EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2023.7.20.
COM(2023) 452 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

a pénzpiaci alapokról szóló (EU) 2017/1131 európai parlamenti és tanácsi rendelet prudenciális és gazdasági szempontú megfelelőségéről

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS 3

1.1. Háttér-információk 3

1.2. A jelentés jogalapja 4

1.3. Módszertan és konzultációs folyamat 4

2. A PPA-ÁGAZAT HELYZETE MA 5

2.1. A PPA-rendelet által bevezetett főbb változások 5

2.2. A piac jelenlegi szerkezete 7

2.3. A legújabb piaci fejlemények és a levont tanulságok 11

3. A PPA-RENDELET PRUDENCIÁLIS ÉS GAZDASÁGI SZEMPONTBÓL VALÓ MEGFELELŐSÉGE 15

3.1. PPA-k és az uniós tagállamok által kibocsátott vagy garantált állampapírok 15

3.2. Az átruházható eszközök magas és rendkívül magas likviditásának és hitelminőségének egységes meghatározása 16

3.3. A PPA-rendelet hatása a rövid távú finanszírozási piacokra 17

3.4. Nemzetközi szintű szabályozási fejlemények 18

3.4.1. A befektetői pánik kockázatának csökkentése 19

3.4.2. A PPA-k likviditásának és veszteségviselési képességének megerősítése 21

3.4.3. Egyéb intézkedések 22

3.5. A legalább 80 %-os uniós állampapírkvóta bevezetésének megvalósíthatósága 22

4. KÖVETKEZTETÉSEK 23

RÖVIDÍTÉSEK

ABAK-irányelv	Alternatívbefektetésialap-kezelői irányelv
CNAV	Állandó nettó eszközértékű PPA (Constant net asset value MMF)
EKB	Európai Központi Bank
ESMA	Európai Értékpapírpiaci Hatóság
ERKT	Európai Rendszerkockázati Testület
EUR	Euro
FSB	Pénzügyi Stabilitási Tanács
GBP	Brit font sterling
LVNAV	Alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA (low volatility net asset value MMF)
PPA	Pénzpiaci alap
PPA-rendelet	(EU) 2017/1131 rendelet a pénzpiaci alapokról
NAV	Nettó eszközérték (net asset value)
NCA	Illetékes nemzeti hatóság (national competent authority)
USD	USA-dollár
ÁÉKBV	Átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozás
VNAV	Változó nettó eszközértékű PPA (variable net asset Value MMF)
WMA	Heti lejáratú eszközök (Weekly Maturing Assets)

1. BEVEZETÉS

1.1. Háttér-információk

A pénzpiaci alapokról szóló (EU) 2017/1131 rendeletre (a továbbiakban: a PPA-rendelet) irányuló javaslat a globális pénzügyi válságot követően született, amely rávilágított a világ pénzügyi piacainak és e piacok szabályozási rendszereinek bizonyos gyenge pontjaira. Alkalmazásának 2019. januári megkezdése óta a rendelet a Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB), az Értékpapír-felügyeletek Nemzetközi Szervezete (IOSCO)[1] és az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT) ajánlásai alapján jelentős mértékben megerősítette a PPA-kra vonatkozó szabályozási rendszert az EU-ban.

Az új szabályozási keretet próbára tette a Covid19-világjárvánnyal összefüggő piaci stressz. Ennek a stressznek a PPA-kra gyakorolt hatása a PPA-piacok struktúrái közötti különbségek (pl. a PPA-k meghatározó típusai, befektetői profilok és mögöttes beruházások), valamint a PPA-kra vonatkozó szabályozási keret fennmaradó különbségei miatt joghatóságonként eltérő volt. A nagyobb központi bankok, például az Európai Központi Bank (EKB) és az amerikai Federal Reserve más-más intézkedéseket hoztak a hatások enyhítésére, mint például a kereskedelmi értékpapírok végleges (outright) vásárlása az elsődleges és másodlagos piacokon[2], hitelnyújtás a bankok számára a PPA-k eszközeinek vásárlásához (Federal Reserve), valamint a refinanszírozási műveleteknél az elismert biztosítékok kiterjesztése a fedezetlen banki kötvényekre (EKB). Ezek a beavatkozások javították a likviditást és a rövid lejáratú adósságpiacokba vetett bizalmat, ami a PPA-k visszaváltási ütemének mérséklődéséhez is hozzájárult. Bár 2020 márciusában és más piaci stresszidőszakokban jelentős kiáramlások történtek bizonyos típusú PPA-kból, egyetlen uniós PPA-nak sem kellett visszaváltási díjat vagy korlátot[3] kezdeményeznie, vagy felfüggesztenie a visszaváltásokat.

A Covid19-válságot követően a globális és európai prudenciális hatóságok elkezdték a PPA-k rezilienciájának növelését célzó szakpolitikai javaslatok kidolgozását. Főként az FSB[4], az ERKT[5] és az Európai Értékpapírpiaci Hatóság (ESMA)[6] javasolt különböző reformokat annak biztosítása érdekében, hogy a PPA-k stresszhelyzetben ne fokozzák a likviditási sokkot. E javaslatok egyike annak a lehetőségnek a megszüntetésére irányult, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k (LVNAV-ok) amortizált bekerülési értéken alapuló elszámolást alkalmazzanak. Ez azonban csökkentheti a PPA-k – mint a bankbetétek

---

[1] Az Értékpapír-felügyeletek Nemzetközi Szervezete (IOSCO) szakértői értékelést végzett a PPA-reformok különböző joghatóságokban történő végrehajtásáról, és 2020. november 20-án tematikus vizsgálatot tett közzé a pénzpiaci alapokra irányuló reformok végrehajtásának következetességéről. A jelentés megerősíti, hogy az elért szabályozási célkitűzések nagymértékben megfelelnek az eredeti ajánlásoknak.

[2] Kereskedelmi értékpapír: bemutatóra szóló, biztosíték nélküli ígéret egy meghatározott összegnek egy meghatározott lejárati időpontban történő kifizetésére" (IMF, 2003). A kereskedelmi értékpapírokat többnyire nem pénzügyi vállalatok bocsátják ki.

[3] A visszaváltási díjak likviditáskezelési eszközként általában az alap részvényeit (jellemzően egy előre meghatározott időszakon belül) értékesítő befektetőket terhelő átalánydíjként működnek. A visszaváltási korlátok olyan likviditáskezelési eszközök, amelyek megakadályozzák az alap befektetőit abban, hogy meghatározott ideig tőkéjük egy részét kivonják az alapból.

[4] FSB, 2021. október 11., Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Szakpolitikai javaslatok a pénzpiaci alapok rezilienciájának javítására).

[5] ERKT, 2021. december 2., Recommendation on reform of money market funds (Ajánlás a pénzpiaci alapok reformjához).

[6] ESMA, 2022. február 14., ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (Az ESMA véleménye a pénzpiaci alapokról szóló rendelet felülvizsgálatáról).

likviditáskezelési alternatívái – eredményességét, és korlátozhatja a vállalatok készpénzkezelési lehetőségeit[7].

1.2. A jelentés jogalapja

Ez a jelentés a PPA-rendelet 46. cikkének (1) bekezdésével összhangban készült, amely előírja a Bizottság számára, hogy értékelje a PPA-rendelet működését a jelenlegi szabályok prudenciális és gazdasági elemzése alapján, valamint az ESMA-val és adott esetben az ERKT-val folytatott konzultációt követően, továbbá a 6. cikk (2) bekezdésével összhangban, amely meghatározza azokat a feltételeket, amelyeket a jelentésnek figyelembe kell vennie. Ez a cikk azt is előírja a Bizottság számára, hogy értékelje, szükséges-e az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-kra (CNAV) és az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kra vonatkozó rendszer módosítása.

1.3. Módszertan és konzultációs folyamat

Ez a jelentés számos, az európai és nemzetközi szervek által készített tanulmányra támaszkodik. Mind az FSB jelentése[8], mind az ESMA véleménye[9] figyelembe vette az érdekelt felek visszajelzéseit. Ez utóbbi jelentések, valamint az ERKT ajánlásai[10] a felügyeleti hatóságoktól származó adatok és bizonyítékok széles körét tartalmazzák. Az EKB az uniós szabályozási keret pénzügyi stabilitási szempontból vizsgált eredményességéről szóló értékelést tett közzé, a PPA-k Covid19-válság alatti viselkedése alapján[11]. Tudományos dokumentumok további információkkal szolgáltak ehhez a jelentéshez.

A Bizottság 2022. április 12. és május 20. között konzultációt folytatott az érdekelt felekkel, hogy összegyűjtse véleményüket a PPA-rendelet működéséről[12]. Összesen 48 válaszadó nyújtott be észrevételt. A válaszadók több mint kétharmada jelezte, hogy a PPA-rendelet eredményesen teljesítette fő célkitűzéseit a likviditás biztosítása, a befektetővédelem fokozása, az átterjedés kockázatának megelőzése, valamint az átláthatóság, a felügyelet és az egységes piac pénzügyi stabilitásának javítása tekintetében. Ezek a válaszadók úgy vélik, hogy a PPA-rendelet hozzájárult a tőkepiacok integrációjához és reziliensebbé tette a PPA-kat, különösen a hitelminőségre[13] és az eszközök összetételére[14] vonatkozó szabályai révén. Az érdekelt felektől kapott visszajelzések arra is rámutatnak, hogy fontos az uniós szintű szabályok következetességének biztosítása és a felügyelet megerősítése. Emellett a határokon átnyúló tevékenységet folytató befektetők azt is nagyra értékelik, hogy a PPA-rendelet

---

[7] A magánszektor adósságállományába fektető stabil nettó eszközértékű PPA-k betétszerű jellemzőkkel rendelkeznek, a bankok által kibocsátott kötelezettségekbe fektetnek be, és a nem pénzügyi vállalatok likviditáskezelési eszközeiként működnek.

[8] FSB, 2021. október 11., Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Szakpolitikai javaslatok a pénzpiaci alapok rezilienciájának javítására).

[9] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf

[10] https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html

[11] EKB, 2022. október, *Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil* (Megfelel-e a célnak az uniós PPA-rendelet? A Covid19-válság tanulságai), Working Paper Series, 2737. szám.

[12] https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en

[13] Az (EU) 2017/1131 rendelet (PPA-rendelet) 19–23. cikke.

[14] Az (EU) 2017/1131 rendelet (PPA-rendelet) 8–18. cikke.

lehetővé teszi számukra, hogy mind számviteli, mind kockázatkezelési szempontból globálisan, sztenderd folyamat keretében végezzék a készpénzkezelést.

