

Shortolási láz: Amerikát megrázta, Európa útját állta

Jókora tőkepiaci kavardást okoztak idén év elején Amerikában a koronavírus okozta bizonytalanság nyomán a kis kaliberű részvények esésére játszó, illetve a velük szemben – a közösségi médiát is felhasználó – ellenérdekelt csoportok küzdelmei. Európában a közel egy évtizede hozott uniós SSR-rendelet jelentési, illetve felügyeleti beavatkozási szabályai is hozzájárulhattak ahhoz, hogy nem alakult ki semmiféle shortolási válság. Itthon pedig, járvány ide vagy oda, a short pozíciók állománya folyamatosan alacsony maradt.

2021 elején olyan kis piaci kapitalizációval rendelkező amerikai vállalatok, mint a GameStop Corp. (GME), az AMC Entertainment Holdings Inc. (AMC) vagy a Dillard's Inc. (DDS) a pénzügyi sajtóorgánumok címlapjára kerültek. Pedig ezek a papírok együttesen is csupán 0,03 százalékát teszik ki a New York-i Értéktőzsde (NYSE) teljes piaci kapitalizációjának. Miért volt ez mégis globálisan is releváns? A nagyfokú érdeklődésre egyrészt a kiugró árfolyamvolatilitás, másrészt pedig az ezt a megnövekedett volatilitást eredményező meglehetősen speciális piaci körülmények adnak magyarázatot.

A GME részvények árfolyama 2021. január 28-án elérte a 483 dollárt, ami több mint 111-szeres emelkedés a 2020 második félévének nyitóárához képest. De rövidebb időtávon is hihetetlen az emelkedés, hiszen a részvény árfolyama 19 dolláron nyitotta 2021 első kereskedési napját, ami azt jelenti, hogy a GME részvények árfolyama 18 kereskedési nap alatt több mint 25-szörösére emelkedett. Az AMC részvényekkel 2021. január 27-én 20,36 dolláron is kereskedtek, ami több mint 9-szeres emelkedés a 2021. január 4-i 2,2 dolláros nyitóárához képest. A DDS részvények ennél jóval szerényebb, de mégis kiemelkedő több mint 2-szeres emelkedést mutattak ugyanezen időszak alatt. A kivételes árfolyamemelkedést követően a január végén tapasztalt csúcshoz képest a GME több mint 85 %-kal, az AMC több mint 65 %-kal és a DDS több mint 35 %-kal alacsonyabban zárta a 2021. február 5-i kereskedést.

A hektikus árfolyammozgás eredményeképp egy amerikai hedge fund, a Melvin Capital Management LP (Melvin) a 13 milliárd dollárnyi kezelt vagyonának 53 %-át veszítette el egy hónap leforgása alatt. Ez a hatalmas kitétségre utaló veszteség vezet el minket a fent említett második okhoz, ami a kiugró árfolyamvolatilitást eredményezte, mégpedig a speciális piaci körülményekhez.

A GME példáján szemléltetve: adott egy fundamentálisan rosszul teljesítő vállalat a pandémia miatt igen rossz kilátásokkal terhelve, amelynek a részvényeit a legtöbb piaci elemző eladásra ajánlja. Ennek hatására a racionális befektetők eladták portfóliójukból a papírt vagy – ha nem rendelkeztek a részvennyel – akkor a további árfolyamesésre számítva kölcsönkértek részvényt és eladták. Más szóval shortolták a papírt azzal a várakozással, hogy később – amikor a részvény árfolyama csökken – olcsóbban visszavásárolják és így realizálnak profitot.

E szemlélet alapvetően nem hibás, csak éppen olyannyira széleskörű volt ez a várakozás az árfolyamesés kapcsán, hogy a shortolt mennyiség aggregáltan hatalmasra duzzadt. A GME esetében pl. elérte a 121 %-ot, az AMC-nél a 79 %-ot és a DDS esetében a 95 %-ot a kibocsátott részvényekhez képest.

Ez a hatalmas állomány tette teljesen kiszolgáltatottá azon befektetőket, akik a részvény esésére játszottak, és ezt használta ki a piaci szereplők egy másik csoportja (jelen esetben elsősorban a Reddit-en információ megosztó kisbefektetők).

A shortolók nem bírták tovább

A shortolók kiszolgáltatottsága abban állt, hogy a vevői oldalon tömegesen megjelent a másik befektetői csoport, ami felhajtotta a részvényárfolyamot. Ezzel a shortolók nem realizált vesztesége növekedni kezdett, amelyet egy ponton túl nem engedhettek tovább, ezért realizálták a veszteségüket, azaz zárták a short pozíciójukat. Ezt részvények vásárlásával tudták csak megtenni, ami további árfolyamemelkedést eredményezett, és így még több short pozíciót kellett zárniuk. Ennek a pozitív visszacsatolásnak lett az eredménye a fent említett óriási mértékű árfolyamemelkedés.

