

## Dr. Nagy Tamás\*:

### **A befektetőket és a tőkepiacot védi az ingatlanalapok hosszabb visszaváltási ideje**

*Miközben az ingatlan befektetési alapok továbbra is kedveltek a befektetők között, pár éve sok esetben csak a legalább 180 napos visszaváltási idejű befektetési jegyekhez lehet hozzájutni a korábbi pár napos visszaváltási idejű sorozatok helyett. A befektetők egy része hátrányosnak érzi a változást, mert az ingatlanalapokat a gyorsan visszaváltható értékpapíralapokkal hasonlítja össze. A változás mögött azonban a Magyar Nemzeti Bank befektetők érdekeit és a tőkepiac stabilitását védő elvárása áll.*

Magyarországon az ingatlanalapok akkor tettek szert igazán nagy népszerűsége, amikor az ingatlanpiac éppen erős felfutó fázisban volt. Az ingatlanok árai meredeken növekedtek és a legtöbb befektető elsősorban ezeket tűzte ki (akár közvetlenül, akár alapokon keresztül közvetetten) befektetési célul. Ez a növekedés még 2022-ben is jellemző volt, amikor is a nyilvános ingatlanalapok közel 1.600 milliárd forintos állománya 4,3 százalékkal haladta meg a 2021-es záróvagyonot. (A növekedés 2021-ben 0,6 százalékos, 2020-ban 6,9 százalékos, 2019-ben 0,4 százalékos volt). Az olyan környezetben, ahol az ingatlanalapokba beáramló vagyon nagyobb, mint a kiáramló vagyon, az alapoknak nem kell az ingatlanokat értékesíteni ahhoz, hogy a befektetési jegyet visszaváltó befektetőiket pár napon belül kifizethessék.

2023. első negyedévében változott a piaci helyzet. A befektetési alapokat továbbra is erőteljes pozitív nettó tőkebeáramlás jellemezte, de a növekedés alapvetően a pénzügyi és rövidkötvény alapokhoz kapcsolódott. Ezen alapok nettó tőkebeáramlása elérte az 523 milliárd forintot. Ugyanakkor ebben az időszakban a vegyes alapokat, a részvényalapokat és az abszolút hozamú alapokat nettó tőkekiáramlás jellemezte.

A nyilvános ingatlanalapok állománya szektorszinten stabilan alakult, tehát a beáramlás megtorpant, de nem indult meg kiáramlás sem. Az ingatlanalapok ezt akként kezelték, hogy a likvid eszközök aránya az ingatlanokhoz képest 2022. decemberétől szektorszinten trendszerűen emelkedett. Ezzel a magyar ingatlanalapok továbbra is biztonságosak, miközben az euróövezetben az ingatlanalap-szektor sérülékenysége növekedett az elmúlt időszakban.

A tapasztalatok ugyanakkor azt mutatják, hogy a tőke kivonás mértéke bizonyos időszakokban akár jelentősen magasabb is lehet a beáramlásnál. Ez a helyzet természetes okokból is bekövetkezhet. Ilyen az, amikor egy másik befektetés típus jelentősen magasabb hozammal kecsegtet, mint az ingatlanpiac, ezért a befektetők nagy számban csoportosítják át vagyonukat az ingatlanalapokból ebbe a másik típusba.

Emellett viszont a múltban például a 2008-as válság is jelentős kivonást, átcsoportosítást okozott a tőkepiacra. Ilyen helyzetben az ingatlanalapoknak előbb-utóbb ingatlant kell eladnia, hogy teljesíteni tudja a befektetők felé a kifizetéseket. Ne felejtsük el ugyanis, hogy az ingatlanalapok mögött befektetésként fizikai ingatlanok állnak. Ezek pedig jellemzően igen nagy ipari, kereskedelmi ingatlanok (például plázák, irodaházak, raktárépületek), nem pedig lakások vagy családi házak.

A rövid visszaváltási idejű befektetési jegyeknél vállalt egy-két napos kifizetési időtartam alatt még egy lakást sem lehetséges eladni, nemhogy például egy hatalmas plázát. Mi történik ilyen esetben? A mögöttes ingatlan vagyon természetesen fedezetet nyújt a követelésre, de ahhoz a befektetők csak később, az ingatlan tényleges eladása után tudnak majd hozzájutni.