2. A PPA-ÁGAZAT HELYZETE MA

2.1. A PPA-rendelet által bevezetett főbb változások

A PPA-rendelet bevezetése előtt az EU-ban működő PPA-k többsége az ÁÉKBV-irányelv[15], annak végrehajtási jogi aktusai és iránymutatásai, valamint az ágazati magatartási kódexek szabályai szerint működött. Az uniós PPA-k fő székhelye Franciaország, Írország és Luxemburg. Luxemburg és Írország olyan PPA-ágazatot alakított ki, amelyben az állandó nettó eszközértékű, devizában jegyzett PPA-k az EU-n kívüli intézményi befektetőket célozzák meg.

A PPA-rendelet célzott és lényegesen fejlettebb szabályozási rendszert vezetett be az EU-ban működő PPA-k számára. Célja különösen a PPA-k által a 2008-as válság során tapasztalt hitel- és likviditási kockázati nehézségek kezelése volt. A PPA-t alkotó alapvető termékjellemzők harmonizálásával a keretrendszer a likviditásra és a likviditási kockázatok kezelésére vonatkozó szabályok révén egységes szintű befektetővédelmet is létrehozott, ideértve a likviditási puffereket, az olyan eszközöket, amelyekbe a PPA-k befektethetnek, a diverzifikációt, az értékelést és a belső hitelminőség-értékelést. Emellett fokozta az átláthatóságot a befektetők és a felügyelet tekintetében, többek között az illetékes nemzeti hatóságoknak való átfogó jelentéstétel révén.

Emellett a PPA-rendelet kifejezetten tiltja a „külső támogatást”, a PPA-ágazat és a pénzügyi ágazat többi része közötti továbbterjedés kockázatának elkerülése érdekében. Az „ismerd az ügyfeledet” elv arra kötelezi a PPA-k valamennyi típusának kezelőit, hogy előre jelezzék a több befektető általi egyidejű visszaváltások hatását. Minden PPA-kezelőnek a számviteli ciklus során mindenkor az ügyfelei egyedi készpénzszükségleteihez kell igazítania a likviditás tényleges szintjét.

A PPA-rendelet létrehozott egy új típusú PPA-t: az alacsony nettó eszközértékű PPA-t, amely a nem állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-kat váltja fel. Az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-khoz hasonlóan az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k is alkalmazhatnak amortizált bekerülési értéken alapuló elszámolást a stabil visszaváltási ár biztosítására, de csak addig, amíg az alapul szolgáló eszközök értéke legfeljebb 20 bázisponttal tér el az alap nettó eszközeinek piaci értékétől[16]. A két értéket naponta teszik közzé. Ha az eltérés meghaladja a 20 bázispontot, az alacsony nettó

[15] Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009. július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról.

[16] Az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű és az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k megkülönböztető jellemzője, hogy a nettó eszközértéket a második tizedesjegyig kerekítik, ami azonban az alacsony volatilitású nettó eszközérték esetében csak a 20 bázispontos sávon belül lehetséges (a változó nettó eszközérték esetében a negyedik tizedesjegyre kerekítenek). A kerekítés azt jelenti, hogy a befektetőknek a részvények visszaváltásakor nem kell megjeleníteniük a portfólióban az igen csekély összegű, nem realizált tőkenyereséget és -veszteséget.

eszközértékű alapnak az állandó nettó eszközértékről változó nettó eszközértékre kell átállnia[17].

A PPA-rendeletnek való megfelelés jogi és működési költségekkel járt az eszközkezelők számára, akiknek a meglévő alapokat át kellett helyezniük az új rendszerbe, növelniük kellett az átláthatóságot, javítaniuk kellett kockázatkezelési folyamataikat, és szorosan nyomon kellett követniük befektetéseiket és a kapcsolódó hitel- és likviditási kockázatokat, mindezt a likviditási követelményeknek való megfelelés biztosítása érdekében. A harmadik fél forgalmazók, platformok és letétkezelők esetében is merültek fel költségvonzatok. A PPA-k befektetői részéről további időre és erőforrásokra volt szükség a befektetési politikák, kontrollok és felügyelet kialakításához a keretrendszer, a pénztárrendszerek és a számviteli folyamatok körül, és annak biztosításához, hogy a könyvvizsgálók a készpénz és a készpénzegyenérték szempontjából tisztában legyenek a PPA-k új alapstruktúráival. A konzultáció eredményei azonban nem mutatták ki, hogy a költségek túlzottak lennének, és komolyabb egyszerűsítési lehetőséget sem tártak fel.

2020. októberi Market Insights tanulmányában az Európai Alap- és Eszközkezelő Szövetség megjegyezte, hogy a PPA-rendelet által bevezetett szigorú szabályozási követelmények és a szabályozásnak való megfelelés megnövekedett költségei 2019 első negyedévében 16 %-os csökkenést eredményeztek az ÁÉKBV PPA-k számában, mivel számos eszközkezelő úgy döntött, hogy lezárja PPA-it, különösen a kis PPA-kat, vagy azokat rövid lejáratú kötvényalapokra váltja át. Emellett egyes alapok már nem feleltek meg a PPA-rendeletben előírt szigorúbb szabályozási követelményeknek, így már nem minősülnek PPA-nak. A PPA-k számának csökkenése ellenére az európai PPA-k 2019-ben és 2020-ban jelentős nettó beáramlást tapasztaltak.

1. táblázat: Az uniós PPA-k fő jellemzői és a rájuk vonatkozó biztosítékok

	Rövid lejáratú PPA			**Sztenderd PPA**
	Stabil nettó eszközérték		**Változó nettó eszközérték (VNAV)**	
Név	Állampapírokba fektető állandó nettó eszközérték (állampapírokba fektető CNAV)[18]	Alacsony volatilitású nettó eszközérték (LVNAV)[19]	Rövid lejáratú VNAV[20]	Sztenderd VNAV[21]
Állampapírok	Legalább 99,5 % állampapírokban, állampapírokkal fedezett fordított repoügyletekben és készpénzben	Megengedett		
Súlyozott átlagos lejárat[22]	Max. 60 nap			Max. 6 hónap

[17] A PPA-rendelet számos egyéb portfólió- és értékelési szabályt is előír, amelyek célja a befektetők védelme és a pénzügyi piac stabilitása.

[18] A PPA-rendelet 2. cikkének 11. pontja szerinti, állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA.

[19] A PPA-rendelet 2. cikkének 12. pontja szerinti, alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA.

[20] A PPA-rendelet 2. cikkének 14. pontja szerinti, rövid lejáratú PPA-ként kezelt változó nettó eszközértékű PPA.

[21] A PPA-rendelet 2. cikkének 15. pontja szerinti, sztenderd PPA-ként kezelt változó nettó eszközértékű PPA.

[22] A PPA-rendelet 2. cikkének 19. pontjában meghatározottak szerint.

Súlyozott átlagos élettartam[23]	Max. 120 nap	Max. 12 hónap
Az eszközök lejárata	Max. 397 nap	Max. 2 év, 397 napos hátralévő futamidővel
Napi lejáratú eszközök	Min. 10 %	Min. 7,5 %
Heti lejáratú eszközök	Min. 30 % (ebből az állampapírok aránya max. 17,5 %)	Min. 15 %

2.2. A piac jelenlegi szerkezete

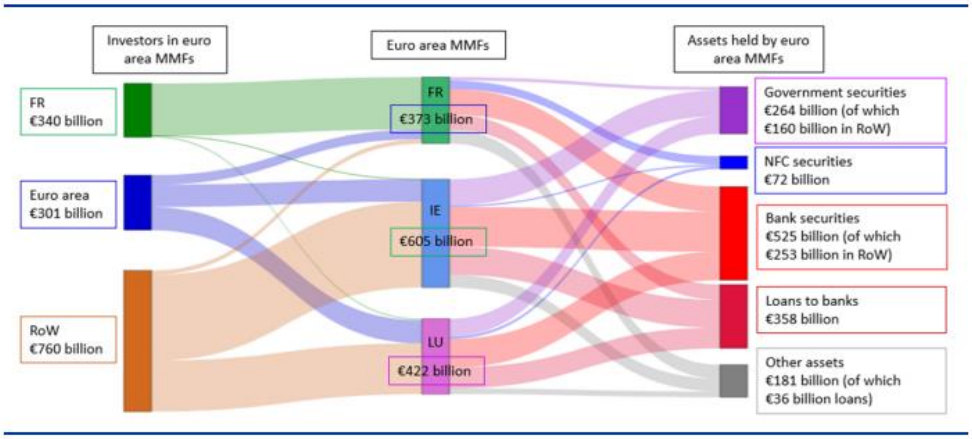
A PPA-rendelet 46. cikke (2) bekezdésének a) pontja előírja a Bizottság számára, hogy elemezze az e rendelet alkalmazása során szerzett tapasztalatokat, valamint az Unión belül a befektetőkre, PPA-kra és a PPA-k kezelőire gyakorolt hatást.

2021 végén az euroövezeti PPA-k teljes eszközállománya mintegy 1,5 billió EUR volt, amely az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű (a kezelt teljes eszközállomány 11 %-a), alacsony nettó eszközértékű (46 %), a rövid lejáratú változó nettó eszközértékű (12 %) és a sztenderd nettó eszközértékű (31 %) PPA-k között oszlott meg. Az uniós PPA-k főként euróban (42 %), USD-ben (31 %) és GBP-ben (22 %) denomináltak, és néhány országban, elsősorban Írországban, Luxemburgban és Franciaországban koncentrálódnak, továbbá az uniós PPA-k által kezelt összes eszköz 42 %-át, 26 %-át, illetve 25 %-át teszik ki[24].

Az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű és alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k többnyire USD-ban és GBP-ben denomináltak, székhelyük pedig főként Írországban és Luxemburgban található**.** Az euróban denominált PPA-k elsősorban sztenderd változó nettó eszközértékűként strukturáltak, és többnyire Franciaországban rendelkeznek székhellyel (2021 decemberében 192 ilyen alap működött).

1. ábra: Ki fektet be euroövezeti PPA-kba, és hol fektetnek be ezek a PPA-k?
Forrás: EKB, Makroprudenciális Közlöny, 2021. április.

[23] A PPA-rendelet 2. cikkének 20. pontjában meghatározottak szerint.
[24] Lásd még az ESMA és az ERKT jelentéseit.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Az euroövezeti PPA-k részvényeinek/befektetési jegyeinek többségét vállalati és intézményi befektetők birtokolják, amint azt a 2. ábra mutatja[25]. A szakmai befektetők teszik ki a nettó eszközérték 95 %-át az állandó nettó eszközértékű, és 99 %-át az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében. A változó nettó eszközértékű PPA-k esetében a lakossági befektetők aránya valamivel magasabb, 13 % és 12 % a rövid lejáratú, illetve a sztenderd változó nettó eszközértékű PPA-k esetében[26].