A GME esetében a 121 %-os short állomány azt jelentette, hogy több papírt adtak el aggregáltan, mint amennyit korábban kibocsátottak (egyres papírokat ugyanis többször vettek kölcsön eladásra). Ez a hatalmas állomány egyértelműen jelezte, hogy ha a short pozíciókat mindenki egyszerre akarja lezárni, akkor nem lesz elég papír a piacon, ami a keresletet kielégíthetné („short squeeze”), ezért az árfolyam az egekbe fog szökni.

Miután ez a speciális piaci körülmény megszűnt, az árfolyam természetesen visszaesett, hiszen a vállalat fundamentumai mindeközben semmit sem változtak. Fontos kihangsúlyozni, hogy bár a shortolásnak bizonyos helyzetekben hátrányos hatásai lehetnek, normál piaci körülmények között az esésre játszó ügyletek fontos szerepet játszanak a pénzügyi piacok megfelelő működésének biztosításában, különösen a piaci likviditással és a hatékony árfolyamképződéssel összefüggésben.

Alacsony short állomány itthon, erős kontroll az EU-ban

Az MNB a jogszabályi keretek között figyelemmel kíséri a short állományok volumenét az egyes kibocsátók tekintetében. Magyarországon a kereskedési helyszínre bevezetett részvénykibocsátók közül több részvennyel kapcsolatban keletkeztek bejelentési küszöbértéket elérő nettó short pozíciók. Ugyanakkor az adatokból megállapítható, hogy a magyar papíroknál kialakult short állomány meg sem közelíti az amerikai piacon bizonyos részvények esetében tapasztalt értékeket.

A short ügyletekről és a hitel-nemtjeljesítési csereügyletekkel kapcsolatos egyes szempontokról szóló, 236/2012 számú EU rendelet (SSR-rendelet) emellett kulcsfontosságú eszközöket ad az európai felügyeleti hatóságok kezébe. Olyanokat, amelyek révén nyomon követhető és kontrollálható a short pozíciók állománya, és ezáltal hatékonyan megelőzhető olyan volumen felépülése, mint amit az amerikai piacon tapasztalhattunk.

Az amerikai példa szemlélteti, hogy a fundamentumokon alapuló, racionális befektetői magatartás is vezethet olyan kereskedési pozíciók kialakulásához, amely nemkívánatos piaci turbulenciát okoz. Ennélfogva az ezen pozíciók szabályozó általi ismerete és a felette gyakorolt kontroll jelentősége kiemelkedő. Az EU-n belül az egységes jogi keret a shortolás szabályozására és az ahhoz kapcsolódó átláthatósági követelmények ki-elégítésére a – 2012. november 1-jétől közvetlenül alkalmazandó – SSR-rendeletben testesül meg. Lényeges eleme a szabályozásnak, hogy a short ügyletekhez kapcsolódó fogalmak és a kapcsolódó felügyeleti hatáskör definiálásán túl sürgősségi intézkedéseket és a befektetők tőkepiaci magatartása átláthatósági követelményeinek alapjait is rögzíti. Ez egyaránt szolgálja a nemzeti felügyeleti hatóságok és a piaci szereplők érdekeit.

Az uniós kereskedési helyszínre bevezetett részvények tekintetében olyan transzparenciát erősítő, kétlépcsős, bejelentési és közzétételi küszöbértéket is meghatározó jelentési modell alkalmazását írja elő az SSR-rendelet, amely megfelelő szintű átláthatóságot biztosít a jelentős nettó rövid részvennyepozíciókat illetően.

A bejelentési küszöbértéket, vagyis a kereskedési helyszínen forgalmazott értékpapír kibocsátó jegyzett részvennytőkéjének 0,2 %-át elérő short pozíció esetén a pozíciót ugyanis az érintett felügyeleti hatóságoknak be kell jelenteni. Így azok figyelemmel tudják kísérni, illetve szükség esetén ki tudják vizsgálni az esetlegesen rendszerszintű kockázatokat okozó, visszaéléssel járó vagy rendellenes piacot eredményező short

ügyleteket. A jegyzett részvénytőke 0,5 %-át kitevő felső küszöbértéket elérő short pozíció esetén pedig a pozíciót közzé is kell tenni a piacon, annak érdekében, hogy az hasznos információt nyújtson a többi piaci szereplő számára.

A bejelentési és közzétételi küszöbérték egyaránt vonatkozik a természetes és a jogi személyekre is. Az átláthatósági követelmények közzétételre vonatkozó előírásának teljesítését az MNB hivatalosan elfogadott közzétételi felülete (www.kozzetetelek.mnb.hu) szolgálja. Ezen az SSR-rendelet hatályba lépéséig visszamenőlegesen elérhetőek a közzétett nettó short pozíciók adatai.

