

I

(Állásfoglalások, ajánlások és vélemények)

AJÁNLÁSOK

EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET

AZ EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET AJÁNLÁSA

(2017. december 7.)

a befektetési alapok likviditási és tőkeáttételi kockázatairól

(ERKT/2017/6)

(2018/C 151/01)

AZ EURÓPAI RENDSZERKOCKÁZATI TESTÜLET IGAZGATÓTANÁCSA,

tekintettel az Európai Unió működéséről szóló szerződésre,

tekintettel a pénzügyi rendszer európai uniós makroprudenciális felügyeletéről és az Európai Rendszerkockázati Testület létrehozásáról szóló, 2010. november 24-i 1092/2010/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletre ⁽¹⁾, és különösen annak 3. cikke (2) bekezdésének b), d) és f) pontjára, valamint 16–18. cikkére,

tekintettel az Európai Rendszerkockázati Testület eljárási szabályzatának elfogadásáról szóló, 2011. január 20-i ERKT/2011/1 európai rendszerkockázati testületi határozatra ⁽²⁾ és különösen annak 18–20. cikkére,

mivel:

- (1) A befektetési alapok szektor nagymértékben nőtt az elmúlt évtizedben az Unión belül és világszerte egyaránt, következésképpen a befektetési alapok ma az értékpapírpiacon nagyobb általános összetevőjének minősülnek. A befektetési alapok pénzügyi közvetítésben betöltött szerepe várhatóan tovább erősödik az alacsony kamatlábbal és mérlegkorlátozásokkal jellemezhető banki ágazati környezetben, a tőkepiaci unió fejlődéséből eredő változásokhoz kapcsolódva. A szabályozó hatóságok üdvözölték ezt a fejleményt, mivel a finanszírozási források diverzifikálódása segíthet növelni a pénzügyi rendszer egészének hatékonyságát és ellenálló képességét.
- (2) Mindazonáltal aggodalmak merültek fel a tekintetben, hogy a befektetési alapok általi fokozott pénzügyi közvetítés egy esetleges jövőbeli pénzügyi válság felerősödését eredményezheti. A nyílt végű befektetési alapok eszközeinek likviditása és visszaváltási profiljuk közötti eltérések kényszerértékesítést eredményezhetnek a visszaváltási kérelmek teljesítése érdekében piaci stresszhatás esetén. Az ilyen kényszerértékesítések hátrányosan érinthetnek más olyan pénzügyi piaci szereplőket, akik ugyanazon vagy szorosan kapcsolódó eszközök tulajdonosai. A tőkeáttétel felerősítheti továbbá a negatív piaci mozgások hatását, mivel a befektetési alap eszközeit meghaladó mértékű kitettséget hoz létre. Az ilyen közvetett átterjedési csatornák mellett a befektetési alap kockázatot terjeszthet az összefonódottság, például a befektetőivel való összefonódások révén is, amely olyan közvetlen csatorna, amelyen keresztül a sokk átadódhat más pénzügyi intézményekre.
- (3) A befektetési alapok érzékenyek továbbá a piaci dinamikák és struktúrák változásaira is. Például alacsony kamatlábbal jellemezhető környezetben a hozamkeresés ösztönözhet nagyobb arányú befektetést kevésbé likvid eszközökbe. Fennáll a kockázata annak, hogy a makroszintű sokkok, például a kockázati kamatfelár csökkenése a befektetési alapok befektetőinek széleskörű visszaváltási kérelmeihez vezet. Ez különösen markánsná válhat olyan befektetési alapok esetében, amelyek portfóliójában nagy arányban található magas tőkeáttételű és kevésbé likvid eszköz.

⁽¹⁾ HL L 331., 2010.12.15., 1. o.

⁽²⁾ HL C 58., 2011.2.24., 4. o.

- (4) Továbbá e kockázat megfelelő kezelése hiányában néhány befektető lépéselőnyvel élhet, vagyis azok a befektetők, akik a stresszes piaci helyzet előtt vagy annak korai szakaszaiban váltanak vissza, nem viselik az ilyen stresszes piaci helyzet teljes hatását, a többi befektetőre hagyva a teher viselését.
- (5) Az Unió jelenlegi jogszabályi kerete a befektetési alapok szektor pénzügyi válságban megjelenő erősítő hatásainak csökkentésére és a befektetési alapok ellenálló képességének növelésére kialakított intézkedéseket tartalmaz. A jogszabályi keretet a 2009/65/EK irányelv⁽¹⁾, és a 2011/61/EU irányelv⁽²⁾ alkotja.
- (6) A 2009/65/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv egyaránt tartalmaz likviditáskezelési követelményeket. Az alternatív befektetési alapoknak (ABA-k) olyan visszaváltási politikát kell létrehozni, amely összhangban áll befektetési stratégiájuk likviditási profiljával, és rendszeresen kell stressztesztet végezniük rendes és rendkívüli likviditási feltételek esetén egyaránt. Az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) részletes elfogadhatósági szabályok vonatkoznak, amelyek szabályozzák az eszközök azon fajtáit, amelyekbe befektethetnek, és adott esetben stressztesztet kell végezniük.
- (7) A tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázatok kezelésére a 2009/65/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv jelenleg jogalapot biztosít a tőkeáttétel felhalmozódásának korlátozásához a befektetési alapokban. A 2009/65/EK irányelv 51. cikkének (3) bekezdése az ÁÉKBV-k származékos eszközöknek való kitettségeire vonatkozó beruházási keretet határoz meg, és ugyanezen irányelv 83. cikke (2) bekezdésének a) pontja a kölcsönfelvételre vonatkozó ideiglenes 10 %-os felső korlátot rögzít. A 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (3) bekezdése lehetővé teszi az illetékes nemzeti hatóságok számára, hogy tőkeáttételi korlátokat vagy az ABA-k kezelésére vonatkozó egyéb korlátozásokat írjanak elő. Ezenkívül a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (7) bekezdése rendelkezik az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) azon szerepéről, hogy megállapíthatja, hogy az alternatív befektetési alapok kezelői (ABAK) vagy az ABAK-ok csoportja által alkalmazott tőkeáttétel lényeges kockázatot jelent a pénzügyi rendszer stabilitására és integritására nézve, és az ESMA útmutatással láthatja el az illetékes nemzeti hatóságokat, amelyben meghatározza a végrehajtandó helyreigazító intézkedéseket, beleértve a tőkeáttétel mértékének korlátozását.
- (8) Az alapkezelők kockázatkezelése tekintetében következetesen magas szintű normák alkalmazása az Unióban azt kívánja biztosítani, hogy a szabályozás enyhítse a rendszerkockázatokat. Bizonyított, hogy a jelenlegi szabályozási keretrendszer hatékony kockázatkezelést biztosít a befektetési alapok tekintetében mikroprudenciális szinten. Makroprudenciális szempontból azonban alig vizsgálták hatékonyságát. Az ajánlás célja a likviditási eltérésekhez kapcsolódó rendszerkockázatok és a befektetési alapok tőkeáttételeinek kezelése. Ez előmozdítja az Unió makroprudenciális keretét, mivel az eszközkezelő szektorra alkalmazandó.
- (9) Az A. ajánlás azon kockázatok kezelésére került kialakításra, amelyek akkor merülhetnek fel, amikor az alapkezelőknek nem állnak rendelkezésükre megfelelő likviditáskezelési eszközök, mint például visszaváltási díjak, visszaváltási korlátok, vagy a visszaváltás ideiglenes felfüggesztésének lehetősége. Ilyen eszközök hiányában a csökkenő eszközárak idején kialakuló visszaváltási nyomás rendszerszintű likviditási stresszt okozhat, és súlyosbíthatja az eszközáracsökkenést, ami a pénzügyi stabilitást érintő kockázatokhoz vezethet. A likviditáskezelési eszközök különböző készleteinek valamennyi tagállamban való hozzáférhetősége javítaná az alapkezelők visszaváltási nyomást kezelő képességét a stressz hatása alá kerülő piaci likviditás esetén. Továbbá az A. ajánlás alapján tovább kell pontosítani a visszaváltások illetékes nemzeti hatóságok általi felfüggesztését.
- (10) A B. ajánlás úgy került kialakításra, hogy enyhítse és megelőzze a nyílt végű ABA-k túlzott likviditási eltéréseit. Néhány nyílt végű ABA természetüknél fogva kevésbé likvid eszközökben tartja befektetési nagy részét. Ez olyan befektetési alapokat is magában foglal, amelyek ingatlanba, tőzsdén nem jegyzett értékpapírokba, kölcsönökbe és más alternatív eszközbe fektetnek be. Szükséges, hogy az ilyen befektetési alapok a jóváhagyási eljárás során és/vagy a jóváhagyást követően egyaránt bizonyítsák az illetékes nemzeti hatóságok előtt befektetési stratégiájuk stresszhelyzeti piaci feltételek közötti fenntartására irányuló képességüket.
- (11) A C. ajánlás úgy került kialakításra, hogy előmozdítsa a koherens likviditási stressztesztelési gyakorlatokat a befektetési alapok szintjén. A stressztesztet olyan eszközök, amelyek segítik az alapkezelőt a befektetési stratégia lehetséges gyengeségeinek azonosításában, és támogatják a befektetési alap válságra való felkészítésében. Kockázatkezelési és döntéshozatali eszközként helyesen alkalmazva a stresszteszt csökkenti a likviditási

⁽¹⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009. július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról (HL L 302., 2009.11.17., 32. o.).

⁽²⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról (HL L 174., 2011.7.1., 1. o.).

kockázatot a befektetési alapok szintjén, és hozzájárul a likviditási kockázat csökkentéséhez a pénzügyi rendszer szintjén. Az alapkezelők likviditási stressztesztelési gyakorlataira vonatkozó útmutatás várhatóan csökkenti a likviditási kockázatot a befektetési alapok és a rendszer szintjén egyaránt, és fokozza a jogalanyok arra irányuló képességét, hogy a befektetők érdekeit legjobban szolgálva kezeljék a likviditást, ideértve a meglepetések elkerülését, ami a váratlanul erős visszaváltási időszakokban sürgősségi reakciókat eredményez.

- (12) A D. ajánlás úgy került kialakításra, hogy az Unióban létrehozza az ÁÉKBV-k harmonizált adatszolgáltatási keretrendszerét. Noha az Unióban sok jogrendszer tartalmaz adatszolgáltatási kötelezettséget az ÁÉKBV-k tekintetében, az adatszolgáltatási gyakorlatok nagyon eltérőek az adatszolgáltatás gyakorisága, az érintett ÁÉKBV-k köre és a szolgáltatott adatok vonatkozásában. A harmonizált adatszolgáltatási keretrendszer hiánya akadályozza az ÁÉKBV-k pénzügyi stabilitási kockázatokhoz való potenciális hozzájárulásának figyelemmel kísérését és átfogó értékelését. A harmonizált ÁÉKBV adatszolgáltatási keretrendszer egyaránt mérsékelni fogja továbbá az illetékes nemzeti hatóságok és az ágazat meglévő adatszolgáltatási elégtelenségeit.
- (13) Az E. ajánlás úgy került kialakításra, hogy előmozdítsa a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének végrehajtását, amely makroprudenciális eszközt biztosít az ABA-k tőkeáttételének korlátozásához. Ennek az eszköznek a használatát egyértelművé kell tenni az azt biztosító közös megközelítést kialakításával, hogy az illetékes nemzeti hatóságok harmonizált módon használják ezt az eszközt. Ennek érdekében ki kell dolgozni a tőkeáttételi kockázatok értékelési keretére, valamint a tőkeáttételi korlátok kialakítására, kalibrálására és végrehajtására vonatkozó útmutatást.
- (14) Az ajánlás arányos keretet javasol azon rendszerkockázatok kezelésére, amelyek a befektetési alap szektorban vagy az által merülhetnek fel, miközben fenntartja azon kulcsfontosságú visszaváltási jellemzőket, amelyek a nyílt végű befektetési alapokat vonzóvá teszik a befektetők számára és előmozdítják a kollektív befektetést.
- (15) Az ajánlás figyelembe veszi a likviditási eltérésekből és a befektetési alapok tőkeáttételéből fakadó kockázatok csökkentését célzó makroprudenciális politikák területén folyamatban lévő nemzetközi és európai kezdeményezéseket és különösen a Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) és az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (IOSCO) munkáját. 2017. január 12-én az FSB ajánlásokat tett közzé a likviditási eltérésekből és a befektetési alapok tőkeáttételének használatából eredő eszközkezelési tevékenységek okozta strukturális sérülékenység kezelésére ⁽¹⁾. Az FSB munkájának kiegészítése érdekében az IOSCO-t megbízták az FSB ajánlásainak végrehajtásával. Ez a folyamat jelenleg is zajlik.
- (16) A befektetési alapok meglévő szabályozási keretrendszere makroprudenciális elemeinek végrehajtása, valamint annak biztosítása érdekében, hogy az illetékes nemzeti hatóságok összehangoltan járnak el, ennek az ajánlásnak a címzettje részben az ESMA, közvetítő és koordináló szerepére tekintettel.
- (17) A befektetési alapok jelentette egyéb kockázatok kezelése érdekében ajánlott, hogy az Európai Bizottság további jogalkotási intézkedéseket javasoljon. Az ERKT elismeri, hogy a Bizottság már felvette a programjába az e területre vonatkozó bizonyos jogszabályok felülvizsgálatát. Ez lehetőséget teremt az ajánlásokban hivatkozott makroprudenciális kérdések kezelésére.
- (18) Az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) ajánlásait azt követően teszik közzé, hogy az Európai Unió Tanácsát az igazgatótanács erre vonatkozó szándékáról értesítették, és a Tanács számára reagálási lehetőséget biztosítottak,

ELFOGADTA EZT AZ AJÁNLÁST:

1. SZAKASZ

AJÁNLÁSOK

A. ajánlás – Likviditáskezelési eszközök visszaváltáshoz

1. Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy az uniós jogszabályok tartalmazzanak egy közös uniós jogi keretrendszert, amely szabályozza kiegészítő likviditáskezelési eszközök beillesztését az Unió bármely részéről származó befektetési alapok kialakítása során, és így a kezelésért felelős egyes jogalanyok önállóan hozzák meg azt a döntést, hogy melyik kiegészítő likviditáskezelési eszközt illesztik be a befektetési alapok alapító dokumentumába vagy más szerződés-kötést megelőző tájékoztatásba.

⁽¹⁾ Pénzügyi Stabilitási Tanács, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities” (Szakpolitikai ajánlások az eszközkezelési tevékenységek okozta strukturális sérülékenység kezelésére), 2017. január.

- Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy az uniós jogszabályok tartalmazzanak olyan további rendelkezéseket, amelyek pontosítják az illetékes nemzeti hatóságok szerepét a visszaváltások felfüggesztésére irányuló hatáskörük gyakorlása során, határokon átnyúló pénzügyi stabilitási vonzatokkal rendelkező helyzetekben.
- Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy az uniós jogszabályok határozzák meg az ESMA általános közvetítő, tanácsadó és koordinációs szerepét az illetékes nemzeti hatóságok visszaváltások felfüggesztésére irányuló hatásköre tekintetében határokon átnyúló pénzügyi stabilitási vonzatokkal rendelkező helyzetekben, az A(2) ajánlással összhangban.

B. ajánlás – A túlzott likviditási eltérések valószínűségének csökkentésére irányuló további rendelkezések

Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy az uniós jogszabályok tartalmazzanak olyan intézkedéseket, amelyek korlátozzák, hogy a likviditási transzformációk nyílt végű ABA-kban való használata milyen mértékben járul hozzá a rendszerkockázat vagy a rendellenes piaci működéssel kapcsolatos kockázat előidézéséhez.

C. ajánlás – Stressztesztelés

A felügyeleti konvergencia előmozdítása érdekében ajánlott, hogy az ESMA alakítson ki az egyes ABA-k és ÁÉKBV-k likviditási kockázatának stressztesztelése során a kezelők által követendő gyakorlatra vonatkozó útmutatást.

D. ajánlás – Az ÁÉKBV-k általi adatszolgáltatás

- Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy az uniós jogszabályok írják elő az ÁÉKBV-k és az ÁÉKBV-kezelő társaságok számára a rendszeres adatszolgáltatást, különösen a likviditási kockázat és a tőkeáttétel tekintetében, az illetékes hatóság számára, és az ilyen adatok érintett illetékes nemzeti hatóság rendelkezésére bocsátását, ha az ÁÉKBV adatszolgáltatás tekintetében nem az az illetékes hatóság.
- Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy a D(1) ajánlásban említett adatokat adatszolgáltatási keretrendszer keretében, legalább negyedéves alapon, valamennyi ÁÉKBV és ÁÉKBV-kezelő társaság pénzügyi stabilitási szempontból kellően releváns aránya szolgáltatassa. Az adatállomány megfelelő alcsoportját minimumként valamennyi ÁÉKBV és ÁÉKBV-kezelő társaság reprezentatív arányának évente jelenteni kell.
- Ajánlott, hogy a Bizottság javasolja, hogy az illetékes nemzeti hatóságok a D(1) ajánlásban említett adatokat tegyék hozzáférhetővé a többi érintett tagállam illetékes nemzeti hatóságai, az ESMA és az ERKT számára.

E. ajánlás – Útmutatás a 2011/61/EU irányelv 25. cikkéről

- Ajánlott, hogy az ESMA adjon útmutatást annak értékelési keretéről, hogy a tőkeáttétel ABA ágazatban való használata milyen mértékben járul hozzá a rendszerkockázat előidézéséhez a pénzügyi rendszerben.
- Ajánlott, hogy az ESMA adjon útmutatást a makroprudenciális tőkeáttételi korlátok kialakítására, kalibrálására és végrehajtására vonatkozóan.
- Ajánlott, hogy az ESMA adjon útmutatást arról, hogy az illetékes nemzeti hatóságok hogyan értesítsék az ESMA-t, az ERKT-t és más illetékes nemzeti hatóságokat az arra irányuló szándékukról, hogy a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (3) bekezdése szerinti makroprudenciális intézkedéseket kívánják végrehajtani.
- Ajánlott, hogy az ESMA az illetékes nemzeti hatóságoktól a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (3) bekezdése alapján kapott információkat használja fel összehasonlító értékeléshez, és ossza meg a tudását a nemzeti makroprudenciális hatóságokkal és az ESMA-val a tőkeáttételi korlátok használatának gyakorlatáról és az ABA-k kezelésére vonatkozó egyéb korlátozások előírásáról.

2. SZAKASZ

VÉGREHAJTÁS

1. Fogalommeghatározások

- Ezen ajánlás alkalmazásában a következő fogalommeghatározásokat kell alkalmazni:

- „kiegészítő likviditáskezelési eszközök”: olyan eszközök, amelyek támogatják a nyílt végű ABA-kat és ÁÉKBV-ket, valamint kezelőiket a visszaváltási kérelmek megfelelő és hatékony kezelésében minden időben és különösen stresszhelyzeti piaci feltételek között. Ezek az eszközök magukban foglalják az olyan, eseményeket követő intézkedéseket, mint például a visszaváltás felfüggesztése vagy halasztott visszaváltás (korlátok/meghosszabbítható felmondási idők), valamint az olyan megelőző intézkedéseket, mint például a kereskedési költségek jegyző/visszaváltó befektetők közötti felosztása (ingaárzás/felhígulás elleni védelem díja);

- b) „alternatív befektetési alap” (ABA): a 2011/61/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdésének a) pontjában meghatározott kollektív befektetési vállalkozás;
 - c) „alternatív befektetési alap-kezelő” (ABAK): jelentése megegyezik a 2011/61/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdésének b) pontjában szereplő fogalom meghatározással, a 2. cikk (3) bekezdésében szereplő kizárások és a 3. cikk szerinti kivételek figyelembevételével;
 - d) „nyílt végű ABA-k ABAK-ja”: a 694/2014/EU felhatalmazáson alapuló bizottsági rendelet⁽¹⁾ 1. cikkének (2) bekezdésében meghatározott kategóriába tartozó ABAK;
 - e) „kezelésért felelős jogalany”: i. a 2009/65/EK irányelv 2. cikke (1) bekezdésének b) pontja szerinti alapkezelő társaság; ii. befektetési társaság formájában létrehozott ÁÉKBV, amely nem jelölt ki alapkezelő társaságot a 2009/65/EK irányelvben előírtak szerint; iii. a 2011/61/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdése b) pontjában foglaltaknak megfelelő ABAK; és iv. befektetési társaság formájában létrehozott, belső kezelésben lévő ABA, amely nem jelölt ki ABAK-ot a 2011/61/EU irányelv 5. cikke (1) bekezdésének b) pontja szerint;
 - f) „tőkeáttétel”: minden olyan módszer, amellyel a befektetési alap az alap eszközeit meghaladóan növeli kitétségét, akár készpénz vagy értékpapírok kölcsönzése, akár származtatott pozíciókba ágyazott tőkeáttétel útján, vagy bármely más módon;
 - g) „illetékes nemzeti hatóság”: a 2009/65/EK irányelv 2. cikke (1) bekezdésének h) pontjában meghatározott illetékes hatóság vagy adott esetben a 2011/61/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdésének f) pontjában meghatározott hatáskörrel rendelkező hatóság;
 - h) „rendszerkockázat”: jelentése megegyezik az 1092/2010/EU rendelet 2. cikkének c) pontjában foglaltakkal;
 - i) „átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozás” (ÁÉKBV): a 2009/65/EK irányelv 1. cikkének (2) bekezdésében meghatározott vállalkozás, amelyet az említett irányelv 5. cikkével összhangban engedélyeztek;
 - j) „ÁÉKBV-kezelő társaság”: jelentése megegyezik a 2009/65/EK irányelv 2. cikke (1) bekezdésének b) pontjában foglaltakkal.
2. Az I. és II. melléklet az ajánlás szerves részét képezi. Az ajánlás rendelkező része és mellékletei közötti eltérés esetén a rendelkező rész az irányadó.

2. Végrehajtási kritériumok

1. Az ajánlás végrehajtására a következő kritériumok vonatkoznak:

- a) az ajánlás hatálya alá tartozik minden ABA, ABAK, ÁÉKBV és ÁÉKBV-kezelő társaság;
- b) a szabályozói arbitrázst kerülni kell;
- c) megfelelő figyelmet kell fordítani az arányosság elvére, figyelembe véve az egyes ajánlások célkitűzését és tartalmát;
- d) a megfelelési kritériumokat az I. melléklet tartalmazza.

2. A címzetteknek közölniük kell az ERKT-val és a Tanáccsal az ezen ajánlás nyomán hozott intézkedéseket, vagy az intézkedés mellőzését megfelelően meg kell indokolniuk. A jelentés minimális tartalma az alábbi:

- a) a meghozott intézkedések érdemére és határidejére vonatkozó tájékoztatás, beleértve adott esetben az európai felületesi hatóságok tekintetében hozott intézkedéseket is;
- b) a meghozott intézkedések működésének ezen ajánlás célkitűzései szempontjából történő értékelése;
- c) részletes indokolás az intézkedés mellőzésére vagy az ezen ajánlástól való eltérésre, beleértve a késedelmet is.

3. Az intézkedések elfogadására vonatkozó határidők

A címzetteknek az alábbi határidőn belül közölniük kell az ERKT-val és a Tanáccsal az ezen ajánlás nyomán hozott intézkedéseket, vagy az intézkedés mellőzését megfelelően meg kell indokolniuk:

1. A. ajánlás

A Bizottság 2020. december 31-ig az ERKT és a Tanács rendelkezésére bocsátja az A(1), A(2) és A(3) ajánlás végrehajtásáról szóló jelentését.

⁽¹⁾ A Bizottság 694/2014/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2013. december 17.) a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek az alternatív befektetési alap-kezelők típusait meghatározó szabályozási technikai standardok tekintetében való kiegészítéséről (HL L 183., 2014.6.24., 18. o.).

2. B. ajánlás

A Bizottság 2020. december 31-ig az ERKT és a Tanács rendelkezésére bocsátja a B. ajánlás végrehajtásáról szóló jelentését.

3. C. ajánlás

Az ESMA 2019. június 30-ig az ERKT és a Tanács rendelkezésére bocsátja a C. ajánlásban említett útmutatást.

4. D. ajánlás

A Bizottság 2020. december 31-ig az ERKT és a Tanács rendelkezésére bocsátja a D(1), D(2) és D(3) ajánlás végrehajtásáról szóló jelentését.

5. E. ajánlás

a) Az ESMA 2019. június 30-ig az ERKT és a Tanács rendelkezésére bocsátja az E(1), E(2) és E(3) ajánlásban említett útmutatást;

b) 2019. december 31-ével kezdődően az ESMA legalább évente a nemzeti makroprudenciális hatóságok és az ERKT rendelkezésére bocsátja az E(4) ajánlásban szereplő információkat.

4. Nyomon követés és értékelés

1. Az ERKT titkársága:

a) támogatást nyújt a címzetteknek, biztosítva az összehangolt jelentéstételt és a megfelelő sablonok rendelkezésre bocsátását, és szükség szerint részletezve a meghozandó intézkedésekkel kapcsolatos eljárást és határidőket;

b) ellenőrzi a címzettek által hozott intézkedéseket, kérésükre segítséget nyújt, és az irányítóbizottságon keresztül az elfogadott intézkedésekről szóló jelentéseket nyújt be az igazgatótanácsnak.

2. Az igazgatótanács értékeli a címzettek által jelentett intézkedéseket és indokolásokat, és adott esetben határozhat úgy, hogy ezt az ajánlást nem tartották be, és a címzett nem adott megfelelő indokolást az intézkedés mellőzésére.

Kelt Frankfurt am Mainban, 2017. december 7-én.

az ERKT Titkárságának vezetője, az ERKT igazgatótanácsa
nevében

Francesco MAZZAFERRO

I. MELLÉKLET

AZ AJÁNLÁSOKNAK VALÓ MEGFELELÉSRE VONATKOZÓ KRITÉRIUMOK

A. ajánlás

Az **A. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak.

A(1) – Kiegészítő likviditáskezelési eszközök elérhetősége

Az uniós jogszabályoknak lehetővé kell tenniük kiegészítő likviditáskezelési eszközök széles körének jogszabály alapján való elérhetőségét uniós szinten, miközben elismerik, hogy az eszközkezelők viselik az elsődleges felelősséget a kiegészítő likviditáskezelési eszközök aktiválásáért és végrehajtásáért, valamint, hogy néhány eszköz nem lesz megfelelő vagy szükséges valamennyi fajta nyílt végű alap számára. A kiegészítő likviditáskezelési eszközöknek támogatniuk kell a nyílt végű alternatív befektetési alapokat (ABA-k) és az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokat (ÁÉKBV-k), valamint kezelőiket a visszaváltási kérelmek megfelelő és hatékony kezelésében minden időben és különösen stresszhelyzeti piaci feltételek között.

A vonatkozó uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak kötelezettségeket kell tartalmazniuk:

- a) a nyílt végű ABA-k alternatívbefektetési-alap-kezelői (ABAK) és az ÁÉKBV-kezelő társaságok számára arra vonatkozóan, hogy értékeljék az összes elérhető kiegészítő likviditáskezelési eszközt, és kifejezetten értékeljék, hogy azok közül melyek alkalmasak az általuk kezelt alapok befektetési stratégiáinak céljára és kerülnek feltüntetésre az alapító dokumentumokban vagy más szerződészkötést megelőző tájékoztatásban ahhoz, hogy azokat mind rendes, mind stresszhelyzeti piaci feltételek között alkalmazni lehessen, és hogy a befektetők számára kellő mértékű átláthatóságot biztosítsanak ezen eszközöket illetően;
- b) a nyílt végű ABA-k ABAK-jai és az ÁÉKBV-kezelő társaságok számára arra vonatkozóan, hogy az általuk kezelt alapok alapító dokumentumaiban vagy más szerződészkötést megelőző tájékoztatásban minimumként szerepeltessek a visszaváltások felfüggesztésére irányuló hatáskört különösen stresszhelyzeti piaci feltételek között;
- c) a nyílt végű ABA-k ABAK-jai és az ÁÉKBV-kezelő társaságok számára arra vonatkozóan, hogy biztosítsák, hogy a szükséges operatív kapacitás és vészhelyzetre szóló tervezés rendelkezésre álljon az általuk igénybe vehető bármely kiegészítő likviditáskezelési eszköz megfelelő időben történő aktiválásához;
- d) a nyílt végű ABA-k ABAK-jai és az ÁÉKBV-kezelő társaságok számára arra vonatkozóan, hogy az illetékes nemzeti hatóságoknak számoljanak be a kiegészítő likviditáskezelési eszközök végrehajtásáról és stresszhelyzeti piaci feltételek közötti felhasználásáról;
- e) az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) számára arra vonatkozóan, hogy – makroprudenciális kérdésekben az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) véleményének figyelembevételét követően – dolgozzon ki az alábbiakra vonatkozó útmutatást:
 - i. a kiegészítő likviditáskezelési eszközök meghatározása és jellemzői;
 - ii. az alkalmasság A(1)a) pont szerinti értékeléséhez használandó kritériumok;
 - iii. az A(1)a) pont alapján meghatározott kiegészítő likviditáskezelési eszközökre vonatkozó átláthatósági követelmények;
 - iv. arra vonatkozó magas szintű elvek, hogy a kiegészítő likviditáskezelési eszközöket hogyan kell végrehajtani az alap likviditáskezelési folyamatában;
 - v. a kiegészítő likviditáskezelési eszközök igénybevétele során fellépő esetleges szándékolatlan következmények értékelésének és kezelésének módja;
 - vi. az A(1)d) pont alapján az illetékes nemzeti hatóságok részére történő beszámolási követelmény; és
 - vii. az átláthatóság szintje a befektetők vonatkozásában a kiegészítő likviditáskezelési eszközök aktiválása esetén és igénybevételeük során.

Az útmutatásnak figyelembe kell vennie a szükséges vészhelyzetre szóló tervezést, amelyet az A(1)c) pontban előírtaknak megfelelően előre kell alkalmazni annak érdekében, hogy a kiegészítő likviditáskezelési eszközöket gyorsan és hatékonyan lehessen aktiválni.

A(2) – A visszaváltás illetékes nemzeti hatóságok általi felfüggesztésére vonatkozó további rendelkezések határokon átnyúló pénzügyi stabilitási vonzatok esetén

Az uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak tartalmazniuk kell:

- a) a határokon átnyúló pénzügyi stabilitási okokból felfüggesztett visszaváltásokat illetően az illetékes nemzeti hatóságok szerepének és a köztük való együttműködésnek a tisztázását, amennyiben az ABA vagy ÁÉKBV egy tagállamban letelepedett, azonban másik tagállamban letelepedett ABAK-kal vagy ÁÉKBV-kezelő társasággal rendelkezik, azaz határokon átnyúló vonzatokról van szó;

- b) az illetékes nemzeti hatóságok számára arra vonatkozó kötelezettséget, hogy a visszaváltás határokön átnyúló pénzügyi stabilitási okokból történő felfüggesztésének irányítására vonatkozó hatáskör gyakorlása során e hatáskör gyakorlása előtt értesítsék a többi érintett illetékes nemzeti hatóságot, az ESMA-t és az ERKT-t.

A(3) – Az ESMA szerepére vonatkozó további rendelkezések a visszaváltások illetékes nemzeti hatóságok általi felfüggesztése tekintetében határokön átnyúló pénzügyi stabilitási vonzatok esetén

A vonatkozó uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak azt biztosító kötelezettséget kell tartalmazniuk az ESMA számára, hogy általános közvetítő, tanácsadó és koordinációs szerepet töltsön be az illetékes nemzeti hatóságok visszaváltások felfüggesztésére irányuló hatásköre tekintetében határokön átnyúló pénzügyi stabilitási vonzatok esetén.