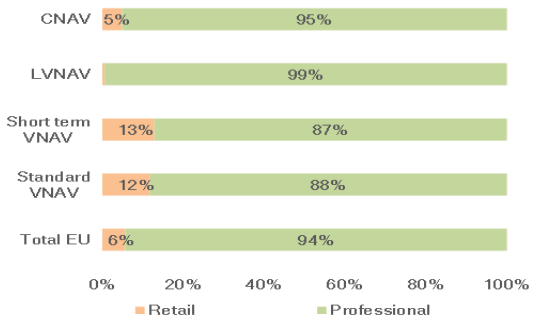
Amint az a 3. ábrán látható, a pénzügyi intézmények a PPA-k fő befektetői az összes PPA-típus esetében, a nettó eszközérték 59 %-át adják, míg a nem pénzügyi vállalatok a nettó eszközérték 19 %-át teszik ki.

Amint azt a 4. ábra mutatja, a nem uniós befektetők Luxemburgban és Írországban dominánsak. A nem uniós befektetők az írországi PPA-k nettó eszközértékének több mint 77 %-át, Luxemburg esetében pedig közel 63 %-át teszik ki. Az írországi PPA-k esetében ezek elsősorban egyesült királyságbeli befektetők (befektetőik 60 %-a, a tulajdonukban lévő összeg alapján). Ez jól mutatja az említett tagállamokban székhellyel rendelkező, nem uniós pénznemben denominált PPA-k jelentőségét. Ezzel szemben a francia belföldi befektetők Franciaországban a nettó eszközérték közel 76 %-át teszik ki.

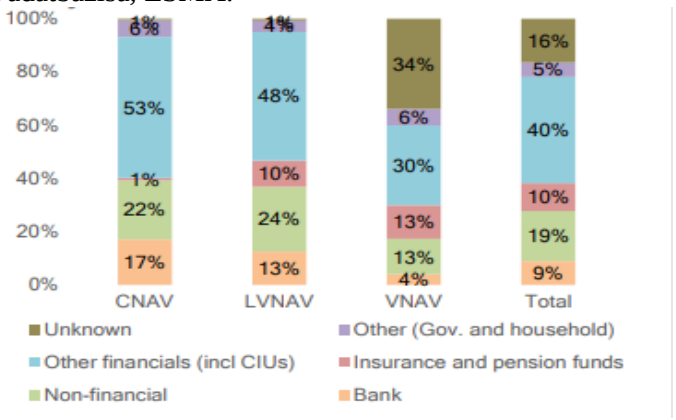
2. ábra: Lakossági és szakmai befektetők a PPA-kban (az összes nettó eszközérték %-ában)
Forrás: Az ESMA 2023. évi piaci jelentése.

25 ESMA, 2023. február 8.: „Az uniós PPA-piac 2023-ban".

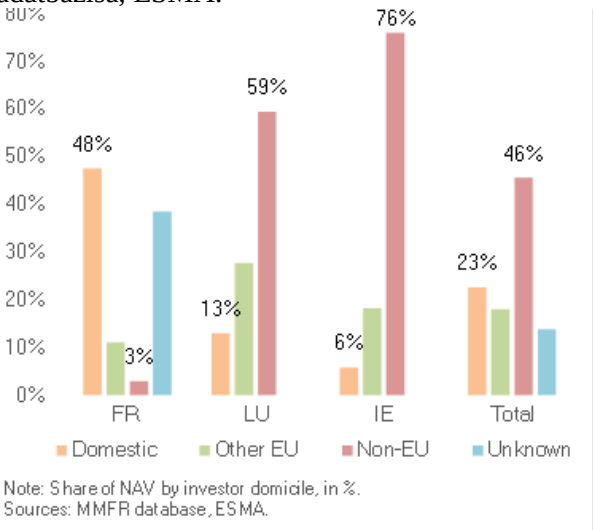
26 Ez nagyrészt a francia székhelyű PPA-któl ered, amelyek esetében a lakossági befektetők aránya a nettó eszközérték 12 %-át teszi ki, a munkavállalói megtakarítási rendszerek jelenléte miatt.



3. ábra: A PPA-k befektetőinek típusai ágazatonként (az összes nettó eszközérték %-ában)
Forrás: A PPA-rendelet adatbázisa, ESMA.



4. ábra: Nettó eszközérték aránya a befektető székhelye szerint (%-ban)
Forrás: A PPA-rendelet adatbázisa, ESMA.



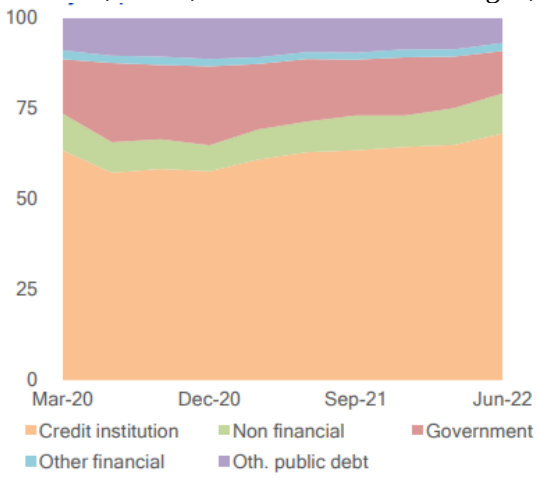
A PPA-k befektetőivel folytatott megbeszélések és az érdekelt felekkel folytatott konzultáció során kapott válaszok rávilágítanak arra, hogy a befektetők befektetési döntése szempontjából a következő kritériumok a legfontosabbak: napon belüli/napi likviditás, tőkemegtartás és diverzifikáció. Az uniós PPA-k egyéb jellemzőit, például a portfólió minőségét vagy a hozam szintjét a befektetők szintén a befektetési döntésük szempontjából fontos tényezőként említik. A PPA-kat főként készpénzkezelési eszközként használják.

A PPA-részvények besorolása az IAS 7 nemzetközi számviteli standard szerint „*pénzeszközök és pénzeszköz-egyenértékesek*”[27]. Ez – stabil értékük és a napon belüli visszaváltás lehetősége miatt – az állandó nettó eszközértékű és az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kra vonatkozik. Egyes joghatóságokban ez a számviteli kezelés a változó nettó eszközértékű PPA-kra is vonatkozik. A Bizottság konzultációjára adott válaszok azt mutatják, hogy a vállalatok kényszerítése arra, hogy más, eltérő jellemzőkkel rendelkező eszközökbe fektessenek be, bizonytalanságot teremtene e termékek „*pénzeszközként vagy pénzeszköz-egyenértékesként*” történő számviteli kezelését illetően, és korlátozná a vállalatok készpénzkezelési lehetőségeit is, mivel más eszközök esetleg nem kínálnak napon belüli likviditást.

Az állampapírba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-knak eszközeik 99,5 %-át állampapírokba, állampapírokkal fedezett fordított repoügyletekbe és készpénzbe kell fektetniük. Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű és a változó nettó eszközértékű PPA-k elsősorban pénzpiaci eszközökbe fektetnek be (az összes eszköz 67 %-a), amit betétek, repo- és fordított repomegállapodások és egyéb, rövid lejáratú eszközök egészítenek ki.

Amint azt az 5. ábra mutatja, az uniós PPA-k főként a pénzügyi szektornak vannak kitéve, beleértve a hitelintézeteket is, amelyek értékpapírjai az uniós PPA-k által birtokolt összes pénzpiaci eszköz több mint 60 %-át teszik ki. A nem pénzügyi vállalatokkal szembeni kitettségek továbbra is korlátozottak (a pénzpiaci eszközök 10 %-a), és azokat főként változó nettó eszközértékű PPA-k birtokolják[28]. Összességében az uniós PPA-k az euróban denominált pénzügyi kereskedelmi értékpapírok és forgatható letéti jegyek 50–70 %-át birtokolják[29] (FSB, 2021).

5. ábra: A PPA-k által tartott pénzpiaci eszközök főként a pénzügyi szektornak vannak kitéve (a pénzpiaci eszközök állományának %-ában)
Forrás: A PPA-rendelet adatbázisa, Eikon, illetékes nemzeti hatóságok, ESMA



Amint azt a 6. ábra mutatja, az uniós PPA-k állampapír-kitettségének nagy része nem uniós államokkal szemben áll fenn (74 %-os szuverén kitettség 2021 végén). Ezeket a kitettségeket

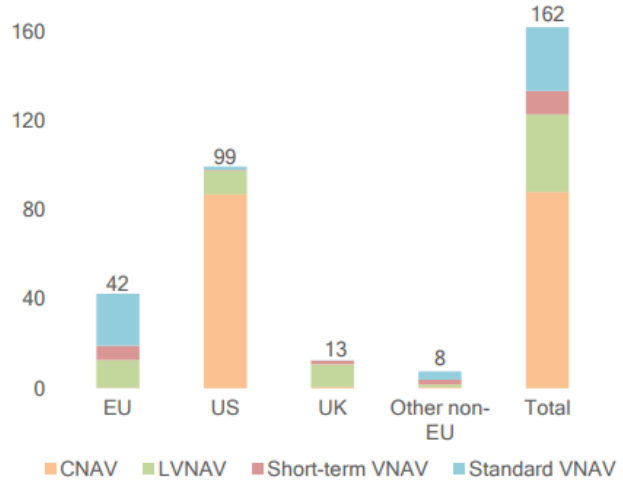
[27] 1126/2008/EK rendelet, IAS 7 nemzetközi számviteli standard, 6. bekezdés: „*A pénzeszköz-egyenértékesek rövid távú, magas likviditású befektetések, amelyek könnyen, ismert összegű pénzeszközre válthatók át, és amelyeknél elhanyagolható az értékváltozás kockázata.*”

[28] ESMA, 2023. február 8.: „Az uniós PPA-piac 2023-ban”.

[29] Letéti jegyek: „a bank által kibocsátott értékpapír, amely az adott bankban egy meghatározott időszakra, meghatározott kamatláb mellett letétbe helyezett összegről szól” (IMF, 2003).

főként az állandó nettó eszközértékű PPA-k birtokolják. Ez utóbbiak jelentősen csökkentették államkötvény-állományukat: az állampapírok 2021 júniusában a teljes eszközállomány 62 %-át tették ki, 2022 júniusában pedig már csak 32 %-ot. Ezzel egyidejűleg növelték repopiaci kitettségüket, amelyet a kamatlábak változására vonatkozó várakozások vezéreltek. Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k portfólióiban az államkötvények aránya jelentősen nőtt 2020-ban, de 2021-ben és 2022 első felében a Covid19 előtti összetételhez igazodott. A változó nettó eszközértékű PPA-k általában kisebb arányban fektetnek állampapírokba, átlagosan eszközeik 7 %-át[30].

