

## Fenyvesi Réka:

### Az európai tőkepiaci szabályozás alakulása

Jelenleg jelentős európai szabályozási folyamatok figyelhetők meg a tőkepiaci szektorban is, melynek részeként számos jogszabály áll kialakítás alatt. E folyamatokat és javaslatokat áttekintve azt látjuk, hogy egyre nagyobb hangsúlyt kap az árnyékbank-rendszer átláthatóságának javítása, a hosszú távú finanszírozási piac működésének megteremtése, valamint a referenciamutatók megbízhatóságának növelése. A javaslatok próbálják a szabályozást minél több szereplőre kiterjeszteni, minél átfogóbbá tenni, növelve a transzparenciát és befektetővédelmet, valamint kezelve a válság során megfigyelhető problémákat.

A jogszabályok kialakítása sokszor hosszú, számos hatásvizsgálat és szakmai konzultáció lebonyolítását igénylő folyamat, hiszen rendkívül nehéz egy olyan struktúra létrehozása, mely stabilitást és átláthatóságot teremt, de megtartja az egészséges egyensúlyt a szabályozásban (elkerülve a túlszabályozottságot), valamint képes figyelembe venni a tagállami különbségeket is.

A jelen cikk által bemutatott témák természetesen nem teljes körűek, elsősorban a kialakítás alatt álló rendelettervezetekre fókuszálnak, de jól mutatják a szabályozás alakulásának főbb irányvonalait.

<b><u>Árnyékbanki szektor</u></b> <b>átláthatóságának növelése</b>	Értékpapír-finanszírozási ügyletekkel kapcsolatos információk kereskedési adattárak felé történő jelentése ( <i>SFT rendelettervezet</i> )  Pénzpiaci alapok biztonságosabbá/ellenállóbbá tétele ( <i>MMF rendelettervezet</i> )
<b><u>Hosszú távú finanszírozási piac</u></b> <b>működésének megteremtése</b>	Az Európai Stratégiai Beruházási Alap létrehozása ( <i>EFSI rendelettervezet</i> )  Tartósan működő (pl. infrastrukturális) projektek finanszírozását célzó európai hosszú távú befektetési alapok létrehozása ( <i>ELTIF rendelet</i> )
<b><u>Referenciamutatók</u></b> <b>megbízhatósága</b>	Referenciamutatók pontosságának és megbízhatóságának növelése, a manipuláció kockázatának minimálisra csökkentése mellett ( <i>Benchmark rendelettervezet</i> )

#### Az árnyékbanki szektor átláthatóságának növelése

Az árnyékbanki szektor olyan hitelközvetítő rendszer, amely a hétköznapi bankrendszeren kívüli szereplőket és tevékenységeket foglalja magába. Fontos szerepet játszik a piacok likviditásának biztosításában, a befektetőknek alternatív befektetési lehetőségeket kínál a bankbetétek mellett. Annak ellenére, hogy nem

tartoznak a szabályozás és így a megfelelő ellenőrzés hatálya alá, a bankokhoz hasonló pénzügyi kockázatoknak vannak kitéve, nagy tőkeáttételt alkalmazhatnak és mivel sok esetben szorosan kötődnek a hagyományos bankrendszerhez, esetleges bukásuk gyors tovagyűrűző hatásokat eredményezhet.

A szektor átláthatóságának növelését a javaslatok egyrészt az értékpapír-finanszírozási ügyletekkel (SFT) kapcsolatos információk kereskedési adattárak felé történő jelentéstétele révén, másrészt a pénzügyi alapok (MMF) biztonságosabbá és ellenállóbbá tételével próbálják elérni. Erre azért van szükség, mert az elmúlt évek szabályozási reformjai és a banki szabályozás megerősítése azzal járhat, hogy a banki tevékenység egy része a hagyományos bankoktól a jelenleg kevésbé szabályozott árnyékbanki szektorba kerül át.

Az **értékpapír-finanszírozási ügyletek** nagyrészt értékpapír vagy áruk kölcsönbe adását, valamint értékpapír vagy áruk kölcsönbe vételét jelentik. Ezek az árnyékbanki szektorban rendszeresen végzett tevékenységnek számítanak, miközben rendszerkockázati források lehetnek. Gondot jelent például, hogy amíg jó gazdasági környezetben kedvező feltételekben állapodnak meg a felek, addig kedvezőtlen gazdasági környezetben szigorodnak a feltételek, így finanszírozási, megújítási problémák léphetnek fel. Ezen kívül, a felületek számára kevés adat áll ezekről az ügyletekről rendelkezésre. A rendelet hatályba lépését követően az SFT ügyletek szerződő feleinek jelenteni kell majd a meghatározott adatokat valamely (ESMA által jóváhagyott és nyilvántartásba vett) kereskedési adattár felé, mely adatokhoz az illetékes hatóságok, így a Magyar Nemzeti Bank is azonnali hozzáférést fog kapni, ezáltal a kockázatok azonosítása és nyomon követése könnyebbé válik.

