

Kecskés András

# *A kereskedelmi kötvények pénzügyi szabályozási környezetének változása az Egyesült Államokban és Európában*

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A pénzügyi alapok működésében a kialakulásuktól kezdve kiemelkedő szerepe volt a kereskedelmi kötvényeknek, köszönhetően likvid jellegüknek, valamint vélt kockázatmentességüknek. Ez utóbbi képzetet nagymértékben táplálta a piaci szereplők által alkalmazott, a befektetési alapok napi nettó eszközértékének számításakor használt fix eszközérték (1 USD) módszer.<sup>1</sup> A 2007–2009-es gazdasági válság, valamint 2010–2011-ben az európai szuverén adósságválság azonban rámutatott, hogy a kereskedelmi kötvények milyen makrogazdasági szintű veszélyeket rejthetnek magukban – megfelelő szabályozás hiányában – a nemzetközi pénz- és tőkepiacok működése során. A tanulmány célja a kereskedelmi kötvények, valamint a pénzügyi alapok 2011–2016-os szabályozásváltozásának áttekintése, különösen a változások, a pénzügyi alapok államháztartásra gyakorolt potenciális hatására az Egyesült Államokban. A kereskedelmi kötvények eszközfedezetű formáinak megjelenésével a kereskedelmi kötvény elvesztette nemcsak fedezetlen jellegét, de ezzel párhuzamosan kizárólagosan alacsony kockázatú besorolását is. A pénzügyi alapok ugyanis a megfelelő szabályozás hiányában jelentős portfóliót építettek e toxikus eszközökből a 2007–2009-es válság során, különösen az Egyesült Államokban. A pénzügyi alapok újraszabályozásakor a szabályozó hatóság (az Értékpapír és Tőzsdelügyelet, Securities and Exchange Commission – SEC) a fix nettó eszközérték számításának eltörlésével és a pénzügyi alapok befektetéseinek a valóban rövid lejáratú és alacsony kockázatú pénzügyi eszközökre történő korlátozásával ezt a folyamatot követte. Ezzel sikerült helyreállítani a pénzügyi alapok korábbi alacsony kockázatú és magas likviditású státuszát. Az elemzés során a szabályozásváltozások hatásának mennyiségi elemzésével, valamint komplex hatásainak összehasonlító elemzésével élt a szerző.\*

**KULCSSZAVAK:** pénz- és tőkepiac, pénzügyi alap, kereskedelmi kötvény, pénzügyi szabályozás

**JEL-KÓDOK:** D35, E44, E58, G28

A kereskedelmi kötvények a pénzügyi alapok portfóliójában kiemelkedő szerepet töltenek be. A kereskedelmi kötvények népszerűségét azok a tulajdonságok alapozták meg, amelyek szerint a kibocsátók számára kedvező és rugalmas szabályrendszer alapján történhet az értékpapírok piaci bevezetése, amely megkönnyíti a

társaságok számára a tőkéhez jutást. A befektetők részére a kereskedelmi kötvények vonzerejét a betétekhez képest nagyobb választási lehetőséget biztosító, likvidebb és rugalmasabb lejáratú struktúra, és a szinte automatikus megújítás lehetősége jelenti. Ehhez párosult – az Egyesült Államokban – az a képzet is, amely a betétekhez hasonlóan biztonságos pénzügyi eszköznek könyvelte el a kereskedelmi kötvé-

Levelezési e-cím: kecskes.andras@ajk.pte.hu

nyeket, így könnyedén alkalmazhatóvá téve a pénzügyi alapoknál a napi fix (1 USD) nettó eszközérték<sup>2</sup> számítási módszerének alkalmazását. A 2007–2009-es pénzügyi válság e képzetet egyszer és mindenkorra összetörte, amikor is a befektetők nagy veszteségek realizálására kényszerültek az eddig biztosnak vélt pénzügyi alapokba történő befektetéseiken. A kereskedelmi kötvényekben rejlő államháztartási veszélyek a betéthez hasonló biztonsági szint véelme miatt azonban jócskán túlmutatnak az amúgy is jelentős piaci szegmensükön. Ezért vált szükségessé az átfogó szabályozási reform az Egyesült Államokban a SEC (Securities and Exchange Commission) részéről.

