

# Financial Risk&Regulation

## A befektetési alapok likviditási kockázatkezelése – 2020-as felügyeleti tapasztalatok

Hírlevél – 2021. május

A 2020. tavaszi Covid-19 válság okozta stressz-időszakban a befektetési alapoknál nagymértékű visszaváltások voltak megfigyelhetők. Mivel a stressz-időszak nem volt hosszan elnyúló, az alapok likviditása általánosan nem volt veszélyben, viszont egyes tanulmányok felhívták a figyelmet az alapkezelők túlzott optimizmusára, nem megfelelő kockázatkezelési módszereire és szervezeti problémáira, ezzel párhuzamosan aktuálissá váltak egyes szabályozási kérdések is. Jelen hírlevelünkben összefoglaljuk az ESMA és az angol felügyelet megfigyeléseit a kockázatkezelési gyakorlatok hiányosságairól, a likviditáskezelési eszközökről és árazásai megoldásokról.

### Magyar felügyeleti fejlemények

Az MNB április 29-én publikálta a [6/2021. sz. ajánlását](#), amelyben implementálta az ESMA (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) likviditási stressz tesztekre vonatkozó ajánlását. Ennek alkalmazását 2021. június 1-től várja el az érintett pénzügyi szervezetektől. Az ESMA ajánlását már korábban is bemutattuk a [2020. augusztusi hírlevelünkben](#). A szektor számára szintén érdekes lehet a befektetési alapok javadalmazásának változásáról szóló ESMA-ajánlás, amelyet a [2020. májusi hírlevelünkben](#) ismertettünk, ebben azt is körbejártuk, hogy milyen teljesítménymérési technikák állhatnak rendelkezésre a hozamok jobb megértése érdekében.

### Aktuális szabályozási kérdések

A befektetési alapkezelők likviditási kockázatának kérdése a Covid-19 pandémia kezdetén, a 2020. márciusi piaci visszaesés során a befektetők részéről tapasztalt nagymértékű visszaváltási hullám óta került előtérbe a szabályozók részéről. A legnagyobb kiáramlás a kötvényalapoknál, azokon belül is a high-yield alapoknál, valamint az ingatlanalapoknál jelentkezett az uniós piacokon.

Az [ESMA márciusi riportjában](#) kiemelt figyelmet kaptak a befektetési alapok, elsősorban a Covid-válság hatásai kapcsán. A riportból kiderül,

hogy 2020 második felében a kötvényalapoknál nagymértékű tőkebeáramlás volt megfigyelhető, viszont azok a piaci volatilitás mérséklődésével egyidejűleg csökkentették készpénz-állományukat, valamint az alacsony kamatkörnyezet miatt csökkent a magas minőségű likvid eszközök állománya az alapkezelők kockázatkereső magatartása miatt. Hasonlóan a pénzpiaci alapok (Money Market Fund – MMF) is nagymértékű likviditási puffereket építettek fel a tavalyi év második felében.

A befektetési alapok likviditásának aktualitását jól mutatja az is, hogy az Értékpapír-piaci Felügyelet Nemzetközi Szervezete, az IOSCO (International Organization of Securities Commissions) 2020 novemberében publikálta elemzését arról, hogy az EU-s pénzpiaci alapok hogyan viselkedtek a márciusi-áprilisi sokk során. Ebben kiemelte a piac heterogenitását, amelyet a [szabályozásnak is figyelembe kell vennie](#). Ezen felül, az IOSCO idén dolgozza fel a korábbi, 2018-as ajánlására adott felügyeleti és iparági visszajelzéseket a nyílt végű alapok likviditási kockázatkezeléséről. 2021 év végén a Pénzügyi Stabilitási Tanáccsal (Financial Stability Board – FSB) együtt elemzik az alapok számára rendelkezésre álló likviditáskezelési eszközöket, azok hatásait, különös tekintettel a 2020. tavaszi piaci stressz-időszakra.

## Az ÁÉKBV-k likviditási kockázatkezeléséről

Az [ESMA 2020 januárban közös felügyeleti intézkedést](#) (Common Supervisory Action – CSA) indított a nemzeti illetékes hatóságokkal az ÁÉKBV-k (átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások) likviditási kockázatának kezeléséről. Az intézkedés célja a közös szabályozói tevékenységek koordinálása, azok egységesítése, valamint a kockázatkezelés megfelelőségének felmérése volt, ebben mind a 30 EGT-s állam hatósága részt vett. Az ESMA egy korábbi, 2019-es stressz teszt keretében felmérte a szektor felkészültségét a likviditási kockázatok kezelése szempontjából. A tanulmány szerint ésszerű sokk-szenáriók esetén is a kevésbé likvid vállalati (high-yield) kötvényalapok csaknem 40%-ánál merülhet fel likviditási hiány.

