

**Szóts Gergely\*:**

## **Válságállóbbá válnak az ingatlanalapok**

*Formálódnak azok az új szabályok, amelyek az Európai Unióban egységes módon teszik majd lehetővé a likviditási sokkok esetén bevethető eszközöket a befektetési alapok, köztük a hazánkban is népszerű ingatlanalapok esetében. Az eszközök közül néhány a magyar alapkezelőknek és egyéb szereplőknek még kevéssé ismert, és gyakorlatba ültetésük felkészülést igényel.*

### **A forgalmazás felfüggesztése az egyetlen megoldás egy likviditási sokk esetén?**

Októberben lezárult az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) [nyilvános konzultációja](#), amelyben közzétették a befektetési alapok likviditáskezelési eszközeivel kapcsolatos javaslatokat, és a piaci szereplők véleményét kérték ezekkel kapcsolatban. Az ESMA egyik fő célja, hogy az Európában jelenleg eltérően működő befektetési alapok **egységes fegyverzettel rendelkezzenek a likviditási sokkok kezelésére**. A javaslatok különösen az ingatlanalapok és a vállalati kötvényeket nagy arányban tartó alapok esetében hozhatnak erősítést.

Annak ellenére, hogy Magyarországon az utóbbi időben nem volt szükség az ingatlanalapok forgalmazásának felfüggesztésére, Európában több olyan folyamat bontakozott ki, amely rendszerszintű kockázatot hordoz magában, és egyes alapok felfüggesztését eredményezte. Ezek számunkra is intő jelként lebegnek a horizonton. Az európai felügyeleti hatóságok aggasztónak találják például az **ingatlanalapoknál**, hogy az ingatlanok csak nehezen és lassan értékesíthetők, ezért a nyíltvégű alapok esetében az alap által vállalt **visszaváltási idő nem mindig van összhangban** az abban lévő eszközök eladásának lefutásával. Különösen igaz ez stresszes időszakokban, ahogyan azt több angol-szász és osztrák ingatlanalap felfüggesztése, illetve német ingatlanalapok nehéz helyzete is jelezte az elmúlt években. A COVID járvány miatt például több európai alap forgalmazását azért kellett felfüggeszteni, mert egyrészt bizonytalanná vált a portfólióban lévő eszközök értékelése, másrészt, mert nem tudták teljesíteni azokat a nagy arányú visszaváltási megbízásokat, amelyeket befektetőik nyújtottak be.

Hazánkban szerencsére már csak a múltat jelentik a 2008-2009-ben szerzett tapasztalatok, amikor a Lehmann Brothers befektetési bank csődje után sokan szembesültek azzal, hogy az addig bármikor hozzáférhető pénzük befagyott. Több olyan nyilvános ingatlanalap is volt hazánkban másfél évtizede, amelynek forgalmazását az akkori felügyeletnek fel kellett függeszteni, mert olyan hirtelen és olyan nagy mértékben próbálták a befektetők visszaváltani befektetési jegyeiket, hogy azt a befektetési alapok ingatlanban lekötött befektetéseikből olyan ütemben nem tudták volna kielégíteni.

A hazai ingatlanalapok azóta nem szenvedtek el hasonló sokkot. Ennek egyik oka, hogy a Magyar Nemzeti Bank (**MNB**), mint felügyeleti hatóság szorosan nyomon követi az alapok működését, és **korlátozta a rövid futamidővel visszaváltható sorozatok terjedését**, illetve az **alapkezelők**, tanulva a korábbi tapasztalatokból, **magas likvid arányt tartanak fenn**.

Látva azonban az Európában felépülő újabb kockázatokat, mind az [Európai Rendszerkockázati Testület \(ESRB\)](#), mind az [Értékpapír-piaci Felügyelet Nemzetközi Szervezete \(IOSCO\)](#) **javaslatokat fogalmazott meg** az alapok likviditáskezelési eszközeinek fejlesztésére. Felméréseik alapján megnevezték azokat a jó megoldásokat, amelyek képesek a befektetési alapok **sokkellenálló képességét** javítani, és így a hazai ingatlanalapok is stabilabban működhetnek. A javaslatok megmutatták, hogy nem a forgalmazás felfüggesztése az egyetlen megoldás egy likviditási sokk esetén. Van más eszköz is az alapkezelők és felügyelő hatóságok kezében, hogy megvédjék a befektetőket és a befektetett vagytonokat. Sőt, lehet optimalizálni is az alkalmazott eszközt a probléma természetétől függően. Ezek a megoldások azonban akkor fejtik ki igazán előnyös hatásukat, ha Európában **egységesen, összehangoltan vezetik be őket**.