6. ábra: Államadósságnak való kitettség, 2021 vége, milliárd EUR-ban
Forrás: A PPA-rendelet adatbázisa, illetékes nemzeti hatóságok, ESMA



2.3. A legújabb piaci fejlemények és a levont tanulságok

Az elmúlt években számos stresszeseményre került sor, amelyek próbára tették a PPA-kra vonatkozó keretet. 2020 márciusában a Covid19-világjárvány a biztonságos és likvid eszközök iránti kereslet hirtelen növekedéséhez vezetett mind a pénzügyi, mind a nem pénzügyi ágazatban. A piacok széles körében jelentősen romlott a piaci likviditás, ami a központi bankok részéről példa nélküli beavatkozást eredményezett. A főbb részvénypiaci indexek értéke néhány héten belül több mint 30 %-kal csökkent, a pénzügyi piacokon pedig a világjárvány első hónapjaiban jelentősen nőtt a volatilitás. Az általános bizonytalanság miatt a befektetők vonakodtak befektetni a pénzügyi piacokon, ami hatalmas értékelési veszteségekhez vezetett.

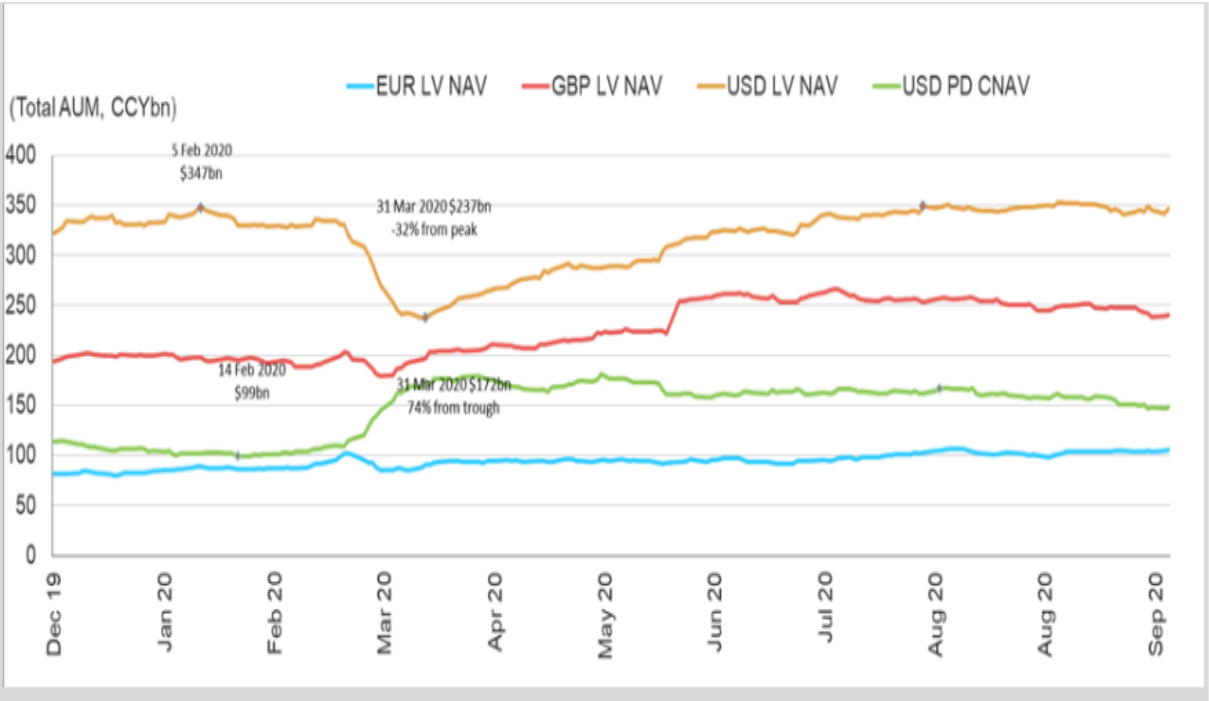
A vállalati kötvények és a PPA-k is jelentős stresszt tapasztaltak. A vállalati kötvények hozamai 2020 februárjában és márciusában jelentősen emelkedtek. A magánpiacoknak kitett PPA-k, azaz az alacsony volatilitású nettó eszközértékű és a változó nettó eszközértékű PPA-k az EU-ban, továbbá az első osztályú PPA-k az USA-ban[31] magas kiáramlást regisztráltak. Az EU-ban székhellyel rendelkező alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k 2020 márciusában 51,4 milliárd EUR kiáramlást tapasztaltak[32], és kihívásokkal szembesültek kereskedelmi értékpapírjaik és letéti jegyeik értékesítése terén, mivel a bankok nem voltak

30 Ugyanaz.
31 Az első osztályú PPA olyan amerikai pénzpiaci alap, amely elsősorban nem állampapírokba fektet be.
32 ESMA, 2021. szeptember, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities” (Jelentés a tendenciákról, kockázatokról és sebezhetőségekről), 2. sz., 2021.

hajlandóak vagy nem voltak képesek visszavásárolni ezeket az értékpapírokat, a saját értékpapírjaikat is beleértve[33].

A stressz különösen súlyos volt az USD-ban denominált alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében, amint azt a 7. ábra és a vonatkozó szakirodalom is mutatja[34]. Mivel heti lejáratú eszközeik (WMA) részesedése megközelítette a 30 %-os szabályozási minimumot, egyes befektetők aggódhattak amiatt, hogy az alapkezelők egyre inkább igénybe veszik a rendelkezésükre álló likviditáskezelési eszközöket (pl. likviditási díjakat vagy visszaváltási korlátokat). A likviditáskezelési eszközök használatával kapcsolatos aggodalmak különösen súlyosak voltak az Egyesült Államok piacán, ami azzal magyarázható, hogy az uniós befektetők általában jobban elfogadják a díjakat, mint az egyesült államokbeli befektetők, mivel tisztában vannak az ÁÉKBV-irányelv szerinti díjakkal. Amint azt a 7. ábra mutatja, ez átgyűrűző hatást gyakorolt az uniós székhelyű PPA-kra, mivel az USD-ban jegyzett, alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k visszaváltásai és a hasonló nagyságrendű, állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-k USD-ban történő jegyzései összeadódtak, ami potenciális helyettesítő hatást (vagy minőségbe menekülést) tükröz.

7. ábra: A különböző típusú PPA-k kezelésében lévő eszközök alakulása 2020 márciusa körül
Forrás: Európai Alap- és Vagyonkezelő Szövetség: Fitch Ratings, iMoneyNet adatai



[33] A kereskedelmi értékpapírokat és letéti jegyeket általában lejáratig tartják, és még ha nagyon rövid lejáratúak is, másodlagos piacuk még rendes körülmények között sem likvid. Ugyanakkor a PPA-k az ilyen eszközök iránti kereslet jelentős hányadát adják.

[34] Amint azt több jelentés is tárgyalja, többek között a következők: FSB: *Policy proposals to enhance money market fund resilience* 2021. október, ERKT: *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)*, 2021. július, valamint EKB: *How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil*, Macro-prudential Bulletin, 2021. április.

Az adatok[35] azt mutatják, hogy a kisebb arányú heti lejáratú eszközökkel rendelkező PPA-k nagyobb kiáramlást regisztráltak, mint a magas heti lejáratú eszközökkel rendelkező PPA-k. Ez az elemzés bizonyítékként értelmezhető arra vonatkozóan, hogy az intézményi befektetők a díjak és korlátok elkerülése érdekében váltották vissza a PPA-kban tartott eszközeiket. Emellett az Avalos és a Xia (2021)[36], a Darpeix (2021)[37], valamint a Dunne és Giuliana (2021)[38] által készített tanulmányok azt mutatják, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében a likviditási ráták voltak a visszaváltások fő mozgatórugói, a változó nettó eszközértékű PPA-k esetében azonban nem, ami lehetséges nemkívánatos értékhatár-hatásokra utal[39]. Tekintettel a válság súlyosságára és a világjárvány által kiváltott globális gazdasági helyzetre, a nagyobb központi bankok számos intézkedést hoztak a tőkepiacok támogatására. Erre a támogatásra a következők révén került sor:

- belföldi fizetőeszközben denominált letéti jegyek és kereskedelmi értékpapírok közvetlen vásárlása (EKB[40], Bank of England[41], Federal Reserve) az elsődleges vagy a másodlagos piacon,
- az elismert biztosíték kiterjesztése a bankok (EKB) által kibocsátott fedezetlen kötvényekre,
- valamint hitelezési eszközök a bankok számára a PPA-k eszközeinek megvételéhez (Federal Reserve)[42].

A központi bankok beavatkozásának eredményeként a visszaváltási kérelmek lelassultak, a likviditás pedig javult a mögöttes pénzpiacokon. Bár ezek a beavatkozások elsősorban a rövid távú finanszírozási piacok mélységébe és likviditásába vetett bizalom helyreállítására irányultak, közvetett módon az uniós PPA-k javát is szolgálták.

A 2020. márciusi piaci nyugtalanság azt mutatta, hogy egyes pénzügyi piaci szegmensek nem tudják elnyelni az eladási nyomás jelentős mértékű és hirtelen növekedését. Ez talán azért is volt így, mert a kereskedők likviditáskínálata korlátozottabb volt, és kevésbé reagált a hirtelen keresletnövekedésre, mint a 2008-as pénzügyi válság előtt. Mindazonáltal 2020 márciusában egyetlen uniós PPA-nak sem kellett visszaváltási díjakat vagy korlátokat bevezetnie, illetve felfüggesztenie a visszaváltásokat. Ezenkívül egyetlen alacsony volatilitású nettó

---

35 ESMA: *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, 2021, 1. sz.

36 Avalos, F. és Xia, D.: Investor size, liquidity and prime money market funds stress, in: *BIS Quarterly Review Special Feature*, 2021, 17–29. o.

37 Darpeix, P.-E. és Mosson, N.: *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020*, AMF, 2021.

38 Dunne, P. és Raffaele, G.: *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?*, ERKT Working Paper, 2021, 127. szám.

39 ESMA: *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (Az ESMA véleménye a pénzpiaci alapokról szóló rendelet felülvizsgálatáról), 2022. február 14.

40 2020 márciusában az EKB bejelentette, hogy további támogatást nyújt az euroövezeti pénzpiacoknak azáltal, hogy a vállalati szektorra irányuló meglévő vételi programját kiterjeszti (a korábbi 6 hónapos minimumhoz képest) a legfeljebb 28 napos hátralévő futamidejű, euróban denominált nem pénzügyi kereskedelmi értékpapírokra is. Az EKB vállalati vételi programja így a helyi pénznemben jegyzett PPA-k számára csak közvetett módon volt előnyös oly módon, hogy hozzájárult az alapul szolgáló, euróban denominált piacokba vetett bizalom helyreállításához.