Az árnyékbanki szektoron belül a **pénzügyi alapok** a hitelintézetek, a vállalatok és a kormányok számára a rövidtávú finanszírozás fontos forrásai, melyeket sok befektető a bankbetétek jobban diverzifikált alternatívájának tekint, ugyanakkor ezek is klasszikus befektetési alapok, melyek bizonyos kockázatokat hordoznak. A tervezet célja, hogy az alapokat biztonságosabbá és ellenállóbbá tegye, magasabb likviditási szintet és stabilabb struktúrát biztosítva számukra. Ez azért is fontos, mert számos nyugat-európai alap esetében az elmúlt évek tapasztalatai kimutatták, hogy nem mindig képesek betartani a befektetési jegyeik vagy részvények értékének megőrzésére és azonnali visszaváltására vonatkozó ígéretüket, ami akár rendszerszintű jelentőséggel bíró befektetői pánikot is generálhat.

A pénzügyi alapoknak alapvetően két típusa létezik. A változó nettó eszközértékű alapok (VNAV) értékelése a lehető legfrissebb piaci áron történik, vagyis azt az árat tükrözi, amelyért az adott eszköz értékesíthető lenne, míg az állandó nettó eszközértékű alapok (CNAV) esetében az egy jegyre jutó nettó eszközértéket folyamatosan egy szinten tartják (pl. 1\$, 1€, 1£), az alap jövedelme így naponta halmozódik vagy kifizetik a befektetőknek.

A jelenlegi javaslatok alapján a rendelet a pénzügyi alapok új kategóriáit fogja megteremteni. Működhetnek az állandó nettó eszközértékű alapok között korlátozott körben (például non-profit szervezetek, alapítványok számára) elérhető alapok, kizárólag államkötvényekkel foglalkozó alapok, valamint alacsony volatilitású nettó eszközértékű alapok. Az állandó nettó eszközértékű alapok tehát továbbra is működhetnek, azonban megváltozott struktúrában. Mindez jelentős hatással bír az ilyen alapokkal rendelkező országok számára, így például Írországra, Luxemburgra és Egyesült Királyságra.

A magyar piac szempontjából kiemelkedő fontosságú, hogy a jelenlegi szabályozási környezet (a kollektív befektetési formákról és kezelőikről szóló törvény) nem teszi lehetővé az állandó nettó eszközértékű pénzügyi alapok működését, így hazánkban jelenleg ilyen alaptípus nem létezik, a rendelet hatályba lépését követően azonban megnyílik erre is a lehetőség. Másrészt, a magyar pénzügyi alapoknak is teljesítenie kell a rendelet követelményeit (például milyen tevékenységet végezhetnek, milyen eszközökbe fektethet-

nek, milyen diverzifikációs szabályoknak szükséges megfelelniük, stb.) ami a jelenleg hatályos nemzeti szintű előírásokhoz képest számos többlet követelményt tartalmaz.

A két tervezettel kapcsolatos tárgyalások jelenleg folyamatban vannak.

### **A hosszú távú finanszírozási piac működésének megteremtése**

Az **európai hosszú távú befektetési alapokról** (EHTBA/ELTIF) szóló rendelet a finanszírozási eszközök olyan új formáját teremti meg, mely különböző tartósan működő (pl. infrastrukturális) projekteket és tőzsdén nem jegyzett társaságokat finanszíroznának, illetve olyan eszközökbe fektetnének be, melyek jellegükből adódóan nem likvidek.

Az előzetes várakozások szerint a nyugdíjalapok és biztosítótársaságok mutatnak majd nagy érdeklődést ezek iránt, azokkal a magánbefektetőkkel együtt, akik megengedhetik maguknak, hogy megtakarításaik egy részét hosszú távra lekössék. A hosszú távú befektetési alapok kizárólag uniós alternatív befektetési alapként engedélyezhetők. (Magyarországon alternatív befektetési alap minden olyan alap, mely nem tartozik a nyílt végű alapokat szabályozó UCITS-irányelv hatálya alá, így ilyenek például az ingatlanalapok.)

A témakört az Európai Bizottság régóta napirenden tartja, a 2015. februárban közzétett tőkepiaci unió kiépítéséről szóló zöld könyvében is kiemeli, hogy az elkövetkező hónapok során elő kívánja mozdítani ezen alapok használatát, annak érdekében, hogy a befektetéseket az infrastruktúrába és más hosszú távú projektekre csatornázza.