### **Miről szól majd a likviditási eszközökről szóló egységes uniós szabályozás?**

Az ESRB és az IOSCO javaslatait is felhasználja az ESMA a témáról szóló új szabályozástechnikai standardok (RTS) és iránymutatások (Guidelines) kidolgozása során. A nyilvánosságra hozott anyagokból már a széles közönség is megismerheti a konkrét elképzeléseket azzal kapcsolatban, hogy miként tervezi az Európai Unió **egységesíteni a likviditási sokkok esetén bevethető eszközöket**, és ezzel hogyan próbálja **mérsékelni a lehetséges pénzügyi stabilitási kockázatokat**.

Az új szabályok alapján likviditási sokkok esetén az Unióban legalább **9 egységes likviditáskezelési eszközt** (LMT) vethetnek be az alapkezelők. A nyílt végű alternatív alapoknak és az ÁÉKBV (angolul UCITS) alapoknak a minden alapkezelő számára rendelkezésre álló végső eszköz, a **forgalmazás felfüggesztése mellett legalább kettőt** (a pénzpiaci alapként engedélyezett alapoknak egyet) **ki kell választaniuk** a felsorolt LMT-k közül. A bevethető eszközök felsorolásakor a magyar leírás mellett a tervezetekben angol nevet is feltüntetjük, mivel sokszor a szakma ezekre hivatkozik.

A felfüggesztés (suspension) mellett választható lesz az ún. **visszaváltási korlátozás** (gates), azaz egy olyan időszak, amikor csak jegyezni lehet a befektetési jegyeket, de visszaváltani nem, vagy csak kisebb arányban. Továbbá lehetséges lesz az **előzetes értesítési idő meghosszabbítása** (extension of notice periods), amelynek bevezetésekor az alapkezelő az alap minden befektetőjétől elvárja, hogy a megszokottnál hosszabb idővel előbb jelezzék visszaváltási igényüket. Például alapesetben 5 nappal a visszaváltás előtt jelezni kell a visszaváltási igényt, de ezt extrém körülmények között 60 napra emelheti az alapkezelő. Ezzel nagyobb mozgásteret kap a likviditás biztosítására. Hazánkban is ismert eszköz a **visszaváltási díj** (redemption fees) alkalmazása, amely figyelembe veszi a likviditás biztosításának költségét: a magasabb díj a befektetési alapon maradó befektetők védelmét szolgálja, és a visszaváltó befektetőket „bünteti”.

Ezzel szemben az **ingaárzás** (swing pricing) sok országban, így hazánkban is új eszköznek számíthat. Ez lényegében a visszaváltások függvényében módosított eszközértéket és forgalmazási árat jelenti. Ebben az esetben megállapítanak egy ingadozási küszöbértéket, és ha ezt a nettó kiáramlások átlélik, a befektetési alap nettó eszközértékét lefelé korrigálják. Például alapesetben az egy jegyre jutó nettó eszközérték 100%-án lehet visszaváltani a befektetési jegyeket. De ha az 5 nap alatt visszaváltott befektetési jegyek aránya eléri az összes befektetési jegy 20%-át, onnantól már csökkentik a nettó eszközértéket, és csak az egy jegyre jutó korábbi nettó eszközérték 95%-án

lehet visszaváltani. Az ingaárazáshoz hasonló eszköz a **kettős árazás** (dual pricing), amikor az eladási és vételi árfolyam szétválik, és így alacsonyabb áron válhatnak vissza a befektetési alapból kilépő befektetők.

A **felhígulás elleni védelem díja** (anti-dilution levy) nagyobb tranzakció esetén alkalmazott eszköz, amelyet az alapkezelő akkor használ, amikor a visszaváltások meghaladják a jegyzéseket vagy fordítva. Tehát ez a díj mindkét irányba működhet, és figyelembe veszi az alap likviditásának fenntartásával járó költségeket. A javasolt eszközök között szerepel a magyar alapok által már ismert, de ritkán alkalmazott eszköz a **természetbeni visszaváltás** (redemption in kind). Ilyen esetben a befektetési jegy visszaváltásakor nem készpénzt, hanem a portfólióban lévő valamilyen eszközt kap az ügyfél. Tehát nem az alapot terheli a likviditás biztosításának költsége. Végül pedig választható eszköz lesz az **elkülönített eszközszámlák** (side pockets, illikvid sorozatok) kialakítása is. Erre is láthattunk már magyar gyakorlatot, amikor az orosz-ukrán válság kitörésekor ellehetetlenült az orosz értékpapírok kereskedése, és két befektetési alap esetében szükségessé vált az illikvid eszközök elkülönítése és egy külön befektetési jegy sorozatba csoportosítása.