A pénzügyi alapok szabályozása szempontjából 2016. október 14-e mérföldkőnek számít az Egyesült Államokban.<sup>3</sup> Ettől az időponttól szűnt meg a korábbi rögzített vagy más néven fix (1 USD) nettó eszközérték számítás rendszere és került kötelező jelleggel bevezetésre a rugalmas nettó eszközérték számítás az elsődleges intézményi<sup>4</sup> és az adómentes önkormányzati<sup>5</sup> pénzügyi alapoknál. A reform hatására<sup>6</sup> jelentős pénzmozgások indultak el a pénzügyi alapok között.

A szabályozási változások köre<sup>7</sup> a likviditás makrogazdasági szinten kritikus szűkülésének elkerülése érdekében kiterjedt arra is, hogy az említett nem állampapírokba fektető pénzügyi alapok esetében – kötelező jelleggel bevezetésre került az 1 százalékos visszaváltási jutalék, arra az esetre, ha a pénzügyi alap heti átlagos eszközállományában a likvid eszközök aránya 10 százalékos alá süllyedne. Ez alól kivételt tehet az alap ügyvezetése, ha úgy dönt, hogy ez az alap érdekeivel ellentétes. Továbbá e lehetőség keretében magasabb szinten (de maximum 2 százalékos arányban) is meghatározhatja a visszaváltási jutalékokat, de alacsonyabb szintre is csökkentheti, ha megítélése szerint a két megoldás egyike nagyobb összhangot mutat a pénzügyi alap érdekeivel. Ebben a helyzetben az ügyvezetés saját értékítélete alapján dönt-

het arról is, hogy átmenetileg felfüggeszti-e a befektetési jegyek visszaváltását (SEC, 2014).

A pénzügyi alapok előretörése rövid idő alatt a vállalati cash flow menedzsment<sup>8</sup> meghatározó eszközei közé emelte ezt a pénzügyi eszközt (Lukács et al., 2012). Így a pénzügyi alapokat érintő jelentős változás a pénzügyi egészére és azok egyes szereplőire is kihat. Ez az a hatás, melynek működési mechanizmusát olyannyira nehéz volt azonosítani, hogy bár az árnyékbankrendszeri mechanizmusok már 1905-ben is működtek, csak jóval később a XXI. század elején került sor behatárolásukra.<sup>9</sup> Az árnyékbankrendszeri hatások pedig már egy egész nemzetgazdaságra, annak államháztartására is veszélyt jelenthetnek, azok komplex módja és a pénzügyi piacot és így valamint a gazdaságot is lebénító képessége miatt.

Az új szabályozás tükrében viszont már felmerült a kérdés, hogy a jövőben is betölthetik-e vezető szerepüket a pénzügyi alapok, avagy más pénzügyi eszközök kerülnek helyettük előtérbe? A másik fontos kérdés, hogy ezek a változások a pénzügyi alapok szabályozásában hogyan hatnak a pénzügyi piacokra és különösen a kereskedelmi kötvények piacára, mint a portfóliójuk második legnagyobb súlyú elemére? Az államháztartás pénzügyi kockázatai szempontjából is fontos vizsgálni a szabályozás hatásait, hiszen az esetleges (árnyék) bankrohamok jelentős terhet róhatnak az adott nemzetállam közpénzügyeire, ha az adott árnyékbanki szereplő vagy megjelenési forma részleges vagy teljes közpénzből történő megmentésére kerülne ismételt sor egy nemzetgazdaságban, ahogyan az az Egyesült Államokban történt 2008–2009-ben.