A nemzeti hatóságok által vizsgált alapok esetében (amelyek a „high-yield” mellett egyéb alapokat is magukba foglalnak) ezzel ellentétben az volt az ESMA általános tapasztalata, hogy 2020 első félévében csak kevéssé fordult elő olyan mértékű likviditási kockázat, amely nem tette volna lehetővé a befektetők számára, hogy visszaváltsák a befektetési jegyeiket, vagy amely veszélyeztette volna az alap egyéb kötelezettségeinek teljesítését. Csak kevés olyan esetet azonosítottak, ahol nem történt meg a szabályozásnak való megfelelés, azonban voltak olyan területek, ahol a szabályozók szerint fejlődésre van szükség:

- A szabályozói kötelezettség ellenére a kockázatkezelési dokumentáció nem volt megfelelő, az előzetes likviditási elemzések, előrejelzések, a döntéshozatali folyamatok leírása nem volt világos, valamint az adatok megbízhatósága terén is kételyek merültek fel.
- A leírt kockázatkezelési folyamatok minősége kapcsán is felmerültek problémák, vagy nem szerepelt az adott folyamat a dokumentációban, vagy a dokumentációban szereplő kockázatkezelési eszközt egyáltalán nem, vagy nem megfelelően használták.
- A kockázatkezelés módszertana nem volt megfelelő, a modellek nem voltak előretekintőek, nem történt meg azok visszamérése. A befektetési döntések előtt nem volt felmérve a likviditási helyzet, továbbá, a befektetők viselkedési hatása nem volt megfelelően modellezve. A modellek előrejelzése a kedvezőtlen piaci scenáriókra nézve nem volt megfelelő.
- A tőzsdén vagy szabályozott piacon kereskedett értékpapírokra túlzottan optimista likviditási feltevésekkel éltek az alapok.
- Sok esetben nem volt helyes az a feltevés, hogy az ÁÉKBV irányelv (2009/65/EK) szerint meghatározott szabályozott piacon nem kereskedett eszközöket likvidnek tekintették.

- Néhány esetben a portfóliókezelés mellett likviditáskezelési funkciókat is harmadik félhez delegáltak, azonban a belső kockázatkezelés, ezen belül a monitoring és átvilágítási funkciók elégtelenül működtek.
- Az ÁÉKBV irányelv által meghatározott adatminőségi feltételek nem teljesültek, mivel jellemző volt, hogy az alapok csak néhány adatszolgáltató adataira támaszkodtak, és nem történtek meg az elvárt adatellenőrzések.
- Az átlátható ügyfél-tájékoztatást nyújtó Kiemelt Információs Dokumentumok (Key Information Documents: KID) hiányosak voltak, abban a likviditási kockázatok, kockázatkezelési eszközök nem voltak világosan megfogalmazva.
- Nem voltak világosak, jól dokumentáltak a döntéshozatali folyamatok elsősorban a likviditáskezelési eszközök bevezetése és azok értékelése terén.
- Néhány esetben a belső irányítási funkciók nem megfelelően működtek. A második és harmadik „védelmi vonal” (compliance, illetve belső ellenőrzés) nem végezte el a megfelelő kontrollokat a likviditási kockázatkezelés folyamatainál.
- Az ÁÉKBV-k alapkezelőinek külső auditjára nem minden esetben kerül sor az eltérő nemzeti szabályozások miatt.

## A pénzügyi alapok szabályozása

Az [ESMA további konzultációs riportot](#) indított megcímezve az EU-s pénzügyi alapok alapkezelőit és az érintett befektetőket. A konzultáció háttérében a 2022 júliusban esedékes pénzügyi alapok rendeletének (Money Market Fund Regulation – MMFR) felülvizsgálata áll.