A hatályos jogi szabályozás a befektetők érdekében rendkívül szigorú abban az esetben, ha az alap az általa vállalt kifizetési határidőt csak egyetlen nappal is túllépi. Mivel a vagyon valójában rendelkezésre áll, nem lenne indokolt ezeket az intézkedéseket alkalmazni. A befektetési alap felfüggesztése vagy más felügyeleti intézkedés ilyen esetben nyilvánvalóan nem gyorsítaná az ingatlanok eladását. Ezek az intézkedések ilyenkor csak a befektetők bizalmatlanságának növeléséhez vezethetnének.

A Magyar Nemzeti Banknak (MNB), mint tőkepiaci felügyeleti szervnek, az a fő célja, hogy a befektetők érdekeit védje és a tőkepiac megfelelő működését biztosítsa. Az óvatosság elvét követve az MNB ezen kockázat kezelésére adta ki bő négy éve az [5/2019. \(IV.1.\) számú ajánlását](#) (Ajánlás)).

A jegybank ebben arra a kérdésre kereste a választ, hogy miként lehet megakadályozni azt, hogy egy egyébként fizetőképese szereplő fizetési késedelembe essen? A válasz egyszerű: olyan fizetési határidőt kell vállalnia, amit biztosan teljesíteni tud. Hétköznapi példával élve: egy fontos találkozóra, eseményre is úgy indulnak el az óvatos emberek, hogy az esetleges váratlan körülményekre is számítva inkább előbb, de semmiképpen sem késve érkezzenek oda. Lehet, hogy százból kilencvenkilenc esetben elegendő fél óra az adott helyszínre érkezni, de egy kicsit nagyobb forgalom vagy egy buszjárat kimaradása miatt máris háromnegyed óra a menetidő.

A tőkepiac egyik alapköve pedig a bizalom, amelyet az MNB-nek minden körülmény között biztosítani kell. Itt tehát nincs helye negyedóra késésnek sem.

Az Ajánlás célja pontosan az volt, hogy az ingatlanalapok csak olyan kifizetési határidőt ígérjenek, amelyet minden körülmények között teljesíteni tudnak. Ezt azonban az MNB fokozatosan, még a kedvező likviditási helyzet időtartama alatt kívánta megvalósítani. Nagy kihívás volt az, hogy a már rövid visszaváltási idejű ingatlan befektetési jeggyel rendelkező befektetőket ne hozza rosszabb helyzetbe (tehát az ő befektetésük visszaváltási idejét ne módosítsa), de a jövőbeni befektetések már olyan konstrukcióba történjenek, ahol a kifizetések ütemezése igazodik a mögöttes befektetési eszköz (jelen esetben az ingatlan) valós értékesíthetőségi idejéhez.

A megoldás az volt, hogy az ingatlanalapok eddigi rövid visszaváltási idejű befektetési jegyeire forgalmazási maximum (úgynevezett cap) bevezetését várja el az MNB. Ezek jellemzői, visszaváltási ideje tehát nem változik, de a jövőben már többet nem vehetnek belőle a befektetők.

Mellettük a nyilvános, nyílt végű ingatlanbefektetési alapok egy olyan befektetési jegy sorozatot bocsátanak ki, amely mögött ugyanazok a befektetések vannak, csak a visszaváltási idejük hosszabb, legalább 180 napos. Ezeket a befektetők természetesen továbbra is vásárolhatják. Így a túlságosan rövid visszaváltási idejű, már nem vásárolható ingatlan befektetési jegyek fokozatosan,

természetes fogyással adják át helyüket a legalább 180 napos visszaváltási idejű, kevésbé kockázatos ingatlan befektetési jegyeknek.

A folyamat az ingatlanalapok piacának stabilitását, válságállóságát növeli, ezáltal a befektetők érdekeit védi. A befektetők csak akkor érezhetnék ezt hátránynak, ha egy kétnapos visszaváltási idejű részvényalaphoz hasonlítanák az ingatlanalapok likviditását. Ez az összehasonlítás azonban nem állja meg a helyét. A befektetési alapok nem egymással, hanem jellegadó befektetési eszközökkel mérendők össze jellemzőikben. A részvényalap összehasonlítási párja így egy részvény, míg az ingatlanalapé egy valós ingatlan. A befektetők egy ingatlanalappal úgy részesülhetnek az ingatlanpiac előnyeiből, hogy azok vásárlási, üzemeltetési, bérbeadási majd végül eladási feladatait az alapkezelő leveszi a vállukról. Az ingatlanpiac alapvető, vonatkozó szabályai alól ugyanakkor nem tudnak kibújni.