41 Paolo Cavallino és Fiorella De Fiore: Central banks' response to COVID-19 in advanced economies, in: *BIS Bulletin*, 21. szám, 2020. június 5.

42 Mindazonáltal az uniós, USD-ban jegyzett, alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k nem voltak jogosultak az EKB eszközeire és a Federal Reserve MMLF-jére, és kezdetben kiáramlásokat szenvedtek el, de a központi banki bejelentéseket követően gyorsan helyreálltak.

eszközértékű PPA sem haladta meg a PPA-rendeletben meghatározott, változó nettó eszközértékű PPA-ra történő átváltásra vonatkozó küszöbértékeket (a piaci nettó eszközértéknek az állandó nettó eszközértéktől való eltérése megközelítette a 20 bázispontos gallérértéket néhány USD-ban jegyzett alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA esetében). Ezeket az eredményeket azonban óvatosan kell értelmezni és kontextusba kell helyezni, tekintettel a piacokat támogató központi banki beavatkozásokra.

2022 februárja óta Ukrajna Oroszország általi megszállása és a kapcsolódó geopolitikai feszültségek hatással voltak a pénzügyi piacokra, különösen a nyersanyagárakra és a kapcsolódó származtatott termékekre. Mivel az uniós PPA-k rendkívül likvid, rövid lejáratú, minimális hitelkockázatú eszközökbe fektetnek be, nem tapasztaltak jelentős veszteségeket vagy kiáramlásokat. A PPA-k úgy alkalmazkodtak a helyzethez, hogy állományukat a kamatlábkockázatnak kevésbé kitett, még rövidebb lejáratú instrumentumok felé igazították ki[43], és növelték likviditásukat. Vannak arra utaló jelek, hogy közvetett hatással jár, ha a befektetők más eszközöket értékesítenek, vagy letéti felhívásokkal szembesülnek, és az uniós PPA-kat likviditás tárolására vagy a likviditáshoz való hozzáférésre használják fel. A beáramlások és a kiáramlások azonban meglehetősen kiegyensúlyozottnak tűntek, és ebben a helyzetben egyetlen uniós PPA-nak sem kellett visszaváltási díjakat bevezetnie vagy felfüggesztenie a visszaváltásokat.

2022 szeptemberében az Egyesült Királyságban a piaci stressz megtapasztalása azokra az uniós PPA-kra is hatással volt, amelyek jelentős kitettséggel rendelkeztek az Egyesült Királyság eszközeivel szemben és/vagy egyesült királyságbeli befektetőik voltak (különösen az ír PPA-k, amelyek befektetői bázisának körülbelül 60 %-a – a birtokolt összeg arányában – az Egyesült Királyságból származik). A rendelkezésre álló bizonyítékok szerint közvetett hatás érte a GBP-ban denominált PPA-kat, amely főként azokhoz a befektetőkhöz kapcsolódott, akiknek gyorsan hozzá kellett férniük a likviditáshoz a megnövekedett letéti felhívásokat és kényszereladásokat követően, különösen a kötelezettségalapú befektetési stratégiákkal rendelkező alapok révén[44]. Néhány GBP-ban denominált PPA-nál nőtt a kiáramlás (öt alap halmozott kiáramlása meghaladta a 10 %-ot)[45], röviddel az Egyesült Királyság „mini költségvetésének” 2022. szeptember 23-i bejelentését követően.

A helyzet gyorsan megfordult, miután a Bank of England beavatkozott az állampapírok piacának támogatásába. 2022 októberében a GBP-ban denominált uniós PPA-k közel 30 %-os beáramlást tapasztaltak. Emellett 2022 szeptemberének utolsó hetében a GBP-ban denominált uniós PPA-k lépéseket tettek rezilienciájuk megerősítése érdekében, miután portfólióikban növelték a likvid eszközök arányát, és a napi és heti likviditási szint egyaránt jelentősen emelkedett[46].

Bár egy alacsony volatilitású nettó eszközértékű alap közel volt ahhoz, hogy megsértse a nettó eszközértéktől való eltérésre vonatkozó szabályozási határértéket, úgy tűnik, hogy az ágazat összességében jól működött, és teljesítette a rövid távú likviditástárolási szerepét. A

[43] Az alacsonyabb futamidejű eszközök a kamatlábak sokkját követően kisebb árváltozásokkal szembesülnek. Átlagban a PPA-k jelentősen csökkentették súlyozott átlagos lejáratukat, a korábbi, 2020 végén és 2021-ben közel 50 naphoz közeli szintekről 19 napra, amire 10 éve nem volt példa.

[44] Ezeket a stratégiákat különösen a meghatározott szolgáltatást nyújtó nyugdíjalapok alkalmazták, amelyek tőkeáttételt alkalmaztak annak érdekében, hogy alacsony kamatkörnyezetben tudják fedezni eszközeiket és kötelezettségeiket.

[45] ESMA: *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, 2023. február, 1. sz.

[46] ESMA: *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, 2023. február, 1. sz.

kötelezettségalapú befektetések epizódja kiemeli a PPA-knak az intézményi befektetők likviditáskezelési eszközeként betöltött szerepét. Azt is mutatja, hogy fontos megőrizni a PPA-ágazat rezilienciáját a különböző típusú gazdasági sokkhatásokkal szemben.

2023 márciusában a bankszektor zavarait követően nem volt megfigyelhető az uniós PPA-kra gyakorolt jelentős hatás. Az Egyesült Államokban a Silicon Valley Bank összeomlása miatt egyes betétesek kételkedni kezdtek a bankbetétek, különösen a szabályozási védelmi határértéket meghaladó összegű betétek biztonságosságában. Ez az amerikai PPA-k felé történő elmozdulást eredményezett, amelyek magasabb hozamokat és nagyobb rugalmasságot kínáltak. Emellett a bankszektor zavarai miatt 2023 márciusának utolsó heteiben nőttek a Federal Reserve egynapos fordított repoügyleteibe (ON RRP) történő beáramlások. Miután az UBS felvásárolta a Credit Suisse-t, az uniós PPA-k is jelentős beáramlásokat tapasztaltak, így 2023 márciusában 17,7 milliárd EUR áramlott be az euróban denominált PPA-kba, ami arra utaló jelnek tekinthető, hogy a piaci szereplők reziliensnek tekintik az uniós PPA-ágazatot.

3. A PPA-RENDELET PRUDENCIÁLIS ÉS GAZDASÁGI SZEMPONTBÓL VALÓ MEGFELELŐSÉGE

A következő szakasz prudenciális és gazdasági szempontból vizsgálja a PPA-rendelet megfelelőségét, a rendelet 46. cikkének (2) bekezdésében foglalt követelményeknek megfelelően.

A PPA-k a befektetési alapok különálló kategóriája, amelyek szorosan összefonódnak egyrészt a reálgazdaságban és a bankszektorban működő vállalkozásokkal, másrészt a pénzügyi piacok kulcsfontosságú részeivel. Fontos kettős gazdasági funkciójuk van: likviditás- és készpénzkezelési eszközként, valamint rövid távú finanszírozási eszközként is szolgálnak a pénzügyi és nem pénzügyi szervezetek számára. Nem homogének, struktúrájuk és kockázati tulajdonságaik pedig joghatóságonként eltérőek[47].

3.1. PPA-k és az uniós tagállamok által kibocsátott vagy garantált állampapírok

A PPA-rendelet 46. cikke (2) bekezdésének b) és c) pontja előírja a Bizottság számára, hogy vizsgálja meg, milyen szerepet játszanak a PPA-k a tagállamok által kibocsátott vagy garantált állampapírok felvásárlásában, és vegye figyelembe ezen állampapírok egyedi sajátosságait, továbbá a tagállamok finanszírozásában betöltött szerepüket.

Az uniós tagállamok által kibocsátott vagy garantált adósságinstrumentumok viszonylag alacsony likviditása és hosszú futamideje miatt az uniós PPA-k nem fektetnek be jelentős mértékben ezekbe az értékpapírokba. Ehelyett az uniós PPA-k államadósság-kitettségének nagy része nem uniós államokkal szemben áll fenn (2021 végén 119 milliárd EUR, a teljes állampapír-kitettség 74 %-a). Szinte teljes egészében az Egyesült Államok államadóssága teszi ki az állandó nettó eszközértékű PPA-k állampapír-állományát (2021 végén 88 milliárd EUR). Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k esetében 2021 végén az uniós államadósság az állampapírokkal szembeni kitettségük 36 %-át tette ki, míg az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok állampapírjai mintegy 60 %-ot tettek ki. Más PPA-típusokkal ellentétben a változó nettó eszközértékű PPA-k államadósság-állományának többsége uniós eszköz, amely 2021 végén az államadósság-kitettségük több mint 75 %-ának

[47] FSB, 2021. október 11., Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Szakpolitikai javaslatok a pénzpiaci alapok rezilienciájának javítására).

felelt meg[48]. A változó nettó eszközértékű PPA-k azonban általában alacsonyabb arányban részesednek az államadósságból, mint a PPA-k más típusai (eszközeik mindössze 7 %-a).

A PPA-rendelet értelmében a hosszabb hátralévő futamidejű államadósság[49] még mindig legfeljebb 17,5 százalékpontot tesz ki az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k vagy az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-k tekintetében előírt 30 %-os heti lejáratú eszközállományból. A konzultáció válaszadói szerint a 17,5 %-os felső határ összeegyeztethetetlennek tűnik az államadósság más jogszabályi keretekben történő kezelésével (3.2. szakasz). A PPA-rendelet azonban lehetővé teszi a PPA-k számára, hogy eszközeik akár 100 %-át állampapírokba fektessék be, és a korlátozások kizárólag az alacsony volatilitású nettó eszközértékű és az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-k likviditási tartalékaira összpontosítanak, mivel ezek az eszközök hosszabb lejáratúak, és a heti lejáratú eszközökhöz képest nagyobb volatilitással rendelkeznek. A konzultáció válaszadói azt is jelezték, hogy sok befektető az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-kat használja, mivel nem hajlandó vagy nem képes hitelportfóliókba befektetni. Ez általában egyedi biztosítéki, tőke- vagy szabályozási követelményeknek, például annak a követelménynek tudható be, hogy a készpénzpozíciókat csak állampapírokkal fedezik, vagy olyan szabályozási követelményeknek, mint a jó minőségű likvid eszközök. Más befektetők azt jelzik, hogy míg az állampapírokba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-kra diverzifikációs célból kerül sor, e piacok mérete nem elég nagy ahhoz, hogy kielégítse egyes befektetők készpénzkezelési igényeit.

3.2. Az átruházható eszközök magas és rendkívül magas likviditásának és hitelminőségének egységes meghatározása

A PPA-rendelet 46. cikke (2) bekezdésének d) pontja előírja a Bizottság számára, hogy vegye figyelembe az 575/2013/EU rendelet 509. cikkének (3) bekezdésében említett jelentést.

