013c, s. 14) následně zavádí pro každou ekonomickou funkci **soubor nástrojů** (*adoption of policy tools*), ze kterých můžou při zavádění regulace dohledové orgány čerpat. Nástroje zahrnují různé typy požadavků na kapitál a na likviditu, stejně tak likviditní polštáře, limity na zadlužení, omezení volby investičních nástrojů a jiné omezující nástroje. Dohledové orgány v různých jurisdikcích si tak mohou vybrat nástroje, které nejlépe odpovídají právnímu prostředí jejich země a které snižují ten typ rizika, na který se v danou chvíli chtějí zaměřit.

Třetí fází je pak **proces vzájemné výměny informací** (*information-sharing process*) mezi dohledovými orgány v jednotlivých jurisdikcích. Vyměňované informace budou popisovat, jakému typu subjektu byla přiřazena jaká ekonomická funkce a současně bude i vysvětleno, jakým způsobem je daný subjekt zapojen do aktivit stínového bankovníctví a tedy jaký druh rizika představuje. Jednotlivé jurisdikce si musí také sdělovat, jaký nástroj k regulaci daného subjektu využily, aby byla zajištěna konsistence v regulaci napříč jurisdikcemi a zamezilo se tak regulační arbitráži.

Celý koncept regulace ostatních subjektů stínového bankovníctví je znázorněn na schématu níže.



Obr. 33: Schéma konceptu regulace ostatních subjektů stínového bankovníctví (FSB, 2013c, s. 5)

9 Závěr

I když pojem „stínové bankovníctví“ použil ekonom Paul McCulley až v srpnu 2007, subjekty a činnosti stínového bankovníctví se začaly objevovat už na přelomu 70. a 80. let 20. století. Vzestup stínového bankovníctví zapříčinil dle studií zaprvé prudký rozvoj informačních technologií spojený s možností konstruování velmi komplexních finančních nástrojů a zadruhé snahy finančních institucí vyhnout se stupňující se regulaci bankovního sektoru. Takovéto snahy jsou jinak nazývány „regulatorní arbitráž“ a týkaly se zprvu obcházení povinných minimálních rezerv a úrokových stropů pomocí fondů peněžního trhu. Druhým faktorem vedoucím k regulatorní arbitráži bylo postupné zvyšování kapitálových a jiných požadavků na banky v tradičním bankovním sektoru, což znevýhodňovalo jejich pozici vůči investičním bankám a nebankovním institucím.

Na začátku práce byly stanoveny nejdůležitější rysy stínového bankovníctví. První charakteristickou vlastností stínových činností je jejich pozice mimo řádný (tradiční) bankovní systém, i když díky silnému propojení a splyvání stínového a tradičního sektoru je někdy velmi těžké určit, jaké aktivity ještě spadají do aktivit stínových. Pevná a zřetelná hranice mezi oběma sektory většinou neexistuje. Další charakteristikou je, jak bylo popsáno výše, regulatorní arbitráž, která se stala hnací silou rozvoje stínového bankovníctví a jeho inovací. Důležitou vlastností je také tržní (velkoobchodní) financování stínového sektoru na rozdíl od tradičního bankovníctví financovaného převážně deposity.

Základními pilíři stínového bankovníctví jsou sekuritizace, repo obchody a půjčování cenných papírů, skrze něž dochází k transformaci splatnosti, likvidity a úrokového rizika. Vznikají dlouhé spletité úvěrové řetězce a jsou využívány velmi komplexní finanční nástroje, což má za následek značnou netransparentnost celého systému. Jelikož je stínové bankovníctví financováno převážně krátkodobými zdroji a nepodléhá vládním zárukám a garancím, je v případě finančních turbulencí velmi náchylné k „runům“, což se ukázalo i při finanční krizi v roce 2008.

V průběhu práce byly popsány hlavní subjekty a činnosti stínového bankovníctví. Značný prostor je věnován sekuritizaci, na které dle studií celý stínový sektor stojí. To je i velmi dobře vidět z popisu procesu úvěrového zprostředkování, jemuž se věnuje důležitá kapitola 5.3. Základních sedm kroků v tomto procesu jsou poskytnutí úvěru, shromažďování úvěrů, emise ABS, shromažďování ABS, emise ABS CDO, zprostředkování ABS a velkoobchodní financování.