Éppen ezért ez a kérdés nem csak Magyarországon merült fel, és más országok jogrendszere is igyekszik erre megoldást adni. Egyes országokban szintén hosszú visszaváltási időt írnak elő a jogszabályok a nyíltvégű ingatlanalapok részére, de sokszor szigorúbb feltételekkel, mint az MNB elvárásai. Németországban 24 hónapos minimum tartási idő után 12 hónapos visszaváltási idő a fő szabály. Ausztriában 24 hónapos is lehet a visszaváltási idő, bár az alap kellő likviditás rendelkezésre állása esetén korábban is teljesíthet. Svájcban visszaváltási megbízást a számviteli év végén lehet benyújtani 12 hónapos visszaváltási idővel. Hasonló a norvég és svéd szabályozás is: legalább 18 hónapos tartási időszak után évente egyszer van lehetőség visszaváltásra.

Egy másik modell azzal zárja rövidre a kérdést, hogy az ingatlanalapok a törvény erejénél fogva csak zárt végű alapként hozhatóak létre. Ebben az esetben egyáltalán nincs lehetőség visszaváltásra: a befektető csak a futamidő végén juthat a pénzéhez, korábban nem. Ilyen szabályozás van Olaszországban, Görögországban, Lengyelországban és Finnországban is. A finn szabályozás érdekessége, hogy fő szabályként az ingatlanalap befektetési jegyeit az indulástól számított három éven belül be kell vezetni tőzsdére vagy multilaterális kereskedési rendszerbe. Itt tehát a befektetők részére nem a visszaváltás biztosítja a rugalmasságot, hanem – amennyiben van rá kereslet – eladhatják más befektetőnek a befektetési jegyeiket.

A harmadik lehetőség pedig az, ha ezt a likviditási nehézséget az ingatlanalapok természetes kockázatának tekintjük, amelyet a befektetőnek kell viselnie. Például az Egyesült Királyságban nincs akadálya a rövid visszaváltási időnek. Ennek eredménye az, hogy az ottani ingatlanalapok esetén rendszeres az akár másfél éves időtartamú, likviditási gondok miatti felfüggesztés. Ilyen eset 2016-ban a BREXIT népszavazás után, valamint 2020-ban a COVID-19 pandémia miatt is bekövetkezett. Az Egyesült Királyságban teljesen kiszámíthatatlan, hogy a befektető 3 nap vagy 17 hónap alatt jut a pénzéhez. Az ilyen esetek még egy nagy méretű, kellően diverzifikált, nemzetközi szintű vezető tőkepiacot is megráznak.

Magyarországon a tőkepiac kisebb mérete, konzervatívabb szemlélete és az ingatlanalapok nagyobb piaci részesedése miatt egy ilyen felfüggesztés sokkal veszélyesebb lenne. Ha a magyar piacon egy szereplő esetén felmerül annak lehetősége, hogy nem képes kifizetni befektetőit, az a valós helyzetnél súlyosabb bizalmi válságot, akár pánikot is okozhat a piacon.

Az MNB az Ajánlás kiadása során a befektetők érdekeinek és a piac stabilitásának védelmet tartotta szem előtt. E mellett az MNB folyamatosan nyomon követi az ingatlanalapok likviditási helyzetét, és továbbra is felhívja a felügyelt intézmények figyelmét az Ajánlás szellemiségének megfelelő magatartásra. A jegybank tehát nem az ingatlanalapok ellehetetlenítését, hanem éppen a befektetők védelmét jobban szolgáló befektetési formák elterjedését célozta meg ajánlása megfogalmazásával.

*\* A szerző a Magyar Nemzeti Bank Befektetési alapkezelők felügyeleti osztályának munkatársa*

*„Szerkesztett formában megjelent 2023. szeptember 13-án a Portfólió.hu oldalon.”*