Az 575/2013/EU rendelet 509. cikkének (3) bekezdése megbízta az EBH-t, hogy tegyen jelentést a Bizottságnak az átruházható eszközök magas és rendkívül magas likviditásának és hitelminőségének megfelelő, egységes meghatározásáról. A bankok azért fektetnek be ezen eszközökbe, hogy megfeleljenek a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által meghatározott szabályok szerinti szabályozói likviditási követelményeknek.

Az EBH 2013. december 20-án tette közzé ezt a jelentést[50], és azt ajánlotta, hogy empirikus következtetéseit kvalitatív/szakértői véleménnyel egészítsék ki, többek között felügyeleti tanácsok alapján. Az EU-ban forgalmazott pénzügyi eszközök széles körének empirikus elemzése alapján az EBH különbséget tett a magas likviditású és minőségű eszközök, valamint a rendkívül magas likviditású és minőségű eszközök között. A nemzetközi standardokkal összhangban az EBH azt ajánlotta, hogy az Európai Gazdasági Térség államai és központi bankjai által hazai pénznemben kibocsátott vagy garantált összes kötvényt, valamint a szupranacionális intézmények által kibocsátott vagy garantált kötvényeket rendkívül magas likviditású és hitelminőségű átruházható eszköznek tekintsék.

---

48 ESMA, 2023. február 8.: „Az uniós PPA-piac 2023-ban”.

49 Amennyiben ezek az eszközök rendkívül likvidek, és egy munkanapon belül visszaválthatók és kiegyenlíthetők, beszámíthatók a legfeljebb 190 napos hátralévő futamidejű heti lejáratú eszközökbe.

50 Munkafolyamat (WS 5): Jelentés a likviditásfedezeti követelményről a CRR-rendelet 481. cikkének (1) bekezdése alapján (europa.eu).

Az eszközkezelők likviditásikockázat-kezelése számos biztosítékot tartalmaz: szakaszos lejáratok, különösen a kevésbé likvid eszközök esetében, napi és heti likviditási osztályok a portfólióban lévő eszközök lejáratától függően, az eszközök hitelminőségére vonatkozó szabályok, a PPA befektetői bázisának ismerete, valamint az eszközök viselkedésére és likviditására, valamint ezek korrelációjára vonatkozó szabályok. 2017 óta fokozott figyelmet fordítanak a likviditási kockázat kezelésének megerősítésére, többek között a PPA-k stressztesztjével, átláthatóságával és felügyeletével, a likvid eszközök meghatározásával és az eszközök likviditási követelményeknek való megfelelésével összefüggésben végzett munka révén.

Az uniós eszközkezelési szabályok értelmében az eszköz likviditása nem vélelmezhető automatikusan, és megfelelő likviditási tesztet kell végezni. E célból az eszközkezelőknek megfelelő kockázatkezelési eljárást kell bevezetniük, amelyet szisztematikusan felülvizsgálnak és hozzáigazítanak befektetési stratégiáikhoz és a befektetők típusához („ismerd az ügyfeledet” szabály). A likviditást és a hitelminőséget eseti alapon, a pénzügyi eszközök és a teljes portfólió szintjén mérik.

Ezért míg egyes eszközök az uniós banki keretrendszer alapján magas vagy rendkívül magas likviditásúnak tekinthetők, előfordulhat, hogy a PPA-k esetében ez nem állapítható meg automatikusan, ezért eseti elemzésre lenne szükség az alap eszközei likviditásának és hitelminőségének meghatározásához.

3.3. A PPA-rendelet hatása a rövid távú finanszírozási piacokra

A PPA-rendelet 46. cikke (2) bekezdésének e) pontja előírja, hogy a Bizottságnak figyelembe kell vennie e rendeletnek a rövid távú finanszírozási piacokra gyakorolt hatását.

A PPA-k a rövid távú finanszírozás tágabb ökoszisztémájának részét képezik. A 2020. márciusi piaci zavar rávilágított bizonyos strukturális sebezhetőségekre, adathiányokra és szabályozási bizonytalanságokra az európai rövid távú finanszírozási piacokon. Bár ezek kívül esnek a PPA-rendelet hatályán, az uniós PPA-k megfelelő működése szempontjából továbbra is fontosak.

A rövid távú finanszírozási piac tőzsdén kívüli közvetítői piac. Bizonyítást nyert, hogy ez a rövid távú finanszírozási piac széttagolt és átláthatatlan[51]. A releváns információk több kereskedési helyszín között oszlanak meg, amelyek közül egyik sem képes átfogó képet adni a piacról részleges jelentéstétel, nem egyértelmű tevékenységi kör, inkonzisztens terminológiák stb. miatt.

A tanulmány azt is kimutatta, hogy a másodlagos piaci tevékenység (árajánlat, ajánlat, ár, volumen stb.) szinte teljesen átláthatatlan. Ez megnehezíti az árfeltárást, hatékonysági problémákat okoz ezeken a piacokon, és megnehezíti a PPA-k számára a kockázatok megfelelő nyomon követését stresszhelyzetben. Megakadályozza továbbá a szabályozókat abban, hogy pontosan értékeljék a strukturális piaci likviditást. A fokozott átláthatóság hozzájárulhat ahhoz, hogy a rövid távú finanszírozási piacok dinamikusabbá és reziliensebbé váljanak, és ezáltal csökkenjen a PPA-kkal kapcsolatos kockázat súlyos stressz esetén.

[51] Darpeix, P.: *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know*, in: Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings, 2022. március.

A konzultáció legtöbb válaszadója, köztük a pénzügyi ágazatban működő válaszadók és felügyeletek, rámutattak arra, hogy növelni kell az átláthatóságot és elő kell segíteni az árak feltárását a rövid távú értékpapírpiacokon azáltal, hogy a szabályok több közzétételt írnak elő a kereskedés tárgyára és a fennálló összegekre vonatkozóan.

Továbbá, tekintettel e piac alacsonyabb likviditására és átláthatatlanságára, fennáll annak a kockázata, hogy az átterjedési dinamikának nevezett piaci stressz más PPA-kra is átterjedhet. A visszaváltási kérelmek teljesítése érdekében a PPA-knak megfelelően likvid eszközökbe kell fektetniük. Az ilyen likvid eszközök közé tartoznak a fordított repoügyletek (gyakran egynaposak), a kincstárjegyek és a bankbetétek. Más eszközöket (letéti jegyeket, kereskedelmi értékpapírokat) nem mindig lehet gyorsan értékesíteni (mivel azokat általában lejáratig tartják, és a másodlagos piacok nem elég mélyek, ami eladás esetén növeli az árhatást), de nagyon rövid lejárattal rendelkeznek. Befektetői pánik esetén a PPA-k a visszaváltási kérelmek teljesítése érdekében először a lejáró eszközökből származó bevételeket használják fel, vagy felmondják a fordított repoügyleteiket. Ha a befektetők menekülése folytatódik, a PPA-k anélkül adnák el likvid eszközeiket, hogy további rövid távú eszközökbe fektetnének be, ami a vállalatok finanszírozási forrásainak hirtelen elapadásához vezetne.

Ez az átterjedési dinamika elvben elkerülhető lenne, ha a PPA-k a készpénzt olyan eszközökbe fektetnék be, amelyek gyors kivonása nem vezetne piaci átterjedéshez. Az egyik olyan eszköz, amely megfelel ennek a követelménynek, a magánál a központi banknál elhelyezett betét. Készült egy esettanulmány egy ilyen megoldásról az Egyesült Államokban, ahol a PPA-k a US Federal Reserve egynapos tartalék repo-keretébe (ON REPO) helyezhetik készpénztöbbletüket. Ez a keret amellett, hogy likviditáshiány esetén megakadályozza az átterjedési dinamikát, az amerikai PPA-k ágazatát is előnyösebb helyzetbe hozza az uniós PPA-khoz képest a beáramló likviditás kezelésének rugalmassága tekintetében[52]. Ezt jól példázta a Silicon Valley Bank összeomlása által kiváltott bankválság, amely az amerikai PPA-kba irányuló beáramlások növekedéséhez vezetett, aminek következtében 2023 márciusának utolsó heteiben nőtt a Federal Reserve keretének igénybevétele. 2023 márciusára a PPA-k és más jogosult résztvevők több mint 2,3 billió USD-t tartottak ebben a keretben[53].

3.4. Nemzetközi szintű szabályozási fejlemények

A PPA-rendelet 46. cikke (2) bekezdésének f) pontja előírja, hogy a Bizottságnak figyelembe kell vennie a nemzetközi szintű szabályozási fejleményeket.

A világjárványhoz kapcsolódó események erőteljes nyomást gyakoroltak a PPA-kra vonatkozó szabályozási keret további megerősítésére. Ennek eredményeként az ESMA, az ERKT és az FSB több javaslatot tett a PPA-kra vonatkozó szabályozási keret reformjára, a rendszerszintű kockázatok korlátozására és annak biztosítására, hogy a PPA-ágazat ellen tudjon állni egy esetleges jövőbeli likviditási vagy piaci stressznek. A különböző hatóságok és intézmények által javasolt szakpolitikai alternatívák a következőképpen csoportosíthatók: 1. a befektetői pánik kockázatának csökkentése (nevezetesen egyes PPA-k betétjellegű jellemzőinek megszüntetésével), 2. a PPA-k likviditásának és veszteségviselési képességének

[52] Az ilyen likviditási keret PPA-k számára történő megnyitásáról szóló döntés azonban kívül esik az Európai Bizottság hatáskörén, és az EKB hatáskörébe tartozik.

[53] Reverse Repo Operations – FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org).

erősítése, valamint 3. a jövőbeli válságokra való felkészülést célzó intézkedések. Ezeket a javaslatokat a 2. táblázat sorolja fel, és az alábbiakban részletesebben is ismertetjük.