Hlavní cíl práce byl naplněn v šesté kapitole, kde byl zhodnocen vliv stínového bankovníctví na tradiční bankovní sektor a změřen rozsah tohoto vlivu v jednotlivých jurisdikcích. Systémové riziko stínového bankovníctví je spojeno s jeho interakcí s tradičním bankovním sektorem. Existují přímé vazby mezi oběma sektory, které vznikají například tím, že jsou tradiční banky mnohdy součástí úvěrových řetězců stínových subjektů. Stínové banky jsou často také vlastněny tradičními bankovními domy a jsou jimi skrze různé garance podporovány. V neposlední

řadě dochází k vzájemnému financování obou sektorů. Nepřímé vazby způsobuje fakt, že oba sektory investují do stejných či podobných aktiv a uzavírají kontrakty se stejnými protistranami. Pokud dojde k finančním problémům na trhu, problémy jednoho sektoru se velmi rychle přelejí do sektoru druhého (*spill over effect*) a tím se celková situace na trzích ještě zhorší. Dle dat z konce roku 2013 se sice propojenost obou sektorů o něco snížila oproti roku 2012, nicméně stále je vzájemná expozice obou sektorů faktorem zvyšujícím systémové riziko a musí být regulačními orgány náležitě monitorována. Měření vlivu stínového bankovníctví na tradiční bankovní sektor a rizik z toho vyplývajících provádí FSB pomocí tzv. přímé úvěrové expozice (*direct credit exposure*) a vzájemné finanční závislosti (*funding interdependence*) obou sektorů.

Jak ukázala finanční krize 2008, stínové bankovníctví může mít velké dopady i z makroekonomického pohledu. Stínový sektor je například vysoce procyklický. V dobách konjunktury dochází k uvolněnějšímu půjčování a nárůstu pákového efektu. Během recesí hrozí naopak prudké výprodeje (*fire sales*), které se díky výše popsanému propojení s tradičním bankovníctvím rychle přelejí do celého finančního systému a může dojít k zamrznutí úvěrových kanálů na trzích krátkodobé likvidity (*credit crunch*). Schopnost přijímat riziko ve stínovém bankovníctví je pak ovlivněna měnovou politikou, která by měla tudíž brát při svých činnostech ohled i na vliv jejích kroků na nebankovní subjekty a činnosti. V neposlední řadě může mít stínové bankovníctví i fiskální dopady, když se systémově důležité stínové subjekty (zejména důležité dealeři, institucionální fondy peněžního trhu, zajišťovny atd.) dostanou do finančních problémů a vláda je nucena poskytnout jim finanční podporu (*bailout*).

Co se týká objemu stínového bankovníctví, obecně lze říci, že nejvyšší absolutní výše dosahují stále rozvinuté ekonomiky v čele s USA a Velkou Británií. Podíl nebankovního zprostředkování je pak poměrně vysoký také v Nizozemsku a Japonsku. Rozvíjející se ekonomiky jsou v čele naopak svými meziročními přírůstky, když například Argentina, Čína i Turecko zaznamenaly meziroční nárůst aktiv ostatních finančních zprostředkovatelů o více než 20 %. Zejména v případě Číny je třeba celou situaci náležitě monitorovat, jelikož se z globálního hlediska jedná o jednu z nejdůležitějších a největších světových ekonomik. Pokud by se čínský stínový a následně nevyhnutelně i tradiční bankovní sektor dostal do jakýchkoli problémů, pocítily by to velmi rychle ekonomiky po celém světě.

Závěrečná část práce se věnuje regulaci stínového bankovníctví. Primární problém, který musela FSB v posledních letech řešit, je nedostatek a nejednotnost dat ohledně objemu stínového bankovníctví. V této oblasti již došlo k poměrně velkým pokrokům, když byla určena jednotná metodika pro sběr dat a postupem času se rozvíjí i sjednocení v oblasti konsolidace, což samozřejmě umožňuje lepší porovnatelnost mezi jednotlivými jurisdikcemi. FSB dále zavedla sedm obecných zásad, kterých by se měly dohledové orgány držet při tvorbě a provádění regulačních opatření pro stínové bankovníctví. Opatření by tedy měla být cílená, přiměřená, zaměřená do budoucnosti a přizpůsobitelná, efektivní a podléhající přezkumu.

FSB své regulatorní doporučení soustředí do pěti oblastí. První oblast se týká propojení stínového a tradičního bankovníctví, kde by mělo být redukováno riziko přelévání. Druhou oblastí je náchylnost fondů peněžního trhu k „runům“, kde se nabízí řešení v podobě transformace fondů se stabilní NAV na fondy s variabilní NAV a dále zavedení určitých záchranných sítí pro fondy peněžního trhu. Třetí oblast zahrnuje velmi problémovou sekuritizaci, u které by mělo dojít k omezení možnosti převodu úvěrového rizika z původce na jiné subjekty. Dále je třeba zlepšit transparentnost strukturovaných produktů a lépe je standardizovat. Čtvrtým cílem FSB jsou repo obchody a půjčování cenných papírů, kde je nutné redukovat využívání kolaterálu svých klientů finančními zprostředkovateli pro jejich další aktivity (*rehypothecation*). Návrhy obsahují jako v případě sekuritizace zlepšení transparentnosti a dále například zavedení tzv. ústředních protistran, které by měly za úkol centrální vypořádání obchodů (*central clearing*). Poslední oblastí regulatorních doporučení jsou ostatní subjekty stínového bankovníctví, pro které FSB zavádí hodnocení dle určitých ekonomických funkcí a pro každou z těchto funkcí zavedla soubor nástrojů, ze kterých si mohou dohledové orgány vybrat pro daný subjekt ty nejvhodnější. Celý proces zastřešuje vzájemná výměna informací mezi jednotlivými jurisdikcemi, díky níž může být významně redukována mezinárodní regulatorní arbitráž. Následující odstavce se věnují poslednímu cíli práce, čímž je zhodnocení dosavadních regulatorních snah a navrnutí případných zlepšení.