B. ajánlás

A **B. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak.

A vonatkozó uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak tartalmazniuk kell:

- a) az ESMA számára arra vonatkozó hatáskör biztosítását, hogy összeállítsa és frissítse a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök listáját, az ESMA saját elemzése alapján, makroprudenciális kérdésekben az ERKT véleményének, valamint az ágazatok közötti következetességgel kapcsolatos kérdésekben az Európai Bankhatóság és az Európai Biztosítás- és Foglalkoztatáinyugdój-hatóság véleményének figyelembevételét követően. E lista összeállítása során az ESMA-nak legalább az ingatlanokat, a tőzsdén nem jegyzett értékpapírokat, a hiteleket és a természetüknél fogva kevésbé likvidnek tűnő egyéb alternatív eszközöket figyelembe kell vennie. Az elemzésnek figyelembe kell vennie többek között az ahhoz szükséges időt, amely alatt az adott eszközöket stresszhelyzeti piaci feltételek között pénzre lehetne tenni;
- b) azon nyílt végű ABA-k ABAK-jai számára, amelyek célja, hogy a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök Ba) pont szerinti listáján szereplő eszközökbe fektessenek be jelentős mértékben, arra vonatkozó követelményt, hogy az illetékes nemzeti hatóság felé igazolják arra való képességüket, hogy befektetési stratégiájukat előrelátható piaci feltételek mellett fenntartsák. Az elemzésnek többek között célzott visszaváltási politikákat, a kiegészítő likviditáskezelési eszközök végrehajtását és/vagy a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök Ba) pont szerinti listáján szereplő eszközökre vonatkozó belső korlátokat kell tartalmaznia. Amennyiben ilyen belső korlátokat használnak, azokról az adott alapok létrehozásakor tájékoztatni kell az illetékes nemzeti hatóságot, és be kell jelenteni e korlátok minden megváltozását. A befektetők tájékoztatását szintén az ESMA által kidolgozandó útmutatás alapján kell kialakítani;
- c) a nyílt végű ABA-k ABAK-jai számára olyan átmeneti rendelkezések előírására vonatkozó mérlegelési jogkört, amely rendelkezések meghatározzák a jogszabályoknak való megfelelésre adott határidőt, amennyiben eszközöket vesznek fel a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök Ba) pont szerinti listájára, továbbá a belső korlátok megsértése esetén a szándékolatlan káros hatások elkerülése érdekében, amennyiben ezt hasznosnak ítélik.

C. ajánlás

A **C. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak.

A likviditási stressztesztelésre vonatkozó, ESMA által kibocsátott útmutatásnak legalább, de nem kizárólag a következőket kell tartalmaznia:

- a) a likviditási stressztesztelési forgatókönyvek kialakítása;
- b) a likviditási stressztesztelési politika, ideértve a likviditási stresszteszt eredményeinek belső felhasználását;
- c) a befektetési alapok mérlegének eszköz- és kötelezettségoldalára vonatkozó megfontolások; és
- d) az egyes alapok számára a likviditási stresszteszt lefolytatásának időzítése és gyakorisága.

Ezen útmutatásnak a 2011/61/EU irányelvben rögzített stressztesztelési követelményeken, valamint azon kell alapulnia, hogy a piaci szereplők általában hogyan folytatják le a stressztesztelést.

D. ajánlás

A **D. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak.

D(1) – Az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok adatszolgáltatási kötelezettségei

A vonatkozó uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak a kezelő- és az alapspecifikus adatokra egyaránt kiterjedő, és ugyanakkor az ÁÉKBV-k sajátosságait is tükröző adatszolgáltatási kötelezettségeket kell tartalmazniuk. A szolgáltatott adatoknak lehetővé kell tenniük a rendszerkockázathoz adott esetben hozzájáruló potenciális sérülékenységek megfelelő figyelemmel kísérését, és ki kell terjedniük legalább a következőkre:

- a) a kezelt eszközök értéke egy adott kezelő társaság által kezelt valamennyi ÁÉKBV tekintetében;
- b) kereskedés tárgyát képező instrumentumok és egyedi kitettségek;

- c) befektetési stratégia;
- d) globális kitettség/tőkeáttétel;
- e) stressztesztelés;
- f) hatékony portfóliókezelési technikák;
- g) partnerkockázat/fedezet;
- h) likviditási kockázatok;
- i) hitelkockázat, és
- j) kereskedési mennyiség.

A Bizottságnak adott esetben javasolnia kell a befektetési alapokat és kezelőiket terhelő átfogó adatszolgáltatási követelmények harmonizálását, különösen a javasolt ÁÉKBV-adatszolgáltatás és a 2011/61/EU irányelv szerinti adatszolgáltatás céljára már végrehajtott intézkedések közötti harmonizálást. E tekintetben a Bizottságnak az (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet⁽¹⁾ szerinti adatszolgáltatási követelményeket is figyelembe kell vennie. E harmonizálás várhatóan lehetővé fogja tenni a fennálló adatszolgáltatási platformok használatát, szinergiákat valósít meg és elkerüli az eszközkezelőkre nehezedő indokolatlan terheket.

A vonatkozó uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak tartalmazniuk kell továbbá egy azt rögzítő rendelkezést, hogy amennyiben az ÁÉKBV-kezelő illetékes nemzeti hatósága eltér magának az ÁÉKBV-nak az illetékes nemzeti hatóságától, az ÁÉKBV-kezelőnek a szolgáltatott információkat felszólításra az ÁÉKBV illetékes nemzeti hatóságának is rendelkezésére kell bocsátania.

D(2) – Az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok adatszolgáltatási kötelezettségeinek gyakorisága és hatóköre

Az uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak a következő követelményeket kell tartalmazniuk:

- a) a D(1) ajánlásban említett adatokat legalább negyedévente jelenteni kell a pénzügyi stabilitási kockázatok eredményes figyelemmel kísérésének lehetővé tétele érdekében, ugyanakkor figyelembe véve az arányossággal kapcsolatos aspektusokat is az adatszolgáltatásra köteles szervezetek tekintetében;
- b) az adatszolgáltatás hatókörének meghatározása során a kezelő társaság által kezelt összes eszközöket és az egyes ÁÉKBV-k által kezelt eszközöket kell figyelembe venni, biztosítva ezáltal, hogy az adatszolgáltatás az ágazat elegendő részére kiterjedjen a pénzügyi stabilitási kockázatok kezelése érdekében.

D(3) – Harmonizált adatszolgáltatás és információcsere

Az uniós jogszabályok Bizottság által javasolt módosításainak arra vonatkozó kötelezettséget kell tartalmazniuk, hogy a D(1) ajánlásban említett információkat más érintett tagállamok illetékes nemzeti hatóságai, az ESMA és az ERKT rendelkezésére kell bocsátani az ÁÉKBV-adatszolgáltatásnak a 2011/61/EU irányelv szerinti adatszolgáltatási gyakorlatokkal való harmonizálása érdekében. Ezzel összefüggésben a Bizottságnak az (EU) 2017/1131 rendelet szerinti adatszolgáltatási követelményeket is figyelembe kell vennie.

E. ajánlás

Az **E. ajánlásra** a következő megfelelési kritériumok vonatkoznak.

E(1) – A tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázat értékelése

Az ESMA által kibocsátott útmutatásnak tartalmaznia kell:

- a) az illetékes nemzeti hatóságok által az értékelés során figyelembe veendő mutatók közös minimumkészletét;
- b) az E(1)a) pontban említett mutatók kiszámítására vonatkozó utasításokat a 2011/61/EU irányelv 24. cikkének megfelelően szolgáltatott adatok alapján; és
- c) a mutatóknak az értékelési kerettel összefüggésben való értelmezésére vonatkozó minőségi, és amennyiben megvalósítható, mennyiségi leírásokat.

⁽¹⁾ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1131 rendelete (2017. június 14.) a pénzügyi alapokról (HL L 169., 2017.6.30., 8. o.).

A mutatók E(1)a) pontban említett közös készletének:

- (1) meg kell könnyítenie a tőkeáttétel szintjének, forrásának és különböző alkalmazásainak értékelését;
- (2) meg kell könnyítenie azon főbb csatornák értékelését, amelyeken keresztül a rendszerkockázat megjelenhet, így a kényszerértékesítések, a pénzügyi intézményekre való közvetlen átterjedés, és a hitelközvetítés megszakadása; és
- (3) működőképesnek és ahhoz elegendőnek kell lennie, hogy az illetékes nemzeti hatóságok az ESMA 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (6) bekezdése szerinti útmutatásával és a 231/2013/EU felhatalmazáson alapuló bizottsági rendelet⁽¹⁾ 112. cikkében rögzített elvekkel összefüggésben tájékoztatni tudják az ESMA-t, hogy teljesülnek-e annak feltételei, hogy tőkeáttételi korlátokat vagy az ABA-k kezelésére vonatkozó egyéb korlátozásokat írjanak elő.

E(2) – Makroprudenciális tőkeáttételi korlátok

Az ESMA által kibocsátott útmutatásnak tartalmaznia kell:

- a) a tőkeáttételi korlátok különböző típusainak leírását, ideértve a túlzott tőkeáttétel mérséklése terén mutatkozó eredményességük és hatékonyságuk értékelését;
- b) az illetékes nemzeti hatóságok által a tőkeáttételi korlátok kalibrálása során figyelembe veendő elveket. Ezen elvek között szerepelnie kell legalább a következőknek: i. nyilatkozat arról, hogy a tőkeáttételi korlátoknak a 2011/61/EU irányelvben szereplő tőkeáttételi intézkedéseken kell alapulniuk, ii. a tőkeáttételi korlátok alkalmazási kritériumai, iii. a tőkeáttételi korlátok időszakos felülvizsgálatára vonatkozó elvek;
- c) az illetékes nemzeti hatóságok által a tőkeáttételi korlátok előírásának mérlegelése során figyelembe veendő elveket, amelyek kiterjednek legalább a következőkre: i. a korlátok szabályokon, illetve mérlegelésen alapuló meghatározása közötti kiegyensúlyozott megközelítésre irányuló elvek, ii. a más szakpolitikai intézkedésekkel való kölcsönhatással kapcsolatos elvek, iii. az uniós hatóságok közötti koordinációra vonatkozó elvek.

E(3) – Értesítési eljárás

Az ESMA által kiadott útmutatásnak lehetővé kell tennie az illetékes nemzeti hatóságok számára, hogy értesítsék az ESMA-t, az ERKT-t és más illetékes nemzeti hatóságokat. Ezen útmutatásnak tartalmaznia kell különösen, de nem kizárólag, egy hatékony munkafolyamatot, az értesítésre vonatkozó mintákat, valamint a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (3) bekezdése szerinti makroprudenciális intézkedések alkalmazása szükségességének illetékes nemzeti hatóság általi értékeléséhez kapcsolódó adatszolgáltatási követelményeket.

E(4) – Összehasonlító elemzés

Az ESMA-nak évente meg kell osztania a nemzeti makroprudenciális hatóságokkal és az ERKT-val:

- a) összehasonlító elemzéseinek (amennyiben vannak ilyenek) eredményeit;
- b) a tőkeáttételi korlátok alkalmazása és az ABA-k kezelésére vonatkozó egyéb korlátozások előírása tekintetében fennálló gyakorlatokat (amennyiben vannak ilyenek), az illetékes nemzeti hatóságoktól a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (3) bekezdésének megfelelően kapott információk alapján.

⁽¹⁾ A Bizottság 231/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a mentességek, az általános működési feltételek, a letétkezelők, a tőkeáttétel, az átláthatóság és a felügyelet tekintetében történő kiegészítéséről (HL L 83., 2013.3.22., 1. o.).

II. MELLÉKLET

GAZDASÁGI ALAPOK ÉS ÉRTÉKELÉS

TARTALOMJEGYZÉK

	Oldal
Rövidítésjegyzék	12
I. Bevezetés	13
II. A ERKT ajánlása a befektetési alapok likviditási és tőkeáttételi kockázatairól	17
II.1 A. ajánlás – Likviditáskezelési eszközök visszaváltáshoz	17
II.1.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások	17
A(1) ajánlás – További likviditáskezelési eszközök hozzáférhetősége	17
A(2) és A(3) ajánlás – További rendelkezések az INH-król és az ESMA-nak a visszaváltások INH-k általi, határon átnyúló pénzügyi stabilitási következményekkel járó felfüggesztésében játszott szerepéről	21
II.1.2 Nem kívánt hatások	22
II.2 B. ajánlás – A túlzott likviditási eltérések valószínűségének csökkentésére irányuló további rendelkezések	22
II.2.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások	22
II.2.2 Nem kívánt hatások	30
II.3 C. ajánlás – Stressztesztelés	31
II.3.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások	31
II.3.2 Nem kívánt hatások	34
II.4 D. ajánlás – az ÁÉKBV-k adatszolgáltatása	35
II.4.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások	35
D(1) ajánlás – Az ÁÉKBV-k és az ÁÉKBV-kezelő társaságok adatszolgáltatási kötelezettsége	35
D(2) ajánlás – Az ÁÉKBV és ÁÉKBV-kezelő társaság adatszolgáltatási kötelezettségének gyakorisága és hatóköre	38
D(3) ajánlás – Egységes adatszolgáltatás, információcsere	39
II.4.2 Nem kívánt hatások	39
II.5 E ajánlás – Útmutató a 2011/61/EU irányelv 25. cikkéről	40
II.5.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások	40
E(1) ajánlás – A tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázat vizsgálata	40
E(2) ajánlás – Makroprudenciális tőkeáttételi határértékek	45
E(3) ajánlás – Értesítési eljárás	48
E(4) ajánlás – Összehasonlító értékelés	48
II.5.2 Nem kívánt hatások	48
Hivatkozások	49
Függelék	52

Rövidítésjegyzék

a-LMT	kiegészítő likviditáskezelési eszközök
ABA	alternatív befektetési alap
ABAK	alternatív befektetésialap-kezelő
AuM	kezelt eszközállomány
CESR	Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága
CIS	kollektív befektetési program
CLMT	anticiklikus likviditáskezelő eszköz
CRE	kereskedelmi ingatlan
CSD	központi értéktár
EBH	Európai Bankhatóság
EKB	Európai Központi Bank
EGT	Európai Gazdasági Térség
ELTIF	Európai hosszú lejáratú befektetési alapok
KBER	Központi Bankok Európai Rendszere
ESMA	Európai Értékpapír-felügyeleti Hatóság
ERKT	Európai Rendszerkockázati Testület
EU	Európai Unió
EUR	Euro
FSB	Pénzügyi Stabilitási Tanács
FVP	valósérték-alapú árazás
IOSCO	Értékpapír-bizottságok Nemzetközi Szervezete
ITS	végrehajtás-technikai standardok
PPA	pénzpiaci alap
NAV	nettó eszközérték
INH	illetékes nemzeti hatóság
OTC	tőzsdén kívüli
RTS	szabályozástechnikai standard
SEC	Értékpapír- és Tőzsdei Bizottság
ÁÉKBV	átruházható értékpapírokba kollektív alapon befektető vállalkozás
VaR	kockázatotott érték

Ebben a mellékletben az ERKT ajánlásaihoz adunk háttéranyagokat, hogy támogassuk EU-beli bevezetésüket. Minden egyes ajánlást részletesen tárgyalunk alább, és bemutatjuk az egyes ajánlásokat kísérő olyan gazdasági megfontolásokat és értékelést, mint például a lehetséges szándékos vagy akaratlan hatásokat és a potenciális piaci hatást. Az elemzéshez nagymértékben támaszkodunk a kutatói és gazdaságpolitikai tanulmányokra, az országos rendeletekre és az ESMA, ERKT és IOSCO felmérések eredményeire (pl. a likviditáskézelő eszközök elérhetőségéről és alkalmazásáról, az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve⁽¹⁾ és 2011/61/EU irányelve⁽²⁾ szerinti alapkezelői tőkeáttétel felhasználásáról, valamint az alapkezelők stressztesztelési gyakorlatáról).

I. Bevezetés

Szerkezeti megfontolások

Az uniós befektetési alapok ágazata jelentősen bővült az utóbbi években. Az EU-beli befektetési alapok teljes nettó eszközállománya 2008 óta több mint kétszeresére, 6,2 billió euróról 2017 harmadik negyedévére 15,3 billió euróra bővült.⁽³⁾ Megjegyzendő, hogy ugyanebben az időszakban az európai ABA-k több mint a háromszorosukra nőttek, 1,6 billió euróról 5,8 billió euróra.⁽⁴⁾ Ahogy a befektetési alapok ágazata a teljes pénzügyi piacon belül egyre nagyobb, az ágazat rendszerkockázatainak kezelése is fokozottan előtérbe kerül.

A befektetési alapok a piaci stresszre különösen összetett potenciális viselkedésformákkal reagálnak. A befektetési alap csak egyike a több nagyobb pénzügyi piaci befektetői típusnak – ide tartoznak még a bankok, a biztosítók, a nyugdíjalapok, a lakossági befektetők, a családi irodák, az állami vagyonalapok és a különféle közvetítő szervezetek. Minden befektetőtípusnak megvan a maga jellemző magatartásformája. A befektetési alap egyik jellemzője, hogy sokféle lakossági befektetőtől gyűjt össze forrásokat, amelyeket azután kollektív befektetési struktúrában keresztül vezet át a piacokra. Ehhez a jellemzőhöz járul még, hogy a legtöbb befektetési alap nyílt végű (azaz a lakossági befektetőnek módjában áll a fedezeti eszköz futamidejének lejártá előtt kivonnia befektetését az alaptól). Ez azt jelenti, hogy piaci stresszhelyzetben a befektetési alapok a lehetséges magatartásformák igen összetett skáláját mutatják. Az egyik kiemelt lehetőség szerint a befektetési alap vagy annak alszektora a piaci stresszhelyzetre és a belőle származó befektetői visszaváltó magatartásra válaszul jelentős mértékű eszközadási fogásba fog a csökkenő árakkal jellemezhető piacon. Ezzel tovább súlyosbítja a piaci sokkhatást, és hozzájárul a pénzügyi helyzet megrendüléséhez.

A befektetési alapok jellemzően fenntartják a befektetői stratégiájukat a piaci sokkok idején is. Néhány ABA kivételével jellemzően alacsony tőkeáttételi szinteket alkalmaznak.⁽⁵⁾ Ebben az esetben az olyan alapok, amelyek nem tapasztalnak visszaváltási nyomást, jellemzően megtartják az eszközöket, sőt alkalmazkodásképpen az árcsökkenéssel párhuzamosan eszközt igyekeznek vásárolni, amivel anticiklikus hatást érnek el.

Kockázati források

Az alapok lehetséges eltérő magatartásának – tehát annak, hogy a piaci sokk idején csökkenő árakkal jellemezhető piacon eladnak – a fő oka, hogy váratlanul megnő a visszaváltási igény. Bár a múltat nem ez a minta jellemezte, néhányszor előfordult, hogy a piaci stressz idején felszökött a visszaváltási igény. Egy befektetési alap múltbeli magatartásmintája továbbá nem feltétlenül jelzi előre, hogyan fog a jövőben viselkedni. Ebből kifolyólag nem vehetjük biztosra, hogy az említett erős visszaváltási kereslet ritka és elszigetelt jelenség marad. A piaci feszültség idején megemelkedő visszaváltási kereslet oka lehet például, hogy a befektetési alapok nem csupán a tőkeáttétel nélkül finanszírozott, hosszú lejáratú részvénybefektetéseket közvetítik. Az alapokat ugyanis néha olyan befektetők veszik igénybe, akik rövidebb időtávra terveznek, továbbá az ilyen befektetők aránya jelentősen változhat egyéb piaci hatások függvényében. Ez potenciálisan jelentősen nagyobb rendszerkockázatot okozhat az ágazaton belül, mintha a nagy visszaváltási igény szintek csak ritkán vagy elszigetelten fordulnának elő. Ahogy bővül az ágazat, az említett tény általánosan fontosabb jellemzője lesz a rendszerkockázatnak.

⁽¹⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009. július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról (HL L 302., 2009.11.17., 32. o.).

⁽²⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról (HL L 174., 2011.7.1., 1. o.).

⁽³⁾ „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017” (Az európai befektetési alapok ágazatának trendjei 2017 harmadik negyedében), Európai Befektetési Alap- és Vagyonkezelők Szövetsége EFAMA, 2017. december.

⁽⁴⁾ Megjegyzendő, hogy 2014 óta az ABA-kat a 2011/61/EU irányelvben foglalt szabályozói meghatározás szerint osztályozzák. Azóta a nettó eszközállomány több mint 25 %-kal bővült.

⁽⁵⁾ Európai Rendszerkockázati Testület, „EU Shadow Banking Monitor”, 2. szám, 2017. május.

A második főbb rendszerkockázati forrás, hogy léteznek olyan tényezők, amelyek a likviditásnak a hozamra való cseréjére, vagy a tőkeáttétel megnövelésére ösztönöznek azért, hogy a befektetőknek vonzó hozamot tudjanak ígérni. Minél nagyobb tőkeáttételt alkalmaznak egy befektetési alapnál, annál kevésbé valószínű, hogy piaci stresszhelyzetben rugalmasnak mutatkozzon. Emellett minél nagyobb mértékben váltja át a befektetési alap a likviditását hozamra, annál kevésbé rendezetten tudja kezelni a visszaváltási igény megugrásait. Ez a magatartás még több problémához vezethet, ha a potenciális befektetők vagy azért nincsenek tisztában ezzel az átváltással, mert a befektetett eszközök látszólag likvidek, pedig a likviditás nem rugalmas, vagy azért mert a tőkeáttétel pénzügyi származtatott eszközbe van beágyazva, és kiterjedése nem látható át.

A harmadik rendszerkockázati forrás a visszaváltási mechanizmus működési módjában rejlik. A nyílt végű befektetési alap kiválthat olyan helyzetet, amelyben annak van előnye, aki elsőnek lép. Ilyenkor a visszaváltó befektető a korai visszaváltásnak nem viseli a teljes költségét, hanem azt továbbadja a megmaradó befektetési jegy-tulajdonosoknak. Az alapkezelőnek ott van még a kapcsolódó reputációs probléma, amely ahhoz vezethet, hogy nem szívesen függeszti fel a visszaváltást még akkor sem, ha az a befektetők érdekében állna. Eközben két lehetőség között kell egyensúlyoznia, egyfelől hogy ameddig van az alapban likvid forrás, kiadja a pénzt a visszaváltani szándékozók számára, másfelől, hogy meghatározza, elég rendkívüliek-e a körülmények a visszaváltás felfüggesztéséhez.

A negyedik rendszerkockázati forrás arról szól, hogy a visszaváltási mechanizmus működése a piaci likviditástól függ. Az alapok sok befektetési instrumentuma esetében a likviditás hagyományosan a piacvezetőktől függ, és mind időben, mind instrumentumok tekintetében változó. A közelmúlt folyamatai – a volatilitás csökkenése, az elektronikus kereskedés fokozottabb igénybevétele, a likviditási források szétaprózódása, valamint az olyan hagyományos piacvezetők mint a bankok és az értékpapír-bizományos kereskedők kisebb eszközállományai, továbbá a monetáris politikához hasonló ciklikus tényezők – jelzik, hogy a likviditásnyújtási struktúra idővel változhat (habár a folyamatban levő kutatások eddig nem találtak egyértelmű bizonyítékot arra, hogy jelenleg kevesebb likviditás lenne). Ezek a változások befolyásolhatják mennyire lesz teherbíró a likviditásnyújtás, amikor a piacok stresszhelyzetben vannak. A likviditási szerkezet változásainak a jelentősége nehezen jelezhető előre, és következőképpen előfordulhat, hogy a befektetési alapok a vártnál kevésbé reziliens likviditási szintekre támaszkodnak.

A befektetési alapok tőkeáttételi, likviditási és visszaváltási jellemzői között fontos kölcsönhatások vannak. A tőkeáttétellel működő alapok, amelyek magasabb fedezetkiegészítési felhívással, forráskivonással vagy megemelkedett haircuttal szembesülnek, akkor tudnak gyorsan alkalmazkodni, ha rendelkeznek gyorsan likviddé tehető eszközzel. Azonban ha a nagy tőkeáttétellel működő alap tulajdonában kevesebb likvid eszköz van, és ha rövid távon visszaváltásra vagy a hitelnyújtási feltételek megváltozására kerülhet sor, megtörténhet, hogy a kevésbé likvid piacon kell gyorsan értékesítenie (engedménnyel eladnia), hogy eleget tudjon tenni a kötelezettségeinek. Bár a fedezetkiegészítési felhívás esetén a befektetési alapnak módjában állhat a visszaváltás felfüggesztése a befektetők érdekében, ebben az esetben gyorsan – sürgősségi finanszírozás, illetve gyors eszközadások révén – kell pénzt előteremtenie, hogy elkerülje a felszámolást, ami potenciálisan jelentős partnerkockázatot okozhat, és az eszközárakat is nagymértékben befolyásolhatja.

A központi bankok, a piaci és az értékpapír-szabályozó hatóságok hangot adtak azon aggodalmuknak, hogy a befektetési alapok potenciálisan felerősíthetik a rendszerkockázatokat.⁽¹⁾ Globális szinten az FSB megállapította, hogy a befektetési alapok likviditási eltérései és a tőkeáttétel alkalmazása potenciálisan jelentős strukturális sérülékenységet okoz az alapkezelői ágazatban. Ezt követően az FSB hangsúlyozta, mennyire fontos megvizsgálni és kezelni az esetleges sérülékenységet, amely az alapokban tapasztalható likviditási eltérésekkel és tőkeáttétel-használattal függ össze, és pénzügyi stabilitási kockázatot vonhat maga után. Ajánlja például ezért, hogy a hatóságok kövessék nyomon az alapok tőkeáttétel-alkalmazását, és adott esetben tegyenek lépéseket.⁽²⁾

⁽¹⁾ Lásd a következő kiadványokat: „Financial Stability Report”, Bank of England, 2015. december”; „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities”, ESMA, 2. szám, 2015; „Financial Stability Review”, EKB, 2016. május; „Update on Review of Asset Management Products and Activities”, Financial Stability Oversight Council, 2016. április; Vítor Constâncio, „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union” című beszéde, 2016. április; Steven Maijoor, „Measuring and assessing stability risks in financial markets” című beszéde, 2015. május; Mary Jo White, „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry” című beszéde, 2014. december.

⁽²⁾ „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities” (Szakpolitikai ajánlások az eszközkezelési tevékenységek okozta strukturális sérülékenység kezelésére), 2017. január.

A befektetési alapok likviditására és tőkeáttételére vonatkozó jelenlegi szabályozói keretrendszer

A befektetési alapok likviditás- és tőkeáttétel-kezelését irányító szabályozás Európában a 2009/65/EK és a 2011/61/EU irányelvekből áll. Ezeken alapul, hogy az európai befektetési alapok hogyan kötelesek likviditási és tőkeáttétel-pozícióikat kezelni, kiindulópontot adva az alap likviditási eltéréseiből és tőkeáttétel-alkalmazásából eredő rendszerkockázatok felméréséhez.

Az ÁÉKVB nagymértékben szabályozott befektetési alap. Az ÁÉKVB olyan befektetési alap, amely olyan elfogadható (jegybankképes) eszközökbe fektet be mint például a készpénz, a készpénz-jellegű betét, a kötvény, a részvény, a pénzpiaci instrumentumok és egyéb befektetési alapok (lásd az 1a keretes írást). Az ÁÉKVB elméletben kevésbé hajlamos a likviditási eltérésekre, mivel mind az eszköz-, mind a forrásállományával általában rövid távon kereskednek. Csak olyan átruházható értékpapírba vagy egyéb likvid pénzügyi eszközbe fektethet, amelynek az elfogadhatósági szabályai konkrét irányelvben részletesen le vannak fektetve⁽¹⁾. Az ÁÉKVB köteles a befektetési jegy tulajdonosától kapott kérelem esetén a befektető részeseését visszaváltani (annak az eshetőségnek a függvényében, hogy a befektetési alap felfüggesztésre kerülhet): ez azt jelenti, hogy az ÁÉKVB-nak kötelessége legalább havonta kétszer lehetővé tennie a visszaváltást, ugyanakkor sok ÁÉKVB erre naponta vagy hetente lehetőséget ad. A tőkeáttételt illetően, az ÁÉKVB működésére szabályozói tőkeáttételi határértékek vonatkoznak. Fedezet nélküli készpénzhitel-felvétel útján megvalósuló pénzügyi tőkeáttételt legfeljebb eszközállománya 10 %-ának mértékéig vehet igénybe azzal a feltétellel, hogy az ilyen kölcsön átmeneti (lásd 1b keretes írást). Ebből következően a mind készpénzhitelt, mind értékpapír-finanszírozási ügyleteket vagy pénzügyi származékos eszközöket alkalmazó ÁÉKVB nettó eszközértékének maximum 2,1-szereséig alkalmazhat tőkeáttételt.

Az ABA olyan befektetési alap, amelynek engedélyezve van, hogy az ÁÉKVB-ben találhatóhoz hasonló eszközökbe fektessen, de nincs alávetve az utóbbira érvényes részletes diverzifikációs, likviditási vagy tőkeáttételi megszorításoknak. Az ABA ezenkívül olyan pénzügyi eszközbe is befektethet, amely az ÁÉKVB esetében nem elfogadott, mint például a tőzsdén kívüli részvényjellegű értékpapír, kockázati tőke, ingatlan, nyersanyagok és egyéb alternatív eszköz. A vezetőknek ugyanakkor kötelező likviditáskézelői eljárásokat bevezetni, ha nyílt végű ABA-t vagy tőkeáttételes zárt végű ABA-t igazgatnak. Idetartozik az alap befektetési stratégiájának, likviditási profiljának és visszaváltási politikájának összehangolása, valamint megfelelő likviditáskézelési határértékek és stresszteszt felállításának (lásd az 1a keretes írást). Megjegyzendő, hogy egy bizonyos küszöbérték⁽²⁾ alatt működő ABA-kezelőre nem biztos, hogy azonos követelmények vonatkoznak, mely esetben nem profitálhatnak a 2011/61/EU irányelv által biztosított útlevelekből, amely lehetővé teszi a más uniós joghatóságban való forgalmazást. Ami a tőkeáttételt illeti, az ABA működését nem korlátozza szabályozói tőkeáttételi nyereségességet meghatározó. Az ABA alapnak csak bejelentési kötelezettsége van a tőkeáttétel alkalmazásáról (lásd az 1b keretes írást).

1a keretes írás A befektetési alapok likviditására vonatkozó jelenlegi szabályozói keretrendszer

009/65/EK irányelv – ÁÉKVB

Kereskedési gyakoriság. Az ÁÉKVB-nek lehetővé kell tennie, hogy a befektetési jegyeket az alap befektetői kérésére vissza lehessen vásárolni vagy váltani. Ennek értelmében legalább havonta kétszer eleget kell tenniük a visszaváltási igényeknek⁽³⁾, bár sok ÁÉKVB erre naponta vagy hetente lehetőséget ad⁽⁴⁾.