A kereskedelmi kötvények pénzügyi piacon betöltött kettős szerepe miatt jelentős kockázatot is hordoznak magukban. E szerepüket elsősorban a kereskedelmi kötvények eszközfedezetű típusának (*asset-backed commercial paper – ABCP*)<sup>10</sup> köszönhetően töltik be. E kereskedelmi kötvénytípus piacán bekö-

vetkezett likviditási problémák voltak azok, amelyek a 2007–2009-es másodlagos jelzálogpiaci válságot nemzetközi pénzügyi válsággá transzformálták. Ezzel pedig árnyékbanki szereplőként már egyértelműen behatárolható makroprudenciális kockázatot is hordoztak magukban a kereskedelmi kötvények e típusai. Ezért különösen fontos a megfelelő, fokozatos, jól előkészített és kommunikált szabályozásváltozás a pénz- és tőkepiacokon a szabályozó hatóságok részéről.<sup>11</sup>

A továbbiakban először a kereskedelmi kötvénypiacot, majd a pénzpiaci alapok szabályozásának változásait elemezzük az Egyesült Államokban, áttekintve e változások várható hatásait a kereskedelmi kötvénypiac viszonylatában. E két pénzpiaci eszköz ugyanis szoros kölcsönhatásban fejlődött egyenként is meghatározó pénzpiaci instrumentummá. Így a szabályozási változások az egyik eszköz – a pénzpiaci alap – esetében jelentős hatással voltak a másik eszköz – a kereskedelmi kötvény – piacára.

Ehhez kapcsolódó fontos kérdés, hogy a vállalati cash flow menedzsment eszközeiként a jövőben milyen szerepet töltenek majd be a kereskedelmi kötvények? Alkalmos eszköz marad-e a kereskedelmi kötvénykibocsátás a nagyvállalatok forrásgyűjtésére a jövőben?

## A KERESKEDELMI KÖTVÉNY MEGHATÁROZÁSA

A kereskedelmi kötvények (*commercial paper*) olyan rövid lejáratú<sup>12</sup> jellemzően fedezetlen kötvények, amelyeket gazdasági társaságok és önkormányzatok bocsátanak ki. A kibocsátás célja a nem pénzügyi társaságok esetében a rövid lejáratú eszközportfólió finanszírozása – jellemzően átmeneti jelleggel –, míg a pénzügyi társaságok esetében a kihelyezett hitelportfólió refinanszírozása – jellemzően tartós célból. Emellett beszélhetünk még a kereske-

delmi kötvények fedezett formáiról, az eszközalapú kereskedelmi kötvényekről, ezeket az értékpapírokat e speciális célra létrehozott társaságok (*special purpose entity – SPE; special purpose vehicle – SPV*) bocsátanak ki. A kereskedelmi kötvény ebben az esetben is megvásárolt követelésportfóliók folyamatos és nyereséges refinanszírozását szolgálja a pénzügyi társaságok kereskedelmi kötvénykibocsátásaihoz hasonlóan.

A kereskedelmi kötvénypiac méreteit jól illusztrálja, hogy 2007-re csak az Egyesült Államokban a forgalomban lévő kereskedelmi kötvények értéke elérte a 2 billió USD-t. (Kacperczyk – Schnabbl, 2010). Ezzel második helyre szorította vissza a kincstárjegyeket a pénzpiaci eszközökön belül, mert ez utóbbiak forgalomban lévő állománya csupán 940 milliárd USD-értékre rúgott ugyanebben az évben.

A kereskedelmi kötvényeknek – mint befektetésnek – két jelentős pénzpiaci alternatívája létezik: ezek a letéti jegy, és a repo ügyletek.<sup>13</sup> A vállalkozások és vagyonos magánszemélyek átmeneti forrástöbbletének népszerű célpontjai a letéti jegyek (*certificate of deposit*). Ez a megtakarítási forma abban különbözik a hagyományos banki betétektől, hogy a nagyszemű letéti jegyek<sup>14</sup> önállóan is forgalomképesek a pénzpiacon.

A kereskedelmi kötvények árazása a kockázatuk függvényében kerül meghatározásra, a kincstárjegyekénél magasabb hozam mellett, hiszen az államhoz képest jellemzően nagyobb kockázatot hordoznak magukban, így kockázati prémiumot biztosítanak kibocsátóik a befektetők számára az állampapírokba történő befektetések hozamához viszonyítva. Ugyanakkor a kereskedelmi kötvényhozam alacsonyabb a bankközi piaci kamatoknál (például *FED Fund Rate*,<sup>15</sup> LIBOR).<sup>16</sup> Alacsonyabb kamata folytán ugyanis a kereskedelmi kötvény a forrásbevonás olcsóbb formája a banki hitelnél.