A konzultáció elsősorban azt a reformot veti fel, hogy a visszaváltásokra kiszabott díjak („redemption fee”) vagy a visszaváltások bizonyos ideig való korlátozásának alkalmazását („redemption gate”) ne a heti likvid eszközök („Weekly Liquid Assets” – WLA) arányától tegyék függővé. Jelenleg az EU-s szabályozásban ezen eszközök használata akkor megengedett, ha a WLA a nettó eszközérték 30%-a alá csökken, illetve ha a napi visszaváltások meghaladják a 10%-ot. A konzultáció azon tanulmányokra hivatkozik, amelyek kimutatták, hogy ha az alap közel jár a WLA-küszöbhez, akkor a befektetőknek érdekükben áll visszaváltási befektetésüket, hogy elkerüljék a díjak megfizetését, így a korábban kiszálló befektetők előnyt élveznek („first-mover advantage” jelenség). A jelenség azonban magában hordozza a visszaváltási hullámok kockázatát, így a szabályozók a visszaváltások korlátozását nem likviditási mutatóktól tennék függővé (az alternatív szabályok kidolgozása viszont még folyamatban van). A pénzügyi alapok likviditási puffereire vonatkozó követelményeket is tervezik szigorítani.

## Az UK-beli nyílt végű alapok

Márciusban jelent meg a Bank of England és az annak hatáskörébe tartozó, a pénzügyi szektor magatartási normáinak betartatására létrehozott Financial Conduct Authority (FCA) közös tanulmányának eredménye az egyesült királyságbeli nyílt végű alapok [likviditáskezeléséről](#). A tanulmány szintén rávilágít a nem megfelelő kockázatkezelésre és rossz kockázatfelmérésre.

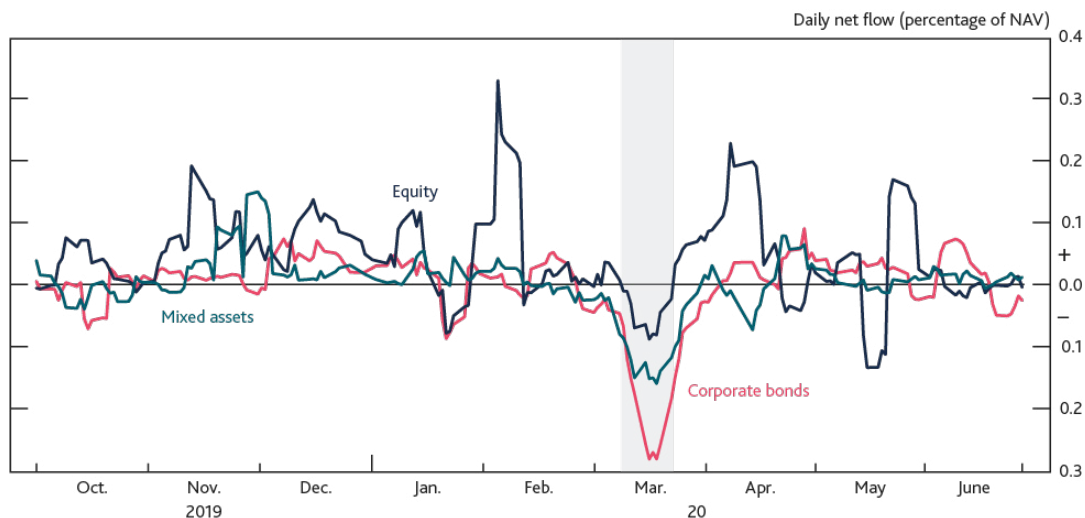
A nyílt végű alapok likviditási kockázatának egyedisége leginkább az eszköz és forrás oldal lejárati eltéréseiből fakad, hiszen azok befektetési jegyeinek egy részét naponta visszaváltják a befektetők, e mellett viszont olyan eszközökkel is rendelkeznek, amelyeket nehezebben vagy lassabban lehet csak értékesíteni. Továbbá, az angol jegybank pénzügyi tanácsa, a Financial Policy Committee (FPC) egy korábbi, 2019-es elemzésében rámutatott arra, hogy rendszerkockázati veszélyeket hordoz a nyílt végű alapok likviditási kockázata, mivel a korán visszaváltó befektetők előnyt élveznek különösen stressz időszakban, így egy visszaváltási hullám nagyban befolyásolhatja az eszközárakat, amely a piac más szegmenseit is elérheti.

A tanulmány a 2019-es negyedik negyedév és a 2020-as második negyedév közti időszakban olyan alapkezelőket vizsgált, amelyek kevésbé likvid eszközökbe befektető alapokat irányítottak, azaz vállalati kötvényalapokat, úgynevezett vegyes kötvényalapokat (mixed bond funds), valamint kis és közepes kapitalizációjú (small és medium cap) részvényalapokat.