Kereskedési eljárások. A 2009/65/EK irányelv nem határozza meg az ÁÉKVB által követendő kereskedési eljárásokat. A gyakorlatban a kérelmek átvételére vonatkozó kereskedési határidőt az értékelési időpont előtt tűzik ki, amely órákkal vagy napokkal később lehet. Az ÁÉKVB továbbá általában a befektetési alap dokumentációjában részletezett elszámolási eljárások szerint fizeti ki a visszaváltási pénzt, amelyek az időpontot az értékelési pont utáni háromtól öt napban is meghatározhatják⁽⁵⁾. Az említett kereskedési eljárásoknak megfelelően a kérelem végső beadási határideje és a visszaváltási összegek kifizetési határideje között eltelik bizonyos idő. Ez alatt az ÁÉKVB-kezelő vállalat el tud adni befektetéseiből, és elő tud teremteni pénzt, amiből ki tudja a visszaváltási összegeket fizetni szükség esetén.

⁽¹⁾ 2007/16/EK bizottsági irányelv (2007. március 19.), amely az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKVB) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló 85/611/EGK tanácsi irányelvet hajtja végre bizonyos definíciók pontosítása tekintetében (HL L 79., 2007.3.20., 11. o.).

⁽²⁾ Az olyan ABA-kezelő, aki 100 millió eurónál kisebb teljes eszközállományú ABA-t kezel, vagy az olyan ABA-kezelő, aki 500 millió eurónál kisebb teljes eszközállományú ABA-t kezel, feltéve ha az ABA nem alkalmaz tőkeáttételt, és az egyes ABA-kba való eredeti befektetést követő öt éves időszakban nincs visszaváltási jog.

⁽³⁾ Az INH-k a feltétellel engedélyezhetik az ÁÉKVB-nak, hogy levigye havi egy alkalomra a gyakoriságot, hogy az ilyen eltérés nem sérti a befektetési jegytulajdonosok érdekeit. Ezt az opciót azonban nem az összes tagállam ültette át az országos jogba.

⁽⁴⁾ Lásd például a 2009/65/EK irányelv 76. cikkét.

⁽⁵⁾ Az állandó NAV pénzpiaci alapok kínálhatnak aznap elszámolást.

Elfogadható (jegybankképes) eszközök. Az ÁÉKBV-re részletes elfogadhatósági szabályok vonatkoznak, ezért kötelessége túlnyomórészt likvid eszközbe befektetnie. Ilyenek a tőzsdén jegyzett átruházható értékpapírok és a pénzügyi instrumentumok; a tőzsdén forgalmazott derivatívák; a felszólításra visszafizetendő vagy visszavonási jogot tartalmazó bankbetétek, amelyek legfeljebb 12 hónapos futamidővel rendelkeznek⁽¹⁾. A likviditást tovább támogatandó, lefektetünk olyan követelményeket, amelyek az olyan piacokat irányítják, amelyeken az elfogadható eszközöket kötelezően jegyzik és kereskedik⁽²⁾.

A befektetés előtt elvárható gondosság. Mielőtt egy ÁÉKBV-kezelő vállalat befektetést hajt végre, elemeznie kell többek között, hogyan járul hozzá a befektetés az ÁÉKBV alap portfólióösszetételéhez, likviditáshoz, kockázati és nyereségprofiljához.⁽³⁾

Kockázatkezelés. Az ÁÉKBV-kezelő vállalatnak a kockázatkezelési folyamat részeként megfelelő likviditáskockázat-kezelési eljárást kell követnie azt biztosítandó, hogy a kezelése alatt levő minden egyes ÁÉKBV minden előrelátható körülmény esetén, például stresszhelyzetben is képes legyen megfelelni visszaváltási kötelezettségének, amennyiben a befektetési jegy tulajdonosa ezt kéri. Az ÁÉKBV-kezelő vállalatnak adott esetben stresszteszteteket kell végezniük, amelyekkel az ÁÉKBV rendkívüli helyzetben jelentkező likviditási kockázatát vizsgálják.⁽⁴⁾

A jegyzés és a visszaváltás nettósítása. Ahol az ÁÉKBV-alap jegyzési és visszaváltási megrendelést kap ugyanarra a kereskedési napra, párba állítja a befektetési jegyekkel végzett ügyleteket, és a jegyzéskor kapott pénzt a visszaváltási kérelmek egy részének vagy egészének a kifizetésére használja föl. Ezzel csökken vagy megszűnik az igény arra, hogy el kelljen adnia a fedezeti befektetéseket annak érdekében, hogy fizetni tudjon a visszaváltó befektetőknél.

2011/61/EU irányelv – ABAKI

Kereskedési eljárások. Az ÁÉKBV-hoz hasonlóan a 2011/61/EU irányelv nem nevezi meg az ABA által alkalmazandó kereskedési eljárásokat. Az ABA-kezelő olyan kereskedési eljárásokat tervez, amelyek megfelelőek az általa kezelt ABA-khoz, és amelyek révén elegendő ideje lesz befektetéseinek eladására, tehát a visszaváltási összegek kifizetéséhez szükséges készpénz előteremtésére.

Kockázatkezelés. A 2011/61/EU irányelv 15. cikkében hasonló rendelkezések olvashatók, mint a 2009/65/EK irányelv befektetést megelőzően elvárható gondossággal foglalkozó rendelkezései (lásd magyarázatot fentebb). Az említett cikk az ABA-kezelő általi kockázatkezelés részeként előírja, hogy az ABA minden egyes befektetési pozíciójával kapcsolatos kockázatokat és az ABA portfóliójára gyakorolt általános hatásukat megfelelően és folyamatosan azonosítsák, mérjék, kezeljék és monitorozzák erre alkalmas stressztesztelő eljárások révén is. A 2011/61/EU irányelv értelmében az ABA-kezelő köteles gondoskodni róla, hogy az általa kezelt minden egyes ABA esetében konzisztens befektetési stratégiát, likviditási profilt és visszaváltási politikát alkalmazzanak.⁽⁵⁾ Az adott ABA-kezelőnek megfelelő likviditáskezelő rendszereket kell felállítania az ABA likviditási kockázatának monitorozásához, és biztosítania kell, hogy az ABA befektetéseinek likviditási profilja megfeleljen a műveletbe bevont kötelezettségeknek. Ezenkívül rendszeres stressztesztet révén mind megszokott, mind rendkívüli likviditási feltételek mellett vizsgálnia és monitoroznia kell az ABA likviditási kockázatait.⁽⁶⁾ Ezeket a kötelezettségeket a likviditáskezelésre vonatkozó részletes 2. szintű szabályok egészítik ki.⁽⁷⁾

A jegyzések és visszaváltások nettósítása. Akárcsak az ÁÉKBV esetében az ABA-kezelő is nettósíthatja a nyílt végű ABA-ban a jegyzéseket és visszaváltásokat.

⁽¹⁾ A PPA-hoz kapcsolódó eszközökre – akár ÁÉKBV-ként, akár ABA-ként alapították – további részletes elfogadhatósági szabályok vonatkoznak (pl. a naponta és hetente lejáró eszközökre vonatkozó portfóliószabályok). Lásd (EU) 2017/11 31. rendelet.

⁽²⁾ A kereskedésbe való bevezetés azonban nem garantálja a likviditást. Mindazonáltal az ÁÉKBV alap támaszkodhat a bevezetésre, amennyiben nincs tudomása olyan körülményről, amely jelzi, hogy az adott eszköz nem likvid. Ha ez a helyzet, akkor meg kell vizsgálnia az értékpapír likviditását, hogy meg tudja állapítani, vajon a portfólióhoz való hozzáadásával kompromittálja-e annak likviditását.

⁽³⁾ 15 Lásd például a 2010/43/EU bizottsági irányelv (2010. július 1.) 23. cikkének (4) bekezdését, amely az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak az 2009/65/EK irányelvet hajtja végre a szervezeti követelmények, összeférhetlenség, üzletviteli szabályok, kockázatkezelés és a letéteményes, valamint a kezelő vállalat közötti egyezmény tartalma tekintetében (HL L 176., 2010.7.10., 42. o.).

⁽⁴⁾ Lásd például a 2010/43/EK irányelv 40. cikke 3. bekezdését.

⁽⁵⁾ Lásd például a 2011/61/EU irányelv 16. cikke 2. bekezdését.

⁽⁶⁾ Lásd például a 2011/61/EU irányelv 16. cikke 1. bekezdését.

⁽⁷⁾ Lásd például a 46. és 49. cikket a Bizottság felhatalmazáson alapuló 231/2013/EU rendeletében (2012. december 19.), amely kiegészíti a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek az alternatív befektetési alap-kezelők típusait meghatározó szabályozási technikai standardokkal foglalkozó részét (HL L 83., 2013.3.22., 1. o.).

1b keretes írás: A befektetési alapok tőkeáttételére vonatkozó jelenlegi szabályozói keretrendszer**2009/65/EK irányelv – ÁÉKBV**

Kölcsönfelvétel. Az ÁÉKBV úgy vehet igénybe pénzügyi tőkeáttételt, hogy eszközállományának legfeljebb 10 %-a erejéig kölcsönt vesz fel, feltéve, hogy a kölcsönfelvétel csak átmeneti. Az ilyen kölcsönfelvétel a cash flow-k átmeneti eltérése esetén alkalmazható, például ha előbb kell olyan visszaváltási összeget kifizetnie, mint ahogy a befektetés eladásából megkapná a pénzt.

A szintetikus tőkeáttétel alkalmazása. Az úgynevezett szintetikus tőkeáttétel származtatott ügyletekben fennálló kitétségen keresztül alkalmazása által az ÁÉKBV – a kötelezettségvállalási módszerrel számítva – a teljes nettó eszközérték (NAV) összegéig létrehozhat kockázati kitétséget. Ebből következően az ÁÉKBV alkalmazhat mind felvett kölcsönt, mind származtatott ügyletet a nettó eszközértékének maximum 2,1-szereséig terjedő tőkeáttételhez. A 2009/65/EK irányelv alatt az INH-k engedélyezhetik az ÁÉKBV-nek, hogy a kötelezettségvállalási módszer helyett a „kockázatosított érték” (VaR) módszerrel vagy egyéb fejlett kockázatmérési módszertannal számítsa ki a globális kitétséget. Ezen alapok esetében a tőkeáttétel alkalmazására csak közvetve vonatkoznak az alap piaci kockázataira vonatkozó korlátozások, mint ahogy a CESR 3. szintű iránymutatásaiban is ismertetik⁽¹⁾. Tehát az *abszolút* VaR-módszert alkalmazó alapok olyan abszolút VaR-re vannak korlátozva, amely (20 napos időszakot tekintve) nem nagyobb mint nettó eszközértékük 20 %-a. Ezzel szemben a *relatív* VaR módszerét alkalmazó alap korlátozva van, hogy hasonló, de tőkeáttétel nélküli portfólió VaR-modellje alatti veszteségi kockázatnak legfeljebb kétszeresével rendelkezhet. Fontos, hogy ezek a VaR-módszerek potenciálisan jelentősen nagyobb tőkeáttételt tesznek lehetővé, mint a kötelezettségvállalási módszer alatt lehetne, a művelet alapját képező eszközök volatilitásától függően. Az unió 11 joghatósági területéről kapott felmérésekre érkező válaszok arra utalnak, hogy a globális kitétséget VaR-módszerek alapján számító ÁÉKBV-k alcsoportja nettó eszköz alapon az uniós ÁÉKBV-k 27 % és 50 % közötti részét teszi ki.

2011/61/EU irányelv – ÁÉKBVI

Kölcsönfelvétel és a szintetikus tőkeáttétel alkalmazása. Az ABA a tőkeáttételre vonatkozó szabályozói megszorítás nélkül üzemel. A 2011/61/EU irányelv értelmében az alap csak a tőkeáttétel alkalmazásáról köteles jelenteni. Az említett irányelv mindazonáltal lehetővé teszi az illetékes hatóságok részére, hogy korlátozzák az ABA kezelője által esetleg alkalmazott tőkeáttétel szintjét, valamint egyéb kockázatkezelési megszorításokat is engedélyez annak érdekében, hogy korlátozzák a tőkeáttétel alkalmazása miatt a pénzügyi rendszerben felhalmozódó rendszerkockázatot vagy a rendellenes piaci működés kockázatát. Ez idáig ezt az eszközt nem alkalmazta még hatóság, és nincs kidogozva olyan EU-szintű keretrendszer, amely támogatja a makroprudenciális tőkeáttételi követelmények harmonizált érvényesítését.

II. A ERKT ajánlása a befektetési alapok likviditási és tőkeáttételi kockázatairól**II.1 A. ajánlás – Likviditáskezelési eszközök visszaváltáshoz****II.1.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások****A(1) ajánlás – További likviditáskezelési eszközök hozzáférhetősége**

Bővíteni kell a befektetési alapok likviditáskezelését irányító uniós szabályozói keretrendszert. A 2009/65/EK és a 2011/61/EU irányelvekben lefektetett likviditáskezelési rendelkezések általában megfelelőek voltak a múltban. A befektetési alapok ágazatának a likviditásátalakítással párhuzamos folyamatos növekedése azonban olyan megnövekedett pénzügyi stabilitási kockázatokkal járhat, amelyekkel foglalkoznunk kell.

A megfelelő likviditáskezelési eszközök ugyanis elsimíthatják az ÁÉKBV-ben és nyílt végű ABA-ban előforduló likviditási eltéréseket, leSORÍTVÁ ezzel a piaci stresszhelyzetben jelentkező pénzügyi stabilitási kockázatokat.

A likviditási eltérés különösen a nyílt végű alapoknál érdekes, amelyek gyakran adnak lehetőséget a visszaváltásra, ugyanakkor olyan eszközökbe fektetnek, amelyek bizonyos esetben nem értékesíthetők gyorsan anélkül, hogy ez a piaci árukra ne gyakorolna lényeges hatást. Sok nyílt végű alapon naponta lehetőség van a visszaváltásra, de nem mindegyik-nél. A 2009/65/EK és a 2011/61/EU iránymutatások rendelkezései értelmében az alapkezelők feladata a visszaváltási gyakoriság meghatározása (lásd az 1a keretes írást). Van a kiegészítő likviditáskezelési eszközöknek (a-LMT) egy olyan csoportja, amely úgy segítheti a nyílt végű alapokban levő likviditási kockázat enyhítését, hogy stresszes piaci helyzetben (ex ante) csökkenteni a lépéselőnyt⁽²⁾ és (ex post) a likviditási spirált.

⁽¹⁾ A CESR iránymutatásai az ÁÉKBV-kra vonatkozó kockázatkezelésről, a globális kitétséget és a partnerkockázat számításáról, 2010. július 28.

⁽²⁾ Az elképzelés további magyarázatát lásd az Európai Rendszerkockázati Testület 2012. december 20-i ERKT/2012/1 számú, a pénzpiaci alapokról szóló ajánlásának II.1 részében (HL C 146., 2013.5.25., 1. o.).

Az ex ante eszközök a lépéselőny és a rendszerkockázat csökkentésére használhatók. Az ex ante eszközök elvben vagy rendes piaci körülmények között é vagy piaci stresszhelyzetben is alkalmazhatók. Ilyen eszköz az ingaárazás és a felhígulás elleni védelmi díj, amelynek a célja az ügyfelekkel való igazságos bánásmód biztosítása annak érdekében, hogy a megmaradó befektetők ne legyenek hátrányban a visszaváltó befektetők lépései miatt. Így a befektető nem lesz érdekelt abban, hogy másokat megelőzve visszaváltást kezdeményezzen annak érdekében, hogy az alacsonyabb költségek előnyeit élvezze. Mindazonáltal ha a befektető feltett szándéka felszámolni az alapbeli pozícióit, a kapcsolódó költségek-től függetlenül meg fogja tenni. Ezek az eszközök tehát csupán tompítják a lépéselőny hatását, a művelet alapját képező eszközök piacain viszont nem feltétlenül csökkentik az eladási nyomást.

Az alapkezelők az ex post eszközökkel a kiáramlások ellenőrzése vagy korlátozása révén kezelhetik a befektetési alap likviditását. Ezek az eszközök jellemzően felmentik az alapkezelőt azon kötelezettsége alól, hogy a befektető visszaváltási kérelmére válaszul (piaci áron vagy az alatt) azonnal értékesítse az eszközöket. Így bizonyos mértékig afféle „megszakító” szerepben csökkenthetik a likviditási spirálok előfordulásának esélyét. Az ex post eszközöket általában piaci stresszhelyzetben alkalmazzák.

Az a-LMT elérhetősége és befektetési alapokra történő alkalmazása joghatóságokként jelentős eltéréseket mutat. Míg a 2009/65/EK és a 2011/61/EU irányelvek kifejezetten engedélyezik a visszaváltásoknak az alapkezelő vagy az INH által történő felfüggesztését, az irányelvek más a-LMT-t nem határoznak meg. Ezért az a-LMT elérhetősége és az alkalmazásukra vonatkozó konkrét eljárások joghatóságokként eltérnek. Az IOSCO felmérése,⁽¹⁾ valamint az ESMA uniós tagállamokkal kapcsolatos nemrégiben készített felmérése⁽²⁾ szerint egyes tagállamokban egész a-LMT eszköztár áll rendelkezésre, például az ingaárazás és a felhígulás elleni védelmi díj. A legtöbb tagállamban azonban kevesebb eszköz érhető el.

Az uniós tagállamokban leggyakrabban alkalmazott eszközök a következők:

- visszaváltási díj,
- visszaváltási korlát,
- természetbeni visszaváltás,
- „side pocket” számla,
- visszaváltás felfüggesztése.

Egyedül a visszaváltás felfüggesztését alkalmazzák valamennyi részt vevő joghatóságban. A második leggyakrabban elérhető eszköz a természetbeni visszaváltás, amely 17 tagállamban áll rendelkezésre.

A legtöbb tagállamban a likviditáskezelési eszközök aktiválása kizárólag az alapkezelő felelősége, a szabályozó csupán kisebb szerepet játszik, és nem aktiválhatja az eszközöket. Az alapkezelő a legtöbb a-LMT-t szabályozói felhatalmazás nélkül is aktiválhatja. Mindössze három uniós tagállamban van néhány eszköz alkalmazása engedélyhez kötve, a visszaváltások felfüggesztésének joga pedig csupán egyben. A likviditási eszközök és felhasználási körülményeik jegyzékét azonban jellemzően bele kell foglalni a befektetési alap alapító okirataiba, amelyek az uniós tagállamokban engedélyhez kötöttek. A szabályozók általában nem aktiválhatják az eszközöket. Általános érvényű kivétel a visszaváltások felfüggesztése, amelyet a szabályozó elrendelhet, amennyiben ez a közérdeket szolgálja, aminek mérlegelésekor feltehetően pénzügyi stabilitási szempontokat is figyelembe vesznek. Egyes joghatóságokban az INH-eknek jogukban áll visszaváltási korlátokat bevezetni.

Az eszközök bizonyos esetekben kizárólag meghatározott típusú befektetési alapok részére, illetve rendkívüli körülmények között érhetőek el. Az a-LMT rendes körülmények között történő alkalmazásának lehetősége változó. Néhány tagállamban bizonyos eszközöket rendes körülmények között is lehet alkalmazni, általában azzal a feltétellel, hogy lehetséges alkalmazásukat előzetesen rögzíteni kell az alap okirataiban. Más tagállamokban egyes eszközök használata kizárólag rendkívüli körülmények között engedélyezett. A visszaváltások felfüggesztéséhez kapcsolódó jogkör gyakorlása valamennyi tagállamban kizárólag rendkívüli körülmények között lehetséges.

⁽¹⁾ Az IOSCO felmérése uniós tagállamokra és unión kívüli országokra is kiterjed. A jelen jelentés középpontjában a 11 uniós részt vevő tagállam válaszai állnak. Lásd <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ További információkért lásd a függelék A1 táblázatát.

A szabályozók a-LMT alkalmazására vonatkozó útmutatása sokféle lehet, és minden egyes eszköz esetében eltérő. A visszaváltás felfüggesztésének alkalmazásához kapcsolódóan nem mindig határoznak meg maximális időkorlátot, három tagállam pedig egyáltalán nem szolgál útmutatással a visszaváltás felfüggesztésének használatáról. A többi kiegészítő likviditáskezelési eszköznek alig létezik hivatalos meghatározása, habár a tagállamok általában tisztában vannak az eszközök általános tulajdonságaival. A legtöbb esetben az eszközök használatával kapcsolatban nincsenek nemzeti jogszabályba foglalt konkrét szabályozói előírások vagy az INH-k által biztosított útmutatás.

Az FSB a nyílt végű befektetési alapok esetében potenciális strukturális sérülékenységi tényezőként azonosította a likviditási eltérést, és javasolta, hogy a likviditáskockázat-kezelési eszközök szélesebb körben álljanak rendelkezésre. Amennyiben minden tagállamban számos különféle ex ante és ex post likviditáskezelési eszköz állna rendelkezésre, az javítaná a problémás likviditási helyzetekre történő reagálási képességet, és így csökkentené a pénzügyi stabilitási kockázatokat. Az INH-k és a befektetési alapkezelők a Bizottság által tartott konzultáció során adott válaszaikban szintén jelezték, hogy üdvözlnék, ha a likviditáskezelési eszközök szélesebb körben állnának rendelkezésre. ⁽¹⁾

A határon átnyúló hatások miatt egységesebb szabályozási keretrendszerre van szükség. Mivel az ÁÉKBV-k és az ABA-k gyakran határon átnyúló módon fektetnek be és működnek, a likviditási problémák potenciális hatása nem korlátozódik arra a joghatóságra, ahol a székhelyük van. Ezért a problémák tovaterjedése határon átnyúló hatásokat kiváltó likviditási spirálokhoz vezethet. Ebből kifolyólag az egész unióban homogén likviditáskezelési eszköztárnak kell rendelkezésre állnia. Így a befektetési alapok közös kiegészítő likviditáskezelési eszköztárral rendelkeznenek, amelyet az alapkezelőknek értékelniük kellene, és adott esetben a határon átnyúló likviditási kockázatok mérséklése érdekében bele kellene foglalniuk a befektetési alap alapító dokumentumaiba. Valamennyi ABA és ÁÉKBV alapító okirataiba bele kell venni a visszaváltások piaci stresszhelyzetben történő felfüggesztését lehetővé tevő jogkört.

Az ajánlás célja a likviditáskezelési eszközök aktiválásának megkönnyítése, elérhetőségük javítása. Az alapkezelő különféle okokból, például reputációs aggályok vagy az ún. fertőzésveszély miatt vonakodhat bizonyos likviditáskezelési eszközöket alkalmazni. Egy eszköz aktiválása tovagyrúzó hatásokat válthat ki, amelyek az adott alapkezelő által kezelt más befektetési alapokat is érinthetnek. Egyes esetekben még más alapkezelő által kezelt, de hasonló portfóliókoncentrációval rendelkező befektetési alapokra is hatással lehetnek. Ezért előfordulhat, hogy az a-LMT-nek a befektetési alap alapító okirataiba történő belefoglalása nem elég a befektetési alaphoz kapcsolódó likviditási kockázatok eredményes csökkentéséhez, ha az alapkezelő nem hajlandó a gyakorlatban alkalmazni őket. Az alapkezelőnek biztosítania kell az a-LMT időben történő aktiválásához szükséges operatív kapacitást és vészhelyzeti terveket. A befektetési alap tájékoztatóinak vagy a szerződészkötés előtt a befektetők rendelkezésére bocsátott információknak be kell mutatniuk valamennyi alapító okiratban foglalt a-LMT-t, ezek rendeltetését és felhasználási módját. Ez világosabbá teszi az eljárást, és megismerteti a befektetőket a nem általánosan alkalmazott eszközökkel.

Az ajánlások célja, hogy a likviditáskezelési eszközök felhasználásának egységes megközelítését ösztönözzék valamennyi tagállamban. Az egységes alkalmazás érdekében a jogalkotási javaslatnak köteleznie kell az ESMA-t, hogy magas szintű útmutatást dolgozzon ki az eszközöknek a befektetési alap likviditáskezelési folyamatában történő alkalmazásáról és a kialakítandó átláthatósági és adatszolgáltatási kötelezettségekről. Az a-LMT pénzügyi stabilitásra kifejtett hatásának jobb értelmezése érdekében az ERKT-nek makroprudenciális kérdésekben együtt kell működnie az ESMA-val. Az alapkezelőnek be kell számolnia az INH-nak az eszközök megvalósításáról és alkalmazásáról. A rendszeresen vagy állandóan használt eszközökhöz kapcsolódó adatszolgáltatási teher elkerülése érdekében az adatszolgáltatásnak elég lenne a kizárólag piaci stresszhelyzetben alkalmazott eszközökre kiterjednie.

Az ex ante likviditáskezelési eszközöket a rendszerkockázat felépülésének és hatásának mérséklésére lehetne használni, az ex post eszközöket pedig olyan piaci stresszhelyzetben lehetne aktiválni, amikor a befektetési alapnál jelentős kiáramlás tapasztalható. Így mindkét eszköztípus segítené a befektetési alapok likviditási eltéréseiből fakadó pénzügyi stabilitási kockázatok kezelését. Tehát azt ajánljuk, hogy mindkét eszköztípus legyen elérhető uniós szinten. A 2. keretes írásban tovább ismertetjük a különféle eszközöket, ugyanakkor tudomásul vesszük, hogy egyes eszközök nem mindig és nem minden nyílt végű befektetési alap esetében megfelelőek vagy szükségesek.

⁽¹⁾ „Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments” (Konzultáció az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról (ÁÉKBV) – Termékszabályok, likviditáskezelés, letétkezelő, pénzpiaci alapok, hosszú távú befektetések), lásd: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

2. keretes írás: Likviditáskezelési eszközök

Ex ante/hibrid ⁽¹⁾ likviditáskezelési eszközök ⁽²⁾

Az ingaárazás célja, hogy megvédje a meglévő befektetési jegy-tulajdonosokat a többi befektető által végrehajtott tranzakciók kedvezőtlen árhatásaitól. A befektetési jegyek árának korrigálására használható abból a célból, hogy az alap ügyleteinek a befektetői tevékenységből eredő költségéhez hozzájáruljanak. ⁽³⁾ A gyakorlatban a befektetési alap nettó eszközértékét nagy kiáramlás (illetve beáramlás) esetén lefelé (illetve felfelé) korrigálják, hogy a tranzakciós költségeket a befektetési jegyet megvásárló vagy eladó befektető viselje, és ne a meglévő befektetők. Amennyiben a befektetők értik ezeket az árváltozásokat, azok arra ösztönözhetik őket, hogy a befektetési alap nettó forgalmát stabilizáló módon korrigálják visszaváltási és jegyzési magatartásukat. Az ingaárazás alkalmazható a befektetők valamennyi jegyzésére és visszaváltására (teljeskörű ingaárazás), vagy csak egy bizonyos küszöbérték feletti jegyzésekre és visszaváltásokra (részleges ingaárazás). Utóbbi esetén megállapítanak egy ingadozási küszöbértéket, amelyet ha a nettó kiáramlások átlépnek, a befektetési alap nettó eszközértékét lefelé korrigálják, illetve fordítva. A küszöbérték változó is lehet, hogy a mechanizmus alkalmazkodjon a piaci/likviditási helyzethez, így korlátozva a befektetők optimalizáló magatartását (vagyis megelőzve, hogy a befektetők számítsanak az ingaárazás alkalmazására, és ennek megfelelő lépéseket tegyenek). A teljeskörű ingaárazás feltételei szerint a nettó eszközértéket folyamatosan korrigálják, attól függően, hogy nettó beáramlás vagy kiáramlás tapasztalható-e. Az ingaárazás olyan eszköz, amely képes eredményesen befolyásolni a visszaváltási és jegyzési magatartást, stabilizálni az alap hozamát, és csökkenteni a lépéselőny és a kapcsolódó kényszerértékesítések valószínűségét. Mindazonáltal ha a befektető feltett szándéka elhagyni az alapot, akkor megteszi, még ha az „ingázó” árak miatt költségei merülnek is fel. Mivel több nettó eszközérték is létezhet, az ingaárazási eszköz alkalmazása meglehetősen összetett és költséges lehet, így kisebb befektetési alapok számára nem biztos, hogy megvalósítható.

Hasonlóképpen a felhígulás elleni védelmi díjjal a befektetési jegyek jegyzésekor és visszaváltásakor a befektető felárat fizet a befektetési alapnak. A befektetési alap jegyzései és visszaváltásai hatással lehetnek az alap értékére. Ez különösen igaz akkor, ha az alap befektetési jegyei nem egyszerűen az egymásra talált vevők és eladók között kerülnek átruházásra, hanem a vevők és eladók közötti egyensúlyhiány miatt az alapkezelő a műveletek alapján alkotó eszközöket kényszerül venni vagy eladni. Az ehhez kapcsolódó tranzakciós díjak, adók és likviditási költségek befolyásolják az alap nettó eszközértékét, ami felhíguláshoz vezet. A felhígulás elleni védelmi díj ezeket a kereskedési költségeket fedezi.

Az ingaárazás és a felhígulás elleni védelmi díj elveszi a prociklikus viselkedés ösztönzőjét, habár csak az előbbi ösztönzi az anticiklikus viselkedést. Az ingaárazással ellentétben a felhígulás elleni védelmi díj nem ösztönzi a befektetőt anticiklikus viselkedésre (visszaváltási szakaszban történő jegyzésre), mivel ez esetben a befektető nem profitál az ingaárazásból eredő kedvezőbb eladási vagy visszaváltási árból. Sem a felhígulás elleni védelmi díj, sem az ingaárazás nem jelent többletköltséget a befektetési alapnak, csupán a költségek befektetőkre történő áthárításának módját változtatják meg.

Ex post likviditáskezelési eszközök

A visszaváltási korlát (halasztott visszaváltás) átmenetileg késlelteti a visszaváltást. A visszaváltási korlát a befektetési jegy-birtokosok befektetési jegy-visszaváltási jogának átmeneti halasztását jelenti. A halasztás lehet teljeskörű, ha a befektető soha nem válthatja vissza befektetési jegyeit, vagy részleges, ha csak a befektetési jegyek bizonyos hányadát válthatja vissza. A visszaváltási korlát úgy is kialakítható, hogy amikor a visszaváltási kérelmek átlépnek egy meghatározott határértéket (például egy napi vagy heti kereskedést kínáló befektetési alap nettó eszközértékének 10 %-át), az

⁽¹⁾ Mivel a nettó eszközérték ex post is módosítható, az eszközöket tekinthetjük hibridnek is, hiszen ex ante alkalmazzák, de ex post aktiválják őket.

⁽²⁾ A stressztesztelés egy további alapvető likviditási eszköz. A likviditáskezelési gyakorlatot azon jelentős stresszrel járó események tükrében értékeli, amelyek komoly likviditási problémáknak tehetik ki az alapokat. Mivel a stressztesztelésre külön ajánlás vonatkozik, e témát itt nem tárgyaljuk (lásd a C. ajánlást).

⁽³⁾ Az ingaárazási mechanizmust az egyáras alapok használják. A kettős árazású alapok hasonló mechanizmusa révén az alapkezelő meghatározhatja, hogy a befektetési jegyek létrehozásának és megszüntetésének árai között hol rögzítsék a kereskedési árat, így biztosítva, hogy az alap tranzakcióinak költségét az érkező vagy távozó befektetők viseljék.

alapkezelő társaság úgy határozhat, hogy a határértéken felüli visszaváltási kérelmeket a következő kereskedési időszakra viszi át. Piaci stresszhelyzetben a visszaváltási korlátok több időt és nagyobb rugalmasságot biztosítanak az alapkezelőknek a befektetői visszaváltásokra való reagáláshoz és a művelet alapját jelentő eszközök szabályos eladásához. Ez csökkentheti a kényszerértékesítések kockázatát.