A jegyzések többségében a lebonyolításban közreműködő befektetési szolgáltató is vásárol saját számlára a kibocsátott értékpapírokból. Ha a befektető a lejáratkor az újabb kibocsátásból is azonos volumenben jegyez ismételt értékpapírt, akkor a kereskedelmi kötvény – mint pénzügyi eszköz – egyre hosszabb távú befektetéssé válik. Ha azonban a lejáratkor a befektető nem újítja meg a lejárató értékpapírt, az a kibocsátó számára likviditási kockázatot jelent. A szűk likviditással jellemezhető piacon a megújítások hiánya arra vezet, hogy a kibocsátó vállalatok más eszközeik likvidálására kényszerülnek a lejárató kereskedelmi kötvények visszafizetéséhez szükséges forrás biztosítása céljából. Ez a folyamat a pénzpiacokon az elérhető források szisztematikus szűküléséhez vezethet. Mivel ekkor a kereskedelmi kötvénypiac már nem tudja biztosítani a szükséges pénzügyi forrásokat, a kibocsátók e célból más hitelpiaci eszközök felé fordulhatnak a cash flow menedzsment során.

## A KERESKEDELMI KÖTVÉNY MINT AZ EGYESÜLT ÁLLAMOK PÉNZPIACÁNAK MEGHATÁROZÓ SZEREPLŐJE

### A kereskedelmi kötvény rövid története és jellemzői az Egyesült Államokban

A modernkori kereskedelmi kötvények az 1920-as évektől jelentek meg az Egyesült Államokban. Ezek olyan vállalati kereskedelmi kötvények voltak, amelyeket jó hírnévvel rendelkező nagyvállalatok bocsátottak ki nagy címletekben – jellemzően 250 000 USD címletezéssel, vagy azt meghaladóan, 1 000 USD-összegenként növekedő címletekben. Ezek a kötelezettségvállalások értékpapír formát öltöttek, és rövid lejáratú kötvényként a bankhitel alternatívájaként kerültek a pénzpiacra.<sup>17</sup>

Ebben az időszakban a szabályozás változása is a kereskedelmi kötvénypiac növekedését

segítette elő, amelynek eredményeként a FED szinte megalakulásától, 1914-től leszámítolásra fogadta el a kereskedelmi kötvények egy részét. Ezzel megnyílt az útja, hogy a kereskedelmi kötvények betölthessék az elsődleges likviditási tartalék<sup>18</sup> szerepét a kétszintű bankrendszerben. E folyamat annak ellenére valósult meg, hogy a kereskedelmi kötvények másodlagos piaca – ahogy az előzőekben tárgyaltuk – napjainkig is igen szűk, hiszen a tulajdonosok jellemzően lejáratig tartják az értékpapírokat. Ez a tény a kibocsátók aktivitását a kereskedelmi kötvények piacán csökkentheti.

Az Egyesült Államokban a kereskedelmi kötvények vonzereje éppen abban rejlik, hogy a kibocsátónak lehetősége van arra, hogy akár – a változó likviditási helyzetének megfelelő, de meghatározott keretösszegű – kötvényprogram kibocsátását, jóváhagyását kérje a SEC-től. Így az engedélyezett keretösszegen belül a kibocsátások rugalmasan, tehát a kibocsátó igényeinek megfelelően valósulhatnak meg. Ha azonban a kibocsátó teljesít három feltételt,<sup>19</sup> amelyek alapján nem szükséges felügyeleti engedély, akkor szinte teljesen rugalmas és egyedi kibocsátásokat tud megvalósítani, mégpedig 1 és 270 nap között igény szerint, bármilyen lejáratra.