A rendelet megalkotásával egy olyan új keretrendszer jön létre, mely kiegészíti az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások (UCITS) szabályozását, hiszen ezek jobb likviditási feltételeket nyújtó struktúrájával az európai hosszú távú befektetési alapok általi illikvid eszközökbe történő befektetés nem összeegyeztethető.

A rendelet 2015. májusban jelent meg az EU Hivatalos Lapjában és 2015. december 9-től lesz alkalmazandó.

E rendeleten kívül fontos megemlíteni az **Európai Stratégiai Beruházási Alapról** (ESBA) szóló rendelettervezet is, mely szintén a gazdaság élénkítését és beruházások ösztönzését kívánja előmozdítani. Az ESBA-t a Bizottság és az Európai Beruházási Bank között megkötendő megállapodás fogja létrehozni. Az Alap többek között a közlekedés, infrastruktúra, az oktatás, egészségügy, kutatás és a kkv-k kockázatfinanszírozása területén fog társadalmilag és gazdaságilag életképes projekteket támogatni.

A javaslat szerint az Alap „alaptőkéjébe” az EU-büdzséből 16 milliárd euróval, az EIB pedig 5 milliárd euróval szállna be (kezeségvállalás formájában). Ezen kívül, a tagállamok készpénzzel vagy garanciák vállalásával, harmadik felek (például tagállamok nemzeti fejlesztési bankjai) pedig készpénzzel járulhatnak hozzá az alaphoz. A tervek szerint a beruházási projekt nagyjából 315 milliárd euró befektetést kíván mobilizálni a következő három évben (2015 és 2017 között).

### **Referenciamutatók megbízhatóságának növelése és a manipuláció kockázatának csökkentése**

A referenciamutatókkal kapcsolatos jogszabály tervezet háttérében az áll, hogy mivel számos pénzügyi eszköz és ügylet árazása függ ezeknek a mutatóknak a pontosságától, mindent meg kell tenni annak érdekében, hogy a LIBOR és az EURIBOR manipulálásához hasonló esetek ne fordulhassanak többet elő. Ennek érdekében a javaslat a referenciamutatók előállítási folyamata pon-

tosságának megteremtését, a megbízhatóság biztosítását, valamint ezen mutatók uniós szinten történő integritásának erősítését célozza.

A tervezet számos kötelezettséget támaszt az adminisztrátorok, vagyis referenciamutató kezelők (házánkban a Magyar Forex Társaság), a bemeneti adatot szolgáltatók, valamint a felügyeleti hatóságok számára. A kötelezettségek legnagyobb része az adminisztrátorokat terheli, akiknek számos nyilvántartást kell vezetnie, magatartási kódexet kell kidolgoznia, valamint engedélyezési vagy (felügyelt intézmény esetén) regisztrációs követelményeknek kell megfelelniük. Az adatszolgáltatóknak többek között a bemeneti adatok pontosságát és megbízhatóságát kell biztosítani, tekintettel azonban ezen intézmények felügyelt státuszára, a tervezet a követelmények többségét már teljesített, illetve könnyen teljesíthető feltételekként értékeli.

A tervezetben szereplő újdonság a kritikus benchmarkok fogalmának bevezetése, melyek megszűnése súlyos következményekkel járhat a pénzügyi stabilitásra, piaci integrációra és fogyasztókra nézve. A követelmények ezek esetében lesznek a legszigorúbbak, így várhatóan a felügyeleti hatóságnak értékelést kell készítenie arról, hogy a benchmark esetleges megszűnése milyen következményekkel járhat. Ezen kívül, az adatszolgáltatót bizonyos ideig akkor is kötelezheti a bemeneti adatok szolgáltatására, ha az jelezte, hogy a benchmark előállításában a továbbiakban nem kíván részt venni.

Az európai szintű tárgyalások 2015. harmadik negyedévében kerülnek lebonyolításra és az optimista vélemények szerint a rendeletet még az idei év végén elfogadják és kihirdetik.

A fenti, közvetlenül a tőkepiaci szektort, de közvetetten a bankokat is érintő rendelettervezetek hazánkban is közvetlenül alkalmazandók lesznek. Emiatt az érintett intézmények és hatóságok számára rendkívül fontos a kialakítás alatt álló, illetve hamarosan elfogadásra kerülő szabályozási javaslatok hazai relevanciájának felmérése, a kialakításukban való részvétel, valamint a szükséges változtatások megfelelő előkészítése.

*„Szerkesztett formában megjelent Vg.hu oldalon 2015. július 17-én.”*