A természetbeni visszaváltás révén az alapkezelőnek nagy volumenű visszaváltás esetén nem kell nagy mennyiségű eszközt likvidálnia. Az alapkezelő dönthet úgy, hogy a befektetési jegy birtokosa általi visszaváltási kérelemnek készpénz helyett értékpapírok átruházásával tesz eleget. Mivel az eszközök nagymértékű eseti értékesítése jelentős hatással lehet a piacra, a természetbeni visszaváltás a befektetési alapon maradó befektetőket megvédheti az egyébként felmerülő magas likvidálási költségektől. Ez a mechanizmus alkalmas lehet az intézményi befektetőktől érkező visszaváltási megbízások kezelésére. A lakossági befektetők általi visszaváltások kezelésére azonban általában kevésbé alkalmas, ugyanis előfordulhat, hogy a befektetési alap egyes befektetési jegyeinek természetben történő visszaváltása nem megvalósítható, mivel az magas operatív és reputációs költségekkel járna. Noha a befektetők ugyanúgy értékesíthetik a természetben visszaváltott eszközöket, mint az alapkezelők, ez esetben kötelesek lennének internalizálni ezen értékesítések költségét ahelyett, hogy elosztanák a befektetési alap valamennyi befektetője között. A piacra (és így a pénzügyi stabilitásra) gyakorolt hatás azonban ugyanaz lehet, függetlenül attól, hogy a mögöttes eszközöket maga az alap vagy a befektető adta-e el.

A „side pocket” számla révén az illikvid befektetések elkülöníthetők a befektetési alap megmaradó likvid befektetéseitől. Ennek a megközelítésnek két előnye van. Egyrészt a likviditást igénylő befektető a befektetési alap befektetéseinek likvid részét – feltehetően alacsony likvidálási költségen – pénzzé teheti. Másrészt ez a megközelítés védi azon befektetők érdekeit, akik a befektetési alapon kívánnak maradni, mivel az alapkezelő nagy visszaváltási igény esetén nem kényszerül piaci áron vagy az alatt értékesíteni az eszközöket. A „side pocket” számla tehát különösen alkalmas azokban a helyzetekben, amikor az alapnak eltérő befektetői érdekeket kell képviselnie, azaz amikor egyes befektetők továbbra is az alapon kívánják tartani befektetésüket, míg mások visszaváltanák befektetési jegyeiket. Tagállamonként eltérő gyakorlat vonatkozik a „side pocket” számlák létrehozási körülményeinek szabályaira.

A felmondási idő révén az alapkezelő még rugalmasabban kezelheti likviditását. A felmondási idő azt az időtartamot jelöli, amellyel előbb a befektetőnek a visszaváltási szándékáról értesítenie kell az alapkezelőt. A felmondási idő gyakran már most is rögzítve van a befektetési alapok alapító okiratában, és több időt ad az alapkezelőnek a visszaváltási kérelmek teljesítésére anélkül, hogy azonnal és diszkonttal kellene eszközöket értékesítenie.

Likviditási válságban a visszaváltások felfüggesztését csak végső esetben alkalmazzák. A felfüggesztés „megszakítóként” működik, amely pénzügyi válsághelyzetben több időt ad az alapkezelőnek az eszközök rendezett likvidálására. Az alapkezelőnek ahelyett, hogy elhamarkodottan kellene döntést hoznia és mindenáron likvidálnia, több ideje van megtalálni az optimális megoldást. Ezenfelül ez a további idő lehetőséget adhat az alapkezelőnek és a felügyeletnek arra, hogy jobban kommunikálják a stressz okait a befektetőknek, amivel esetleg elkerülhető a pánik. A felfüggesztést ezért széles körben a válsághelyzetben fellépő nagy volumenű visszaváltások kezelésének fontos eszközeként tartják számon. Ugyanakkor nagy jóléti költségeket róhat a befektetőkre, mivel megakadályozza, hogy pénzre váltsák befektetésüket. Ezenkívül felmerültek olyan aggályok, miszerint a tapasztalt befektetők esetleg meg tudják jósolni a visszaváltások felfüggesztését, és megpróbálhatják a többiek előtt visszaváltani befektetési jegyeiket (noha az eszköz eredeti célja a lépéselőny mérséklése volt), ami akár pánikot is kiválthat.

A(2) és A(3) ajánlás – További rendelkezések az INH-kről és az ESMA-nak a visszaváltások INH-k általi, határon átnyúló pénzügyi stabilitási következményekkel járó felfüggesztésében játszott szerepéről

A visszaváltások felfüggesztése az egyetlen olyan eszköz, amely valamennyi tagállamban rendelkezésre áll. Elvileg a visszaváltások felfüggesztéséről hozott döntés elsősorban az alapkezelő felelősségi és mérlegelési jogkörébe tartozik (lásd a 2. keretes írást). A visszaváltások felfüggesztését azonban az INH-k is elrendelhetik mind az ÁÉKBV-knál, mind az ABA-knál, amennyiben ez a befektetési jegyek tulajdonosai vagy a köz érdekében áll.

Előfordulhat, hogy az alapkezelő nem függeszti fel a visszaváltásokat, amennyiben nem tudatosul benne, milyen hatással vannak a nagy volumenű visszaváltások a pénzügyi rendszer stabilitására. Már egyetlen befektetési alaptól való menekülés is általános pánikot válthat ki a befektetők között, és ahhoz vezethet, hogy tömegesen kivonják forásaikat más alapokból. Így a befektetési alap komoly likviditási stresszel szembesülhet, és arra kényszerülhet, hogy nagy mennyiségű eszközt értékesítsen. Amennyiben az érintett befektetési alapok mérete a piachoz vagy az ágazathoz mérten jelentős, az eszközárak nagyot zuhanhatnak, ami negatív spirálhoz vezethet. Tehát a pánik és az abból eredő nagy volumenű kényszerértékesítés megelőzésének nagy jelentősége van az általános pénzügyi stabilitás szempontjából.

Előfordulhat, hogy az alapkezelő a reputációs kockázat miatt aggódva nem függeszti fel a visszaváltást. A visszaváltás felfüggesztésének egyik legfőbb akadálya az alapkezelő megítélésre kifejtett potenciálisan kedvezőtlen hatás. Mivel a felfüggesztés szükségességét könnyedén lehet az alapkezelő gyenge likviditáskezelésének tulajdonítani, az alapkezelő szakértelmébe vetett bizalom hosszú távon megrendülhet. Ezért az alapkezelő még akkor is tartózkodik a visszaváltások felfüggesztésétől, ha ez az alap valamennyi befektetőjének érdekét szolgálná. Más esetekben az alapkezelő azért dönthet úgy, hogy nem rendeli el a visszaváltások felfüggesztését, mert úgy ítéli meg, hogy ez nem szolgálná az alap befektetőinek érdekét. Ilyen esetekben, amikor az alapkezelő nem függeszti fel a visszaváltást, amely azonban makroprudenciális szempontból indokolt volna, az INH-knak gyakorolniuk kellene a visszaváltás felfüggesztésének elrendelését lehetővé tevő jogkörüket.

Az uniós passporting megállapodások értelmében a felfüggesztés elrendeléséhez szükséges szerep- és felelősségi köröket az INH-kra kell ruházni. A passporting rendszerek révén az ABA-kezelők és az ÁÉKBV-kezelő társaságok az EGT területén határon átnyúlóan is kínálhatnak befektetési jegyet és részvényt a befektetőknek. Ezenkívül lehetővé teszik ezen befektetési alapok vezetőinek a határon átnyúló vezetői tevékenységét. Amennyiben egy befektetési alap az egyik tagállamban rendelkezik székhellyel, az ABA-kezelő vagy az ÁÉKBV-kezelő társaság azonban egy másikban, előfordulhat, hogy nem egyértelmű, melyik INH felelős a visszaváltás felfüggesztésének irányításáért, illetve, hogy mikor kell a hatóságnak felfüggesztési jogkörét gyakorolva közbelépnie. A világosan meghatározott hatáskörök hiánya gyorsan változó piaci stresszhelyzetben elégtelen vagy megkésett válaszlépésekhez vezethet. Így a megosztott hatáskörök, illetve a kevésbé jól informált hatóságra ruházott hatáskör nem kívánt kedvezőtlen következményekkel járhat. Ennek elkerülésére a Bizottságnak javasolják, hogy a vonatkozó uniós jogszabály-javaslatok révén pontosítsa az érintett INH-k hatás- és feladatköreit.

Határon átnyúló pénzügyi stabilitási következmények esetén értesíteni kell az egyéb érintett hatóságokat, például az ESMA-t és az ERKT-t, mielőtt az illetékes hatóság gyakorolja a visszaváltás felfüggesztéséhez fűződő jogát. Mivel a passportingnak köszönhetően az alapok az EGT-ben határon átnyúló módon forgalmazhatók, a visszaváltások felfüggesztésének elrendelése egyéb érintett hatóságok befektetőire és piacaira is közvetlen hatással lehet. Egy bizonyos befektetési alap visszaváltási felfüggesztésének elrendelése így szintén következményekkel járhat más joghatóságok pénzügyi piacaira és befektetői bizalmára nézve. Amennyiben az érintett hatóságokat nem értesítik, az ilyen piaci reakciók meglepetésszerűek lehetnek, ami gátolhatja a megfelelő szabályozói lépéseket. A pénzügyi stabilitást fenyegető potenciális kockázatok mérséklése érdekében a Bizottságnak javasolják, hogy az érintett hatóságoknak való előzetes tájékoztatási kötelezettséget foglalja bele a vonatkozó uniós jogszabályokba. A kötelezettséget azonban úgy kell megfogalmazni, hogy ne akadályozza meg az INH-kat abban, hogy válság esetén haladéktalanul cselekedhessenek.

Az ESMA-nak törekednie kell arra, hogy tanácsokkal szolgáljon, valamint a határon átnyúló pénzügyi stabilitási következmények esetén segítenie kell és össze kell hangolnia az INH-k visszaváltás felfüggesztésével kapcsolatos jogkörének gyakorlását. Az ESMA-nak a nemzeti sajátosságok figyelembevételével irányító és tanácsadó szerepet kell vállalnia, hogy azonos érvényesülési esélyeket biztosítson az INH-k számára a visszaváltások felfüggesztésével kapcsolatos jogkörük gyakorlásában, így csökkentve a pénzügyi stabilitási kockázatokat. Ennek a koordinátori szerepnek magában kell foglalnia az ESMA vezető szerepét azokkal a gyakorlati kérdésekkel kapcsolatban, amelyeket az INH-knak a visszaváltás felfüggesztéséhez kapcsolódó jogkörük gyakorlása során figyelembe kell venniük. Ezenkívül jelenleg a közérdeknek nincs egységes és pontos meghatározása. Az ESMA-nak elő kell segítenie, hogy az INH-k egységesen értelmezzék, hogy a 2009/65/EK és a 2011/61/EU irányelvek releváns rendelkezései hogyan kapcsolódnak a pénzügyi stabilitáshoz és a rendszerkockázathoz anélkül, hogy kiszámíthatóvá tenné a felügyeletet, és morális kockázatot okozna. Ezek a rendelkezések nemcsak lehetővé teszik a visszaváltás felfüggesztésével kapcsolatos összehangoltabb megközelítést, hanem azt is támogatják, hogy a visszaváltás felfüggesztése a pénzügyi stabilitási kockázatokat mérséklő funkcionális eszközzé váljon.

II.1.2 Nem kívánt hatások

Fennáll a veszélye, hogy a jól informált intézményi befektetők számítanak egy adott eszköz aktiválására. Ez csökkentheti vagy gátolhatja az eszköz eredményességét, mivel a befektetők megpróbálnak még az eszköz aktiválása előtt cselekedni. Bizonyos körülmények között az eszköz aktiválására való várakozás menekülési forgatókönyvhöz is vezethet, ami likviditási spirált vonhat maga után. Ezért az útmutatásnak mindenféle automatizmust és előíró jelleget nélkülöznie kell.

A likviditáskezelési eszközök hasznosak lehetnek, amikor a piaci stresszhelyzet tartóssá válik. A piaci körülményektől függően előfordulhat, hogy az ex post eszközök mindössze elhalasztják a likviditási problémát, mivel a visszaváltást csupán korlátozott ideig késleltetik (pl. visszaváltási korlát). Piaci stresszhelyzetben azonban nem szüntetik meg a problémát, és így nem helyettesíthetik a strukturális intézkedéseket, például azokat, amelyek a túlzott likviditási eltérések kezelését célozzák.

II.2 B. ajánlás – A túlzott likviditási eltérések valószínűségének csökkentésére irányuló további rendelkezések

II.2.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások

A természetüknél fogva kevésbé likvid eszközöket kezelő befektetési alapok nem feltétlenül vetnek fel pénzügyi stabilitási aggályokat. A különféle eszközosztályokhoz való hozzáférés biztosítása növeli a piaci hatékonyságot, mivel így több befektetési lehetőség áll rendelkezésre, ezenkívül javítja az ilyen eszközt kibocsátók forrásbevonási képességét. Gazdaságpolitikai szempontból annak lehetővé tétele, hogy a befektetési alapok kevésbé aktívan kereskedett

eszközostályokba, például tőzsdén kívüli részvényjellegű értékpapírba, nem minősített vállalati kötvényekbe vagy hitelekbe fektessenek, a gazdaság finanszírozási forrásainak diverzifikációjához is hozzájárul. Ez egybeesik a befektetőknek azon egyre növekvő igényével, hogy a tartósan alacsony hozamkörnyezetben több befektetési lehetőség álljon rendelkezésre.

Akkor lépnek fel pénzügyi stabilitási kockázatok, amikor nagy eltérés mutatkozik ezen eszközök likviditása és az alapok visszaváltási politikájának megfelelően a befektetőknek nyújtott likviditás között. Azokkal a befektetési alapokkal szemben, amelyek likvid eszközökbe fektetnek, és amelyek esetében csupán nagyszámú visszaváltás lenne hatással a piaci árakra, már akár kis mennyiségű kevésbé likvid eszköz kötelező értékesítése is (azzal, hogy az alapot esetleg felfüggesztik) gyorsan felerősítheti a piaci árak esését. A gyakori visszaváltási pontok különösen problémásak, ha emiatt a befektetők túlbecsülik a befektetésüket kezelő befektetési alapban tartott eszközök likviditását. Ez például tőkeáttétellel rendelkező befektetők általi kényszerértékesítéshez vezethet.

Annak biztosítása, hogy a nyílt végű befektetési alap visszaváltási politikája strukturálisan illeszkedjen eszközeinek likviditási profiljához, elvileg csökkenti a kényszerértékesítésekhez kapcsolódó kockázatokat. Az alapkezelőknek számos lehetőségük van kevésbé likvid eszközökbe fektetni. Eszközoldalon például azon kevésbé likvid eszközök arányának korlátozása, amelyekbe az alapkezelő befektethet, javítaná az alapkezelő visszaváltási képességét, akár piaci stresszhelyzetben is. Mivel így biztosítva lenne, hogy elégséges likvid eszköz álljon rendelkezésre, csökkenne a lépéselőny és a pánik kockázata. Miközben az intézkedés az egyedi alapok szintjén kezelné a túlzott likviditási eltéréseket, csökkentené a csoportos eladások mértékét és a kényszerértékesítések kockázatát is. Végezetül pedig az egész rendszert érintő események valószínűségét és súlyosságát is mérsékelné.

A befektetési alap azon képességének javítása, hogy eleget tegyen a visszaváltási kérelmeknek, akár piaci stresszhelyzetben is, a visszaváltás felfüggesztésének valószínűségét is csökkenti. A befektetési alapok strukturális alkalmazkodóképességének növelésével elkerülhető lenne az a-LMT-re való túlzott ráutaltság, mivel a média tudósításainak egy része magának a felfüggesztési eszköznek egy konkrét potenciális nem szándékolt hatására utal. ⁽¹⁾

Forrásoldalon az alapkezelők visszaváltási politikákat alkalmazhatnának, és csökkenthetnék az alap által kínált visszaváltási gyakoriságot, illetve felmondási időt írhatnának elő az alaptól visszaváltani kívánó befektetőknek. Rendellenes mértékű kiáramlás esetén a visszaváltás korlátozása több időt biztosítana az alapkezelőnek az eszközöknek a visszaváltási kérelmek kielégítése céljából történő likvidálására. Így a piacnak is több ideje lenne rá, hogy megoldást találjon a mögöttes aggályokra, illetve az aggályok idővel maguktól is eloszlának (mint például az egyesült királysági ingatlanalapok esetében). Egyes esetekben ez a hatóságok széles körű beavatkozásának valamilyen formájára is lehetőséget teremtene, ami segíthetne csökkenteni a közvetlen mögöttes stresszt. A felmondási idő esetében a határidő előzetes ismerete révén a befektetők bizonyos mértékig tervezhetnék saját likviditási pozícióikkal kapcsolatban, amire a visszaváltás felfüggesztése nem ad lehetőséget.

Az ingatlanalap olyan alapfajtára példa, amely nagy likviditási eltéréseket mutathat. Általában kevésbé likvid alapul szolgáló eszközökbe fektetnek, és amennyiben nyílt végű szerkezetűek, jelentős likviditási eltérésre lehetnek hajlamosak. A likviditási eltérések és a tőkeáttétel használatának kombinációja miatt rendszerkockázat léphet fel. A korai visszaváltók profitálhatnak a lépéselőnyből, így pánikot indíthatnak el, mivel ezek a befektetési alapok kevés likvid eszközt tartanak, amellyel a visszaváltási igénynek eleget tudnának tenni. A tőkeáttétel miatt a visszaváltási kérelmek arra kényszeríthetik az alapkezelőt, hogy a portfólió egy nagyobb hányadát értékesítse, ami természetesen hatással van az eszközárakra. Végeredményben ezek a befektetési alapok felerősíthetik a kockázatokat, és elterjeszthetik őket a pénzügyi rendszer többi részében. ⁽²⁾ Az Egyesült Királyság vagyonalapjai esetében a felfüggesztés segített elkerülni a kereskedelmi célú ingatlanoknak az európai unió tagságról szóló egyesült királysági népszavazást követő széles körű, gyors értékesítését (lásd a 3. keretes írást). Amint azonban a Bank of England rámutatott, még mindig fennáll egyfajta mögöttes sérülékenység, amely a befektetési alap eszközei és forrásai közötti likviditási eltérésekből fakadhat. A kereskedelmi célú ingatlanpiacot érő jövőbeli sokkok visszaváltás, felfüggesztés és diszkontált értékesítés ciklusait válthatják ki.

⁽¹⁾ Az egyesült királysági ingatlanalapok közelmúltbeli fejleményeivel kapcsolatos potenciális nem szándékolt következmények néhány példáját lásd <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> és <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, megtekintve 2017 novemberében.

⁽²⁾ Bank of England, „Financial Stability Report – November 2016” (Pénzügyi stabilitási jelentés – 2016. november).

3. keretes írás: Ingatlanalapok – Az Egyesült Királyság ingatlanalapjainak esete

Az uniós ingatlanalapok eltérő tulajdonságokkal rendelkeznek. Jellemzően kevésbé likvid eszközökbe fektetnek, például ingatlanba, tulajdonjogba és az ingatlantársaságok tőkerészesedésébe. Egyes joghatóságokban csak zárt végű ingatlanalapokat engedélyeznek, amelyekben a befektetők csak előre meghatározott lejáratokkor és – általános esetben – csak a befektetési alap lejáratakor válhatnak vissza befektetési jegyeket. Más joghatóságokban a befektetési alapokra vonatkozó szabályok és a nyílt végű struktúrák kibocsátási dokumentumai feljogosítják a befektetőket, hogy gyakrabban igényeljék befektetési jegyeik visszaváltását. Ez nagymértékű likviditási transzformációhoz vezethet, különösen ha az alap heti vagy napi visszaváltást kínál.

Az ingatlanalapokhoz kapcsolódó aggályokra az Egyesült Királyságban láthattunk példát a 2016. június 23-i uniós népszavazás után. 2016 júliusa és decembere között az Egyesült Királyság 19 engedéllyel rendelkező és közvetlenül ingatlanba fektető kollektív befektetési struktúrája⁽¹⁾ közül számos alkalmazott valamilyen különleges likviditási intézkedést. Az Egyesült Királyság ingatlanpiacán a népszavazást megelőző körülbelül nyolc hónapban csökkentek az értékek és a befektetési alapok visszaváltásai, a távozás melletti eredmény viszont megemelte a befektetők visszaváltási igényeit. A napi kereskedést kínáló mintegy 15 alapon a kumulált visszaváltások a nettó eszközérték 4,1 %-át tették ki, egy esetben ez az érték elérte a 8 %-ot. Ugyanakkor tíz befektetési alap valós érték alapú árazással (FVP) korrigált 4 %-tól 15 %-ig terjedő mértékben.

Az érintett befektetési alapok különféle módszereket alkalmaztak a likviditáskezelési eszközök használatára. Július első hetében hat, napi kereskedést kínáló befektetési alap, amelyek körülbelül 14,6 milliárd fontnyi vagyonnal rendelkeznek, felfüggesztette a visszaváltást (közülük hárman FVP korrekciót is végrehajtottak). Egy befektetési alap a kereskedést felhígulás elleni védelmi korrekcióval folytatta, amely a néhány ingatlan hirtelen történő értékesítéséhez szükséges diszkontot volt hivatott tükrözni. A többi alapkezelő mindaddig felfüggesztette a kezelésük alatt levő alapokat, amíg úgy nem látták, hogy megfelelően tisztázódik az eszközértékelés. Az Egyesült Királyság pénzügyi felügyeletének (FCA) szabályai kötelezik az alapkezelőt, hogy legalább 28 naponta vizsgálja felül a felfüggesztés indokát, viszont nem határozzák meg azt a leghosszabb időtartamot, amíg a felfüggesztés érvényben maradhat.

A visszaváltási igények száma július közepétől visszatért a megszokott szintre. A visszaváltást felfüggesztő befektetési alapok fokozatosan – a legutolsók december közepén – folytatták a kereskedést. A havi vagy negyedéves likviditást kínáló befektetési alapok vagy nem szembesültek a szokásosnál több visszaváltási kérelemmel, vagy képesek voltak biztosítani az igények kielégítéséhez szükséges mennyiségű készpénzt és egyéb likvid eszközt.

Ez az eset hatással volt néhány befektetési egységhez kötött (unit-linked) befektetési alapra, a problémák azonban más eszközosztályokra nem terjedtek át. A kereskedés felfüggesztése érezte hatását néhány olyan unit-linked befektetési alaphoz is, amelyek kollektív befektetési struktúrába fektettek, hogy kitettséget szerezzenek az ingatlanok eszközosztályában. Ezek közül az alapok közül 59 – amelyeknek a teljes kezelt eszközállománya 2 milliárd fontot tett ki – abba a kollektív befektetési struktúrába fektetett, amely felfüggesztette a kereskedést. Néhány esetben ez befolyásolta a szerződésen kívüli kötelezettségeik – például lemondás és transzfer – teljesítésére való képességüket, a juttatások kifizetésére azonban nem volt hatással sem lejáratkor, sem a biztosított halála esetén.

A Bank of England 2016. júliusi Pénzügyi stabilitási jelentésében⁽²⁾ felhívta a figyelmet a fertőzési kockázatokra: A piaci esemény természete azonban csökkentette annak kockázatát, hogy rendszerszintű hatása lesz. A sokk nem volt nagymértékű hitelkockázati esemény, elsősorban az Egyesült Királyságra és az ingatlanárakra korlátozódott. Ezenkívül a napi kereskedést kínáló befektetési alapok visszaváltásainak hatását az alapoknál már rendelkezésre álló eszközök segítségével sikeresen megfékeztek. Továbbá az érintett alapok által kezelt eszközök értéke alacsony volt: a kezelt eszközállomány alapján az engedéllyel rendelkező, ingatlanalapon foglalkozó kollektív befektetési struktúrák az Egyesült Királyság nyílt végű befektetési alapjainak körülbelül 2,7 %-át tették ki (949,7 milliárd fontot). Összességében a nyílt végű befektetési alapok tulajdonában nagyjából 35 milliárd font értékű kereskedelmi ingatlan áll, vagyis a piac kevesebb mint 10 %-a (683 milliárd font).

⁽¹⁾ Ezek az alapok a 2011/61/EU irányelv értelmében ABA-k, de tevékenységük az Egyesült Királyság jogszabályai szerint engedélyhez kötött, és szabályozás alá esik.

⁽²⁾ Bank of England, „Financial Stability Report – July 2016” (Pénzügyi stabilitási jelentés – 2016. július).

A potenciálisan magas likviditási eltérést mutató alapok másik példája az, ha egy kötvényalap nem befektetési kategóriájú vagy nem minősített értékpapírba fektet, amely jelentős likviditási eltérést okozhat. 2015 decemberében egy nagy, amerikai, magas hozamú kötvényalap bejelentette, hogy likvidálja portfólióját és felfüggeszti a visszaváltást. Az alapkezelő úgy ítélte meg, hogy a fix hozamú piacokon tapasztalható általános likviditáscsökkenés mellett a befektetők visszaváltási kérelmei miatt a kérelmek teljesítéséhez szükséges mennyiségű készpénz megszerzése nem kivitelezhető anélkül, hogy diszkontált áron kellene eszközöket értékesíteni, ami hátrányosan érintené a megmaradó befektetésijegy-birtokosokat. Ez a befektetési alap által tartott eszközök – például CCC vagy az alatti besorolású, illetve nem minősített vállalati kötvények (más néven problémás értékpapírok) – természetéből fakadó alacsony likviditásnak, valamint a készpénz és egyéb likvid eszközök alacsony szintjének volt a következménye.

Az unió legtöbb befektetési alapjában nincsenek nagy likviditási eltérések. Például a részvényalapokat úgy tekintik, hogy korlátozott likviditási transzformációt⁽¹⁾ hajtanak végre, mivel a legtöbb jegyzett részvény még stresszhelyzetben is likvidnek minősül. Hasonlóképpen a kötvényalapokra vonatkozó tapasztalatok a jelek szerint a likviditás és a lejárat transzformáció közötti átváltásra utalnak.⁽¹⁾ A kevésbé likvid vállalati adósságra összpontosító befektetési alapok általában az átlagosnál rövidebb futamidejű értékpapírokba fektetnek, míg a likvidebb államkötvényeket tartó alapok jórészt hosszabb lejáratú eszközökbe fektetnek. Egy hosszú lejáratú likvid eszközökbe fektető befektetési alap általában bármikor értékesíteni tudja őket, míg a rövid lejáratú és kevésbé likvid eszközökbe fektető alap elvileg gyakran képes megújítani portfólióját, így korlátozva a likviditási transzformációt.⁽²⁾

Ezzel szemben a legjelentősebb lejárat eltérések a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközökbe fektető nyílt végű ABA-knál fordulnak elő. Az ingatlanalapok például Európa befektetési alapjainak 5 %-át teszik ki (658 milliárd €), a többségük nyílt végű és ki van téve a likviditási eltérésnek, ahogy az ERKT „Shadow Banking Monitor” című kiadványából is látszik (1. és 2. táblázat). Az ingatlanalapok szektora az elmúlt években fontosabbá vált, mivel a kezelt eszközállomány két év alatt 34 %-kal megnőtt (2016 negyedik negyedévéig), szemben az ágazat többi részének 19 %-os bővülésével. Az ERKT kiadványából az is kiderül, hogy a fedezeti alapok (436 milliárd €) stratégiájuktól függően likviditási transzformációt folytatnak. Ezzel szemben a hitelalap ágazat még mindig csupán születőben van (26 milliárd €).

1. táblázat

A befektetési alapok likviditási transzformációja

Alap típusa	Kötvényalap	Fedezeti alap	Ingatlanalap	Tőzsdén kereskedett alap	Nem tőzsdéi részvényalap
	●	●	●	●	○

A színek jelentése: ● = jelentős részvétel; ● = közepes részvétel; ● = alacsony mértékű részvétel; ○ = valószínűtlen vagy elenyésző részvétel

2. táblázat

Euroövezeti befektetési alapok eszközállománya (billió EUR)

	'14 dec.	'15 jún.	'15 dec.	'16 jún.	'16 dec.	'17 márc.	'17 ápr.
Kötvényalap	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Részvényalap	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Fedezeti alap	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Vegyes alap	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Lásd ESRB „EU Shadow Banking Monitor”, 2. szám, 2017.

⁽²⁾ Lásd ESRB „EU Shadow Banking Monitor”, 1. szám, 2016.

	'14 dec.	'15 jún.	'15 dec.	'16 jún.	'16 dec.	'17 márc.	'17 ápr.
Ingtalanalap	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Összesen	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

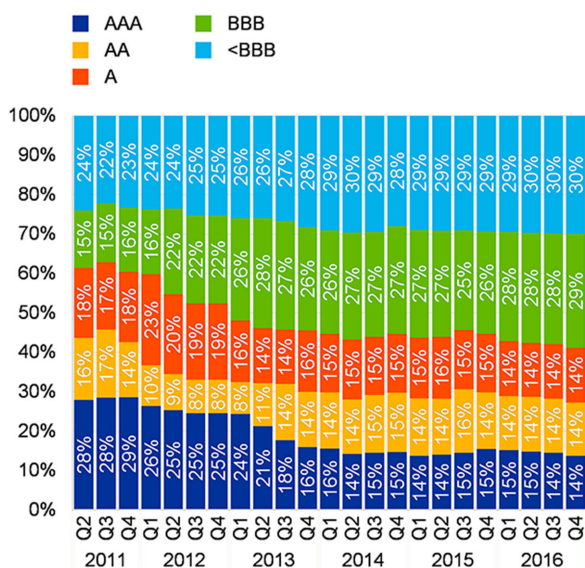
Egyes uniós kötvényalapok, például az ÁÉKBV, az elmúlt néhány évben megfigyelt séma szerint eszköz-felosztásukat a magasabb besorolású adósságviszonyt megtestesítő értékpapiroktól az alacsonyabb besorolásúak felé tolták el, így hosszabb futamidőnek és nagyobb hitelkockázatnak lettek kitéve. Például a magas hozamú befektetési alapok a kötvényalapok eszközállományának 19 %-át teszik ki, és ahogy már említettük, a piaci likviditás strukturális és ciklikus tényezőitől függően nem kizárt, hogy a befektetési alapok végül, legalább átmenetileg, likviditási eltérésnek lesznek kitéve. Uniós szintű egységes adatok hiányában azonban nehéz felmérni a kérdés lényegességét és az ÁÉKBV pénzügyi stabilitási kockázatokhoz történő potenciális hozzájárulását (lásd a 4. keretes írást).

4. keretes írás: az ÁÉKBV likviditási eltérésnek való potenciális kitétsége

A 2007/16/EK irányelv értelmében az ÁÉKBV-nek elsősorban likvid eszközbe kell befektetnie. Egyes elfogadható eszközök likviditása azonban piaci stresszhelyzetben csökkenhet, ami átmenetileg likviditási eltérésnek teszi ki az ÁÉKBV-t. Ez a magas hozamú kötvényalapokra különösen igaz. Erre válaszul az IOSCO nemrégiben konzultációt indított arról, hogy az alapoknak, például az ÁÉKBV-nak, szükségük van-e további likviditáskézelési mechanizmusokra. ⁽¹⁾

Uniós kötvényalapok: az alapok állományának átlagos besorolása

(a teljes eszközállomány százalékában; legutolsó megfigyelés: 2016. 4. né.)