### **Mire készülünk az új szabályozás miatt?**

Összességében a magyar piaci szereplőknek az Unióban szabályozott eszközök jó része már ismert lehet, inkább abból adódhat gond, hogy **kevés gyakorlati tapasztalattal** rendelkeznek velük. Egyes eszközöket hazánkban egyáltalán nem, vagy csak nagyon ritkán vetettek be. Ezért a legnagyobb feladat a magyar piaci szereplőknek és felügyeleti hatóságoknak az LMT eszközök alapos megismerése és azok gyakorlatba való átültetése lesz.

A nyilvános nyíltvégű ingatlanalapok esetében feltehetően jó megoldás lehet a visszaváltás előtti előzetes értesítés bevezetése és szükség esetén az értesítési idő meghosszabbítása. Ez eredményesen támogathatja azt a felügyeleti törekvést, hogy hosszabb visszaváltási periódussal működjenek ezek az alapok, és egy biztonságosabb alternatív megoldást kínálhat a T+180 napos sorozatok mellett. Az értesítési idő meghosszabbíthatósága mellett érvelt az ESRB is a [nyilvános konzultáció során adott válaszában](#). Az **ingatlanalapok** lassan értékesíthető eszközeire tekintettel az **ESRB** az adott alap portfóliójában található likvid eszközök arányától függő, alapesetben 12 hónapot kitevő **előzetes értesítési időszak bevezetését** ajánlotta, amit az alapkezelők **visszaváltási korlátozással** kombinálhatnak. A **hazai nyilvános és nyíltvégű ingatlanalapok** ugyanakkor jó helyzetben vannak, mert az uniós versenytársaikhoz képest **jóval magasabb likvid eszköz szinttel** rendelkeznek, amely önmagában erős védelmet jelent a sokkok idején.

Külön figyelmet kell fordítani arra, hogy a befektetőket jól érthető módon tájékoztatni kell a tervezett szabályozás alapján a kiválasztott eszközökről, és az alapok **kezelési szabályzatában rögzíteni kell** azokat. A felügyelő hatóságoknak pedig meg kell küldeni a likviditáskezelési eszközökről szóló alapkezelői szabályzatokat és leírásokat.

### **Miért előnyösek az új szabályok a befektetők számára?**

Az új szabályok hozzájárulnak ahhoz, hogy **a befektetési alapok a válságokban ellenállóbbak** legyenek, és megvédjék a befektetők pénzét. Ezen eszközöknek köszönhetően egy esetleges válság

esetén a hazai ingatlanalapok is csak mérsékeltebb és rövidebb idejű „mélyrepüléssel” számolhatnak. Ha jól működnek az LMT-k, kevesebb pénzt vonhatnak ki a befektetési alapokból, azok nem fagynak be teljesen, s a válságok okozta stressz megszűnése után újból a megszokott módon tudnak működni.

### **Hogyan tovább?**

Az LMT-k részleteiről az ESMA szabályozási javaslatokat készít, amelyet a jogalkotó Európai Bizottságnak küld meg 2025. április 16-ig. Ezek az anyagok publikusan elérhetőek lesznek, és várhatóan 2026-ban jogszabályi formát öltenek. A részletszabályokat tartalmazó jogi anyag az LMT-k jellemzőit írja le, míg a kiegészítő iránymutatások a piaci szereplőket abban segítik majd, hogy kiválasszák és megfelelően kalibrálják az LMT-eket.

A következő időszakban az egyeztetések nyomán ugyan még formálódhatnak a likviditáskezelési eszközökkel kapcsolatos definíciók, változhat az eszközök köre, de alapvetően már látható, mely irányba mozdul el a befektetési alapokat szabályozó környezet. Ezt figyelembe véve a hazai alapkezelők megkezdhetik felkészülésüket az LMT-k bevetésére, hogy így a korábbinál is stabilabb, megbízhatóbb befektetési környezetet biztosítsanak a befektetőknek.

*\* A szerző a Magyar Nemzeti Bank tőkepiaci felügyeleti osztályvezetője*

*„Szerkesztett formában megjelent 2024. december 11-én a Portfólió.hu oldalon.”*