A pandémia hatása az európai piacokon

A koronavírus-járvány első hullámának hatására életbe léptetett védőintézkedések és az általános bizonytalanság pánikszerűen lejtmenetbe kapcsolták a tőkepiacokat Európa-szerte, és próbára tették a felügyeleti hatóságok reakcióképességét is. Az Európai Értékpapír-piaci hatóság (ESMA) a válsághelyzet kezelése érdekében rendkívüli intézkedésként elrendelte az SSR-rendelet szerinti bejelentési küszöbérték 0,2 %-ról 0,1 %-ra történő ideiglenes, egységes leszállítását. A cél, hogy (az átláthatóság magasabb szintjét elérve) a felügyeleti hatóságoknak nagyobb látótere legyen a short állományok változásának nyomonkövetésére és az esetleges további korlátozó intézkedések életbe léptetésére, amennyiben a tőkepiacokon tapasztalt lejtmenet tovább erősödne.

A bejelentési küszöbérték-leszállítás időtartamát többször is meghosszabbították, így a jelen állás szerint 2021 márciusáig még biztosan marad az alacsonyabb küszöbérték. A felügyeleti hatóságok által az elmúlt egy évben gyűjtött adatok alapján lehetőségként fogalmazódott meg mindazonáltal az is, hogy az alacsonyabb bejelentési küszöbértéket állandó jelleggel építsék be az SSR-rendeletbe. A short állományok alakulásáról való részletesebb kép ugyanis „békeidőben” is támogatja a felügyeleti hatóságok munkáját az anomáliák kiszűrésében.

A leszállítás eredményeképpen az MNB is többletinformációhoz jutott a short állományokat illetően az elmúlt egy év alatt. A rendelet hatályba lépése óta tapasztalt trendben érdemi változás ugyanakkor nem történt, sőt azt lehet mondani, hogy a járvánnyal érintett időszak a short állományok alakulására idehaza érdemben nem hatott. Szinte hajszálpontosan ugyanazon a szinten vannak a csak jelentési küszöböt elérő short állományok, mint egy évvel ezelőtt. Az időszak alatt még csekély kilengéseket sem lehetett tapasztalni. A shortolással érintett papírok köre sem változott és a short állományokat birtokló személyek köre is állandónak bizonyult. Összességében csupán pár alkalommal mozdultak a pozíciók, de egy kézen meg lehetne számolni, hogy ezek közül hány esetben érte el a változás a rendeletben előírt 0,1 %-os küszöbértéket.

A koronavírus-járvány első hulláma kapcsán egyes tagállamok nemzeti szinten – az ESMA által életbe léptetett bejelentési küszöbérték leszállításon túl – további, ugyancsak az SSR rendeleten alapuló, a short ügyleteket átmenetileg korlátozó intézkedéseket is hoztak. Így Spanyolország 2020. március 17-jétől, míg Olaszország, Görögország, Franciaország, Belgium és Ausztria 2020. március 18-jétől 2020. május 18-áig megtiltotta a shortolást saját tőkepiaca, illetve nemzetgazdasága egészségének védelme érdekében.

Ehhez hasonló intézkedésre Magyarországon nem volt példa, mivel azt az enyhe tőkepiaci kilengések, illetve az SSR rendelet által lehetővé tett short pozíciók nagyságának és változékonyságának folyamatos monitoringjának megállapításai sem indokolták.

Meg kell jegyezni, hogy a nemzetközi szinten a koronavírus-járvány okozta piaci bizonytalanság miatt a short ügyletekre vonatkozó több hónapos felfüggesztések a rendkívüli intézkedések legmagasabb fokát jelentették, amire korábban nem volt példa. Az SSR-rendelet adta eszköztárban ennél „enyhébb” intézkedésekre is van lehetőség, ami az egyes kereskedési helyszíneken megszakítja a negatív folyamatokat. Ilyen a

rendeletben a jelentős árfolyamesés ellen kitalált short ügyletek felfüggesztése a kereskedési napot követő napra. Ha pedig az esés továbbra sem áll meg, további két nappal meghosszabbítható ez a korlátozás. Amennyiben kivételes körülmények indokolják azt, akkor a korlátozás természetesen hosszabb időtávra is bevezethető, de ehhez minimum olyan tőkepiaci mélyrepülésre van szükség, mint amelyet 2020 első negyedében láttunk egyes uniós tőkepiacokon.

Az elmúlt egy év tapasztalatai alapján tehát az SSR-rendelet létjogosultsága megkérdőjelezhetetlen és elengedhetetlen ahhoz, hogy a tőkepiaci uniót közösen építő tagállamok egységesen és gyorsan tudjanak reagálni a vészhelyzetekre. A gyorsaságon és egységes fellépésen túl ugyanakkor az intézkedések hatékonyságára is figyelmet kell fordítani. Ehhez pedig elengedhetetlen a hatályos rendelet gyakorlati tapasztalatokon alapuló, folyamatos frissítése.

** A szerzők a Magyar Nemzeti Bank munkatársai*

„Szerkesztett formában megjelent a napi.hu portálon 2021. február 15-én.”