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

Egy 2009 óta megfigyelt általános séma szerint egyes uniós kötvényalapok eszközfelosztásukat a magasabb besorolású adósságviszonyt megtestesítő értékpapiroktól az alacsonyabb besorolásúak felé tolták el, miközben növelték portfóliójuk átlagos lejáratát. Noha a befektetési sémák közötti eltolódás az elmúlt néhány évben lassult, ezek az alapok most jobban ki vannak téve a kötvényhozam-változásoknak. A kevésbé likvid portfóliók és az alacsonyabb készpénzállomány megnehezíthetik a kötvényalapok számára portfóliójuk kiegyensúlyozását a nagy összegű visszaváltási kérelmek után anélkül, hogy a kötvénypiacokra átgyűrűző hatásokat váltanának ki.

Annak ellenére, hogy a tapasztalatok szerint a kötvénypiacokon lecsökkent likviditás mellett megnőtt a kockázattávallás, ⁽²⁾ az ÁÉKBV-k eszközeire (likviditására) és forrásaira vonatkozó részletes bontású adatok hiányában a pénzügyi stabilitási kockázatot nem lehet átfogóan felmérni. A D. ajánlásban kilátásba helyezett ÁÉKBV-kezelő társaságokra vonatkozó adatszolgáltatási kötelezettségek azért szükségesek, hogy felmérhető legyen ennek a kockázatnak a lényegessége. Ezt azt jelenti, hogy részletezett, összehangolt adatokat kell gyűjteni és cserélni. Amennyiben azonban az elemzések azt bizonyítják, hogy az ÁÉKBV-ágazat egyes részei jelentős likviditási eltérésnek vannak kitéve, szükséges lehet felülvizsgálni a B. ajánlás hatókörét, és belefoglalni néhány konkrét ÁÉKBV-terméket.

⁽¹⁾ „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration” (Nyílt végű alapok likviditása és kockázatkezelése – Bevált gyakorlat és megfontolandó kérdések), konzultációs jelentés, 2017. július.

⁽²⁾ „Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments” (Változó idők – A fix hozamú instrumentumok piaci likviditása és árjegyzése), BIS, 2015.

Az FSB ajánlása⁽¹⁾ szerint a befektetési alapok eszközeinek és befektetési stratégiáinak összhangban kell állniuk az alap befektetési jegyeinek visszaváltására vonatkozó feltételekkel, mind a befektetési alapok alapításakor, mind a későbbiekben (új és meglévő befektetési alapok esetében). Ehhez figyelembe kell venni az eszközök várható likviditását, valamint a befektetői magatartást mind rendes körülmények között, mind piaci stresszhelyzetben.

Az ezen a területen születő további rendelkezések összhangban kell álljanak a 2011/61/EU irányelv szerint fennálló keretrendszerrel, amely már most is elvárja a befektetési alapok befektetési stratégiájának, likviditási profiljának és visszaváltási politikájának összehangolását, és megfelelő likviditáskezelési határértékeket és stresszteszteket ír elő. Például a jelenlegi szabályozási rendszerben az ABA-kezelőnek bizonyítania kell tudnia az illetékes INH-nak, hogy megfelelő likviditáskezelési rendszereket és eredményes eljárásokat alkalmaznak. Az ERKT közelmúltbeli megfigyelései szerint azonban egyes ABA-k még mindig nagyfokú likviditási transzformációt hajtanak végre.⁽²⁾ Ezért amennyiben ez a bizonyítás kötelező lenne valamennyi olyan befektetési alap számára, amely kevésbé likvid eszközökbe fektet be, az hozzájárulna a 2011/61/EU irányelv céljainak megvalósításához, biztosítva az irányelv következetesebb végrehajtását. A kevésbé likvid eszközökbe fektető befektetési alapok esetében olyan konkrét intézkedések alkalmazását mozdítaná elő, mint például a kevésbé likvid eszközökre vonatkozó belső határértékek használata.

A jelentős likviditási transzformáció kerülendő. Egyes tagállamok az egyedi igényeikre kialakított rendszert építettek nemzeti jogi keretükbe, hogy lefedjék azokat a feltételeket, amelyek mellett az ABA-k a kevésbé likvidnek minősített eszközöket, például ingatlanokat és hiteleket kezelhetik. Az ESMA az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak és a Bizottságnak címzett véleményben⁽³⁾ kifejtette, hogy a hitelt nyújtó ABA-kat zárt végű társaságként kell létrehozni rendszeres visszaváltási jog nélkül. Más joghatóságokban strukturális intézkedéseket vezettek be, hogy kiküszöböljék a nagymértékű visszaváltási kérelmekből fakadó kényszerértékesítési kockázatot. Például ha a portfólió nem elhanyagolható része illikvid, a kollektív befektetési struktúra által tartott eszközök természetéből fakadóan zárt végű formára van szükség. Az ABA élettartama alatt az alapkezelőnek csak bizonyos feltételek teljesülése esetén lehetne felajánlania a befektetőknek a visszafizetés lehetőségét. Erre meghatározott időközönként kerülhetne sor, például az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2015/760 rendeletének⁽⁴⁾ rendelkezései szerint.

A jelen ajánlás azt tanácsolja az ESMA-nak, hogy állítsa össze a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök jegyzékét. A rendeletekben jelenleg nem szerepel a likvid és kevésbé likvid eszközök meghatározása (lásd az 5. keretes írást), habár a cél nem egy ilyen meghatározásra vonatkozó javaslat kidolgozása, sokkal inkább a 2011/61/EU irányelv imént említett rendelkezéseinek végrehajtásával kapcsolatos egységes megközelítés előmozdítása. A „kevesbé likvid” megfogalmazásban az is benne van, hogy az eszközök ritkán vagy sosem teljesen illikvidek.

A szektorok közötti következetességet figyelembe véve az ESMA a jegyzék összeállítása során jó, ha konzultál az EBH-val és az EIOPA-val. Azzal, hogy valamely szabályozói szerv egy eszközt likvidnek vagy kevésbé likvidnek nyilvánít, jelzést ad a piaci szereplők számára. Továbbá attól függetlenül, hogy ki értékesíti az eszközt (szabályozott, banki vagy nem banki eladó), piaci stresszhelyzetben a potenciális vevőkör általában ugyanaz. Ebből kifolyólag kívánatos a következetes szabályozói megközelítés.⁽⁵⁾

A természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök jegyzékén olyan eszközöknek kell szerepelniük, amelyek piaci stresszhelyzetben nem konvertálhatók könnyedén és gyorsan készpénzzé kis értékvesztés árán. Az eszközlikviditási elemzés során figyelembe kell venni többek között az ahhoz szükséges időt, amely alatt piaci stresszhelyzetben az adott eszközöket pénzzé lehet tenni nagy engedmény elfogadása nélkül. A jegyzék összeállításakor az ESMA-nak figyelembe kell vennie különösen az ingatlanokat, a nem jegyzett értékpapírokat (beleértve a magánrészvényeket is), a kölcsönöket és egyéb alternatív eszközöket. Azoknak az eszközöknek, amelyeket rendes piaci körülmények között értékesíteni lehet anélkül, hogy nagy engedményt kellene elfogadni, nem kell szerepelniük a jegyzéken, mivel ez az ajánlás a természetüknél fogva kevésbé likvid eszközök által okozott strukturális problémákat hivatott kezelni.

⁽¹⁾ FSB, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities (Szakpolitikai ajánlások az eszközkezelési tevékenységek okozta strukturális sérülékenység kezelésére), 2017. január.

⁽²⁾ ERKT „EU Shadow Banking Monitor”, 2017. november.

⁽³⁾ ESMA, „Key principles for a European framework on loan origination by funds” (Az alapok hitelkezelésére vonatkozó európai keretrendszer alapelvei), 2016. április.

⁽⁴⁾ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2015/760 rendelete (2015. április 29.) az európai hosszú távú befektetési alapokról (HL L 123., 2015.5.19., 98. o.).

⁽⁵⁾ A jelek szerint az ezen a téren való szabályozói együttműködés szükségességét széles körben felismerték (pl. az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete [2012. július 4.] a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról 46. cikk (3) bekezdés, valamint 11. cikk (15) bekezdés [HL L 201., 2012.7.27., 1. o.], amelyben kockázatsökkentési technikákat fogalmaznak meg a nem központi szerződő fél elszámolóház bevonásával elszámolt tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket illetően.)

Amennyiben egy befektetési alap kínálatában kevésbé likvid eszközöknek való kitettség szerepel, lehetséges, hogy az alapkezelőnek lehetősége van a likviditási kockázatot kezelő intézkedéseket hozni. ⁽¹⁾ Ebben az esetben az alapkezelőnek a befektetési alap létrehozásakor, valamint a későbbiekben is folyamatosan (pl. a jóváhagyási folyamat során, illetve a jóváhagyási eljárás hatálya alá eső befektetési alapok jóváhagyása után) bizonyítani kell a megfelelő illetékes nemzeti hatóságok előtt, hogy minden elképzelhető piaci helyzetben folytatni tudja befektetési stratégiáját. Az alapkezelők, miután figyelembe vették a befektetési alapra vonatkozó szabályozást, befektetési politikájukat követve különféle módszerekkel biztosíthatják a befektetési stratégiájuk és a befektetési alap visszaváltási profilja közötti összhangot mind a tervezési szakaszban, mind folyamatos jelleggel. ⁽¹⁾ Idetartoznak:

- a befektetési eszköz típusa (pl. zárt végű befektetési alap, ELTIF),
- a visszaváltási irányelvek,
- a befektetési politika, beleértve a jegyzékben szereplő eszközökre vonatkozó belső határértékeket, a likvid eszköztartalékokat, a diverzifikációt (kitettségek, illetve partnerek tekintetében), valamint a befektetési alap mögöttes piachoz viszonyított méretére vonatkozó korlátozást,
- a kiegészítő likviditáskezelési eszközök alkalmazása,
- a likviditási kockázat kezelésére vonatkozó folyamatok, beleértve például a releváns küszöbértékek meghatározását, az eszközök likviditási osztályok szerint történő csoportosítását, valamint a befektetői koncentráció és a várható visszavásárlási sémák nyomon követését.

A belső határértékek használatát különösen fontos jelezni az INH-knak az adott befektetési alap létrehozásakor, tájékoztatni kell őket ezen határértékek megváltozásáról, és a felügyelők kérésére is hozzáférhetővé kell őket tenni. A befektetők felé teljesített közzétételeket szintén az ESMA által kidolgozandó útmutatások szerint kell teljesíteni.

Bizonyos esetekben a kisebb alapok kezelőinek indokolatlanul nagy megterhelést okozna annak bizonyítása, hogy tartani tudják magukat a befektetési alap befektetési stratégiájához. Ezért az INH-knak meg kell adni a lehetőséget egy olyan mechanizmus kialakítására, amelynek révén az ABAK bizonyíthatja, hogy tartani tudja magát a befektetési alap befektetési stratégiájához. Az INH értékelése például figyelembe veheti a stressztesztek eredményeit.

A piaci „likviditásnak” nincsen az uniós jogszabályokban olyan egységesen elfogadott meghatározása, amelynek alapján össze lehetne állítani a kevésbé likvid eszközök jegyzékét. Valamennyi jogszabály másként, céljának megfelelően közelíti meg a likviditás kérdését (lásd 5. keretes írás). A nemzeti szinten alkalmazott megközelítésekre találunk példát az FCA illikvid eszközökről és nyílt végű befektetési alapokról szóló konzultációs anyagában, ⁽²⁾ amely az illikvid eszközök néhány közös tulajdonságát nevezi meg:

- nem kereskednek velük szervezett piacon,
- a kereslet és a kínálat között jelentős egyensúlyhiány lehet,
- az eladó és a vevő valószínűleg sokáig egyezkedik az árról és az ügylet egyéb feltételeiről,
- az eszköz értékelése összetett folyamat,
- a tárgyi eszközöket teljes egészükben értékesítik és vásárolják,
- mindezekből következően, valamint egyéb lehetséges bonyodalmak miatt, mint például a tulajdonjog ingyenes átruházására vonatkozó megszorítások, az ügyletek lezárása gyakran hosszú időt vesz igénybe.

5. keretes írás: Likviditás az uniós jogszabályokban

Az elfogadható eszközökről szóló 2007/16/EK irányelv előírja az ÁÉKBV-knak, hogy elsősorban likvid eszközökbe fektessenek, és külön szabályokat határoz meg az átruházható értékpapírok, pénzügyi eszközök és származtatott ügyletek elfogadhatóságáról. Általánosságban az átruházható értékpapírok és a pénzügyi eszközök likvidnek tekinthetők, amennyiben bevezetik őket egy szabályozott piacra, vagy ott kereskednek velük. A kevésbé likvid eszközök nincsenek egyértelműen meghatározva, de a 2009/65/EK irányelv értelmében nem elfogadható befektetésnek tekintik őket. Ez különösen igaz a fizikai árucikkekre és az ingatlanvagyonra.

⁽¹⁾ „IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration” (Nyílt végű alapok likviditása és kockázatkezelése – Bevált gyakorlat és megfontolandó kérdések), konzultációs jelentés, 2017. július.

⁽²⁾ FCA, „Illiquid assets and open-ended investment funds” (Illikvid eszközök és nyílt végű befektetési alapok), vitairat (DP 17/1), 2017. február.

A likviditás fogalma számos egyéb uniós jogi aktusban szerepel, mint ahogy az alábbi felsorolásban látható.

- Az Európai Parlament és a Tanács 909/2014/EU rendelete ⁽¹⁾ kimondja, hogy a központi értéktáraknak készpénzbe vagy rendkívül likvid pénzügyi eszközökbe kell befektetniük minimális piaci és hitelkockázat mellett. Mindazonáltal a 909/2014/EU rendelet nem határozza meg egyértelműen a likviditást, mindössze javasolja, hogy az ESMA, az EBH és a KBER dolgozzon ki egy szabályozástechnikai standardokra vonatkozó tervezetet, amelyben részletezik a nagymértékben likvidnek tekinthető pénzügyi instrumentumokat.
- Az Európai Parlament és a Tanács pénzügyi alapokról szóló (EU) 2017/1131 rendelete ⁽²⁾ likviditási küszöbértékeket tartalmaz azokra az eszközökre vonatkozóan, amelyek tekinthetőek úgy, hogy napi vagy heti likviditást nyújtanak, habár a likviditás nincs egyértelműen meghatározva. Az (EU) 2017/1131 rendelet azon az elgondoláson alapul, hogy az eszközök korai lejárata segít biztosítani, hogy a befektetők visszakapják a pénzüket.
- Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelve ⁽³⁾ értekezik a nem részvény jellegű értékpapírok – mint például a kötvények – likviditásának kiszámításához használt módszertanról. Az ESMA két alternatív likviditásmérési módszert vesz figyelembe: egyfelől az eszközönkénti megközelítést (IBIA), másfelől pedig a pénzügyi instrumentumkategóriák szerinti megközelítést (COFIA). Az ESMA végül az IBIA-t fogadta el a kötvénylikviditás kiszámítására vonatkozó szabályozástechnikai standardjában.
- Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete ⁽⁴⁾ a hitelintézetek likviditási tartalékának céljára alkalmazható likvid eszközöket úgy határozza meg, mint az egyetlen olyan szabadon átruházható eszköztípust, amelyet gyorsan és jelentős értékvesztés nélkül pénzzé lehet tenni a magánpiacokon. A rendelet különbséget tesz a rendkívül nagy likviditású és rendkívül jó hitelminőségű eszközök (1. szintű eszközök), valamint a nagy likviditású és jó hitelminőségű eszközök (2. szintű eszközök) között. Az 1. szintű eszközök közé tartozik a készpénz, a jegybanki betét, az uniós államkötvények és az állam által garantált kötvények, valamint a bizonyos feltételeket teljesítő fedezett kötvények. A 2. szintű eszközök között harmadik országok államkötvényei és az állami vállalatok által kibocsátott kötvények szerepelnek, valamint fedezett és vállalati kötvények is a hitelminőségük alapján. Ezenkívül idetartoznak a jó minőségű értékpapírosítások, valamint a nagyobb részvényindexekben szereplő részvények.

Az Egyesült Államok Értékpapír- és Tőzsdei Bizottságának (SEC) megközelítése hasznos alapot biztosíthat egy uniós módszertan kidolgozásához, amelynek segítségével felmérhető a likviditás, és elkészíthető a kevésbé likvid eszközök jegyzéke. Az SEC megközelítése nem abszolút értelemben határozza meg az eszközállományok „illikviditását”, ugyanis a méretet is figyelembe veszi (pl. a befektetési alap eszközállományát). Lásd a 6. keretes írást.

6. keretes írás: Az SEC összetett likviditási pontszáma

Az SEC egy nemrégiben született határozatában ⁽⁵⁾ foglalkozott a likviditás kérdésével, és a likviditási kockázat nyílt végű befektetési alapok általi közzétételével kapcsolatban változásokat vezetett be. A határozat bemutatja az új likviditáscsoportozó rendszert, amely a befektetések likviditását aszerint csoportosítja, hogy hány nap alatt lehet az adott befektetést készpénzzé konvertálni anélkül, hogy jelentősen megváltozna az adott befektetés piaci értéke. Pontosabban az SEC javaslata szerint egy befektetés illikvidként történő megjelölése azt sugallja, hogy a befektetési alap észszerűen nem várhatja, hogy az adott befektetést hét naptári napon belül értékesíti anélkül, hogy jelentős hatással lenne a piaci értékére. Továbbá az SEC elvárja a befektetési alapoktól, hogy a befektetések likvidként vagy illikvidként történő besorolásakor vegyék figyelembe pozíciójuk méretét, valamint a kereskedésre használt piac befektetésre vonatkozó mélységét.

Az SEC határozata kötelezi az alapkezelőket, hogy legalább évente értékeljék és vizsgálják felül likviditási kockázatukat, számos tényezőt alapul véve: stratégia, cash flow, rendelkezésre álló készpénz, valamint a tőzsdén kereskedett alapokra vonatkozó megfontolások. Erre a felülvizsgálati folyamatra azért van szükség, mert az SEC aggódik, hogy ha csak ki kellene pipálni néhány szempont teljesülését, a likviditásról alkotott kép nem tükrözné hűen az alapnak azt a képességét, hogy a visszaváltási kérelmek kielégítése céljából értékesíteni tudja-e a portfólióját (vagy annak egy részét) anélkül, hogy ezzel nagymértékben befolyásolná a piacot.

⁽¹⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 909/2014/EU rendelete (2014. július 23.) az Európai Unió belüli értékpapír-kiegyenlítés javításáról és a központi értéktárakról, valamint a 98/26/EK és a 2014/65/EU irányelv és a 236/2012/EU rendelet módosításáról (HL L 257., 2014.8.28., 1. o.).

⁽²⁾ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1131 rendelete (2017. június 14.) a pénzügyi alapokról (HL L 169., 2017.6.30., 8. o.).

⁽³⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelve (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról (HL L 173., 2014.6.12., 349. o.).

⁽⁴⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról (HL L 176., 2013.6.27., 1. o.).

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

Ezenkívül az SEC előírja a befektetési alapoknak, hogy vegyék figyelembe a „piaci, kereskedési és a konkrét befektetésre vonatkozó szempontokat”, amikor portfólióbefektetésük likviditását értékelik, noha ezeket illetően nem szolgál részletekkel.

Például bizonyos rögzített kamatozású értékpapírok esetében a kereskedési gyakoriság általában alacsony. Ez azonban még nem feltétlenül jelezne, hogy egy értékpapír illikvid, és meglehet, hogy a befektetési alap mégis viszonylag gyorsan értékesíteni tudja. Az SEC által javasolt mérőszámok értékelése megbízhatóbb becslésekhez vezethet.⁽¹⁾ Az ilyen össze-tett likviditási pontszámok tartalmazhatnak az értékpapír eszköz- piaci és portfóliótulajdonságain alapuló tényezőket az alábbiakban részletezett módon.

- Az eszköztényezők az eszköz szerkezetén alapulnak. Minél nehezebb megbecsülni egy értékpapír értékét, és minél kevésbé igazodik a standardokhoz, általában annál kevésbé likvid. Mindemellett a rögzített kamatozású termékek esetében az olyan tulajdonságok, mint a futamidő, a besorolás és a kibocsátás dátuma is hatással lehetnek a likviditásra.
- A piaci tényezők az eszközök kibocsátásához és másodlagos piacához kapcsolódnak. Jellemzően minél több piacon lehet kereskedni egy adott értékpapírral, annál kevésbé szokott illikvid lenni. A piacminőségi tényezők közé tartozik még a piaci szereplők száma, sokfélesége és minősége. Ezenkívül ezek a tényezők kapcsolatban állhatnak az ezen piacokon folytatott kereskedés költségeivel, és függhetnek az értékesítési költségektől, amelyek adott esetben egy másik országban vagy másik valutában történő tevékenységből erednek.
- A kereskedési tényezők egy adott értékpapír kereskedési árához és volumenéhez kapcsolódó mérőszámok. A vételi és eladási árak közötti különbség, valamint a kereskedési volumen és a kereskedés gyakorisága is felhasználható a potenciális illikviditás mérésére. A volumenre vonatkozó múltbeli adatok például becsléssel szolgálhatnak arról, hogy mekkora a legnagyobb volumen, amely egy ügylet piaci hatásának felmérésekor használható.
- A portfóliótényezők portfólióspecifikus mérőszámok. A befektetési alapoknak figyelembe kell venniük pozíciójuk nagyságát a napi kereskedési volumen és a fennálló összegek tekintetében. Emellett azonban az eszközöknek a portfólióban szereplő egyéb eszközökhöz (pl. derivatívák) való viszonyát is tekintetbe kell venniük. Ezenkívül az illikviditásnak a portfóliópozíciók csoportosulásához is köze lehet; ez abban az esetben vezet illikviditáshoz, ha a befektetési alap által tartott valamennyi eszköz nagyon hasonló, és ugyanazon a piacon kereskednek velük.

Mivel az SEC megközelítése hasznos alapul szolgálhat az illikviditás jövőbeli európai megfogalmazásához, kívánatos lehet az unió megközelítését szorosan összehangolni vele. Pénzpolitikai szempontból ez az összehangolás további előnyökkel is járna, hiszen amennyiben az uniós és az egyesült államokbeli keretek nagyjából hasonlóak lennének, létrejönne egy hatékony globális standard, amely alkalmazható lenne a befektetési alapokban tapasztalható illikviditás értékelése során.

II.2.2 Nem kívánt hatások

Eszközoldalon a belső határértékeket alkalmazó alapkezelők nem mondanának le teljesen a lépéselőnyükről. Előfordulhat, hogy a korai kiszállók továbbra is szeretnék likvid eszközöket szerezni, nehogy bennragadjanak egy likviditáshiánnyal küzdő befektetési alapban. Ugyanakkor amennyiben a likvid eszközök elérhetősége növelné a befektetési alap visszaváltási képességébe vetett bizalmat, a befektetők menekülési kockázata összességében várhatóan csökkenne.

A belső határérték alkalmazása szükségtelenül gátolná az alapkezelőt abban, hogy a rendelkezésére álló likvid eszközökkel eleget tegyen a visszaváltási igényeknek. Ilyen helyzet áll elő például akkor, ha az alapkezelő nem tudja felhasználni a likvid eszközöket anélkül, hogy átlépné a belső határértéket. Mindazonáltal a probléma jelentősége súlyozható. A 2011/61/EU irányelv értelmében önmagában a nyereségességet meghat átlépése miatt az ABAK-nak még nem kell intézkednie, hiszen ez a tényektől és körülményektől, valamint az ABAK által meghatározott túréhatártól függ. Ezek a helyzetektől függően további monitorozást vagy korrekciós intézkedést váltanak ki.

⁽¹⁾ Az SEC dokumentuma egy adott eszköz esetében kilenc tényezőt sorol fel a portfóliópozíciók csoportosításához.

Egy eszköz jegyzékbe való felvétele legrosszabb esetben prociklikus hatással járna, amely az eszköz eladását és az ár mélyrepülését eredményezné. Előfordulhat, hogy az alapkezelő az eszköz eladására kényszerül, hogy megfeleljen az új belső határértékeknek, illetve az is, hogy negatív reakciókra számít a befektetők részéről, vagyis pontosan azt a problémát idézi elő, amelynek az enyhítésére a jegyzéket eredetileg kitalálták. Hasonlóképpen egy likviditáshiányos eszköz megbélyegzése egyes befektetési alapokat teljesen eltántoríthat attól, hogy az adott eszközbe fektessenek, ami következményekkel járhat a pénzügyi piacok működése szempontjából. Ezért a jegyzéken csak olyan eszközök szerepelhetnek, amelyek „természetüknél fogva” kevésbé likvidek, és valószínűsíthető, hogy ez a tulajdonságuk a piaci szereplők előtt már ismert. Ezenkívül a „természetüknél fogva” kevésbé likvid eszközökbe fektető befektetők már most is nyilván elvárják az alapkezelőtől, hogy legyen a visszaváltási politikájával összhangban lévő befektetési politikája, ahogy azt a 2011/61/EU irányelv rögzíti. Végezetül átmeneti intézkedések szükségesek akkor, amikor új eszköz kerül a listára, hogy az alapkezelőnek legyen elég ideje felkészülni az előírásokra és elkerülni a kényszerértékesítést.

A forrásoldalon a visszaváltási gyakoriság csökkentése valószínűleg növeli a kereskedés volumenét, ami stresszhelyzetben levő piacon hatással lehet az árakra. Rendszeres kiáramlások helyett az alap több megbízást is összegyűjtene, amelyeket aztán egyszerre kellene teljesítenie. Megoldás lehetne az értesítési időszakok⁽¹⁾ bevezetése, amelyekben tükröződne a fedezeti eszközök értékesítéséhez várhatóan szükséges idő. A másik lehetőség egy sorbaállítási rendszer alkalmazása, hogy a visszaváltási kérelmeket ne kelljen a következő értékelési ponton teljesíteni, miután az alapkezelő elfogadta őket. Az alapkezelőnek így módja nyílna arra, hogy még korábban kiszámítsa a visszaváltási kérelmek kielégítéséhez szükséges likviditást, és szükség szerint elkezdhetné értékesíteni a befektetéseket. Ezáltal csökkenne annak a kockázata, hogy a tranzakciókat kényszerértékesítési áron hajtsák végre.

Végezetül szót kell ejtenünk a szabályozói arbitrázs kockázatáról is. Ilyen kockázat létezik: (1) az ajánlás hatálya alá nem tartozó szabályozatlan ABA esetében, és (2) ha az alapkezelő ÁÉKBV-ként jegyezteti be a befektetési alapot azzal a céllal, hogy nagyobb befektetést hajtson végre egy természeténél fogva kevésbé likvid besorolású eszközben, amennyiben az adott eszközt az ÁÉKBV tekintetében elfogadhatónak tekintik. Utóbbi esetben azonban a befektetési alapra a 2009/65/EK irányelv szabályai vonatkoznának, amelyek bizonyos szempontból szigorúbbak, mint a 2011/61/EU irányelv rendelkezései. Így kevesebb az ösztönzés az ÁÉKBV-ként történő bejegyzésre az ABA-ra vonatkozó korlátozások elkerülése céljából.

II.3 C. ajánlás – Stressztesztelés

II.3.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások

A mikroprudenciális stressztesztek célja, hogy javítsák a kockázat- és portfóliókezelést az egyes befektetési alapok és alapkezelők szintjén. Ezek a tesztek szélsőséges vagy kedvezőtlen, ámde elképzelhető gazdasági és pénzügyi körülményeket szimulálnak, hogy tanulmányozhatók legyenek ezek következményei a befektetési alapok teljesítményére, valamint arra a képességükre vonatkozóan, hogy a visszaváltási kérelmeknek eleget tegyenek, még diszkontált nettó eszközérték esetén is. Ezenkívül forgatókönyv-elemzésekkel szolgálnak, amelyek révén jobban megérthető az a megváltozott piaci körülményekből eredő kockázatok, amelyek kedvezőtlen hatással lehetnek a kezelt portfóliókra. Rendes piaci körülmények között a stressztesztek azonosítják a befektetési termékek/stratégiák potenciális gyengeségeit, és segítenek az alapkezelő társaságoknak módosítani portfóliókockázat-kezelésüket, és működési szempontból felkészülni egy válságra. Válságidőszakokban a stressztesztek támogatják a krízis sajátos körülményeihez való alkalmazkodást, a válságkezelést és a szanalási hatóságnak teljesített adatszolgáltatást. A stressztesztek tehát válságkezelési és döntéshozatali eszközök.

A befektetési alapok eltérő tulajdonságokkal rendelkeznek, amelyek mind befolyásolják egy adott alap likviditási kockázatát, és így a befektetési alapok szintjén végzett hatékony stressztesztek kialakítását is. Az esz-közoldali jellemzők közé tartoznak többek között a főbb piacok és instrumentumok, a befektetési stratégia és az időtáv, a földrajzi irányultság, a portfóliókoncentrációk, a portfólióforgalom, valamint a jellemző ügyletnagyság. A forrásoldalt a befektetési alap befektetői köre határozza meg, amely lakossági vagy intézményi befektetőkből, illetve e kettő kombinációjából állhat. A befektetők sajátos portfóliószervezettel és likviditási igényekkel rendelkeznek, valamint adott esetben különleges szabályozói elvárásoknak kell megfelelniük (bankok, biztosítótársaságok és nyugdíjalapok), így egyéni befektetői viselkedést tanúsítanak. A befektetési alapok befektetőtípus-koncentrációja különösen fontos, mivel a magas koncentráció nagymértékű egyidejű visszaváltási kérelmeket eredményezhet.

⁽¹⁾ Megjegyzendő, hogy az értesítési időszak használata gyakorlati problémákat vet fel a megbízás és a végrehajtása közötti késedelem miatt. A benchmarkokat követő alapok különösen ösztönözve lennének arra, hogy teljesítményük maximalizálása érdekében az értesítési időszak végéhez a lehető legközelebb kereskedjenek, még akkor is, ha ez kedvezőtlen hatással lenne a piacra.

A befektetési alapok sokfélesége miatt a stressztesztek forgatókönyveire nem vonatkoznak kötelező előírások. Ezért jelenleg a stressztesztek paraméterei, hatóköre, gyakorisága és kifinomultsága változó az iparágon belül. Ennek ellenére léteznek hasznos, jól bevált megközelítések, amelyek a mérleg mindkét oldalát lefedik. A befektetési alapok forrásoldalát érintő stressztesztek visszaváltásokat szimulálnak. Ezeket a szimulációkat jellemzően a források stabilitási elemzése alapján kalibrálják, amely a befektető típusától és a források koncentrációjától függ. A szimulációk magukba foglalhatnak múltbeli vagy hipotetikus visszaváltási forgatókönyveket, nagybefektetők által végrehajtott visszaváltásokat, a valaha tapasztalt legnagyobb visszaváltásoknak megfelelő visszaváltásokat, valamint a piaci trendek és hasonló státuszú csoportok elemzését. A stresszteszteknek ezenkívül a befektetési alapok eszközoldalára is ki kell terjedniük, vagyis a befektetési alap által tartott eszközök likviditásának szimulációjára különböző piaci körülmények között. A szimuláció megvizsgálja, hogy a befektetési alap milyen mértékben képes eszközöket eladni anélkül, hogy jelentős hatással lenne az árra. A forgatókönyvekben szerepelhet bizonyos instrumentumok vagy piaci szegmensek esetében a kereskedési volumenek csökkenése (a vételi és eladási árak közötti különbözet növekedése nyomán keletkezett veszteségek), az egy nap alatt maximálisan végrehajtható értékesítésekre vonatkozó becslések, vagy az értékesítés időtartamára vonatkozó becslés a befektetési alap eszközeinek (például likviditási osztályok szerinti) felbontása alapján, ezenkívül tekintetbe kell venniük az érintett eszközök tekintetében a piaci és likviditási kockázat kölcsönhatását.