Pokud mám zhodnotit stav regulace stínového bankovníctví, rozdělil bych nejdříve regulatorní snahy na následujících pět etap. V první etapě dochází k identifikaci subjektů a aktivit stínového bankovníctví a ke sběru dat. Tato etapa probíhala například i za asistence Evropské komise, která zavedla veřejnou diskuzi na téma stínového bankovníctví ve formě zelené knihy, kde se dotazovala různých soukromých i veřejných finančních institucí, jaký mají na tuto tematiku názor. V druhé etapě se identifikované subjekty a činnosti zevrubně zkoumají na základě všech shromážděných dat a na základě odezvy dotazovaných institucí. Druhou etapu uzavírá ustanovení rizikových oblastí stínového bankovníctví. V etapě třetí je vytvořena metodika pro zavádění regulačních opatření v podobě doporučení FSB, která jsou zaměřena spíše na aktivity stínového sektoru než na jednotlivé subjekty, aby mohly být využity napříč všemi rozdílnými jurisdikcemi. Ve čtvrté etapě dochází k zavádění jednotlivých regulačních opatření a závěrečná pátá etapa by podle mého názoru měla obsahovat zpětnou vazbu, tudíž různé testy stability stínového bankovníctví (například podkapitola 8.2.2 zátěžové testy fondů peněžního trhu).

Nelze ovšem říci, že s příchodem nové etapy etapa předcházející zcela končí. Regulace stínového bankovníctví představuje průběžný dlouhotrvající a v podstatě nekonečný proces. I když se v současnosti obecně nacházíme na pomezí třetí a čtvrté etapy, neznamená to, že by byl například zcela vyřešen sběr a kvalita poskytovaných dat. V této oblasti zůstává stále velký prostor pro zlepšení hlavně ve smyslu zvýšení detailnosti poskytovaných dat jednotlivými jurisdikcemi. Další fakt je ten, že v průběhu finanční krize nebyl dostatek času na zevrubný průzkum stínových aktivit a bylo třeba rychle jednat, tudíž došlo k zavedení některých opatře-

ní jen po krátké intenzivní analýze problému (například Dodd-Frank Act). Celkově lze navíc říci, že Spojené státy americké reagovali na problémy spojené se stínovým bankovníctvím rychleji než Evropa a regulační opatření byla schválena dříve. Tuto skutečnost přisuzuji tomu, že USA fungují kompaktně jako jeden stát s centrálními dohledovými orgány a tudíž mohou přijmout požadovaná opatření hbitěji bez nutnosti mnohých konzultací, jako je tomu v případě Evropské unie.

Doporučení FSB každopádně považuji veskrze za vhodná a vyzdvihnul bych hlavně správnou snahu FSB zaměřit se nikoli na subjekty, ale na aktivity stínového bankovníctví a v případě subjektů na jejich ekonomické funkce. To má za následek obecnou využitelnost doporučení v rozdílných jurisdikcích a jejich velkou flexibilitu, která je naprosto klíčová při dynamice změn ve stínovém sektoru. Stejně tak souhlasím s přeměnou fondů peněžního trhu se stabilní hodnotou NAV na fondy s variabilní NAV, jelikož v případě tržních turbulencí nebude docházet ke zkreslování hodnoty fondů a ceny podílových listů budou odrážet skutečnou realitu. Záchranné sítě (*redemption gates*) dále poskytnou alespoň nějakou záruku záchrany prostředků ve fondu v případě prudkého poklesu cen držaných cenných papírů, což zbrzdí problematické hromadné výběry („runy“).

Dva nejdůležitější cíle regulace stínového bankovníctví jsou z mého pohledu snížení systémového rizika a zamezení regulatorní arbitráži. Z tohoto hlediska bych zde rád upozornil na následující problém. Regulační úřady mají někdy tendenci řešit systémové riziko skrze regulaci systémově důležitých (většinou tedy velkých) subjektů (například v USA *Systematically Important Financial Institutions*, SIFI). Takovýto selektivní přístup ale sám podněcuje regulatorní arbitráž, jak uvádí Roubini (2011, s. 190): „*Napříště by se finanční zprostředkování pouze přesunulo z větších, nově regulovaných institucí k jejich méně významným kolegům. Bez ohledu na menší velikost by se tyto méně regulované instituce postupně staly pro celkový systém důležité a jejich kolektivní krach by byl také komplikovaný.*“ Jakákoli nová opatření by tedy měla být zaváděna plošně ve všech institucích s tím, že u systémově důležitých subjektů mohou být opatření jen o něco málo přísnější. Z mého pohledu by měl být rozdíl ne vyloženě v regulaci systémově důležitých a menších subjektů, nýbrž v monitoringu. Aktivity systémově důležitých subjektů je zkrátka nutné velmi pozorně a detailně sledovat. Stejně tak nemohu souhlasit s Evropskou komisí, když ve své zelené knize (2012, s. 7) řadí mezi pozitiva stínového bankovníctví diversifikaci rizika mimo bankovní systém a efektivnější usměrňování zdrojů. Diversifikace rizika mimo bankovní systém v mých očích představuje právě regulatorní arbitráž a s tím spojené systémové riziko, které je spojené s „vyvedením“ rizika mimo bankovní systém do neregulované oblasti. Efektivita usměrňování zdrojů je také velmi sporná, když v době silně rozvinutého stínového sektoru a sekuritizace vznikla obrovská bublina na nemovitostních trzích USA a její splasknutí mělo fatální následky pro investory na celém světě.