A Covid-19 járvány kezdetén a vállalati kötvényalapok napi kiáramlása volt a legmagasabb, 2020. március hónapban a nettó eszközérték 2,6%-a áramlott ki, ennek oka az érintett piacon romló likviditás, a hitelminősítések romlása, és így az eszközárak esése volt. A nagy kiáramlások csak átmenetiek voltak – ahogy az Unió tagállamaiban is –, amihez a jegybankok eszközvásárlási programjai is hozzájárultak (közvetlenül vagy a bankoknak adott támogatás formájában közvetetten).

A tanulmányban felmérték, hogy milyen likviditáskezelési eszközökkel élnek az alapkezelők, mellyel befolyásolhatják az alapok pénzáramlását rövid vagy hosszú távon. A leggyakoribbak az árazáshoz köthető eszközök, ezeken belül is az úgynevezett „swing pricing”.

- A swing pricing lényege, hogy az alapkezelő az alap nettó eszközértékének korrekciója révén egyfajta jutalékot számít fel a kilépő vagy belépő befektetőnek, amely tükrözi az alap kereskedési költségeit, elsősorban a vételi és eladási ár közti különbséget (bid-ask spread). Ezzel a módszerrel az alapkezelő elsősorban a hosszú távú befektetőket védi. Ha túl sok befektető akarna belépni, a jutalék miatt a profit nagyobb hányada jutna a hosszú távú befektetőnek, míg nagymértékű visszaváltás esetén az eszköz korlátozhatja a további kiáramlást. Az alap árfolyamában így belépési hullám esetén pozitív, visszaváltási hullám esetén negatív korrekció történik. A korrekciós tényező fennállhat minden egyes tranzakció esetén („full swing”), vagy csak az alapkezelő által, a nettó eszközérték százalékában meghatározott küszöb felett léphet érvénybe („partial swing”).
- Az úgynevezett „dual pricing” alapelve ugyanaz, mint a swing pricing-nak, ott az alapkezelő az újonnan kibocsátott és bevont befektetési jegyek árfolyamát korigálja, amelyet a piaci tranzakciós költségekhez köti, de szűkebb árrést alkalmaz, így nem a teljes költséget hárítja át a be- vagy kiszálló befektetőkre.
- Az alapkezelők a tranzakciós költségek miatti „felhígulás” ellen alkalmazhatnak egyszeri jutalékot, amely időszakosan lehet küszöbhez kötött swing pricing technika is („anti-dilution levy”). A jutalék a tranzakció értékének bizonyos százalékában van meghatározva.
- Egy további likviditáskezelési technika a visszaváltások elhalasztása, így azok egy része csak egy későbbi kereskedési napon bonyolódik le.
- Az intézményi befektetők a befektetéseiket nemcsak készpénzre válthatják vissza, hanem megkaphatják a kezelt értékpapír-portfólió arányos részét.



A vizsgált alapok napi be- és kiáramlásainak ötnapi mozgóátlaga a kezelés alatt álló vagyon arányában

- A napi elszámolást az alapkezelő ideiglenesen megváltoztathatja a befektetői tájékoztató módosításával, ekkor a befektetőket elegendő idővel előre kell értesíteni, emiatt ez nem használható stressz idején rövid távú eszközként.
- A nagymértékű visszaváltásokat az alapok ideiglenesen kölcsön felvételével finanszírozhatják, leggyakrabban folyószámlahitel igénybevételeivel. Ez azonban a nettó eszközérték százalékában maximalizálva lehet.

Az eszközök közül leginkább a swing pricing és az egyszeri jutalék használata volt jellemző. Ezek használata stressz idején gyakoribb volt, sok alap csak akkor folyamodott hozzájuk. Az alapok 80%-a a nettó eszközérték legfeljebb 2%-át határozta meg a nettó be- vagy kiáramlások küszöbeként (partial swing esetén), a többi alapnál ez egészen 11%-ig terjedt. A korrekciós tényező (ami a középárfolyamot téríti el a likviditási költségek figyelembe vételével) számításánál az alapkezelők a bid-ask spread-ek mellett számításba vették a kereskedésnél fellépő jutalékok, jogi költségeket és adókat is, valamint a nagyobb tranzakció piaci hatását is. A korrekciós tényezőt az alapkezelők maximalizálhatják, azonban sok alapnál ez feloldásra került a stressz időszakban.

A tanulmány szerint nem volt összefüggés a likviditáskezelési eszközök és a különböző alap stratégiai közt, amit részben az is magyarázhat, hogy sok vizsgált alap több kisebb alapot foglalt magában (umbrella fund), így az alapkezelői szinten nem differenciálnak a likviditáskezelési eszközök használatában. A befektetők tájékoztatása a likviditáskezelési eszközök használatáról kötelező, azonban ezt a vizsgált alapok sok esetben csak utólag tették meg.