Az egyedi stressztesztelési gyakorlatra vonatkozó útmutatás várhatóan a befektetési alapok és a rendszer szintjén egyaránt csökkenti a likviditási kockázatot, és fokozza a jogalanyok arra irányuló képességét, hogy a befektetők érdekeit szolgálva kezeljék a likviditást, például a váratlan visszaváltási időszakok redukálása révén. A stressztesztek a már alkalmazott stratégiák erősségeinek elemzését támogató eszközök. A tesztelésnek azonosítania kell a befektetési stratégiák gyenge pontjait, és fel kell készítenie az alapot a válságra. Kockázatkezelési és döntéshozatali eszközként helyesen alkalmazva a stresszteszt csökkenti a likviditási kockázatot a befektetési alap szintjén, és hozzájárul a rendszerszintű likviditási kockázat lefaragásához.

Az útmutatásnak kezelnie kell a stressztesztelési eljárások hiányosságait, ahogy azt az ERKT stressztesztelési gyakorlatra vonatkozó felmérése is kimutatta. Az ESMA útmutatása alapján a jogalanyoknak tisztában kell lenniük a minimális stressztesztelési elvárásokkal, és orvosolniuk kell a túlzottan alacsony haircutokból, a stressztesztelési gyakoriságból, a forgatókönyvek kialakításából és a múltbeli adatok naiv használatából eredő hiányosságokat. Az útmutatás értelmében a stressztesztek gyakoriságát és kialakítását az adott befektetési alap, illetve vállalat jellemzői alapján kell meghatározni. Az útmutatás ezenkívül rá kívánja szorítani a vállalatokat, hogy a stresszforgatókönyvek megtervezésekor olyan súlyossági szintet alkalmazzanak, amellyel valószínűség szerint találkozhatnak a piacon. Végül a befektetési alapok szektorának heterogenitása miatt a stressztesztek összetettségének a befektetési alap konkrét kockázati és visszaváltási profiljához kell igazodnia anélkül, hogy túlságosan megpróbálnák a stressztesztelési forgatókönyveket összehangolni. Az útmutatás a tervek szerint hozzájárul a pontosabb és megfelelőbb stresszteszteléshez a befektetési alapok szintjén, így a rendszerszintű kockázat mértéke kevésbé lesz kétséges.

A C. ajánlás megfelel az (EU) 2017/1131 rendeletben foglalt azon követelménynek, hogy az ESMA-nak útmutatást kell adnia a PPA-k stresszteszteléséről. A rendelet értelmében köteles iránymutatásokat kibocsátani a stressztesztelési forgatókönyvek közös referenciaparamétereiről.

Az alapkezelőknek rendszeres stressztesztekkel kell végrehajtaniuk az általuk vezetett befektetési alapon. A stressztesztelési követelmény az ÁÉKBV-ra és az ABA-ra is vonatkozik, kivéve a tőkeáttétel nélküli, zárt végű ABA-t, illetve azokat az eseteket, amikor egy ÁÉKBV vonatkozásában ez nem indokolt (2010/43/EU irányelv 40. cikk (3) bekezdés; 2011/61/EU irányelv 16. cikk (1) bekezdés; és a Bizottság felhatalmazáson alapuló 231/2013/EU rendelete 48. cikk). Mindkét típusú befektetési alap esetében az alapkezelők számára a stressztesztek lehetővé teszik a likviditási kockázat mind megszokott, mind rendkívüli likviditási feltételek melletti felmérését. A 2011/61/EU irányelv jelentéstételi keretrendszerében a stressztesztek eredményeit jelenteni kell az illetékes nemzeti hatóságnak, és az információt meg kell osztani az ESMA-val és az ERKT-vel is. Az (EU) 2017/1131 rendelet a PPA-val szemben olyan részletes stressztesztelési követelményeket vezet be, amelyek más típusú befektetési alapok számára is hasznosak lehetnek.

A stressztesztelési kötelezettségek kevésbé részletesek az ÁÉKBV, mint az ABA esetében. Ez tükrözi az ÁÉKBV eszköz- és forrásoldalának eltérő tulajdonságait (azaz az elfogadható eszközök meghatározását, amely likvid eszközt ír elő, valamint az elsősorban lakossági befektetői kört) és a különböző szabályozói elvárásokat.

Összhangban azonban a Bizottság felhatalmazáson alapuló 231/2013/EU rendeletével, az ABA-ra vonatkozó stressztesztelési szabályok részletesebbek.

- a) A stresszteszteknek szimulálniuk kell a likviditás hiányát, valamint a szokásostól eltérő visszaváltási kérelmeket. Figyelembe kell venniük legalább a legutóbbi és a várható jövőbeni visszaváltásokat, és elemezniük kell a visszaváltási kérelmek teljesítéséhez szükséges időt. Vizsgálniuk kell emellett az olyan piaci tényezőket is, mint például az árfolyam, amely befolyásolhatja az ABAK vagy az ABA hitelprofilját. A stressztesztelési megközelítésben figyelembe kell venni továbbá a stresszhelyzetben fennálló értékelési érzékenységet.
- b) Az ABA kockázati profilja – amely függ a befektetési stratégiától, a likviditási profiltól, a befektető típusától és a visszaváltási politikától – egy minimális éves gyakoriság alapján meghatározza a stresszteszt gyakoriságát. Az ABAK-nak az alap kialakítása során az ABA valamennyi befektetőjének érdekében kell eljárnia, valamint a megfelelő likviditáskézelési irányelvek és eljárások kidolgozása során, amennyiben a stresszteszt a vártnál jóval nagyobb likviditási kockázatot jeleznek.

Az ERKT-nak az alapkezelők stressztesztelési gyakorlatára vonatkozó felmérése kimutatta, hogy a legtöbb uniós alapkezelő rendszeresen végez stressztesztet. A felmérés⁽¹⁾ során megkérdezett alapkezelők mintegy 93 %-a rendszeres stressztesztnek veti alá az általuk kezelt valamennyi befektetési alapot, és jelentős változás esetén további stressztesztet végeznek (illetve erre megvan a lehetőségük). A különböző típusú alapkezelők és érintett alapok miatt a felülvizsgálat számottevő különbségeket azonosított a stresszteszt végrehajtásának gyakoriságában, az alapkezelők által alkalmazott stresszforgatókönyvek típusában és a stressztesztelés összetettségében (lásd az alábbi pontokat):

- **Noha a stressztesztelési program gyakoriságát főként az adott befektetési alap jellemzőinek kellene meghatározni, csupán néhány befektetési alapkezelő alkalmaz alapspecifikus gyakoriságot.** Ehelyett az egyes vállalatokra jellemző gyakoriságot használnak valamennyi általuk kezelt befektetési alapra. Ugyanez igaz a nagy befektetési vállalatok esetében is, amelyek sokféle befektetési alapot kezelnek. Az alapspecifikus stressztesztelési gyakoriságot alkalmazó alapkezelők jelentős hányada az ÁÉKBV-t és az ABA-t különbözteti meg, ahelyett hogy az eltérő portfóliószerkezetű befektetési alapokra más és más gyakoriságokat.
- **Az alapkezelők számottevő része többféle likviditási forgatókönyvet használ, amelyek jellemzően különböző piaci körülményekre vonatkoznak.** Valamennyi stresszteszt sarkalatos pontja a jelentős piaci stresszhelyzetet tükröző alapvető forgatókönyv. Az alkalmazott stresszforgatókönyvek súlyosságát tekintve azonban számottevő különbségek tapasztalhatók az alapkezelők között. Egyes forgatókönyvek esetében komoly kétségek merülnek fel, hogy egyáltalán piaci stresszhelyzetet tükröznek-e. Néhány alkalmazott eszközoldali haircut meglehetősen kicsi, így kevésbé alkalmas arra, hogy a piaci likviditásjelentős megváltozását megjelenítse. Forrásoldalon azok a befektetési alapok, amelyek a múltban nem érzékelték visszaváltási nyomást, nem alapozhatják visszaváltási forgatókönyveiket pusztán a múltbeli adatokra.
- **A különböző alapkezelők és befektetési alapok közötti jelentős eltérésekkel összhangban az alkalmazott stressztesztelési forgatókönyvek összetettsége is nagy különbségeket mutat az egyes alapkezelők között.** Egyes alapkezelők adatok által nem alátámasztott, egyszerű hipotetikus forgatókönyveket alkalmaznak, míg mások kifinomult statisztikai módszerekkel alakítanak ki alapspecifikus forgatókönyveket. Természetüknél fogva az észszerű likviditási forgatókönyveket nehéz meghatározni. A piaci kockázattal ellentétben, amelyről bőséges információ áll rendelkezésre, a likviditási stressztesztelés modellezése jóval bonyolultabb. Eszközoldalon a likviditási profil stresszhelyzetben történő modellezése rendkívül komoly kihívást jelenthet, különösen az olyan eszközök esetében, amelyekről nem lehet könnyen tranzakciós adatot találni (pl. rögzített kamatozású instrumentumok). Forrásoldalon nem egyszerű előre látni a befektetők piaci stresszhelyzetben tanúsított magatartását, mivel az számos olyan tényezőtől függ, mint például az intézményi és lakossági befektetők egymáshoz viszonyított aránya vagy a késve reagáló ügyfelek részaránya. Az ÁÉKBV esetében ez a probléma még komolyabb, ugyanis az alapkezelők általában kevés információval rendelkeznek az ÁÉKBV befektetői profiljáról. A jelek szerint a szabályozói szempontok elenyésző szerepet játszanak a forgatókönyvek modellezésében. Ezért a stresszforgatókönyveket a befektetési alapra vonatkozó eszközösztály-kitettségeknek és visszaváltási menetrendnek megfelelően alakítják ki.

⁽¹⁾ AZ ERKT-felmérés fő célja az volt, hogy áttekintést nyújtson az európai eszközkezelők stressztesztelési gyakorlatáról, elsősorban azért, hogy felmérje, hogy az egyes alapok stressztesztelése milyen mértékben terjedt ki a likviditási tesztekre (vagyis a befektetési alapok azon képességére, hogy eleget tegyenek a nagymértékű visszaváltási kérelmeknek). Az ERKT felmérésében 274 uniós alapkezelő vett részt, és szerepeltek benne az eszközkezelők jelenlegi likviditáskockázat-kezelésére és stressztesztelési gyakorlatára vonatkozó kérdések is.

A stressztesztet különböző körülmények között kell végrehajtani, például a szokásostól eltérő visszaváltási kérelmek és az eszközárak rendellenes viselkedése esetén, és figyelembe vehetők olyan események is, mint például a partner nemteljesítése és egyéb kockázati tényezők (pl. politikai kockázatok). Az ESMA-nak útmutatást kell adnia arról, hogy a befektetési alapoknak milyen forgatókönyvtípusokat kell fontolóra venniük a stresszteszt tervezésekor. A forgatókönyvek között szerepelnie kell a múltbeli ármozgásokon alapuló, illetve hipotetikus scenárióknak is. A múltbeli forgatókönyvek a stresszteszt paramétereit egy korábbi válságra alapozva modellezik, és kiszámítják, milyen hatással lett volna a válság a befektetési alapra. A stressztesztelés nem épülhet kizárólag múltbeli forgatókönyvekre, mivel a jövőbeli válságok valószínűleg mások lesznek, mint a korábbiak, és mivel nehéz pontosan reprodukálni a korábbi válságokat. A hipotetikus forgatókönyvek alapulhatnak gazdasági sokkokra vagy a befektetők, illetve az alapkezelő viselkedésbeli tulajdonságaira. Kialakításuk meg kell egyezzen az alap típusának és az alap stratégiájának sajátosan jellemző érzékenységeivel.

A teljes stressztesztelési gyakorlatot kiegészítheti a fordított stressztesztelés. Utóbbinak a folyamatba való beillesztése hasznos meglátásokkal szolgálhat a befektetési alap csődig tanúsított viselkedéséről. Korlátozza a múltbeli forgatókönyvekre és a hipotetikus forgatókönyvek kialakítására való támaszkodást. A fordított stressztesztelés alkalmat nyújthat az alapkezelőknek arra, hogy teljes mértékben felderítsék és megértsék a sérülékenységeket, és kiküszöböljék ezeket a kockázatokat.

A stressztesztelést ideális esetben az alap élettartamának minden szakaszában, a létrehozásától kezdve a felszámolásig, valamint valamennyi köztes befektetési döntés során alkalmazni kell. A befektetési alap létrehozásakor az egyes paramétereinek (pl. kockázati profil és kockázattűrés) lefektetésére és meghatározására kell használni, különös tekintettel a fedezeti eszközök likviditása és a lehetséges visszaváltások gyakorisága közötti kapcsolatra, mindezt piaci stresszhelyzetben is. A stressztesztelés akkor is használható, ha felmerül a befektetési alap stratégiájának, szerződési feltételeinek vagy befektetési döntéseinek módosítása. Alkalmazható még emellett a befektetési alap stresszhelyzetben követendő vészhelyzeti tervének elkészítésekor a likviditási kockázat kezelésére alkalmazott eszköztár használatának elemzésére.

A stressztesztelés időzítésének és gyakoriságának tükröznie kell a befektetési alap olyan tulajdonságait, mint például a mérete, befektetési stratégiája, fedezeti eszközei, befektetői profilkja és a lehetséges visszaváltások gyakorisága. A jelentős forgalommal vagy gyorsan változó befektetői körrel jellemezhető portfóliók esetében a likviditási profil és kockázat feltehetően nagyobb ingadozásokat mutat. Ilyen esetekben gyakrabban kell stressztesztelést végezni, mint egy stabilabb befektetői körrel és hosszú visszaváltási időszakokkal rendelkező befektetési alapnál.

A stressztesztelés gyakorisága függhet az alkalmazott forgatókönyv típusától. A múltbeli forgatókönyvek használatakor kialakításukhoz igénybe vett statisztikai módszerek könnyedén aktualizálhatók az új adatokkal és a stressztesztelési paraméterekkel. Mivel ez gyakran mechanikus folyamat, gyakrabban lehetne alkalmazni. A hipotetikus forgatókönyv a befektetési alapot befolyásoló fontosabb tényezőknak az adott alapra jellemző, egyedi értékelését követeli meg, ezért, mivel ez sokkal tágabb elemzést kíván meg, az ilyen típusú stressztesztelést elég ritkábban elvégezni.

A jelen ajánlás nem kíván kitérni a makroprudenciális stressztesztelésre. A makroprudenciális stressztesztelés területét alaposabban ki kell dolgozni. Ezek a modellek az adatok elérhetőségével és a modellezéssel kapcsolatos korlátok miatt egyelőre nem használhatók hatékony felügyeleti eszközként. Az ERKT jelenleg vizsgálja a makroprudenciális stressztesztelés szerepét a befektetési alapok által okozott pénzügyi stabilitási kockázatok értékelésében.

II.3.2 Nem kívánt hatások

A stresszteszteléssel kapcsolatos konkrét útmutatások következtében az alapkezelők magatartása egyöntetűbb, összehangoltabb lehet, és végeredményben ahhoz vezethet, hogy a befektetési alapok egyformán pozícionálják eszközeiket (egyvoldalú pozícionálás). Ez megnövelheti a jövőben a „csordaszellemű” magatartás kockázatát és a pénzügyi rendszerkockázatot. Ezenkívül – elsősorban a kisebb alapok kezelőinek esetében – a több útmutatás még több stresszteszthez és így magasabb költségekhez vezethet.

II.4 D. ajánlás – az ÁÉKBV-k adatszolgáltatása

II.4.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások

D(1) ajánlás – Az ÁÉKBV-k és az ÁÉKBV-kezelő társaságok adatszolgáltatási kötelezettsége

A tagállamok közötti harmonizált adatszolgáltatási keretrendszer hiánya jelenleg akadályozza az ÁÉKBV-k pénzügyi stabilitási kockázatokhoz való potenciális hozzájárulásának átfogó értékelését és nyomon követését. Noha az unióban sok jogrendszer ír elő adatszolgáltatási kötelezettséget az ÁÉKBV-knak, a felmérési eredmények alapján az adatszolgáltatási gyakorlatok nagyon eltérőek az adatszolgáltatás gyakorisága, az ÁÉKBV-adatszolgáltatás köre és a szolgáltatott adatok tekintetében.⁽¹⁾ Ezért nem lehet összesíteni az országos adatokat, és nyomon követni például az ÁÉKBV-khoz kapcsolódó uniós szintű likviditási és tőkeáttételi kockázatokat.

A befektetési alapokra vonatkozó EKB-s statisztikák nem biztosítják megfelelően az ÁÉKBV-khoz kapcsolódó likviditási és tőkeáttételi kockázatok átfogó felmérését és nyomon követését. Noha az EKB statisztikái révén a szabályozók a tág mérlegbeli eszköz- és forráskategóriákra – például a lejárat szerinti bontásokra – vonatkozó információk segítségével nyomon követhetik az euroövezetbeli befektetési alapok ágazatának fejleményeit, az így kapott információk nem elegendők a megfelelő kockázatértékelés elkészítéséhez. Mindenekelőtt az instrumentumok kereskedésével és egyedi kitétségekkel kapcsolatos részletesebb bontású adatok hiányoznak a statisztikából, pedig ezekre az adatokra szükség van az ÁÉKBV portfóliólikviditásában bekövetkező változások megfelelő értékeléséhez. Ezenkívül a tőkeáttétel használatában kialakuló trendeket nem lehet megfelelően nyomon követni, mivel a rendelkezésre álló adatok segítségével csak a pénzügyi tőkeáttétel használata számítható ki (pl. a hitelfelvételeken keresztül). A tőkeáttételnek, így például a származtatott ügyleteken keresztül (szintetikus) tőkeáttételnek nem áll rendelkezésre átfogóbb mérőszáma. Továbbá az EKB statisztikái jelenleg nem tesznek különbséget az ÁÉKBV és az ABA között, ami fontos lenne a kockázatok megfelelő nyomon követéséhez, mivel ezek az alapok igencsak eltérő szabályozói rendszerekben működnek.

Az uniós szintű egységes ÁÉKBV-adatszolgáltatási keretrendszer bevezetése hatékony lehet a nyomon követés szempontjából, és mérsékelheti az illetékes hatóságok és az ágazat jelenlegi adatszolgáltatási elégtelenségeit és költségeit. A 2011/61/EU irányelv hatálybalépése óta mind az INH-k, mind az ABA-kezelők fejlesztették műszaki kapacitásukat, és tapasztalatokat gyűjtöttek a 2011/61/EU irányelvben szereplő átfogó, uniós szintű adatszolgáltatási keretrendszerrel. Amennyiben az ÁÉKBV új adatszolgáltatási keretrendszere ráépülne a meglévő technikai adatszolgáltatási rendszerekre, az illetékes hatóságok és az ABA-kat és ÁÉKBV-kat kezelő alapkezelők, illetve a különböző joghatóságokban eltérő adatszolgáltatási követelményekkel szembesülő ÁÉKBV-kezelő alapkezelők is profitálnának a nagyobb adatszolgáltatási szinergiákból.

Az ÁÉKBV adatszolgáltatási keretrendszer megalkotásakor a Bizottságnak figyelembe kell vennie, hogy az ÁÉKBV szigorúbb szabályozói rendszerben működik, mint az ABA. Az ÁÉKBV-hoz kapcsolódó pénzügyi stabilitási kockázatok megfelelő nyomon követéséhez elegendő lenne egy kevésbé átfogó adatszolgáltatási keretrendszer is.

A Bizottságnak nem szabad figyelmen kívül hagynia az egyéb folyamatban lévő kezdeményezéseket sem, amelyek hatással lehetnek az ilyen összehangolt adatszolgáltatásra. A Bizottságnak figyelembe kell vennie az ESMA és az INH-k adatszolgáltatással kapcsolatos észrevételeit, valamint az IOSCO által kidolgozás alatt álló lehetséges új, alternatív vagy módosított tőkeáttételi intézkedéseket. Továbbá az (EU) 2017/1131 rendeletben megfogalmazott, pénzügyi alapokra vonatkozó adatszolgáltatási követelményeket is tekintetbe kell venni.

A likviditási tulajdonságokra vonatkozó részletes adatszolgáltatási követelmények lehetővé tennék az ÁÉKBV-k likviditási transzformációiból és eltéréseiből eredő potenciális rendszerkockázatok monitorozását. Az ÁÉKBV-ra az eszközök elfogadhatóságának tekintetében részletes szabályok vonatkoznak, ezért jellemzően inkább likvid eszközökbe fektet be, habár egyes ÁÉKBV-k kevésbé likvid eszközosztályokba, például bizonyos típusú kötvényalapokba (feltörekvő piacok vagy magas hozamú kötvények) is befektethetnek. Az ÁÉKBV-ra a visszaváltási gyakorisággal kapcsolatos minimumkövetelmények is vonatkoznak, ezért nagyobb likviditási kockázatot is jelenthet. Ezeknek az ÁÉKBV-knak az esetében potenciális adathiány léphet fel a jelenlegi jogszabályi környezetben, mivel nem kötelesek az ABA-hoz hasonlóan adatot szolgáltatni az INH-nak. Ebből következően a jelenlegi adatszolgáltatási keretrendszer (a 2011/61/EU irányelv kontra a 2009/65/EK irányelv) nem terjed ki mindenre, és nem tartalmaz olyan összehangolt likviditási kockázati mutatókat, amelyek mérvadók, valamint könnyen összeállíthatók és értelmezhetők lennének. Ez különösen fontos a folyamatok makroprudenciális nézőpontból történő nyomon követése, valamint az ágazatban és a különböző joghatóságokban hozott egyes intézkedések összesítése szempontjából.

⁽¹⁾ A Luxemburgi Pénzügyi Szektort Felügyelő Bizottság (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF) például 2016 elején bevezette az ÁÉKBV-k kockázati adatszolgáltatási kötelezettségét, és megköveteli az ÁÉKBV-szektortól, hogy félévente szolgáltatson adatot olyan különféle kockázati tényezőkről, mint például a tőkeáttétel, a partnerkockázat, a hitelkockázat és a likviditási kockázat. További információkért lásd: <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

Annak érdekében, hogy az ÁÉKBV-n belüli likviditási eltérés nyomon követhető legyen, az ÁÉKBV-t kötelezni kell mind az eszközeiről, mind a forrásairól való adatszolgáltatásra. Az ABA-kezelőnek információt kell adnia az adott ABA likviditási profiljáról, ami hasznos információkkal szolgál az ABA befektetett eszközei likviditásának és befektetői szerkezetének (az ABA-kezelő általi) értékeléséről. Ezt kell alapul venni a kapcsolódó ÁÉKBV-adatszolgáltatás során is, és ki kell egészíteni az ÁÉKBV rendelkezésére álló különböző likviditáskézelési eszközök elérhetőségével és felhasználásával kapcsolatos adatokkal. A további szolgáltatandó adatok közé tartozhatnak még például a múltbeli visszaváltások méretére vonatkozó információk.

Az egyéb adatok gyűjtése megkönnyíti ezen ÁÉKBV-k pénzügyi, illetve rendszerkockázathoz való potenciális hozzájárulásának átfogó értékelését. A tőkeáttétel forrása azért is különösen érdekes, mivel ennek révén alaposan fel lehet mérni például a tőkeáttételnek az ÁÉKBV-k általi használatából eredő kockázatokat. Az ÁÉKBV-nak ezenkívül adatot kell szolgáltatnia többek között a befektetési stratégiáról, a kereskedett instrumentumokról és az egyes kitétségekről, a piaci kockázati profilról, a partner-, illetve hitelkockázati profilról, valamint a likviditási kockázati profilról. Ez a tájékoztatás jelezheti a kényszerértékesítésekből, a partnerkoncentrációból és az egész pénzügyi rendszerrel való összefonódásokból eredő kockázatot. Ki kell terjednie a származtatott pozíciók kategóriáira, valamint az olyan technikákra és instrumentumokra, mint például a visszavásárlási megállapodás és az értékpapírkölcsön-ügylet. Sok tekintetben hasonló adatszolgáltatási követelményeket fogalmaz meg az 2011/61/EU irányelv is, amelyet ki lehetne egészíteni az ÁÉKBV-ra vonatkozó olyan szempontokkal, mint például a hatékony portfóliókezelés. Az ABAK-nak információkat kell szolgáltatnia a kockázati profilról és azokról a főbb eszközkategóriákról, amelyekbe az ABA befektetett, beleértve a kapcsolódó bruttó, hosszú és rövid származtatott pozíciókat is. Ugyanakkor az ABA-kezelőnek a készpénzhitel forrásáról is tájékoztatnia kell. ⁽¹⁾

Az ÁÉKBV-ágazat egy gazdaságilag meghatározó része olyan stratégiákat alkalmaz, amelyekben a tőkeáttétel – ideértve a szintetikus tőkeáttételt is – csupán közvetett módon korlátozott. A pénzügyi tőkeáttételnek az értékpapír-finanszírozási ügyleteken keresztül történő használatával és a szintetikus tőkeáttétel származtatott ügyletekben fennálló kitétségen keresztüli alkalmazásával kapcsolatban az ÁÉKBV – a kötelezettségmódszerrel számítva – csak a teljes nettó eszközérték mértékéig hozhat létre kitétséget (lásd az 1b keretes írást). Azonban a 2009/65/EK irányelv értelmében a tagállamok azt is engedélyezhetik az ÁÉKBV-nak, hogy a kötelezettségmódszer helyett a „kockázattal érték” (VaR) módszerrel vagy egyéb fejlett kockázatmérési módszertannal számítsa ki a globális kitétséget. ⁽²⁾ Ezen befektetési alapok esetében a tőkeáttétel használata csak közvetve, a befektetési alap piaci kockázatára vonatkozó határértékek révén korlátozott. ⁽³⁾ Tehát az abszolút VaR-módszert alkalmazó alapok abszolút VaR-ja nem lehet nagyobb, mint nettó eszközértékük 20 %-a. Ezzel szemben a relatív VaR módszerrel alkalmazó befektetési alapok a rájuk vonatkozó korlátozás értelmében egy hasonló, de tőkeáttétel nélküli portfólió adott VaR-moddal megfelelő veszteségi kockázatának legfeljebb kétszeresével rendelkezhetnek. Fontos, hogy ezek a VaR-módszerek potenciálisan nagyobb tőkeáttételt tesznek lehetővé, mint a kötelezettségmódszer, a mögöttes eszközök volatilitásától függően. Az unió 11 joghatósági területét lefedő ERKT-felmérésre érkező válaszok arra utalnak, hogy a globális kitétséget VaR-módszerek alapján számító ÁÉKBV-k alcsoportja nettó eszköz alapon az uniós ÁÉKBV-k 27 % és 50 % közötti részét teheti ki.

A tőkeáttételre vonatkozó egységes adatszolgáltatásnak az uniós befektetési alapok ágazatában valamennyi ÁÉKBV és ABA esetében azokat a befektetési alapokat kell megcéloznia és azoknak a nyomon követését kell támogatnia, amelyekre nem vonatkoznak tőkeáttételi határértékek. Az FSB ajánlása szerint a hatóságoknak adatokat kell gyűjteniük a befektetési alapok tőkeáttételéről, és nyomon kell követniük azoknak a befektetési alapoknak a tőkeáttétel-használatát, amelyekre nem vonatkoznak tőkeáttételi határértékek, illetve amelyek jelentős, tőkeáttételhez kapcsolódó kockázatokat okozhatnak a pénzügyi rendszerben. A hatóságoknak ezenkívül meg kell tenniük a szükség lépéseket. Ugyanakkor az IOSCO-t felkérték, hogy azonosítsa a befektetési alapok tőkeáttétellel kapcsolatos egységes mérőszámait, illetve dolgozzon ki ilyeneket, hogy a tőkeáttétel pénzügyi stabilitási szempontú nyomon követése hatékonyabb lehessen, és hogy a befektetési alapok 2018 végére világszerte közvetlenül összehasonlíthatók legyenek. ⁽⁴⁾ Ezért a végső célnak a tőkeáttételrel kapcsolatos egységes adatszolgáltatásnak kell lennie, összehangban az IOSCO által kidolgozandó, illetve azonosítandó egységes tőkeáttétel-mérőszámokkal. Az ÁÉKBV-ra vonatkozó adatszolgáltatási keretrendszer, valamint az ABA tőkeáttételével kapcsolatos, 2011/61/EU irányelv szerinti adatszolgáltatás harmonizálásának ezen elvek szerint kell előrehaladnia, és lehetővé kell tennie a tőkeáttételrel működő befektetési alapok nyomon követését a befektetési alapok teljes uniós ágazatában. A Bizottságnak ezért egységes, az egész uniót és valamennyi ÁÉKBV-t és ABA-t lefedő keretrendszert kell kidolgoznia, figyelembe véve a nemzetközi dimenziót is, valamint azt a célt, hogy a különböző (névleges, bruttó és kötelezettség) tőkeáttétel-számítási módszerekkel kapcsolatban egységes megközelítések szülessenek. Ez azon ÁÉKBV-k tőkeáttételének nyomon követését is lehetővé tenné, amelyekre kizárólag közvetett tőkeáttételi korlátozások vonatkoznak.

⁽¹⁾ Lásd például a Bizottság 231/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendeletének IV. mellékletét.

⁽²⁾ Lásd például a 2010/43/EU irányelv 41. cikkének (3) bekezdését.

⁽³⁾ Lásd a CESR (3. szintű) iránymutatásait az ÁÉKBV-kra vonatkozó kockázatmérésről, a globális kitétséget és a partnerkockázat számításáról, 2010. július 28.

⁽⁴⁾ Lásd FSB, „Szakpolitikai ajánlások az eszközkezelési tevékenységek okozta strukturális sebezhetőség kezelésére”, 2017. január, 10–11. ajánlás.

Annak érdekében, hogy az ÁÉKBV-k a 2011/61/EU irányelvben lefektetett kötelezettségmódszernek megfelelően szolgáltatassanak a tőkeáttételről adatokat, hozzá kell adniuk nettó eszközértéküket a kötelezettségmódszerrel mért kitettségükhöz. Jelenleg a kitettségnek a kötelezettségmódszerrel történő számításához használt eljárások némileg eltérnek egymástól a 2009/65/EK és a 2011/61/EU irányelvekben. A 2011/61/EU irányelv értelmében az ABA köteles a kötelezettségvállalási kitettséget valamennyi pozíció abszolút értékének összegeként számítani, az ÁÉKBV-nak csak azt a járulékos kitettséget kell kiszámítania, amelyet a tőkeáttétel használata okoz (lásd 3. táblázatot). Mivel az ÁÉKBV-k nem vehetnek fel fedezet nélküli készpénzhitelt befektetési célokra, és mivel az értékpapír-finanszírozási és származtatott ügyleteken keresztül jelentkező kitettség kiszámításának szabályai hasonlítanak a 2011/61/EU irányelvben megfogalmazottakra, az ÁÉKBV-k kötelezettségmódszerének a 2011/61/EU irányelvvel történő összehangolásához kötelezni kell az ÁÉKBV-kat, hogy adják hozzá nettó eszközértéküket a kitettségükhöz.