I když FSB pokrývá opravdu široké spektrum všech možných návrhů regulačních opatření, nezdá se mi, že by věnovala dostatečnou pozornost dvěma z mého

pohledu klíčovým oblastem. První oblastí je regulace zajištěných dluhových obligací (CDO), druhou oblastí je pak současný model fungování ratingových agentur.

Pokud cílem regulačních opatření v oblasti sekuritizace je zvýšení transparentnosti a standardizace, v případě CDO k tomu lze dojít jen velmi těžce. Problémem je přílišná „vzdálenost“ těchto produktů od podkladových aktiv. K oceňování CDO se využívají různé strategie řízení rizika a složité matematické modely založené na spoustě předpokladů, přičemž při nedávné finanční krizi se ukázaly dotyčné strategie jako nedostatečné a předpoklady modelů jako mylné. Jelikož rizika takovýchto produktů silně převažují nad případnými (pokud vůbec nějakými) pozitivy, doporučuji CDO přísně regulovat, přičemž další „přebalování“ CDO do CDO² nejlépe přímo zakázat.

Stínové bankovníctví postavené na sekuritizačních aktivitách a na krátkodobém financování pomocí kolaterálu ve formě strukturovaných cenných papírů by nebylo možné, pokud by takovéto cenné papíry nebyly považovány za vysoce kvalitní, neboli pokud by neměly vysoký rating.

Ratingové agentury jsou v obrovském střetu zájmů nejen proto, že jsou placeny emitenty cenných papírů, aby jejich emise co nejlépe ohodnotily a oni je tak mohli prodat investorům za co nejvyšší cenu, ale dokonce poskytují konzultace pro klienty týkající se toho, jak nejvyššího ratingu dosáhnout. První regulační kroky v oblasti ratingových agentur by tedy měly vést k zákazu poskytování jakýchkoli poradenských služeb investorům. Americká SEC již navrhla některá opatření, která zakazují agenturám poskytovat konzultace svým klientům. Takovéto řešení je ovšem nedostatečné, jelikož se velmi špatně hlídá. Plošný zákaz konzultační činnosti by byl podle mého názoru účinnější. Radikálnějším řešením za účelem v podstatě kompletní eliminace střetu zájmů by pak bylo navrátit se k původnímu business modelu ratingových agentur, kdy poskytovaly investiční doporučení investorům, nikoli emitentům. Problém černého pasažéra (investoři si nakupovaná doporučení předávali) by se mohl řešit tím, že by institucionální investoři platili pravidelně regulátorům poplatky, ze kterých by pak byl financován nákup hodnocení od schválených ratingových agentur.

Literatura

Knižní zdroje

- BAIG, Suleman a Moorad CHOUDHRY. *The mechanics of securitization: a practical guide to structuring and closing asset-backed security transactions*. 1. vyd. Hoboken, N.J.: J. Wiley, c2013, 182 s. ISBN 978-1-118-22073-3.
- CLAESSENS, Stijn. *Shadow banking within and across national borders*. 1. vyd. Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2015, 437 s. ISBN 978-981-4602-709.
- GERDING, Erik F. *Law, bubbles and financial regulation: private equity, hedge and all core structures*. 5., aktualiz. vyd. West Sussex, England: John Wiley, 2014, 543 s. ISBN 978-0-415-77939-5.
- HUDSON, Matthew. *Funds: private equity, hedge and all core structures*. 5., aktualiz. vyd. West Sussex, England: John Wiley, 2014, 361 s. ISBN 978-1-118-79036-6.
- JÍLEK, Josef. *Moderní finanční produkty - repo obchody*. 1.vyd. Praha: Grada, 1999, 601 s. ISBN 80-716-9803-2.
- JÍLEK, Josef. *Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006, 260 s. ISBN 80-247-1826-X.
- JÍLEK, Josef. *Finanční rizika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2000, 635 s. Wiley finance series. ISBN 80-716-9579-3.
- REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.
- ROUBINI, Nouriel a Stephen MIHM. *Krizová ekonomie: budoucnost finančnictví v kostce*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 295 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4102-4.
- SOROS, George. *Finanční turbulence v Evropě a Spojených státech*. 1. vyd. Brno: BizBooks, 2013, 141 s. ISBN 978-80-265-0049-0.