Az Egyesült Államokban a kereskedelmi kötvények kibocsátóinak 80 százaléka igénybe veszi a befektetési szolgáltatók szaktudását az árazási eljárás során. A piac ismerete és a széles körű ügyfélkapcsolat-rendszer elengedhetetlen az eltérő lejáratú kereskedelmi kötvények elhelyezése során. Ez azért is fontos, mert a befektetők a kereskedelmi kötvények jelentős részét a lejáratáig megtartják. Így a kibocsátásban résztvevő befektetési szolgáltatók *de facto* árjegyzői szerepet is betöltenek a kibocsátás során. Ők a kibocsátás során lejegyzésre nem került kereskedelmi kötvények megvásárlásával a piaci kereslet hiányában is felszívják a piacra dobott kereskedelmi kötvé-

nyeket. A befektetési szolgáltatók a befektetők által a lejárat előtt értékesíteni kívánt kötvényeket saját készletre is megvásárolják, így a másodlagos piacon is keresletet biztosítanak az eladók értékpapírjai számára. Ha a befektetési szolgáltató ügyfélkörében kereskedelmi kötvény iránt mutatkozik kereslet, a befektetési szolgáltatók saját készletből tudják kielégíteni azt, értékesítve a saját kereskedési számlára a korábban megvásárolt kereskedelmi kötvényeket.

Az 1960-as évek végétől két további piaci folyamat erősítette a kereskedelmi kötvénypiac fejlődését. Az 1960-as évek második felében az Egyesült Államokban az úgynevezett Q-szabály<sup>20</sup> által meghatározott kamatkorlátozások hatálya alá nem tartozó és így azok alternatívájaként megjelenő letéti jegyekre fizetett kamatok 1966 utolsó háromnegyedében már meghaladták a jogszabály által meghatározott kamatplafont (Abken, 1981). Ezért maguk a kereskedelmi bankok javasolták a nagy tőkeerejű társaságok számára a kereskedelmi kötvénypiacra történő belépést. Ügyfeleik kötvényvásárlási hajlandóságát olyan aktívan támogatták, hogy a kötvényjegyzéshez hitelkeretet biztosítottak. Ez abban az esetben válik lényegessé, ha lejáratkor a kibocsátó nem lenne képes szolgáltatni a kereskedelmi kötvény tőkeösszegét és annak kamatait. Különösen akkor bizonyult hasznosnak e megoldás, ha a befektető – források hiányában – csak részlegesen tudta volna megújítani kereskedelmi kötvénybefektetéseit az adott kibocsátónál, miáltal ez utóbbi a likviditás meghatározott hányadától eshetett el.

A befektetési szolgáltatók ezekkel az eszközökkel – amelyekkel a kibocsátók fizetőképességét és a megfelelően likvid másodlagos piacot létrehozták – lehetővé tették az amerikai nagyvállalatok számára, hogy cash flow menedzsmentjeik eszköztárába véglegesen bekerüljön a kereskedelmi kötvény. Ezáltal ugyanis a nagyvállalatok a kereskedelmi banki

forrásoknál olcsóbban jutottak forráshoz, de a folyamat haszonélvezői voltak a folyamatban részt vevő kereskedelmi bankok is (Lentner et al., 2015). Ez utóbbiak számára ugyanis a hitelkeret biztosításáért fizetett jutalék az alacsony kamatszintek esetén magasabb bevételt biztosított, mint a hiteleken elérhető rendkívül alacsony kamatmarzs. A bankok hitelkockázata ezáltal nem emelkedett, hiszen a kereskedelmi kötvénypiacon a legjobb adósok jelentek meg kibocsátóként.

Az 1970-es évek két olajválsága a kibocsátókat és a kötvényvásárlókat egyaránt a rövidebb lejáratú kereskedelmi kötvények felé terelte. Ennek hátterében a magas infláció, a piaci kamatok és a hosszú távon nehezebben kiszámítható kamattrend álltak. Keresleti oldalról közelítve, az 1970-es évektől további jelentős ösztönzést adott a kereskedelmi kötvények kibocsátásának növekedéséhez a pénzpiaci alapok<sup>21</sup> megjelenése, és a kereskedelmi kötvények iránt tanúsított kiemelt szintű érdeklődés.