Ezzel összefüggésben az ÁÉKBV új kockázati adatszolgáltatásának ki kell terjednie az ÁÉKBV stressztesztekre vonatkozó adatszolgáltatására is. Ennek magában kell foglalnia a standardizált egyváltozós stressztesztek eredményeivel kapcsolatos adatszolgáltatást, és információkkal kell szolgálnia az alapkezelők tulajdonosi stressztesztelési forgatókönyveiről, valamint a releváns eredményekről.

3. táblázat

Befektetési alapok kitettségének számítása a kötelezettségmódszerrel

	ABAK-irányelv		ÁÉKBV	
	Jelenlegi számítás		Javasolt módosítások	
Kitettség meghatározása	Valamennyi pozíció abszolút értékének összege	A pénzügyi származékos eszközök használatából eredő járulékos kitettség és tőkeáttétel	Nettó eszközértékek hozzáadása	
Pénzügyi tőkeáttétel	Készpénzhitel-felvétel újbóli felhasználása			
	A realizált befektetés piaci értéke és a készpénzhitel teljes összege közül a nagyobb	Fedezet nélküli készpénzhitel-felvétel befektetési célokra nem engedélyezett	Nincs	
	Értékpapír-finanszírozási ügyletek			
	A kapott fedezet (beleértve a készpénzt is) piaci értéke visszaforgatáskor	A kapott fedezet (beleértve a készpénzt is) piaci értéke visszaforgatáskor	Nincs	
Nettó szintetikus tőkeáttétel	Származtatott ügyletek			
	A mögöttes eszközben fennálló egyenértékű pozíció teljes piaci értéke a nettósítási és fedezeti megállapodások figyelembevételét követően	A mögöttes eszközben fennálló egyenértékű pozíció teljes piaci értéke a nettósítási és fedezeti megállapodások figyelembevételét követően	Nincs	

D(2) ajánlás – Az ÁÉKBV és ÁÉKBV-kezelő társaság adatszolgáltatási kötelezettségének gyakorisága és hatóköre

A D(1) ajánlásban említett adatokat negyedévente kell jelenteni az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok megfelelő nagyságú és – pénzügyi stabilitási szempontból – meghatározó hányadának. A befektetési alapok portfólióösszetétele, a portfóliók likviditása és a tőkeáttétel használata (különösen a származtatott ügyleteken keresztül) rövid távon jelentősen ingadozhat. Ezért negyedéves adatszolgáltatás szükséges annak érdekében, hogy azokat a folyamatokat, amelyek hozzájárulhatnak a pénzügyi stabilitási kockázatok felépüléséhez, megfelelően nyomon lehessen követni, és szükség esetén reagálni lehessen rájuk. Az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok különböző befektetési stratégiáiból és méretéből adódóan valószínűleg változó, hogy az egyes befektetési alapok vagy az alacsonyportok milyen mértékben járulhatnak hozzá a rendszerkockázathoz. Pénzügyi stabilitási szempontból az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok megfelelő méretű alacsonyportjának negyedéves adatszolgáltatása elegendő lenne a nyomon követéshez, és egyúttal korlátozná az ágazat általános adatszolgáltatási terheit.

Az ÁÉKBV-k negyedéves adatszolgáltatásra kötelezett alacsonyportjának magába kell foglalnia legalább azokat az ÁÉKBV-kat, amelyek a VaR-módszerrel mérik fel globális kitétségüket. A származtatott ügyletek révén ezek az ÁÉKBV-k általában összetettebb befektetési stratégiákat alkalmaznak, és jelentős mértékű tőkeáttételt használhatnak. Az ÁÉKBV-k ezen alacsonyportján túl a Bizottságnak olyan tulajdonságokat is figyelembe kellene vennie, mint például a kezelt eszközállomány nagysága, illetve akár a befektetési stratégia és a likviditási profil, hogy az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok meghatározó hányada szolgáltatson adatot negyedévente.

A folyamatok és a tágabb ÁÉKBV-szektorban jelentkező pénzügyi stabilitási kockázatok potenciális felépülésének hatékony nyomon követéséhez az ÁÉKBV-k és az ÁÉKBV-kezelő társaságok megfelelő nagyságú hányadának legalább évente jelentenie kellene az adatok megfelelő nagyságú alacsonyportját. Az ÁÉKBV-szektor megfelelő nagyságú hányadára vonatkozó éves adatszolgáltatás bevezetése, valamint az ABA-król rendelkezésre álló adatok révén az uniós befektetési alapok teljes szektorában nyomon lehetne követni az általános folyamatokat. Megjegyzendő, hogy az éves adatszolgáltatás megfelelne a 2011/61/EU irányelvben megfogalmazott minimális adatszolgáltatási gyakoriságnak. Ez biztosítaná, hogy a befektetési alapok ágazatával kapcsolatos pénzügyi stabilitási kockázatok – mind az ÁÉKBV-kra, mind az ABA-kra vonatkozóan – legalább évente nyomon lehessen követni. Ezenkívül ennek révén érdemben össze lehetne hasonlítani időben az ÁÉKBV-k és az ABA-k folyamatait, és azonosítani lehetne azokat a potenciális szerkezeti változásokat, amelyek hozzájárulhatnak a rendszerkockázat felépüléséhez.

Javasoljuk a Bizottságnak, hogy annak meghatározásakor, hogy mely jogalanyok essenek az éves adatszolgáltatási kötelezettség hatálya alá, az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok teljes kezelt eszközállományát vegye figyelembe. A kezelt eszközállománynak az adatszolgáltatási kötelezettség meghatározásához történő felhasználása összhangban van az ABAK-ok adatszolgáltatási követelményeinek lefektetéséhez jelenleg is alkalmazott gyakorlattal. Annak meghatározásakor, hogy mely jogalanyok essenek az éves adatszolgáltatási kötelezettség hatálya alá, a Bizottság egyéb tulajdonságokat is figyelembe vehet, mint például a tőkeáttétel használata az ÁÉKBV-n belül, a globális kitétség kiszámításához használt módszer, valamint az ÁÉKBV befektetési stratégiája.

A 2011/61/EU irányelv értelmében az ABAK-ok adatszolgáltatási gyakoriságai szolgálhatnának viszonyítási pontként az adatszolgáltatási gyakoriságok meghatározásakor az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok tekintetében, amelyek három adatszolgáltatási kategóriába eshetnek (negyedéves, éves és adatszolgáltatási kötelezettség nélküli). Az uniós ABA-kat kezelő engedélyezett ABAK-ok jelenlegi adatszolgáltatási gyakoriságai⁽¹⁾ (összhangban azokkal a gyakoriságokkal, amelyek az előírásoknak megfelelően engedélyezett és az EU-n belül székhellyel rendelkező ÁÉKBV-kra és ÁÉKBV-kezelő társaságokra vonatkoznak) a következőképpen foglalhatók össze:

- Azok az ABAK-ok, amelyek 100 millió eurós küszöbérték alatti teljes kezelt eszközállománnyal rendelkező ABA-kat kezelnek, dönthetnek úgy, hogy engedélyezetté válnak, és évente információkat szolgáltatnak alapkezelői szinten és az ABA-k szintjén is;
- amennyiben az ABAK teljes kezelt eszközállománya meghaladja a 100 millió eurós küszöbértéket, de a teljes kezelt eszközállomány 1 milliárd euro alatt marad, az ABAK-nak féléves adatszolgáltatási kötelezettsége van mind alapkezelői, mind ABA szinten, kivéve azon alapok esetében, amelyeknek a kezelt eszközállománya meghaladja az 500 millió eurót;
- amennyiben az ABAK teljes kezelt eszközállománya meghaladja a 1 milliárd eurós küszöbértéket, az ABAK-nak negyedéves adatszolgáltatási kötelezettsége van mind alapkezelői, mind ABA szinten.

⁽¹⁾ „Iránymutatás az ABAK-irányelv 3. cikke (3) bekezdésének d) pontjában és 24. cikkének (1), (2) és (4) bekezdésében szereplő jelentéstartalmi kötelezettségekre vonatkozóan” (ESMA/2014/869 hu). Megjegyzendő, hogy a fenti összefoglalás az ellenőrzés megszerzése céljából tőzsdén nem jegyzett társaságokba és kibocsátókba befektető ABA-k adatszolgáltatási gyakoriságait nem veszi figyelembe, mivel ezt a befektetési stratégiát az ÁÉKBV-k nem alkalmazhatják.

A Bizottság együttműködhet az ESMA-val és az INH-kkal, hogy kialakítsanak egy észszerű módszert az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok alcsoportjának meghatározásához a releváns adatszolgáltatási kategóriákban. Az ESMA-val és az INH-kkal folytatott együttműködés lehetőséget teremt arra, hogy az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok adatszolgáltatási keretrendszere a 2011/61/EU irányelv értelmében teljesítendő adatszolgáltatással kapcsolatos jelenlegi tapasztalatokat felhasználva kerüljön kialakításra. Megjegyzendő, hogy eközben a Bizottság – az ESMA-val és az INH-kkal együttműködve – a pénzügyi stabilitási kockázatok nyomon követésétől eltérő célkitűzéseket (pl. a befektetők védelme) is fontolóra vehet, amelyek gyakoribb adatszolgáltatást tehetnek szükségessé. A kialakítás és megvalósítás után az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok adatszolgáltatását egy meghatározott időpontban felül kell vizsgálni, és fel kell mérni hatókörének és gyakoriságának megfelelőségét.

A Bizottságnak törekednie kell arra, hogy megtalálja az egyensúlyt a fokozott kockázat-nyomonkövetés előnyeinek maximalizálása és az új adatszolgáltatási követelményekből eredő költségek minimalizálása között. Hosszabb távon feltehetően valamennyi joghatóság élvezné az előnyeit egy olyan, ÁÉKBV adatszolgáltatási keretrendszernek, amely a 2011/61/EU irányelvnek megfelelő, jelenleg is használt adatszolgáltatási keretrendszer technikai adatszolgáltatási rendszereihez, illetve struktúráihoz hasonlóan működne. Rövid távon azonban az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok új adatszolgáltatására történő átállás költségekkel járna mind a befektetési alapok ágazata, mind a felügyeleti hatóságok számára. Az illetékes hatóságok esetében a rövid távú költségek feltehetően változóak lennének, és valószínűleg azokra a joghatóságokra hárulnának a legnagyobb terhek, amelyekre jelenleg nem vonatkozik adatszolgáltatási kötelezettség. Ágazati szinten egy új, egységes ÁÉKBV adatszolgáltatási keretrendszer költségei jelentős eltéréseket mutathatnak az egyes ÁÉKBV-kezelő társaságok között. Például azok az alapkezelők, akik több joghatóságban kezelnek ÁÉKBV-kat, kezdetben némi többletköltséggel szembesülnek majd az adatszolgáltatás kapcsán, habár javulást fognak tapasztalni az adatszolgáltatás általános hatékonyságában, és csökkenni fognak a költségeik a jelenlegi helyzethez képest, amelyben a különböző joghatóságokban eltérő adatszolgáltatási rendszereket és követelményeket alkalmaznak. Hasonlóképpen az ABA-kat és ÁÉKBV-kat is kezelő alapkezelő társaságok csupán alacsony egyszeri költségekkel szembesülnek, és az ÁÉKBV-ikkal kapcsolatos adatszolgáltatást a fennálló, ABA adatszolgáltatási rendszerekben, illetve struktúrákban teljesítik. Az ÁÉKBV-k új adatszolgáltatási rendszere kapcsán a legnagyobb rövid távú költségekkel azok a kisebb ÁÉKBV-kezelő társaságok szembesülhetnek, amelyek mindössze egy joghatóságban kezelnek ÁÉKBV-kat, mivel a fennálló adatszolgáltatási rendszerhez képest legjobb esetben is csupán kis hatékonyságbeli javulás várható. Az új kockázati adatszolgáltatás az adatszolgáltatási rendszer felállításával kapcsolatos többletadminisztrációval és megfelelési költségekkel, valamint a jelentések elkészítéséhez kapcsolódó rendszeres költségekkel jár. Ezek a többletköltségek méretgazdaságossághoz vezethetnek, és potenciálisan hatással lehetnek az ágazat szerkezetére.

D(3) ajánlás – Egységes adatszolgáltatás, információcsere

Az INH-kat kötelezni kell, hogy osszák meg az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok által jelentett információkat az unió többi hatóságával, az ESMA-val és az ERKT-val. A kötelező információcsere segíti az ÁÉKBV-k részéről a rendszerkockázat felépüléséhez történő potenciális hozzájárulás kollektív elemzését, és közös válaszlépéseket vált ki. Ezenkívül egy ponton egy vagy több ÁÉKBV a partnerkockázat jelentős forrása lehet egy hitelintézet vagy egyéb rendszerszintű jelentőséggel bíró intézmény számára egy vagy több tagállamban. Ez még inkább jelzi a szolgáltatott adatok más hatóságokkal történő megosztásához használt megfelelő keretrendszer fontosságát.

Javasoljuk a Bizottságnak, hogy a 2011/61/EU irányelvben szereplő jelenlegi rendelkezéseket és gyakorlatokat alkalmazza az ÁÉKBV-k új adatszolgáltatási keretrendszerében.⁽¹⁾ A 2011/61/EU irányelv értelmében az INH-k kötelesek megosztani az összegyűjtött, ABAK-okra és ABA-kra vonatkozó információkat más hatóságokkal, az ESMA-val és az ERKT-val. Az ESMA és az ERKT közötti, a 2011/61/EU irányelvnek megfelelően összegyűjtött adatokra vonatkozó információcsere pedig egy egyetértési megállapodáson alapul. A székhely szerinti tagállam INH-i – rendszeresen vagy eseti jelleggel – az adatszolgáltatási keretrendszeren kívül eső további információkat is igényelhetnek, amennyiben ez megítélésük szerint szükséges a rendszerkockázat hatékony nyomon követéséhez. Végezetül az egységes információcsere a 2011/61/EU irányelv is támogatja az ESMA által megalkotott végrehajtás-technikai standardok révén, amelyek az INH-k, illetve az INH-k és az ESMA közötti információcsere során alkalmazott eljárásokat fektetik le.

II.4.2 Nem kívánt hatások

Az ÁÉKBV-k új adatszolgáltatási keretrendszere költségekkel jár az alapkezelő társaságok és INH-k által végrehajtandó adatgyűjtéshez és információmegosztási folyamatokhoz kapcsolódóan. Ezért minden, az ÁÉKBV-k és ÁÉKBV-kezelő társaságok által teljesítendő adatszolgáltatás fejlesztésére irányuló próbálkozásnak kellő mértékben figyelembe kell vennie az arányosság elvét, és törekednie kell a kapcsolódó költségek mérséklésére. Különösen a továbbfejlesztett ÁÉKBV-adatszolgáltatás róhat szükségtelenül nagy terhet az ágazat kisebb szereplőire. Ezért az ÁÉKBV-k adatszolgáltatási keretrendszerének az adatszolgáltatási követelmények kialakításakor figyelembe kell vennie minden egyes befektetési alap potenciális hozzájárulását a rendszerkockázat felépüléséhez. Fontolóra kell vennie a kapcsolódó költségek mérséklésének egyéb módjait is, és tekintetbe kell vennie a fennálló adatszolgáltatási rendszereket, amelyeknek a technikai standardjait az ágazat és az illetékes hatóságok már kidolgozták. Tekintettel arra, hogy néhány ÁÉKBV-kezelő

⁽¹⁾ Lásd például a 2011/61/EU irányelv 50., 52. és 54. cikkét.

társaság ABAK-engedéllyel is rendelkezik, és egyes adatszolgáltatási területek feltehetően hasonlóak lesznek az ÁÉKBV és az ABA esetében, észszerű lenne az ÁÉKBV adatszolgáltatási rendszerének kialakítását a 2011/61/EU irányelvnek megfelelően fennálló adatszolgáltatási keretrendszerre alapozni. Az ÁÉKBV adatszolgáltatási keretrendszerének érdemes a lehető legnagyobb mértékben figyelembe vennie az ilyen befektetési alapokra már most is érvényes adatszolgáltatási követelményeket. Az EKB adatgyűjtése a befektetési alapok mérlegéről már most is részletes információkat tartalmaz ezek eszközeiről és forrásairól (lásd az Európai Központi Bank 1073/2013/EU rendeletét).⁽¹⁾ Ezek az adatok azonban nem állnak rendelkezésre az egész uniót tekintve, és általánosságban nem elég részletes bontásúak ahhoz, hogy hasznos információkkal szolgáljanak a befektetési alapokhoz kötődő likviditási kockázatról és tőkeáttételről.

II.5 E ajánlás – Útmutató a 2011/61/EU irányelv 25. cikkéről

II.5.1 Gazdasági alapok és kívánt hatások

E(1) ajánlás – A tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázat vizsgálata

A befektetésialap-kezelő köteles részletes bontású adatokat szolgáltatni az INH-nak valamennyi általa kezelt, tőkeáttétellel finanszírozott ABA-ról. Az akár 301 tételt is tartalmazó adatok részletes információkkal szolgálnak a befektetési alap tőkeáttétel-használatáról, méretéről, befektetési stratégiáiról, főbb kitétségeiről, földrajzi irányultságáról, a befektetések tulajdonosairól és koncentrációjáról, a kereskedett instrumentumokról, a piaci kockázatról, a partnerkockázati profilról, a likviditási (beleértve visszaváltási) profilról, valamint működési és egyéb kockázati szempontokról. Megjegyzendő, hogy amennyiben egy ABA tőkeáttételi mutatója több mint háromszorosa a nettó eszközértékének – a kötelezettségmódszerrel számítva –, számottevőnek tekintjük a tőkeáttétel-használatát. Az ilyen befektetési alapok kezelőinek az előbbieken túlmenően adatot kell szolgáltatniuk a készpénz-, illetve értékpapírkölcsönök öt legnagyobb forrásáról.

Az INH-k rendelkezésére álló részletes bontású adatok segítik a tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázat értékelését, mindazonáltal bőséges mozgásteret adnak az eltérő országos módszereknek. Például a szolgáltatott adatok a tőkeáttétel két mérőszámát tartalmazzák – egy bruttó és egy nettó mérőszámot, amelyek közül az utóbbi a nettósítási vagy fedezeti célokra használt áttételes kitétségeket veszi figyelembe –, és a hatóságoknak lehetőségük van ezeknek a mérőszámoknak a használatáról és értelmezéséről eltérően vélekedni. Továbbá a rendkívül részletes adatszolgáltatás a tekintetben is teret enged az országos különbségeknek, hogy szükséges-e az értékelésben a tőkeáttétel használatán kívül egyéb információkat is felhasználni. Annak megítélésében is lehetnek különbségek, hogy szükséges-e felmérni az ABA-n belüli tőkeáttétel-használat hozzájárulását a rendszerkockázat felépüléséhez.

Az ABA-ágazat nemzetközi jellege miatt egységesebb megközelítésben kell értékelni a tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázatot és a lehetséges mérséklő intézkedéseket. Az ABA-k általában határokon átvívelő módon fektetnek be és ápolnak kapcsolatokat pénzügyi intézményekkel, ezért a befektetési alapok adósságleépítésének, illetve csődjének potenciális gazdasági hatása nem korlátozódik arra a joghatóságra, ahol az ABA-k székhellyel rendelkeznek. Az alapkezelők, illetve befektetési alapjaik viszonylag egyszerűen tudnak áttelepülni egyik joghatóságból a másikba, ami még inkább kiemeli a vizsgálat és a potenciális mérséklő intézkedések összehangoltabb megközelítésének a jelentőségét.

Annak érdekében, hogy az INH-k egységesebb megközelítést alkalmazzanak annak felmérésére, hogy a tőkeáttételhez kapcsolódó intézkedések bevezetésének feltételei teljesülnek-e, az ESMA-nak első lépésben a közös mutatók tekintetében érdemes útmutatást adnia. Ez segítené a 2011/61/EU irányelv értelmében az INH-k rendelkezésére álló szerteágazó információk hatékony felhasználását, és arra ösztönözné az INH-kat, hogy mérjék fel, milyen mértékben járul hozzá az ABA-ágazat tőkeáttétel-használata a rendszerkockázat felépüléséhez. A 2011/61/EU irányelv 25. cikkében megfogalmazott makroprudenciális tőkeáttételi korlátozásokat és az ABA kezelésére vonatkozó egyéb korlátozásokat is magukba foglaló szakpolitikai intézkedések gyakorlatba történő átültetéséhez olyan keretrendszer szükséges, amely képes felmérni, hogy azok az intézkedések, amelyeket végső soron a befektetési alap szintjén alkalmaznak, eredményesen korlátozzák-e az ABA-ágazatban a tőkeáttétel hozzájárulását a rendszerkockázat felépüléséhez.

A mutatók összehangolt használatának támogatása érdekében azt javasoljuk az ESMA-nak, hogy a mutatók értelmezésével kapcsolatban is adjon útmutatást. Az ESMA jelenleg egy egész EU-t lefedő adatállomány összeállításán dolgozik, amely országos szinten a 2011/61/EU irányelv értelmében az INH-knak szolgáltatott valamennyi adatot tartalmazni fogja. Amint ez az adatállomány rendelkezésre áll, várhatóan lehetővé teszi az ESMA számára kvantitatív nézőpontok kidolgozását a mutatóknak az értékelési keretrendszeren belüli értelmezése során, olyan összegző alapstatistikákat vizsgálva mint például a közölt értékek átlaga, mediánja, minimuma és maximuma, valamint eloszlása.

⁽¹⁾ Az Európai Központi Bank 1073/2013/EU rendelete (2013. október 18.) a befektetési alapok eszközeiről és kötelezettségeiről szóló statisztikákról (EKB/2013/38) (HL L 297., 2013.11.7., 73. o.).

Az értékelési keretrendszerbe érdemes azokat a mutatókat is belevenni, amelyek a tőkeáttétel szintjét, forrását és különböző használati módjait ragadják meg. A hitelfelvétel vagy értékpapír-finanszírozási ügyleteken keresztül jelentkező pénzügyi tőkeáttétel növeli a befektetési alapok finanszírozás-likviditási kockázatát, hiszen a hitelezési költségek és a fedezeti követelmények növekedhetnek. A szintetikus tőkeáttétel használata pedig növeli az alapok érzékenységét a származékos piacokon tapasztalt sokkokra, és annak a kockázatát, hogy a kisebb lefelé irányuló áringadozások által okozott fedezetkiegészítési felhívások rászorítják az alapokat, hogy kényszerértékesítsék eszközeiket.

A keretrendszernek minél jobban meg kell ragadnia azokat a csatornákat, amelyeken keresztül a rendszerkockázat realizálódhat, amint ezt az alábbiakban kifejtjük.

- a) **Az egyes alapok és a teljes ABA-szektor potenciális hozzájárulása a kényszerértékesítési kockázathoz.** A kényszerértékesítési kockázat egyik aspektusa a befektetési alap visszaváltási profilja. Ha egy befektetési alap rövid távú (különösen egynapos) visszaváltható követeléseket és rövid értesítési időtartamot kínál, akkor ki van téve a befektetői pánik veszélyének, amely kényszerértékesítést válthat ki. A befektetési alap visszaváltási profiljának másik eleme a befektetői kör, amelyben egyfajta befektető magasabb koncentrációja – különösen rövid visszaváltási gyakorisággal párosulva – növeli a kényszerértékesítések kockázatát, amelyeket az is kiválthat, ha csupán egy vagy néhány befektető dönt a jegyek visszaváltása mellett. A befektetési alap likviditási profilja a kényszerértékesítési kockázat másik vetülete. A befektetési alap portfóliójának likviditása alapvetően meghatározza, hogy képes-e eleget tenni a visszaváltási kérelmeknek, illetve a fedezetkiegészítési felhívásoknak anélkül, hogy kényszerértékesítenie kelljen eszközeit. A portfólió egy részének értékesítésére való képesség nagymértékben függ a befektetési alap portfóliótulajdonosságaitól. Például a partnerhitel-kitettségek vagy egyes instrumentumok magas koncentrációja növeli az esélyét annak, hogy a befektetési alapnak egy partner csődje esetén kényszerértékesítenie kell eszközeit. Az összetett portfóliók esetében (amelyek nagy arányban kereskednek tőzsdén kívüli instrumentumokkal, vagy a fedezetek jelentős hányadát visszaforgatják) ezek a hatások még inkább felerősödhetnek.
- b) **A befektetési alapok és az ABA-ágazat egészének közvetlen összekapcsolódásai a pénzügyi intézményekkel.** A tőkeáttétel használata növelheti annak a kockázatát, hogy a befektetési alap pénzügyi nehézségekkel néz szembe, amelyek aztán áterjedhetnek a partnerkörre és a tágabb pénzügyi rendszerre („partnercsatorna”). A partnerek lehetnek bankok vagy alkuszok, amelyek közvetlen kereskedési kapcsolatban állnak a tőkeáttétellel működő befektetési alappal, vagy finanszíroztak ilyet. A tőkeáttétellel működő befektetési alap a befektetőivel való kapcsolatrendszeren keresztül, illetve más pénzügyi közvetítőknek és vállalatoknak nyújtott finanszírozás révén is áterjesztheti a kockázatot a globális pénzügyi rendszerre („összefonódási csatorna”). A pénzügyi intézményekkel ápoltt közvetlen kapcsolatok megragadásának egyik módja a befektetési alap partnerkockázati kitettsége koncentrációjának mérése. Az alapok befektetői körükön és portfólióbefektetéseiken keresztül is állhatnak közvetlen kapcsolatban pénzügyi intézményekkel.
- c) **Az egyes befektetési alapok és az ABA-ágazat egészének a hitelközvetítésben való közvetlen vagy közvetett szerepvállalása.** A tőkeáttétellel működő befektetési alap a hitelezési ciklus fordultával hozzájárulhat a túlzott mértékű hitelközvetítéshez és a hitelközvetítési folyamat fennakadásának kockázatához. A tőkeáttétel használata révén a befektetési alap közvetlenül nyújthat több hitelt a realgazdaságnak vagy megkönnyítheti a bankok nagyobb mértékű hitelközvetítését. Az utóbbi során az alap nyújthat közvetlen finanszírozást a bankszektorban, befektethet strukturált hitelekbe vagy hitelkockázatot vállalhat a derivatívákon keresztül. Rendszerkockázat léphet fel a pénzügyi intézményeknek való likviditásnyújtás vagy rövid távú finanszírozás hirtelen megtorpanása miatt, a hitelközvetítésben fontos szerepet játszó pénzügyi instrumentumok piaci likviditásának hirtelen csökkenése miatt, vagy az elégtelen kockázatalkülönítés következtében. ⁽¹⁾

Az ESMA-nak útmutatással kell szolgálnia egy működőképes értékelési keretrendszerrel. Noha elviekben a rendszerkockázat potenciális csatornáit tág csoportokba lehet sorolni, a gyakorlatban összefüggenek és valószínűleg kölcsönösen erősítik egymást. Ezenkívül a rendszerkockázat ezen csatornákon keresztül történő terjedésének mögöttes mechanizmusa komplex lehet, és változhat. Így a befektetési alapok rendszerkockázat-növelő szerepe nem fejezhető ki könnyen egy-egy mutatóval, ezért választani kell az egyszerű, működőképes szemben az összetettebb és nehezen megvalósítható rendszer között. Alapelveként elmondható, hogy mutatókat csak akkor kell belefoglalni a keretrendszerbe, ha jelentősen megkönnyítik annak értékelését, hogy a befektetési alapok és az ABA-szektor egésze mennyiben járulnak hozzá a tőkeáttétellel kapcsolatos rendszerkockázathoz.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk.” (Befektetési alapok, árnyékbankrendszer és rendszerkockázat). Journal of Financial Regulation and Compliance, 24. évf. (1), 60–73. o.

Továbbá az ESMA értékelési keretrendszeréről szóló útmutatásának elégséges alapot kell biztosítania ahhoz, hogy az INH-k meg tudják magyarázni a makroprudenciális politikai intézkedésekről született határozataikat. Az ABAK letelepedése szerinti tagállam INH-jának tájékoztatnia kell az ESMA-t, az ERKT-t és az ABA INH-it az okokról, amelyek megalapozták azokat a makroprudenciális intézkedéseket, amelyek korlátozzák, hogy a tőkeáttétel mennyiben járul hozzá a pénzügyi rendszerben fellépő rendszerkockázatnak vagy a rendellenes piaci működés kockázatának a kialakulásához. ⁽¹⁾ A későbbiekben az ESMA-nak tanácsokkal kell szolgálnia az intézkedésről, és azzal is foglalkoznia kell, hogy a szakpolitikai fellépés feltételei teljesültek-e. ⁽²⁾ Az INH-k által alkalmazható részletes értékelési keretrendszer révén az INH-k és az ESMA nagyobb valószínűséggel fognak egyetérteni az intézkedés szükségességében.

A 4. táblázatban példát mutatunk olyan közös mutatókra, amelyek a javasolt értékelési keretrendszer részét képezhetnék. A mutatók az EKB, a De Nederlandsche Bank (DNB), ⁽³⁾ az Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ⁽⁴⁾ és az Egyesült Királyság pénzügyi felügyeletének (FCA) ⁽⁵⁾ elemzésein alapulnak. Megkönnyítik a tőkeáttétel szintjének, forrásának és különféle felhasználási módjainak a felmérését, és igyekeznek a lehető legjobban megragadni azokat a csatornákat, amelyeken keresztül rendszerkockázat léphet fel. Valamennyi mutató megalkotható a 2011/61/EU irányelv 24. cikke értelmében az INH-eknek szolgáltatott adatokból.

4. táblázat

Példa a befektetési alapok által generált pénzügyi stabilitási kockázatok értékelési rendszerébe bevezethető mutatókra

		MUTATÓ		LEÍRÁS	azonosító adat- mezők ABAK- irányelv sablon
		#	NÉV		
1. PIACI HATÁS KOCKÁZATA	Méret	1.1	Nettó kitettség	Nettó eszközérték (NAV) * kötelezettség- módszerrel számított tőkeáttétel	53, 295
		1.2	Nettó eszközérték	NAV	53
2. KÉNYSZERÉRTÉ- KESÍTÉSI KOCKÁZAT	Tőkeáttétel	2.1	Nettó tőkeáttétel	Kötelezettségmódszer szerinti tőkeáttétel	295
		2.2	A bruttó értékből számított nettó tőkeáttétel	Bruttó tőkeáttétel / kötelezettségmódszerrel számított tőkeáttétel, mint a nettósítási és fedezeti megállapodások mérőszáma	294, 295
	Visszaváltási profil	2.3	Visszaváltási időtartam	Napban kifejezett minimális idő, amennyit a befektetőnek befektetése kivonása előtt várnia kell	194, 195, 196

⁽¹⁾ Lásd például a 2011/61/EU irányelv 25. cikkét.

⁽²⁾ Lásd például a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (6) bekezdését.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. and de Sousa van Stralen, R. (2017) „Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands” (Az alternatív befektetési alapokkal kapcsolatos makroprudenciális politika kidolgozása. Úton az európai makroprudenciális tőkeáttételi határértékek keretrendszere felé: gyakorlati alkalmazás Hollandiában), az EKB és a DNB közös tanulmánya.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. and Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer” (Bevezetés az alternatív befektetési alapok rendszerkockázatának ABAK-irányelv adatszolgáltatási rendelkezései alapján történő elemzésébe), 30. OeNB Pénzügyi stabilitási jelentés, 2015. december.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, „Hedge Fund Survey” (Fedezeti alapok felmérése), 2015. június.