Elektronické zdroje

- ACHARYA, Viral V. Hemal KHANDWALA a T. Sabri ÖNCÜ. *The Growth of a Shadow Banking System in Emerging Markets: Evidence from India*. [online]. Federal Reserve Bank of Chicago, březen 2010 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <https://www.chicagofed.org/~media/others/events/2013/international-conference/acharya-110713-session345pm-pdf.pdf>
- AFME, 2015. *Data Snapshot: AFME Securitization Q1 2015* [online]. Květen 2015 [cit. 2015-05-01]. Dostupné z: <http://www.afme.eu/Divisions/Securitisations.aspx>
- BCBS, 2013. *Supervisory framework for measuring and controlling large exposures* [online]. Červen 2013 [cit. 2015-05-01]. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/bcbs246.pdf>
- BILLIO, Monica, Mila GETMANSKY, Dale F. F. GRAY, Andrew W. LO, Robert C. MERTON a Loriana PELIZZON. *Sovereign, Bank and Insurance Credit Spreads: Connectedness and System Networks* [online]. Cambridge, duben 2013 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <https://www.sec.gov/divisions/riskfin/seminar/pelizzon042913.pdf>
- Blackrock, Inc. *Understanding Asset Backed Commercial Paper* [online]. 2013 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <https://emea.blackrockcash.com/content/stream.jsp?url=/publish/repository/downloads/uk/pdfs/abcp.pdf>
- CLAESSENS, Stijn a Lev RATNOVSKI. *IMF Working Paper: What is Shadow Banking?* [online]. International Monetary Fund, únor 2014 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1425.pdf>
- CLAESSENS, Stijn, Zoltan POZSAR, Lev RATNOVSKI a Manmohan SINGH. *Shadow Banking: Economics and Policy* [online]. Prosinec 2012 [cit. 2015-05-03]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf>
- COMOTTO, Richard. *Shadow banking and repo* [online]. Březen 2012 [cit. 2015-05-03]. Dostupné z: <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Market-Practice/Regulatory-Policy/Repo-Markets/Shadow%20banking%20and%20repo%20%20March%202012.pdf>
- ČNB, 2012. *Stanovisko ČNB a odpovědi na kladené otázky ke konzultačnímu materiálu Evropské komise „Green Paper on Shadow Banking* [online]. [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/stanoviska_cnb/download/shadow_banking_stanovisko_cnb.pdf
- DUCA, John V. *What Drives the Shadow Banking System in the Short and Long Run* [online]. Federal Reserve Bank of Dallas, únor 2014 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <https://www.dallasfed.org/assets/documents/research/papers/2014/wp1401.pdf>
- ECB, 2012. *Shadow Banking in the Euro Area: An Overview* [online]. [cit. 2015-03-21]. ISSN 1725-6534. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp133.pdf>
- ECB, 2008. *ECB monthly bulletin: February 2008* [online]. [cit. 2015-04-21]. ISSN 1725-2822. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200802en.pdf>

- Evropská komise, 2012. *Zelená kniha: Stínové bankovníctví* [online]. Brusel, 2012 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_cs.pdf
- Evropská komise. *Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o fondech peněžního trhu* [online]. 2013 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z:
<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2013/CS/1-2013-615-CS-F1-1.Pdf>
- ESF, 1999. *European Securitisation: A Resource Guide* [online]. [cit. 2015-04-29]. Dostupné z:
<http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/resourceguide.pdf>
- FCIC, 2010. *Shadow Banking and the Financial Crisis* [online]. [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/2010-0505-Shadow-Banking.pdf
- FSB, 2011a. *Shadow Banking: Scoping the issues* [online]. Duben 2011 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf
- FSB, 2011b. *Strengthening Oversight and Regulation* [online]. Říjen 2011 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf
- FSB, 2012a. *Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues* [online]. Duben 2012 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_120427.pdf
- FSB, 2012b. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012* [online]. Listopad 2012 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_121118c.pdf
- FSB, 2013a. *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview for Policy Recommendations* [online]. Srpen 2013 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf
- FSB, 2013b. *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos* [online]. Srpen 2013 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829b.pdf
- FSB, 2013c. *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities* [online]. Srpen 2013 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf
- FSB, 2013d. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013* [online]. Listopad 2013 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_121118c.pdf
- FSB, 2014a. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014* [online]. Říjen 2014 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf
- FSB, 2014b. *Consultative Document: Standard Processes for Global Securities Financing Data Collection and Aggregation* [online]. Listopad 2014 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z:
<http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/Global-SFT-Data-Standards-Consultative-Document.pdf>