2. táblázat – Főbb szakpolitikai javaslatok

Szakpolitikai célkitűzések	Szakpolitikai javaslatok	1. ESMA	2. ERKT	3. FSB
A befektetői pánik kockázatának csökkentése	Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k amortizált bekerülési értéken alapuló elszámolási lehetőségének megszüntetése	Igen	Igen	Igen
	A likviditáskezelési eszközök aktiválásának az alacsony volatilitású nettó eszközértékű és az állandó nettó eszközértékű PPA-kra vonatkozó szabályozási küszöbértékektől való függetlenítése	Igen	Igen	Igen
	A visszaváltási költségeknek a visszaváltást kérelmező befektetőkre terhelése		Igen	Igen
A PPA-k likviditásának és veszteségviselési képességének megerősítése	A likviditáskezelési eszközök használatára vonatkozó szabályok	Igen	Igen	Igen
	A napi és heti likviditási ráta változásai	Igen	Igen	
	Az állampapírokba történő befektetések minimális arányának meghatározása	Önkéntes tartás	Igen	
	A likviditásállomány használhatóságának növelése stresszhelyzetben	Igen	Igen	
	A minimális kockázati állomány bevezetése			Igen
	Tőkepuffer			Igen
Egyéb intézkedések	A stressztesztelési keret javítása	Igen	Igen	
	Külső támogatás (az ESMA nyilatkozatának törvénybe foglalása)	Igen		
	A PPA-k minősítéseinek közzétételére vonatkozó szabályok	Igen		
	Fejlettebb jelentéstételi követelmények	Igen	Igen	

- Az ESMA véleménye a PPA-rendelet reformjáról, 2022. február 14.
- Az ERKT ajánlása a PPA-k reformjáról, 2022. január 25.
- Az FSB ajánlásai a G20-ak számára a PPA-k reformjáról, 2021. október 11. *Policy proposals to enhance money market fund resilience* (A pénzpiaci alapok rezilienciájának fokozására irányuló szakpolitikai javaslatok).
- Az Egyesült Államok Értékpapír- és Tőzsdebizottságának (SEC) a PPA-kra vonatkozó szabályok módosításainak tervezete, 2021. december 15. (PPA-reformok) nyilvános konzultációk céljából.
- A Financial Conduct Authority (FCA) és a Bank of England közös vitaanyaga a PPA-król, 2022. május (Resilience of Money Market Funds) konzultáció céljából 2022. július 23-ig.

(*) Javaslat a rendkívül likvid eszközök minimális állományának előírására, beleértve az állampapírokat, valamint az alacsonyabb likviditású eszközök maximális állományának előírására stresszhelyzetben lévő piacokon (pl. 40 % a magánszektorbeli letéti jegyekben és kereskedelmi értékpapírokban).
(**) A Bank of England és a Financial Conduct Authority konzultáció indítását tervezi a stabil nettó eszközértékű PPA-knak az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kból történő eltávolításáról. Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kra hasonló szabályok vonatkoznának, mint a rövid távú változó nettó eszközértékű PPA-kra. Mérlegelik továbbá az állampapírba fektető, állandó nettó eszközértékű PPA-k piaca méretének korlátozását is.

3.4.1. A befektetői pánik kockázatának csökkentése

A nemzetközi szervezetek és felügyeleti szervek, például az ERKT és az ESMA azt ajánlották, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k az USA példáját követve

váljanak változó nettó eszközértékű alapokká[54]. Egy ilyen változtatás célja a küszöbhatások által okozott befektetői pánik kockázatának csökkentése azáltal, hogy korlátozza a befektetők azon lehetőségét, hogy a PPA-ból olyan állandó árakon váltsanak vissza, amelyek a piaci stressz idején nem feltétlenül tükrözik a mögöttes eszközök aktuális piaci értékelését. E célból amortizált bekerülési értéken alapuló elszámolás és a kapcsolódó második tizedes kerekítés alkalmazásának tilalmát javasolják, ami lehetővé teszi az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k számára, hogy stabil visszaváltási árat kínáljanak.

Ez a szakpolitikai alternatíva azonban gyökeres változást jelentene az uniós PPA-piac számára, és különösen az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k piacának eltűnésével járna. A stabilról a változó nettó eszközértékre való átállás megszüntetné e termékek betétjellegű jellemzőit, ami az egyik fő cél, amelyre a befektetők hivatkoznak e PPA-k használata során. A konzultáció válaszadóinak többsége meglehetősen kritikus volt az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k eltávolításával kapcsolatban. A legtöbb válaszadó szerint fennáll annak a kockázata, hogy ebben az esetben egyes befektetők kilépnek a PPA-k piacáról. Az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-kat helyettesítő, gazdaságilag életképes alternatívák és helyettesítők korlátozott rendelkezésre állása arra késztetheti a befektetőket, hogy kevésbé szabályozott termékekhez forduljanak.

Alternatív megoldásként az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k jelenlegi befektetői befektethetnek állampapírba fektető, állandó nettó eszközértékű PPA-kba (jelenleg a piac 11 %-a), változó nettó eszközértékű PPA-kba (különösen a rövid lejáratú változó nettó eszközértékű PPA-kba) vagy közvetlenül a rövid lejáratú piacon. Az érdekelt felekkel folytatott konzultációra adott válaszok azonban azt mutatják, hogy állampapírba fektető, állandó nettó eszközértékű PPA-k szegmense túl kicsi ahhoz, hogy kielégítse a befektetők készpénzkezelési igényeit, és nem felel meg likviditási követelményeiknek. A válaszadók továbbá jelezték, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k kiiktatása fokozná a versenyt az olyan kormányzati eszközökért, amelyeket a bankok magas minőségű likvid eszközként használnak, továbbá amelyeket sok más befektető likviditáskezelési célokra használ.

Néhány válaszadó jelezte, hogy a rövid távú változó nettó eszközértékű PPA-k alternatívát jelenthetnek, de bizonytalanságokat vetnek fel a különböző joghatóságokban „készpénz- és pénzeszköz-egyenértékesként” történő számviteli kezelésükkel kapcsolatban. Ezen túlmenően az ilyen változások adóügyi következményekkel is járhatnak. A konzultáció válaszadóinak többsége jelezte, hogy alternatív eszközként bankbetéteket használna abban az esetben, ha az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k már nem állnak rendelkezésre, még akkor is, ha a bankbetétek a PPA-k által biztosított diverzifikált portfóliókhoz képest növelnék a partner-hitelkockázatot és jelentősen csökkentenék a kockázat-diverzifikációt.

Összességében a konzultáció válaszadói nagyra értékelték az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k hasznosságát, és különösen azt, hogy a befektetők számára egyszerű a használatuk, mivel a részvényárat 20 bázispontos gallérértéken belül lehet kerekíteni. Amennyiben az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k már nem állnak rendelkezésre, a válaszadók attól tartottak, hogy nem lesznek majd alternatív befektetési és

[54] Az egyesült államokbeli SEC 2016-ban megtette ezt a lépést. A SEC-reform valamennyi intézményi első osztályú PPA (azaz az intézményi befektetők által használt nem kormányzati PPA) számára előírta, hogy váltson változó nettó eszközértékű PPA-ra. E reform eredményeként az említett amerikai PPA-kba befektetett eszközök jelentősen zsugorodtak a reformok végrehajtását megelőző években, az egyesült államokbeli kormányzati PPA-k javára (amelyek stabil nettó eszközértékkel rendelkeznek).

kockázat-diverzifikálási lehetőségek. Figyelembe kell venni továbbá az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k által a 2020. márciusi zavar során mutatott rezilienciát, mivel ebben az időszakban az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k nem aktiváltak likviditáskezelési eszközöket, és nem is alakultak át változó nettó eszközértékű PPA-kká.

3.4.2. A PPA-k likviditásának és veszteségviselési képességének megerősítése

A prudenciális és felügyeleti szervek számos szakpolitikai alternatívát terjesztettek elő, amelyek célja, hogy tovább erősítsék a PPA-k azon képességét, hogy kezelni tudják a nagyszámú visszaváltási kérelmet, továbbá megvédjék a közérdeket és a pénzügyi stabilitást.

Míg a likviditáskezelési eszközök használata és a likviditási szintek közötti összefüggés a PPA-rendeletben nem automatikus, a heti lejáratú eszközök minimálisan 30 %-os állományának megsértése visszaváltási korlátok vagy díjak előírását vonhatja maga után. Ez a jelek szerint arra kényszerítette az alapkezelőket, hogy 2020 márciusában ne használják fel a heti lejáratú eszközállományukat a megnövekedett visszaváltási kérelmek finanszírozására, attól tartva, hogy a heti lejáratú eszközállományra vonatkozó minimális szint megsértése további visszaváltási kérelmeket váltana ki, mivel a befektetők likviditáskezelési eszközök bevezetésére számítanak. A likviditáskezelési eszközök potenciális használatának a minimális likviditású állományok megsértésétől való teljes szétválasztása így fokozhatja az alapkezelők arra irányuló képességét, hogy stresszhelyzetben finanszírozzák a megnövekedett visszaváltásokat. Az érdekelt felek körében eddig ez a javaslat kapta a legnagyobb támogatást.

Az EKB határozottan támogatja azt a javaslatot, hogy enyhítsék a likviditási osztályok részét képező, elfogadható államadósság-eszközökre vonatkozó meglévő korlátokat, és kötelezővé kívánja tenni az ezen eszközökbe történő befektetéseket. Az érdekelt felek véleménye megoszlik az ilyen eszközökbe történő befektetések kötelező jellege és mértéke tekintetében. Ez az ilyen befektetéseknek a PPA-k nyereségességére és az elfogadható állampapírok rendelkezésre állására gyakorolt változó hatásával függ össze. Az érdekelt felek aggodalmuknak adnak hangot azzal kapcsolatban is, hogy a likviditási kockázat az állampapírpiacra helyeződik át. Bár az állampapírok kulcsfontosságú eszközként szolgálhatnak a PPA-k likviditásának kezeléséhez, a nemrég bekövetkezett, egyesült királyságbeli válság megmutatta, hogy nem immunisak az áringadozásos epizódokra. Emellett fennáll annak a kockázata, hogy az elfogadható államadósság-eszközökre vonatkozó jelenlegi korlátok emelése azt eredményezné, hogy a PPA-k befektetései túlságosan ezekre az értékpapírokra koncentrálódnak, miközben a különböző eszközkategóriákba történő befektetések diverzifikálása fontos biztosíték.

Általánosabban fogalmazva, a likvid eszközök minimális állományának növelésére irányuló javaslatok – bár lényegüket tekintve nem vitatottak – nehezen hajthatók végre, és nem kívánt következményekkel járhatnak. Bár a likviditásfedezeti rátára vonatkozó szabályok meghatározzák a kiváló minőségű likvid eszközök fogalmát, az eszközkezelési ágazatban nehéz meghatározni a likvid eszközöket (pl. az államkötvények is szembesülhetnek piaci stresszhelyzettel). Emellett a PPA-k kezelői holisztikus megközelítéssel kezelik a likviditást, beleértve a lépcsőzetes lejáratokat, a fordított repoügyletek alkalmazását és befektetői bázisuk jellemzőit (beleértve a befektetők koncentrációját is). Ráadásul a további kemény küszöbértékek merevséget eredményeznének az eszközkezelők likviditásikockázat-kezelési politikáinak végrehajtásában, beleértve a stressztesztet is, ezért potenciálisan nem kívánt hatásokkal járhatnak.