A likviditáskezelési eszközök használata mellett az alapok a likviditási kockázatuk csökkentése céljából készpénzt vagy egyéb likvid eszközt tartanak. A készpénz tartása kizárólag likviditási célokat szolgál, hiszen fedezetet nyújt a megnövekvő visszaváltások

esetén, azonban csökkenti az alap által elérhető hozamot. A tanulmányban vizsgált alapok a készpénz mellett leginkább pénzügyi alapokban építették fel a likviditási pufferjeiket. Jellemzőek voltak még állampapírok („Gilt”), valamint az angolszász tőkepiacokon jellemző – bankok által rövid távra kibocsátott és kereskedhető – letéti jegyek (Certificate of Deposit – CD), valamint – vállalatok által kibocsátott, szintén rövid távú – kereskedelmi papírok („commercial paper”). A Covid-válság ideje alatt bár a jelentős kibocsátások miatt a kötvényárfolyamok estek, a veszteségek miatti margin call-ok kevésbé veszélyeztették az alapok likviditását.

A vállalati kötvényalapok kezelőinél végzett felmérés során az alapkezelőknek három likviditási csoportba kellett besorolniuk eszközeiket. Az alábbi három, rugalmasan értelmezhető csoportot határozták meg:

- Likvid eszközök (L1): pl. állampapírok, fejlődő országok tőzsdén jegyzett értékpapírai.
- Kevésbé likvid vagy változó likviditású eszközök (L2): vállalati kötvények, fejlődő országok piacainak részvényei. Ezen belül egy magas (L1a), közepes (L2b) és alacsony likviditású (L2c) csoportosítás is történt attól függően, hogy az eszköz mennyire kereskedett, és mennyire megbízhatóan értékelhetőek.
- Illikvid (L3): olyan eszközök, amelynek nem elérhető egy piaci ár (pl. ingatlanok, magántőkealapok).

A tanulmány azt mutatta, hogy a vállalati kötvény alapkezelői túlértékelik az eszközeik likviditását. A válaszadók több mint fele, az eszközeik 90%-át vagy az L1, vagy az L2a kategóriába sorolták, míg negyedük a 90%-ot csak az L1-es kategóriába. Ezzel ellentétben viszont, a Covid-válság idején történő piaci sokk esetén a kötvényminősítések jelentősen romlottak, de sok érintett kötvénnyel normál piaci körülmények között sem kereskednek rendszeresen. Az utóbbi csoportba tartozó alapkezelőknél az eszközök majdnem fele BBB vagy annál rosszabb minőségű kötvény volt.

A hírlevél készítésében részt vettek: Csányi András és Soltész József.

## Kapcsolat:

### Rakó Ágnes partner

**M:** +36 70 370 1792  
**E:** agnes.rako@kpmg.hu

### Szalai Péter igazgató

**M:** +36 70 370 1739  
**E:** peter.szalai@kpmg.hu

### Wieder Gergő senior menedzser

**M:** +36 70 333 1471  
**E:** gergo.wieder@kpmg.hu

### Soltész József menedzser

**M:** +36 70 370 1766  
**E:** jozsef.soltesz@kpmg.hu

**KPMG.hu**



Az itt megjelölt információk tájékoztató jellegűek, és nem vonatkoznak valamely meghatározott természetes vagy jogi személy, illetve jogi személyiség nélküli szervezet körülményeire. Társaságunk ugyan törekszik pontos és időszzerű információkat közölni, ennek ellenére nem vállal felelősséget a közölt információk jelenlegi vagy jövőbeli hatályosságáért. Társaságunk nem vállal felelősséget az olyan tevékenységből eredő károkért, amelyek az itt közölt információk felhasználásából erednek, és nélkülözik társaságunknak az adott esetre vonatkozó teljes körű vizsgálatát és az azon alapuló megfelelő szaktanácsadást. A KPMG név, a KPMG logó a KPMG International lajstromozott védjegy.

© 2021 A KPMG Tanácsadó Kft., a magyar jog alapján bejegyzett korlátolt felelősségű társaság, és egyben a KPMG International Limited („KPMG International”) angol „private company limited by guarantee” társasághoz kapcsolódó független tagtársaságokból álló KPMG globális szervezet tagtársasága. Minden jog fenntartva.