- FSB, 2014c. *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-Based Financing: An Overview of Progress and a Roadmap for 2015* [online]. Listopad 2014 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/Progress-Report-on-Transforming-Shadow-Banking-into-Resilient-Market-Based-Financing.pdf>
- GODFREY, Brian a Brian GOLDEN. *Measuring Shadow Banking in Ireland using Granular Data* [online]. Říjen 2012 [cit. 2015-04-21]. Dostupné z: <https://www.centralbank.ie/publications/Documents/Measuring%20Shadow%20Banking%20in%20Ireland%20using%20Granular%20Data.pdf>
- GORTON, Gary a Andrew METRICK. *Regulating Shadow Banking* [online]. 2010 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall-2010/2010b_bpea_gorton.pdf
- HARUTYUNYAN, Artak, Alexander MASSARA, Giovanni UGAZIO, Goran AMIDZIC a Richard WALTON. *Shedding Light on Shadow Banking* [online]. International Monetary Fund, Londen 2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1501.pdf>
- JOBST, Andreas. *What is Securitization?* [online]. IMF, Září 2008 [cit. 2015-04-29]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf>
- KABELÍK, Karel. *Stínové bankovníctví* [online]. Praha, 2014 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: https://www.czech-ba.cz/sites/default/files/cba_kabelik_stinove_bankovnictvi.pdf
- LUTTRELL, David, Harvey ROSENBLUM a Jackson THIES. *Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned* [online]. Dallas, listopad 2012 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <https://www.dallasfed.org/assets/documents/research/staff/staff1203.pdf>
- MEHRLING, Perry, Zoltan POZSAR, James SWEENEY, Daniel H. NEILSON, Walter BAGEHOT a David CLINTON. *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance* [online]. Srpen 2012 [cit. 2015-03-21]. ISBN 10.1163/1877-5888_rpp_sim_026016. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2232016
- PIMCO, 2009. *Global Central Bank Focus: Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey* [online]. Květen 2009 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/2010-0505-Shadow-Banking.pdf
- POSCHMANN, Jenny. *The Shadow Banking System: Survey and Typological Framework* [online]. Halle, 2012 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <https://www.db-thueringen.de/servlets/DerivateServlet/Derivate-28570/27.pdf>
- POZSAR, Zoltan, Tobias ADRIAN, Adam ASHCRAFT a Hayley BOESKY. *Shadow Banking* [online]. Federal Reserve Bank of New York, prosinec 2013 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <http://www.newyorkfed.org/research/epr/2013/0713adri.pdf>
- POZSAR, Zoltan, Tobias ADRIAN, Adam ASHCRAFT a Hayley BOESKY. *Shadow Banking* [online]. Federal Reserve Bank of New York, červenec 2010 [cit. 2015-05-01]. Dostupné z: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf

RICKS, Morgan. *Shadow Banking and Financial Regulation* [online]. International Monetary Fund, 2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/mcm/pdf/Ricks.pdf>

SCHWARCZ, Steven L. *Regulating Shadow Banking* [online]. 2012 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3121&context=faculty_scholarship

Webové stránky

Evropská komise: Tiskové zprávy. *Plán Komise na řešení rizik spojených se stínovým bankovníctvím* [online]. Brusel, 2013 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-812_cs.htm?locale=cs

Evropská komise: Banking and Finance. *Money Market Funds* [online]. 2013 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/finance/investment/money-market-funds/index_en.htm

FT Alphaville. *The decline of US Shadow Banking, charted.* [online]. Květen, 2012 [cit. 2015-05-05]. Dostupné z: <http://ftalphaville.ft.com/2012/05/29/1021101/the-decline-of-us-shadow-banking-charted/>

ICMA. *Frequently Asked Questions on Repo* [online]. 2015 [cit. 2015-04-28]. Dostupné z: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/>

Investopedia. *Disctionary* [online]. 2015 [cit. 2015-05-05]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/dictionary/>

Irish Stock Exchange: Debt Documents. *Prospectus of Ambassador Structured Finance CDO, LTD* [online]. Leden, 2006 [cit. 2015-04-28]. Dostupné z: http://www.ise.ie/debt_documents/FinProspectus_AMBASSADOR%20STRUCTURED%20OFINANCE%20CDO,%20LTD_04.01.06_2115.pdf

SAFE. *Asset Backed Securities need to be better regulated* [online]. Říjen, 2014 [cit. 2015-04-28]. Dostupné z: <http://safe-frankfurt.de/news-media/all-news/news-view/article/jan-pieter-krahnhen-asset-backed-securites-need-to-be-better-regulated.html>

Dokumentární filmy

Inside Job [film]. Directed by Charles FERGUSSON. USA: Sony Pictures Classics. 2010.