A PPA-k szerepe és funkciója alapján megoszlanak az érdekelt felek nézetei az arra vonatkozó ajánlások tényleges hatásáról, hogy az alapkezelők a visszaváltások költségét a befektetőkre háríthassák (különböző típusú, áralapú likviditáskezelési eszközök, más néven ingaárazás előírásával), amint azt az FSB és az ERKT ajánlotta, és az Egyesült Államok Értékpapír- és Tőzsdebizottsága is javasolta. Az FSB és az ERKT ajánlásait követve az alternatívbefektetésialap-kezelői (ABAK) irányelv és az ÁÉKBV-irányelv felülvizsgálatára irányuló javaslat célja, hogy bővítse az alapok likviditáskezelési eszközeinek körét az EU-ban, és harmonizálja azok felhasználási módjait. Az uniós PPA-k számára előnyös lesz az ABAK-irányelv/ÁÉKBV-irányelv felülvizsgálata, amelynek keretében az eszközkezelők egy külön listából választhatják ki a legmegfelelőbb likviditáskezelési eszközöket.

Az FSB javaslatokat terjesztett elő a PPA-k veszteségviselő képességének növelésére, többek között az azonnal visszaváltható részvényekre vonatkozó korlátozások előírásával (ez az úgynevezett „minimális kockázati állomány”), valamint annak előírásával, hogy a PPA-k tőkepuffereket tartsanak fenn– például a PPA-n kívül – az alapkezelők által finanszírozott, feltételhez kötött számlán. Az ilyen típusú megoldások csökkentenék a befektetők számára az elsőként cselekvők lépéselőnyét, mivel enyhítenék annak kockázatát, hogy a fennmaradó befektetők veszteségeket szenvedjenek el. Ezek a megoldások azonban vagy nem tesztelhetők, és jelentős működési kiigazításoktól függnek (a „minimális kockázati állomány” tekintetében), vagy megdrágítanák a PPA-k működtetését, és így valószínűleg egyes alapok bezárásához (tőkepufferek esetében) és a befektetők számára alacsonyabb hozamokhoz vezetnének.

3.4.3. Egyéb intézkedések

Az ESMA és az FSB számos olyan kiegészítő intézkedést is előterjesztett, amelyek nem kapcsolódnak közvetlenül a PPA-k műveleteihez, és további értékelést érdemelnek. Ezek főként a jelentéstételhez és a stressztesztekhez kapcsolódnak. Hasonlóképpen tovább lehetne értékelni az érdekelt felek egyéb javaslatait, például a felügyelet megerősítését.

3.5. A legalább 80 %-os uniós állampapírkvóta bevezetésének megvalósíthatósága

A PPA-rendelet 46. cikkének (2) bekezdése előírja a Bizottság számára, hogy értékelje a 80 %-os uniós állampapírkvóta bevezetésének megvalósíthatóságát.

Ez a jelentés figyelembe veszi a rövid lejáratú uniós államadósság-instrumentumok rendelkezésre állását, és azt vizsgálja, hogy az alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k megfelelő alternatívát jelenthetnek-e a más pénznemben denominált instrumentumokat célzó, államadósságba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-kkal szemben.

A PPA-rendelet (56) preambulumbekezdése azzal érvel, hogy egy ilyen kvóta „*prudenciális felügyeleti szempontból indokolható*”, mivel „*a rövid távú uniós állampapíreszközök kibocsátását az uniós jog szabályozza*”. Ugyanakkor két fő nehézség áll fenn, amelyek a gyakorlatban megvalósíthatatlanná teszik ezt a kvótát.

Az első nehézség az egyrészről az EU-ban jelenleg rendelkezésre álló, államadósságba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-k (amelyek többnyire USD-ban vagy GBP-ban denomináltak, és csak egyetlen, viszonylag kis, euróban denominált, államadósságba fektető állandó nettó

eszközértékű PPA létezik[55]), másrészről pedig az EU-n belül denominált államadósság közötti eltérés. A Darpeix adatai[56] azt mutatják, hogy az uniós országok által kibocsátott rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok túlnyomó többségét (körülbelül 90 %-át) EUR-ban jegyzik, és mindössze 5 %-uk USD-ban denominált. Az alapok denominálása és a rendelkezésre álló állampapírok közötti eltérés azt jelenti, hogy az uniós államadósságba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-k főként az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság által kibocsátott instrumentumokba fektetnek be[57].

A nyilvános konzultáció eredményei azt mutatják, hogy még az uniós állampapírkvóta bevezetése esetén is, az USD-ban és GBP-ben denominált állandó nettó eszközértékű PPA-k befektetői valószínűleg két fő okból sem térnének át az euróban denominált állampapírba fektető PPA-kra.

- Először is azért, mert az ügyfelek elsősorban együttesen veszik figyelembe a szuverén és devizakockázati szempontokat. Például az USD-ban denominált PPA-kba befektető ügyfelek inkább vállalják az amerikai állampapíroknak és valutának, mintsem az uniós állampapíroknak és valutának való kitettséget. Ez szorosan kapcsolódik a PPA-knak mint a likviditás egy adott pénznemben történő tárolásaként betöltött gazdasági funkciójához is.
- Másodszor pedig az EUR-ban denominált rövid lejáratú állampapírok alacsony diverzifikációjával és viszonylag alacsony likviditásával kapcsolatos kockázatok miatt. Az érdekelt felek visszajelzései azt mutatják, hogy a PPA-k inkább 3 hónapnál rövidebb lejáratú eszközökbe fektetnek be, amit az EUR-ban denominált állampapírok jelenlegi piacán nehéz elérni.

A második nehézség az, hogy egy ilyen kvóta negatív hatással lehet a pénzügyi stabilitásra. A bankoknak a Bázel II szerinti likviditási követelményeknek való megfeleléshez államadóssággal szembeni kitettségre van szükségük. A legalább 80 %-os uniós állampapírkvóta azt jelentené, hogy a PPA-k ugyanazokat az eszközöket céloznák meg, mint a bankok. Ennek eredményeként nagyszámú befektető fektetne be ugyanabba az eszközkategóriába, ami növelné a továbbterjedés és a pénzügyi instabilitás kockázatát válsághelyzetekben a közös mögöttes kitettségek miatt, ami pedig felerősítené a pénzügyi és a szuverén kockázat közötti visszacsatolási spirált.

Az előző elemzés fényében továbbra is megkérdőjelezhető az uniós PPA-k számára a legalább 80 %-os uniós állampapírkvóta bevezetésével járó előny. Ugyanakkor még kvóta bevezetése nélkül is több EUR-fókuszú, államadósságba fektető állandó nettó eszközértékű PPA jelenhet meg a piacon az euroövezeti kamatlábak közelmúltbeli emelkedését követően, ami hozzájárulhat ahhoz, hogy az államadósságba fektető állandó nettó eszközértékű PPA-kkal több rövid lejáratú, euróban denominált állampapírt hozzanak létre.

4. KÖVETKEZTETÉSEK

Ez a jelentés a PPA-rendelet 46. cikkének (1) és (2) bekezdése által a Bizottságnak adott azon jogi felhatalmazást teljesíti, hogy jelentést nyújtson be az Európai Parlamentnek és a

[55] Az ESMA adatai alapján, 2023. február 8.: Az uniós PPA-piac 2023-ban.

[56] Darpeix, P.: *The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know*, in: Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings, 2022. március.

[57] Különböző okokból a PPA-k általában nem keverik a pénznemeket. Bár ezt bizonyos mértékig megtehetnék a devizakockázati kitettségek devizaderivatívákon keresztül történő fedezésével, lényegében túl költségessé válnának.

Tanácsnak, amelyben prudenciális és gazdasági szempontból megvizsgálja a PPA-rendelet megfelelőségét.

A jelentés azt mutatja, hogy a PPA-rendelet sikeresen kiállta a PPA-k által a Covid19-cel kapcsolatos, 2020. márciusi piaci zavarok, a közelmúltbeli kamatemelések és a kapcsolódó pénzügyieszköz-újraárazás során tapasztalt likviditási stressz próbáját. Egyetlen uniós PPA-nak sem kellett visszaváltási díjakat vagy korlátokat bevezetnie, illetve felfüggesztenie a visszaváltásokat e stresszhelyzetek során. Hasonlóképpen, az uniós PPA-k olyan GBP-eszközökre koncentráltak, amelyek ellenálltak a 2022. szeptemberi brit állampapírpiaci stresszhez kapcsolódó visszaváltási nyomásnak.

Ezek a tapasztalatok azt mutatják, hogy a PPA-rendeletben foglalt biztosítékok a szándékoknak megfelelően működnek. Ez magában foglalja azokat a biztosítékokat, amelyek célja, hogy lehetővé tegyék a stabil nettó eszközértékű PPA-k (állandó nettó eszközértékű és alacsony volatilitású nettó eszközértékű PPA-k) számára, hogy bizonyos feltételek mellett továbbra is alkalmazzák az amortizált bekerülési értéken alapuló módszert anélkül, hogy rendszerszintű kockázatokat idéznének elő és kárt okoznának a befektetőknek.

A PPA-rendelet egy külön rendszer bevezetésével jelentős mértékben megerősítette a PPA-kra vonatkozó szabályozási keretet az EU-ban, amelyekre korábban eltérő szabályok vonatkoztak. A PPA-rendelet alkalmazásának 5 évét követően azonban ez a jelentés olyan hiányosságokat tár fel, amelyeket tovább kell vizsgálni. Az érdekelt felekkel folytatott konzultáció eredményei és a közelmúltbeli piaci fejlemények azt mutatják, hogy tovább lehetne növelni az uniós PPA-k rezilienciáját, különösen a likviditáskezelési eszközök potenciális aktiválásának a szabályozói likviditási küszöbértékektől való függetlenítése révén. Emellett ez a jelentés kiemeli a PPA-kon és így a PPA-rendeleten kívül álló strukturális problémákat, beleértve a mögöttes rövid távú piacokkal kapcsolatos problémákat is. Ezek a strukturális problémák további értékelést tesznek szükségessé, és jelenleg az FSB szintjén mélyrehatóbb elemzés tárgyát képezik.

Végezetül az uniós PPA-k számára előnyös lesz az ABAK-irányelv és az ÁÉKBV-irányelv folyamatban lévő felülvizsgálata[58], amelynek célja, hogy új, harmonizált szabályokat vezessen be a likviditáskezelési eszközök nyílt végű alapok számára való elérhetőségének növelése érdekében. Ez az új likviditáskezelési keret tovább erősíti az uniós PPA-k likviditáskezelésének rezilienciáját stresszhelyzet esetén.

[58] Mivel az EU-ban működő PPA-kat az ABAK-irányelv vagy az ÁÉKBV-irányelv szerint kell létrehozni, és az azokban foglalt szabályoknak kell megfelelniük. A Bizottság javaslata a következő címen érhető el: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Penzugyi-szolgaltatasok-az-alternativ-befektetesi-alapok-kezeloire-vonatkozo-unios-szabalyok-felulvizsgalata_hu