		MUTATÓ		LEÍRÁS	azonosító adat- mezők ABAK- irányelv sablon
		#	NÉV		
	Likviditási eltérés	2.4	A visszaváltás időtartam mínusz az érzékelt portfóliólikviditás napokban	Napban kifejezett minimális idő, amennyit a befektető vár, mielőtt az eszközközkezelő által bejelentett portfóliólikviditási értékkel csökkentett befektetését kivonhatja	194, 195, 196, 178-184
		2.5	A nettó eszközértéknek a nagy likviditású eszközökhez viszonyított aránya	Nagy likviditású eszközök többek között a készpénz és a pénzeszköz-egyenértékesek (betét, kereskedelmi váltó és egyéb, tőzsdén jegyzett részvény, pénzügyi intézmény által kibocsátott befektetési kategóriájú értékpapír, uniós, G10-es és uniós kívüli államkötvény, befektetési jegy	53, 123
		2.6	Illikvid eszközök aránya (a nettó eszközérték %-ában)	Illikvid eszköz például a tárgyi eszköz, a tőzsdén nem jegyzett részvény, nem befektetési kategóriájú vállalati vagy átváltható kötvény és a hitel.	53, 123
	Befektetői és partnerkoncentráció	2.7	Befektetői koncentráció	Az öt legnagyobb befektető által tartott eszközök nettó értékének hányada	118
		2.8	Partnerkoncentráció	Az öt legnagyobb partnernek való teljes nettó hitelkockázati kitettség (a nettó eszközérték %-ában)	165
	3. A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEKHEZ TÖRTÉNŐ KÖZVETLEN ÁTGYŰRŰZÉS KOCKÁZATA	Befektetéseken keresztüli kapcsolódások	3.1	Befektetés pénzügyi intézményekben	A tőzsdén jegyzett részvényekben és pénzügyi intézmények által kibocsátott vállalati kötvényekben tartott befektetések hosszú távú értéke a nettó eszközérték %-ában
3.2			Befektetés strukturált és értékpapírosított termékekben (a nettó eszközérték %-ában)	Hosszú lejáratú kitettségek ABS-ben, RMBS-ben, CMBS-ben, AMBS-ben, ABCP-ben, CDO-ban és CLO-ban, strukturált jegyekben, tőzsdén kereskedett termékekben és egyebekben a nettó eszközérték %-ában	53, 123

		MUTATÓ		LEÍRÁS	azonosító adat- mezők ABAK- irányelv sablon
		#	NÉV		
	Kapcsolódások a befektetői bázison keresztül	3.3	Bankok a befektetői bázisban (a nettó eszközérték %-ában)	Közvetlen kapcsolatok pénzügyi intézményekkel mint befektetőkkel	209
		3.4	Biztosítók a befektetői körben (a nettó eszközérték %-ában)		
		3.5	Nyugdíjalapok a befektetői bázisban (a nettó eszközérték %-ában)		
		3.6	Befektetési alapok a befektetői bázisban (a nettó eszközérték %-ában)		
		3.7	Egyéb pénzügyi intézmények a befektetői bázisban (a nettó eszközérték %-ában)		
4. A KÖZVETLEN HITELKÖZVETÍTÉS ZAVARÁNAK KOCKÁZATA		4.1	Befektetések vállalati kötvényben (a nettó eszközérték %-ában)	A vállalati kötvények és a nem pénzügyi intézmény által kibocsátott (befektetési, ill. nem befektetési kategóriájú) átváltható kötvények hosszú lejáratú értékének összege a nettó eszközérték %-ában	53, 123
		4.2	Befektetések vállalati hitelekben (a nettó eszközérték %-ában)	Tőkeáttételes és egyéb hitelek a nettó eszközérték %-ában	53, 123

E(2) ajánlás – Makroprudenciális tőkeáttételi határértékek

Az ESMA segíthet az INH-knak a tőkeáttételi határértékek megvalósításában a kialakítási lehetőségekről szóló útmutatással, például azok eredményességének és hatékonyságának értékelése révén. A 2011/61/EU irányelv engedélyezi a tőkeáttétel korlátozását, amennyiben az hozzájárul a „rendszerkockázat [...] előidézéséhez”, de a határértékek kialakításával kapcsolatban nem ad további útmutatást. Az INH-k profitálhatnának az ESMA-nak a tőkeáttételi határérték kialakítására vonatkozó útmutatásából, miközben az ESMA az Európai Rendszerkockázati Testület ERKT/2013/1 ajánlására⁽¹⁾ építhetne. Az ERKT ajánlása szerint a hatóságoknak eredményes, szakpolitikai célkitűzéseik elérését hatékonyan szolgáló makroprudenciális eszközrendszert kell kialakítaniuk.

Az ABA-k tőkeáttételi határértékei akkor tekinthetők eredményesnek, ha kezelik a (i) kényszerértékesítések, (ii) a pénzügyi partnerekhez való átgyűrűzés és (iii) a hitelközvetítés zavarainak kockázatát. A tőkeáttételi határértékek ezen piaci kudarcok kezelésével támogatják a pénzügyi stabilitást. Az ERKT köztes célkitűzéseivel kapcsolatban elmondhatjuk, hogy a tőkeáttételi határértékek a „túlzott tőkeáttétel kockázatát” veszik célba.⁽²⁾ A rendszerszintű tőkeáttétel akkor tekinthető túlzottnak, ha költséges pénzügyi válságokra teszi hajlamossá a gazdaságokat.

Ahhoz, hogy a tőkeáttételi határértékek hatékonyak legyenek, az eszköznek egyszerűnek kell lennie, és vissza kell szorítani a nem kívánt következményeket. A hatóságoknak olyan határértékeket kell választaniuk, amelyek könnyedén kalibrálhatók és bevezethetők, ami hozzájárul az átláthatósághoz, és segít elkerülni a cselekvés hiányát. Ezenkívül vissza kell szorítani a nem kívánt következményeket, és a tőkeáttételi határértékeknek erőteljesebbnek kell lenniük a szabályok kijátszásával és a piaci szereplők általi arbitrázzsal szemben. A tőkeáttételi határértékeknek továbbá arányban kell állniuk a befektetési alap általi tőkeáttétel-használat miatt okozott rendszerkockázat mértékével, hogy a szektor továbbra is képes legyen értékes szolgáltatásokat nyújtani a gazdaságnak. Például a befektetési alapoknak továbbra is alkalmazniuk kell tudni szerteágazó és aktív stratégiákat, amelyek piaci stresszhelyzetben mintegy „lökéshárítóként” működhetnek. A tőkeáttételi határértékek szükségességének és a rendszerkockázattal arányban álló határértékek típusainak értékelésekor a hatóságoknak kockázatelemzést kell végezniük, amelynek alapja a 2011/61/EU irányelv értelmében gyűjtött adatok és egy közös kockázatértékelési keretrendszer kockázati mutatói (amelyek kidolgozását az ESMA az E(1) ajánlásban javasolja).

Az 5. táblázat egy példát mutat az ESMA olyan keretrendszerére, amely a tőkeáttételi határértékek különféle kialakítási lehetőségeinek az eredményesség és hatékonyság szerinti értékelésére alkalmazható. A példa kedvéért a táblázat az állandó tőkeáttételi határértékek három kialakítási lehetőségét értékeli, és ciklikus határértékeket is mérlegel. A példákban nem mutatjuk be az összes lehetséges opciót, az alábbi értékelés ezért arra való példaként tekintendő, hogyan használható a keretrendszer a különféle kialakítási opciók értékelése során.

Az „univerzális” határértéket könnyű bevezetni, de jelentős nem kívánt következményei lehetnek. Eredményesen korlátozhatja a tőkeáttételhez kapcsolódó rendszerkockázatokat, ha a befektetési alapok szektorának nagy része számára kötelező érvényű. Ennek a módszernek a nem kívánt következményeként azonban egyes üzleti modellek életképtelenné válhatnak, ami komoly negatív hatással lehet a globális pénzügyi piac különféle termékeinek likviditására. Ezenkívül a korlátozó „univerzális” határérték nagymértékben csökkentheti a szektor piaci sokkot semlegesítő képességét, amennyiben az alapkezelők aktív módon fektetnek be, és szembe mennek a piaci trendekkel. Végül mivel ezek a tőkeáttételi határértékek számottevően korlátozhatják a befektetési alapok ágazatának tevékenységét, fennáll a veszélye, hogy egyes tevékenységek átkerülnek a pénzügyi szektor más, kevésbé szabályozott részeibe.

A befektetési alap típusa, illetve profilja szerinti tőkeáttételi határértékek rövid és középtávon hasznos eszköznek bizonyulhatnak az INH-k kezében. A tőkeáttételi határértékeknek a befektetési alapok típusa, illetve profilja szerinti megkülönböztetése lehetővé tenné, hogy a hatóságok eredményesen célozzák meg azokat a befektetési alapokat, amelyek a legnagyobb mértékben járulnak hozzá a rendszerkockázathoz, ezzel kezelve a szektor strukturális sérülékenységét. A befektetési alapok profilja alapján történő megkülönböztetésre több lehetőség közül lehet választani. Például azok a hatóságok, amelyek a kényszerértékesítési kockázatot kívánják kezelni, fontolóra vehetik a határértékek bevezetését azon befektetési alapok esetében, amelyek rövid távú visszaváltásokat kínálnak vagy kevésbé likvid eszközökbe fektetnek. Azok a hatóságok pedig, amelyek az átterjedés miatt aggódnak, fontolóra vehetik a tőkeáttételi határértékek bevezetését azon befektetési alapok esetében, amelyek más pénzügyi intézményekkel szemben nagy vagy koncentrált kitettséggel rendelkeznek. Az ESMA úgy segíthetné a hatóságokat, ha útmutatással szolgálna a befektetési alapok profiljának kialakításához annak érdekében, hogy felmérjék a tőkeáttétellel kapcsolatos kockázatot, és bevezessék a makroprudenciális tőkeáttételi határértékeket. A hatóságok úgy is tekintetbe vehetik az általános tőkeáttételi szintek különbözőségét,

⁽¹⁾ Az Európai Rendszerkockázati Testület ajánlása (2013. április 4.) a makroprudenciális politika köztes célkitűzéseiről és eszközeiről (HL C 170., 2013.6.15., 1. o.)

⁽²⁾ A köztes célok áttekintéséhez és a meglévő és potenciális makroprudenciális eszközök feltérképezéséhez lásd például az ERKT/2013/1 ajánlást.

hogy minden egyes befektetésialap-fajta esetében megkülönböztetett határértékeket alkalmaznak. Ennek a lehetőségnek a hátránya, hogy a befektetési alapok esetleg megpróbálhatják kijátszani a határértékeket azzal, hogy igyekeznek kedvezőbb besorolást szerezni ⁽¹⁾. Ezért indokolt lehet az ABA-k alaptípus szerinti osztályozásának követelményeit lefektetni.

5. táblázat

A tőkeáttételi határértékek kialakítási lehetőségeinek az eredményesség és hatékonyság szerinti lehetséges értékelési keretrendszere

	Tőkeáttételi határérték kialakítási lehetőségei	Állandó tőkeáttételi határérték			Ciklikus határérték
		1	2	3	
		Univerzális határérték	határérték az alap típusa szerint	határérték az alap profilja szerint	
Eredményesség	Kényszerértékesítés	Eredményesen korlátozza valamennyi piaci kudarcot, amennyiben a határérték a tőkeáttétellel működő alapok nagy hányada számára kötelező érvényű	Eredményesen korlátozza valamennyi piaci kudarcot, amennyiben a határérték a tőkeáttétellel működő alapok nagy hányada számára kötelező érvényű	Eredményes, amennyiben a viszonylag illikvid portfólióval, illetve rövid visszaváltási idővel jellemezhető tőkeáttétellel működő alapokat veszi célba	Az 1-es és 3-as kialakítási lehetőség időben változó módon is alkalmazható. A két kialakításnak ugyanaz lenne a hatása, de a ciklikus tőkeáttételi határértékek jobban korlátoznák a kockázatok felhalmozódását a pénzügyi ciklus felívelő szakaszában, valamint a kockázatok realizálódását a leszálló szakaszban
	Partner- és összefonódási externália			Eredményes, amennyiben a pénzügyi intézményekkel erős közvetlen kapcsolódásokat ápoló tőkeáttétellel működő alapokat veszi célba	
	Túlzott hitelközvetítés			Eredményes, amennyiben a vállalati kötvényekbe vagy hitelekbe fektető tőkeáttétellel működő alapokat célozza meg	
Hatékonyság	Arányos	Az alacsony határérték egyes alaptípusokat (pl. fedezeti alapok) életképtelenné tehet, a magas határérték pedig nem akadályozza meg a tőkeáttétellel általános felépülését	A határértékek a viszonylag nagy tőkeáttétellel működő alapfajtaikat (pl. fedezeti alap) célozzák meg, de nem tesznek különbséget egy bizonyos alapfajtaán belül a kockázati profilok között	A határértékek különféle alaptípusok általános kockázati profiljait célozzák meg	Az arányosság a kiválasztott kialakítási lehetőségtől függene

⁽¹⁾ A 2011/61/EU irányelv értelmében az alapkezelők megválaszthatják az alap típusát.

Tőkeáttételi határérték kialakítási lehetőségei	Állandó tőkeáttételi határérték			Ciklikus határérték
	1	2	3	
	Univerzális határérték	határérték az alap típusa szerint	határérték az alap profilja szerint	
Teherbíró a szabályok kijátszásával és az arbitrázsral szemben	Nincs lehetőség a szabályok kijátszására és arbitrázsra	Van némi lehetőség a szabályok kijátszására és arbitrázsra, mivel a vegyes alapok megpróbálhatnak kedvezőbb alapsorolást szerezni	A kisszámú szigorúan meghatározott profil mellett a szabályok kijátszása és az arbitrázs valószínűtlen	A szabálykijátszás és az arbitrázs esélye a kiválasztott kialakítási lehetőségtől függene
A kalibráció komplexitása	A legegyszerűbb kialakítási lehetőség	Viszonylag egyszerű, kisszámú szigorúan meghatározott alaptípussal	Viszonylag egyszerű, kis számú szigorúan meghatározott alapprofillal	A tőkeáttételi ciklus mutatója és az alapok hozzájárulásának mérőszáma kell hozzá, ami egy fokkal komplexebbé teszi a kalibrációt

Forrás: Van der Veer et al. (2017), 4.1 táblázat.

Hosszabb távon a ciklikus tőkeáttételt is meg lehetne vizsgálni. A hatóságok szintén fontolóra vehetik a ciklusonként változó határérték-kialakítás (pl. „univerzális”, alaptípus vagy alapprofil szerinti határérték) alkalmazását. Az állandó tőkeáttételi határértékkel szemben a ciklikus határérték jobban tompíthatná a kockázatok felhalmozódását a pénzügyi ciklus felívelő ágában, illetve realizálódásukat a ciklus leszálló ágában. Rövid, illetve középtávon a ciklikus módszer azonban nem lenne megvalósítható, mivel ehhez szükség lenne a pénzügyi ciklus mérőszámára és az alap hozzájárulásának mutatójára, ami egy fokkal komplexebbé tenné ezt az intézkedést. A Bazel III rendszerben a tőkeáttételi határértékekre alkalmazott megközelítést követve rövid távon érdemes az állandó határértéket a középpontba állítani. Miután a hatóságok több tapasztalatot szereztek az állandó határérték terén, a ciklikus határértéket is érdemes megvizsgálni.

A tőkeáttételi határértéket az egységes alkalmazás és az átláthatóság biztosítása, valamint a szabályozói arbitrázs elkerülése érdekében a 2011/61/EU irányelv tőkeáttételi intézkedéseire kell alapozni. A közös tőkeáttételi intézkedések alkalmazása segíti az európai hatóságokat a tőkeáttételi határérték egységes alkalmazásában. Ezenkívül fokozza a szakpolitikai intézkedés transzparenciáját és bevezetésének egyszerűségét. Továbbá a közös intézkedések hozzájárulnak az alapkezelők szabályozási arbitrázsának korlátozásához. **Figyelembe véve a tőkeáttétel mérésének nehézségeit, a hatóságoknak ideális esetben a meglévő, a 2011/61/EU irányelv szerint a tőkeáttételről szóló adatszolgáltatás során használt fogalmakra és mérőszámokra érdemes támaszkodniuk.**

A tőkeáttételi határérték időszakos felülvizsgálata (i) a tapasztalatokon alapuló javító intézkedéseket és (ii) a nemzetközi standardokhoz való hozzáigazítást eredményez. Állíthatjuk, hogy a 2011/61/EU irányelvben lefektetett tőkeáttételi intézkedések jelenleg nincsenek tökéletesen meghatározva, vagy hogy az intézkedések végül nem lesznek összhangban (például az IOSCO által kidolgozott) nemzetközi standardokkal. A 2011/61/EU irányelv tőkeáttételi intézkedései használatának egyik nagy előnye azonban, hogy a tőkeáttétel mérésének esetleges majdani fejlesztéseit automatikusan és következetesen figyelembe veszik, ha rendszeres felülvizsgálati folyamatot alkalmaznak. Utóbbi a nemzetközi standardokkal (FSB, IOSCO) is megteremtene az összhangot. A tőkeáttételi határérték időszakos felülvizsgálata megfelelné az ERKT/2013/1 ajánlás rendelkezéseinek. ⁽¹⁾

A tőkeáttételi határértékek alkalmazásának feltételeire vonatkozó útmutatás segíti az INH-kat a tőkeáttételi határértékek gyakorlatba történő átültetésében. A világos útmutatás elősegíti a következetes alkalmazást Európában, és mérsékli a cselekvés elmaradását.

⁽¹⁾ Lásd például az ERKT/2013/1 D. ajánlását.

Az ESMA úgy segíthetne a hatóságoknak a tőkeáttételi határértéknek a gyakorlatba történő átültetésében, hogy útmutatással szolgál arról, hogy a hatóságok hogyan találják meg az egyensúlyt a szabályalapú intézkedések és az intézkedések mérlegelés alapján történő alkalmazása között. Egyensúlyba kell hozni egymással a szabály alapú intézkedések könnyű bevezetését és a mérlegelési jogkör gyakorlásának rugalmasságát.

E(3) ajánlás – Értesítési eljárás

Az ESMA-nak világos értesítési eljárást kell kidolgoznia az INH-k által az ABAK-irányelv 25. cikke értelmében hozott határozatokhoz. Egy ilyen összehangolt értesítési eljárás lehetővé teszi, hogy az INH-k hatékonyan tájékoztassák az ESMA-t, az ESMA és az ERKT pedig eredményesen és hatékonyan elemezheti ezeket az értesítéseket.

E(4) ajánlás – Összehasonlító értékelés

A szabályozás és felügyelet alaposágának, eredményességének és összehangoltságának további előmozdítására azt javasoljuk, hogy az ESMA végezzen összehasonlító értékelést az INH-k jogköreinek a 2011/61/EU irányelv 25. cikk (3) bekezdése alapján történő gyakorlásáról. Az ilyen összehasonlító értékelés például jelezhetné a jogkörök gyakorlásának körülményeit, valamint a különféle helyzetek kezelésére vonatkozó követelményeket, ugyanis így könnyebben azonosítható a bevált gyakorlat. Az ESMA-nak meg kell vitatnia a tagjaival ennek az értékelésnek az eredményeit, és meg kell osztania az INH-k intézkedéseivel kapcsolatos tudását a nemzeti makroprudenciális hatóságokkal és az ERKT-val.

Noha az összehasonlító értékelési gyakorlat eredménye nem kötelező érvényű, az INH-k alkalmazhatják saját gyakorlatuk kialakítása során. Például összehasonlító értékelési gyakorlatot tartottak az INH-k értékeléséről azokkal a belső módszerekkel kapcsolatban, amelyeket a bankok alkalmaznak a szavatolótőke-követelmények kiszámításához, ⁽¹⁾ valamint a 2014/59/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv ⁽²⁾ szerinti helyreállítási tervek forgatókönyveire. ⁽³⁾ Ezek a gyakorlatok bizonyítják az összehasonlító értékelések hasznosságát a felügyeleti gyakorlatok egymáshoz való közelítését elősegítő összehasonlítás és az INH-k döntéshozatalának javítása terén, miközben fenntartják a felügyeleti mérlegelési jogkört. Ez az összehasonlító értékelés ezenkívül segíthet a 2011/61/EU irányelv 25. cikkének (9) bekezdése szerint formálni a Bizottság meghatalmazáson alapuló jogi aktusait (azokat az elveket, amelyek meghatározzák, hogy az INH-k milyen körülmények között alkalmazzák a 25. cikk (3) bekezdésében foglalt rendelkezéseket, figyelembe véve a különböző ABA-stratégiákat, az ABA működésének keretét adó különböző piaci feltételeket, valamint a rendelkezések alkalmazásából eredő esetleges prociklikus hatásokat).

II.5.2 Nem kívánt hatások

Az összehangolás szintje és az illetékes nemzeti hatóságok számára rendelkezésre álló mérlegelési jogkörök egymással ellentétesen mozognak. Mivel az ajánlás célja, hogy elősegítse a 25. cikk végrehajtására vonatkozó összehangolt koncepció kialakítását, ez az INH-k mérlegelési jogköreinek bizonyos mértékű korlátozását vonja maga után. Az, hogy az ESMA jogkörébe tartozik iránymutatások kibocsátása, arra irányul, hogy előmozdítsa a felügyeleti konvergenciát. Ennek hatása szélsőséges esetben azonban az lehet, hogy az ESMA kockázatértékelési keretrendszerrel és a makroprudenciális tőkeáttételi határértékek kialakításáról, kalibrálásáról és végrehajtásáról szóló iránymutatása nem kívánt akadályokat gördíthet az INH-k azon mérlegelési jogköreinek gyakorlása elé, amelynek keretében makroprudenciális tőkeáttételi korlátokat alkalmazhatnak a joghatóságuk alá tartozó alapkezelők által kezelt ABA-kra.

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

⁽²⁾ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelve (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelvek, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletek módosításáról (HL L 173., 2014.6.12., 190. o.).

⁽³⁾ A beszámoló ezen az oldalon tekinthető meg: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Hivatkozások

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, 38. szám, december.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, 39. szám, július, 8. oldal.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, 40. szám, november.

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk” (Befektetési alapok, árnyékbanki tevékenység és rendszerkockázat), *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 24. évf. 1. szám, 60–73. o.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. és Scheicher, M. (2016), „Indirect contagion: the policy problem” (Közvetett fertőzés: a gazdaságpolitika problémája), *ESRB Occasional Paper Series* (ERKT Műhelytanulmányok), 9. szám, január.

Cohn, C., Milliken, D. és Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles* (Megduplázódott a brexitről szóló szavazás óta felfüggesztett brit vagyonalapok száma), augusztus, URL-cím: <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága (2010), „CESR’s Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS” (A CESR iránymutatásai az ÁÉKBV-kra vonatkozó kockázatkezelésről, a globális kitettség és a partnerkockázat számításáról), *Összefoglaló az észrevételekről*, július.

A Bizottság 231/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a mentességek, az általános működési feltételek, a letétkezelők, a tőkeáttétel, az átláthatóság és a felügyelet tekintetében történő kiegészítéséről (HL L 83., 2013.3.22., 1. o.).

2007/16/EK bizottsági irányelv (2007. március 19.), amely az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló 85/611/EGK tanácsi irányelvet hajtja végre bizonyos definíciók pontosítása tekintetében (HL L 79., 2007.3.20., 11. o.).

A Bizottság 2010/43/EU irányelve (2010. július 1.) a 2009/65/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a szervezeti követelmények, az összeférhetetlenség, az üzletvitel, a kockázatkezelés, valamint a letétkezelő és az alapkezelő társaság közötti megállapodás tartalma tekintetében történő végrehajtásáról (HL L 176., 2010.7.10., 42. o.).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union* (A kockázatok megosztása és makroprudenciális politika egy nagyratörő tőkepiaci unióban), az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank európai pénzügyi integrációról és stabilitásról rendezett közös konferenciáján elhangzott beszéd, Frankfurt am Main, Németország, április.

Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009. július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról (HL L 302., 2009.11.17., 32. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatívbefektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelvek, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendeletek módosításáról (HL L 174., 2011.7.1., 1. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács 2014/59/EU irányelve (2014. május 15.) a hitelintézetek és befektetési vállalkozások helyreállítását és szanálását célzó keretrendszer létrehozásáról és a 82/891/EGK tanácsi irányelv, a 2001/24/EK, 2002/47/EK, 2004/25/EK, 2005/56/EK, 2007/36/EK, 2011/35/EU, 2012/30/EU és 2013/36/EU irányelv, valamint az 1093/2010/EU és a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet módosításáról (HL L 173., 2014.6.12., 190. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelve (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról (HL L 173., 2014.6.12., 349. o.).

Európai Bankhatóság (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise* (A partner-hitelkockázat (belső modell módszer és hitelértékelési kiigazítás) összehasonlító vizsgálata), jelentés, URL-cím: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Európai Bankhatóság (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios* (Összehasonlító jelentés a helyreállítási tervek forgatókönyveire alkalmazott megközelítésről), jelentés, december, URL-cím: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Európai Központi Bank (2016), *Financial Stability Review*, május.

Európai Bizottság (2012), *Konzultáció az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról (ÁÉKBV) – termékszabályozás, likviditáskezelés, letétkezelő, pénzügyi alapok, hosszú távú befektetések*, URL-cím: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

Európai Alap- és Vagyonkezelők Szövetsége (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017* (Az európai befektetési alapok ágazatának trendjei 2017 harmadik negyedében), december.

Európai Értékpapírpiaci Hatóság (2014), *Iránymutatás az ABAK-irányelv 3. cikke (3) bekezdésének d) pontjában és 24. cikkének (1), (2) és (4) bekezdésében szereplő jelentéstételi kötelezettségekre vonatkozóan*, (ESMA/2014/869 hu), augusztus.

Európai Értékpapírpiaci Hatóság (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Jelentés a trendekről, kockázatokról és sérülékeny pontokról), 2. szám.

Európai Értékpapírpiaci Hatóság (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds* (Az alapok általi hitelfolyósítás európai keretrendszerének alapelvei), ESMA/2016/596 vélemény, április, URL-cím: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Európai Rendszerkockázati Testület (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, 1. szám, július.

Európai Rendszerkockázati Testület (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, 2. szám, május.

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, június.

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds* (Illikvid eszközök és nyílt végű befektetési alapok), vitairat (DP 17/1), február.

Pénzügyi Stabilitási Tanács (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (Szakpolitikai ajánlások az eszközkezelési tevékenységek okozta strukturális sérülékenység kezelésére), január.

Financial Stability Oversight Council (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities* (Az eszközkezelési termékek és tevékenységek aktualizált felülvizsgálata), április.

Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members* (Likviditáskezelési eszközök a kollektív befektetési rendszerekben: az IOSCO 5. bizottsága tagi felmérésének eredményei). Végleges jelentés, FR28/2015, december.

Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (2017) *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration* (Nyílt végű alapok likviditása és kockázatkezelése – Jó gyakorlatok és megfontolandó kérdések), konzultációs jelentés, CR05/2017, július.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds* (A hét, amikor a brexit valósággá vált a vagyonalapokba fektetők számára), július, URL-cím: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>

Lehecka, G. és Ubl, E. (2015), „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer” (Az alternatív befektetési alapok rendszerkockázatainak elemzése az ABAK-irányelv szerinti adatszolgáltatás alapján), *OeNB Financial Stability Report*, 30. szám, december.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets* (A pénzügyi piaci stabilitási kockázatok mérése és kiértékelése), az ERKT árnyékbanki szakmai műhelyén elhangzott beszéd, Frankfurt am Main, Németország, május.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension* (Fokozódnak a fertőzés miatti aggodalmak a vagyonalapok felfüggesztése miatt), július, URL-cím: <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis* (Bear Sterns, második rész: a vagyonalapok felfüggesztése kiválthatja a következő pénzügyi válságot), július, URL-cím: <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Az Európai Rendszerkockázati Testület ERKT/2012/1 ajánlása (2012. december 20.) a pénzügyi alapokról (HL C 146., 2013.5.25., 1. o.).

Az Európai Rendszerkockázati Testület ERKT/2013/1 ajánlása (2013. április 4.) a makroprudenciális politika köztes célkitűzéseiről és eszközeiről (HL C 170., 2013.6.15., 1. o.).

Az Európai Rendszerkockázati Testület ERKT/2014/1 ajánlása (2014. június 18.) az anticiklikus tőkepufferráták meghatározására vonatkozó útmutatásról (HL C 293., 2014.9.2., 1. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról (HL L 201., 2012.7.27., 1. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról (HL L 176., 2013.6.27., 1. o.).

Az Európai Központi Bank 1073/2013/EU rendelete (2013. október 18.) a befektetési alapok eszközeiről és kötelezettségeiről szóló statisztikákról (EKB/2013/38) (HL L 297., 2013.11.7., 73. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács 909/2014/EU rendelete (2014. július 23.) az Európai Unión belüli értékpapír-kiegyenlítés javításáról és a központi értéktárakról, valamint a 98/26/EK, 2014/65/EU és a 2014/65/EU irányelv és a 236/2012/EU rendelet módosításáról (HL L 257., 2014.8.28., 1. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2015/760 rendelete (2015. április 29.) az európai hosszú távú befektetési alapokról (HL L 123., 2015.5.19., 98. o.).

Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1131 rendelete (2017. június 14.) a pénzügyi alapokról (HL L 169., 2017.6.30., 8. o.).

Az Egyesült Államok Értékpapír és Tőzsdei Bizottsága (2016), Befektetési társaságok likviditási kockázat kezelésére alkalmazott programjai, 17 CFR 210., 270., 274. rész, kiadási számok: 33–10233, IC-32315, ikatási szám: S7-16-15 RIN 3235-AL61, URL-cím: <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. és Weistroffer, C. (2016), „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds” (Keretrendszer kialakítása az alternatív befektetési alapok makroprudenciális tőkeáttételi határértékeinek kalibrálásához), „A” cikk, *ECB Financial Stability Review*, november, 123–133. o.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. és de Sousa van Stralen, R. (2017) *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands* (Makroprudenciális politika kidolgozása az alternatív befektetési alapokhoz. A makroprudenciális tőkeáttételi korlátok kereteinek kialakítása: a holland példa), közös EKB-DNB műhelytanulmány.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry* (Az eszközkezelési ágazat kockázatmonitorozásának és szabályozói biztosítékainak javítása), a New York Times DealBook A holnap lehetőségei című konferenciáján elhangzott beszéd, One World Trade Center, New York, New York állam, december.

Függelék

A1 táblázat

Rendelkezésre álló likviditáskézelési eszközök az uniós tagállamokban (forrás: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK
Visszaváltási korlát	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	NINCS	NINCS	VAN	VAN
„Side pocket” számla	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS
Felhígulás elleni védelem díja	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN
Visszaváltási díj	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN
Természetbeni visszaváltás	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN
Visszaváltás felfüggesztése	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN
Ingaárazás	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN
Rövid távú hitelfelvétel	VAN	NINCS	VAN	VAN	VAN	VAN	NINCS	VAN	VAN	VAN	VAN	VAN	NINCS	NINCS	VAN	VAN	VAN	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	VAN	VAN	VAN
Kötelező likviditási puffer	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN
Kiegészítő megállapodás	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	VAN	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN
Egyéb eszköz/ intézkedés	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	NINCS	VAN	NINCS	NINCS	NINCS	VAN