Přílohy

Příloha 1: Šablona FSB pro sběr dat ohledně objemu stínového sektoru²⁴

Main template for the macro-mapping - from Flow of Funds / sector balance sheet data*

Please fill in the template with figures in USD millions, converted at the exchange rate at the end of the period (and insert exchange rate used in column 36)

(USD mil)

	Col 1	Col 2	Col 3	Col 4	Col 5	Col 6	Col 7	Col 8	Col 9	Col 10	Col 11	Col 12	Col 13	Col 14	Col 15	Col 16	Col 17	Col 18	
STOCK of financial assets as of end-year	Financial Institutions = (col 2) + (col 3) + (col 4) + (col 5) + (col 6) + (col 7) + (col 8) + (col 9) + (col 10) + (col 11) + (col 12) + (col 13) + (col 14) + (col 15) + (col 16) + (col 17) + (col 18)	Central Bank	Deposit-Taking Institutions = (col 4) + (col 7) + (col 10)	Banks	Assets to OFIs	Liabilities to OFIs	XX (Note 1)	Assets to OFIs	Liabilities to OFIs	Others	Assets to OFIs	Liabilities to OFIs	Insurance Companies (Note 2, 3)	Pension Funds (Note 2, 3)	Public Financial Institutions = (col 15) + (col 17)	Public Financial Institutions (Note 3, 4)	XX (Note 1-4)	Others	
2002																			
2003																			
...																			
2013																			
Source (Description, confidentiality, URL) (Note 11)																			
Note (Detailed definition etc.)																			

	Col 19	Col 20	Col 21	Col 22	Col 23	Col 24	Col 25	Col 26	Col 27	Col 28	Col 29	Col 30	Col 31	Col 32	Col 33	Col 34	Col 35	Col 36	
STOCK of financial assets as of end-year	Other Financial Intermediaries = sum of col 20 to col 34	MMFs - of which constant NAV or equivalent (Note 5)	Other MMFs (Note 5)	Finance Companies	Structured Finance Vehicles	Hedge Funds (Note 6, 8)	Other Investment Funds - equity funds (Note 7, 8)	Other Investment Funds - fixed income funds (Note 7, 8)	Other Investment Funds - other funds (Note 7, 8)	Broker-dealers	Real Estate Investment Funds and Trusts	Trust Companies	XX (Note 1)	XX (Note 1)	XX (Note 1)	Others	Financial Auxiliaries (Note 9)	Exchange rate at end of the period (Note 10)	
2002																			
2003																			
...																			
2013																			
Source (Description, confidentiality, URL) (Note 11)																			
Note (Detailed definition etc.)																			

*: Members may complement the Flow of Funds / sector balance sheet data with other information. If data is unavailable, please fill in "N/A" or keep it blank. If end-2013 data is not available, please provide the most recent available data point in 2013 and indicate the reference date.

²⁴ Zdroj: FSB, 2014a, s. 28

Příloha 2: Podkladová data ke grafům v podkapitolách 7.1 a 7.2²⁵

Data k obr. 20:

Total financial assets of financial intermediaries					
20 jurisdictions and Euro Area					
	Banks	Insurance companies and Pension funds	Public financial institutions	MUNFI (based on OFIs)	Central banks
2002	51.3	25.4	11.2	26.4	4.7
2003	63.8	29.9	12.0	32.4	5.5
2004	75.1	33.7	12.1	38.1	6.4
2005	79.9	36.0	11.6	44.0	7.2
2006	90.4	39.4	11.5	51.8	7.9
2007	109.5	43.0	12.3	61.5	10.2
2008	122.6	39.9	13.4	58.5	14.8
2009	120.2	43.9	13.4	60.2	14.9
2010	126.0	47.9	13.4	65.3	16.7
2011	138.3	49.9	13.4	67.5	20.9
2012	139.9	52.5	13.0	70.5	22.2
2013	139.2	54.8	12.4	75.2	22.9

Note that 'banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions'.

Sources: National financial accounts data; other national sources.

Financial intermediaries' share of total financial assets					
20 jurisdictions and Euro Area					
	Banks	Insurance companies and Pension funds	Public financial institutions	MUNFI (based on OFIs)	Central banks
2002	43.1	21.3	9.4	22.1	3.9
2003	44.4	20.8	8.3	22.5	3.8
2004	45.4	20.4	7.3	23.0	3.9
2005	44.7	20.1	6.5	24.6	4.0
2006	44.9	19.6	5.7	25.8	3.9
2007	46.3	18.2	5.2	26.0	4.3
2008	49.2	16.0	5.4	23.5	5.9
2009	47.4	17.3	5.3	23.8	5.9
2010	46.7	17.8	5.0	24.2	6.2
2011	47.6	17.2	4.6	23.2	7.2
2012	46.8	17.6	4.4	23.6	7.4
2013	45.6	18.0	4.1	24.6	7.5

Note that 'banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions'.

Sources: National financial accounts data; other national sources.

²⁵ Zdroj: databáze FSB 2014, *Underlying data for exhibits*,<http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014>

Data k obr. 21:

MUNFI assets		
20 jurisdictions and Euro Area		
	MUNFI assets as a share of GDP(%)	MUNFI assets in trillion USD
2002	86.4	26.4
2003	93.1	32.4
2004	98.2	38.1
2005	108.2	44.0
2006	116.9	51.8
2007	123.4	61.5
2008	112.6	58.5
2009	116.1	60.2
2010	115.9	65.3
2011	111.7	67.5
2012	114.2	70.5
2013	120.1	75.2

Sources: National financial accounts data; other national sources.