### A pénzügyintézetek és érdekeltségeik szerepe a kereskedelmi kötvények kibocsátásában

A tartós fogyasztási cikkek és autóértékesítéseket finanszírozó pénzügyi intézmények már az 1920-as évektől megjelentek a kereskedelmi kötvénypiacon a vállalati kötvények mellett. Ezek a kibocsátók létrehozták a kereskedelmi kötvények új típusát, a pénzügyi kereskedelmi kötvényt. A pénzügyintézetek (és érdekeltségeik) által kibocsátott kereskedelmi kötvények az indulástól kezdve tartósan, 20 százalékos részesedést hasítottak ki maguknak az összes kibocsátás viszonylatában (Abken, 1981). A pénzügyi ágazat kereskedelmi kötvénykibocsátásai azért különlegesebbek, mert a forrásszerzésben előnyös alternatívát kínálnak már a pénzügyintézetek számára is.

A pénzügyi kereskedelmi kötvények kibo-

csátása biztosítja ugyanis a legkiterjedtebb és legolcsóbb forrásszerzési lehetőséget a külföldi bankok leányvállalatai számára. Növekvő hitelkihelyezésükhöz ugyanis növekvő dollárforrásokra volt szükségük, amellyel – összehasonlítva az amerikai székhelyű pénzügyi intézményekkel – csak kisebb volumenben rendelkeztek (Borzán et al., 2011). A nemzetközi pénzpiacokon a pénzintézetek egymás közötti kölcsönügyleteit meghatározó kamatláb (*LIBOR*) emelkedése egyre magasabb forrásköltséget eredményezett. A külföldi bankok helyzetét tovább nehezítette az Egyesült Államokban a forrásadó,<sup>22</sup> amely többletköltséget okozott a külföldi kibocsátónak, hiszen – a kibocsátás árazásának versenyképessége érdekében – át kellett vállalnia ennek terhét az értékpapírok tulajdonosaitól.

Két okból is vonzó volt az Egyesült Államokban terjeszkedni kívánó külföldi bankok számára a kereskedelmi kötvények kibocsátása. Egyrészt a bankközi kölcsönügyletekhez képest legalább 25 bázisponttal (Abken, 1981) alacsonyabb áron tudtak forrást bevonni. Másrészt, a külföldi bankok számára további előnyt jelentett, hogy e kibocsátásokra készülve a három nagy hitelminősítő társaság egyikének (Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings) minősítési eljárására is sor került, amely során az amerikai pénzpiac szereplői megismerhették az európai vagy ázsiai piacról érkezett új kibocsátót. Ezzel nemcsak a kibocsátó pénzintézet ismertsége, de potenciális ügyfélköre is jelentősen növekedhetett. Kockázatot csak az jelentett, ha a kibocsátónak nem sikerült elérnie a legjobb minősítést, mert akkor a bankközi piacinál olcsóbb források nem voltak elérhetőek számára. Ebben az esetben a kereskedelmi kötvény kibocsátója a bankközi hitelhez viszonyított kamatelőnyét elvesztette.

Mind a külföldi, mind a belföldi székhelyű bankok számára előnyt jelentett, hogy a kezesség- és garanciavállalások, valamint a kibocsá-

tások szervezésének díjai jövedelmezőbb lehetőséget kínáltak, mint az egyébként gyengén jövedelmező és rendkívül kompetitív és ezért alacsony marzsokat biztosító nagyvállalati hitellezés. A kereskedelmi kötvények kibocsátása által a kereskedelem-finanszírozás új szegmensé felé is nyithatnak a bankholdingok a leányvállalataikon keresztül. Később, a pénzintézetek lízingügyleteinek finanszírozása során is egyre nagyobb teret kapott a kereskedelmi kötvények kibocsátása.