Data k obr. 22 a 23:

Share of MUNFI assets		
20 jurisdictions and Euro Area		
	2007	2013
XM	33.1	33.7
AR	0.0	0.0
AU	1.3	1.0
BR	1.1	1.5
CA	2.4	2.9
CL	0.1	0.1
CN	0.6	4.0
HK	0.2	0.3
IN	0.3	0.4
ID	0.0	0.1
JP	5.3	4.8
KR	1.5	2.0
MX	0.2	0.4
RU	0.1	0.1
SA	0.0	0.0
SG	0.1	0.2
ZA	0.2	0.3
CH	1.8	2.3
TR	0.1	0.1
GB	10.9	12.4
US	40.5	33.5

Sources: National financial accounts data; other national sources.

Data k obr. 24:

Size of non-bank financial intermediaries			
As a share of GDP			
	OFI assets in 2012	OFI assets in 2013	Banks assets in 2013
NL	757.7	759.2	317.3
GB	358.2	347.9	666.1
CH	253.7	261.2	380.3
XM	193.0	198.6	280.2
US	143.5	150.3	120.5
CA	115.1	122.0	221.0
KR	102.0	109.3	181.8
FR	94.5	93.4	351.2
JP	70.7	80.1	363.3
HK	70.4	73.3	797.1
ES	73.7	69.6	286.2
DE	71.7	68.4	256.0
ZA	53.9	59.9	111.6
BR	55.9	54.2	101.5
AU	52.9	53.0	196.2
SG	40.5	43.7	604.4
IT	40.0	40.1	234.1
CN	25.9	31.2	258.0
CL	26.5	27.4	102.0
MX	21.2	23.3	41.6
IN	16.9	17.7	88.8
TR	13.3	15.0	105.5
ID	7.5	7.2	44.9
AR	4.5	5.5	30.1
RU	3.8	4.1	91.9
SA	3.1	3.5	65.6
Total	114.2	120.1	222.2

Note that 'banks' refer to the broader category of 'deposit-taking institutions'. Total refers to the group of 20 jurisdictions and Euro Area. Please refer to the country case studies in the current and past publications of the Global Shadow Banking Monitoring Report for a detailed description of shadow banking in Canada, India, the Netherlands, Switzerland, South Africa, the United Kingdom, and the US.

Sources: National financial accounts data; other national sources; IMF.

Data k obr. 25:

Annual growth of non-bank financial intermediaries		
In per cent		
	2012	2013
AR	42.7	50.3
CN	41.5	33.5
TR	13.6	24.0
ZA	21.5	19.8
IN	27.7	17.6
RU	26.8	17.4
SA	6.4	16.5
JP	4.9	14.4
MX	18.1	13.4
SG	7.6	12.3
KR	13.7	11.1
CA	12.4	9.6
CL	2.5	9.2
US	8.5	8.7
HK	31.2	8.6
BR	18.5	7.0
ID	13.2	5.8
CH	7.0	4.9
XM	7.9	3.9
AU	4.3	3.8
NL	2.5	0.5
GB	-6.8	0.5
FR	3.3	-0.1
IT	-5.1	-0.2
DE	9.6	-2.1
ES	-10.5	-6.1
Total	7.2	7.1

Total is a weighted average of 20 jurisdictions and Euro Area. The basis of calculating 2012 growth rate of HK's OFIs is different from that of calculating 2013 growth rate, due to the data availability of HK's Finance Companies' assets.

Sources: National financial accounts data; other national sources.

Data k obr. 27:

Narrowing down shadow banking		
In USD billion, at end-2013		
	Shadow banking	Other OFIs
US	14 039.6	11 163.1
GB	4 736.1	4 557.4
NL	1 771.1	4 959.8
JP	1 658.3	1 976.9
CN	2 737.8	260.8
FR	1 853.2	868.3
DE	2 074.6	507.6
CA	1 212.4	944.7
CH	1 548.9	219.1
BR	998.2	122.4
ES	646.0	329.5
IT	396.3	465.4
AU	229.6	508.0
IN	190.0	145.1
MX	229.7	57.5
HK	102.8	98.1
ZA	171.2	21.5
SG	33.2	95.5
TR	75.4	34.4
RU	78.7	5.4
CL	54.5	17.2
ID	40.5	12.8
AR	27.9	0.3

Note: The sum of the two columns gives the size of the MUNFI measure. 23 jurisdictions reported more granular data for narrowing down.

Sources: National financial accounts data; other national sources.

Data k obr. 31:

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Evropa	477.6	593.6	819.2	423.8	379.1	375.9	253.2	180.2	216.3
USA	2455.8	1253.7	915.8	1351.9	1170.1	1031.2	1554.7	1495.7	1070.3