A kereskedelmi kötvények kibocsátásának száma az 1971-es FED-szabályozás szigorítása ellenére (amellyel a leánybankokon keresztül a kereskedelmi kötvénypiacról gyűjtött forrásokra is a betétekhez hasonló tartalékképzési kötelezettséget írt elő a bankok számára az amerikai jegybank) is dinamikusan növekedett. Ezt az ellentmondást magyarázza a bankholding társaságok által 1973–74-ben jelentős számban megvalósított nagyszámú felvásárlás (598), amelyek célpontjai kisebb, jellemzően kereskedelem-finanszírozással, faktoringgal és lízinggel foglalkozó pénzintézetek voltak (Abken, 1981). Az új akvizíciók által kibővült bankholdingok forrásigényei is megnövekedtek, amelyeket kereskedelmi kötvények kibocsátásával fedeztek.

Azzal, hogy a belföldi pénzintézetek fogyasztási hitellel foglalkozó leányvállalatai az Egyesült Államokban a kereskedelmi kötvénypiacról kezdték refinanszírozni magukat, valamint a külföldi bankok amerikai leányvállalatai is ugyanerről az értékpapír-piaci szegmensről kezdtek forrást bevonni, új karaktert adott a kereskedelmi kötvénypiacnak. Ennek megfelelően a kereskedelmi kötvénypiac a pénzpiacokon belül olyan nagy részesedést ért el, amellyel a nemzetközi pénzpiacokon már mint szisztematikus kockázati tényezővel is kellett volna a szabályozó hatóságoknak számolni. E beágyazódási folyamat (az amerikai és európai pénzpiac kapcsolódása által) ugyanis a dominóhatás elvén alapuló kockázatokat

kódolhat a likviditás tekintetében az egyes pénzügyi részpiacok között. Ez a hatásmechanizmus érhető tetten a már említett 2007–2009-es pénzügyi válság eseménysorozatában, amelynek negatív hatásait a FED – már szintén említett – több piaci szegmensre kiterjedő beavatkozása tudott csak megfékezni.

Az 1980-as évekre az Egyesült Államok kereskedelmi kötvénypiacára elérte aranykorát. Ezzel párhuzamosan a monetáris politika hosszú távra meghatározó eszközévé vált a kereskedelmi kötvény az Egyesült Államokban. A piac erejét támasztja alá az a tény is, hogy a turbulens olajpiaci változások és a szigorodó szabályozási környezet ellenére jelentős állomány cserél gazdát, hosszú távon biztosítva a kereskedelmi kötvények meghatározó piaci szerepét, szemben a konkurens diszkont kincstárjeggyel és a legjobb adósoknak biztosított vállalati kölcsönökkel.

Az 1980-as években két további tényező is hozzájárult a kereskedelmi kötvények térnyeréséhez. Ezek a rövid lejáratú forrás-szerzést biztosító eszközök – köztük a kereskedelmi kötvény – irányába terelték kibocsátókat. Az első tényező – keresleti oldalról –, a petrodollárpiacok<sup>23</sup> jelentős növekedése, amely az új kibocsátók megjelenését támogatta az olajválságot követően. A másik tényező – kínálati oldalról –, a külföldi kibocsátók növekvő érdeklődése volt. Utóbbiak ugyanis nemcsak az USD, hanem más devizaalapú forrásigényeiket is finanszírozták a kompetitív (és így viszonylag olcsó) amerikai piacról. Ebben a csereügyletek (*swap ügyletek*)<sup>24</sup> széles körű elterjedése is segítette a kibocsátókat.

Ugyancsak ebben a piaci környezetben jelent meg 1983-ban az első eszközalapú kereskedelmi kötvény (*asset backed commercial paper*).<sup>25</sup> Tekintettel a 2007–2009-es pénzügyi válságban betöltött szerepére, ez az értékpapír külön elemzést érdemelne, ami azonban e tanulmány kereteit meghaladja. Széleskörű elterjedésével kapcsolatban mégis fontos meg-

jegyezni, komoly szisztematikus kockázatot jelent, úgy önállóan is, mint más piaci tényezők viszonylatában.<sup>26</sup>

## A KERESKEDELMI KÖTVÉNY AZ EURÓPAI UNIÓ PÉNZPIACÁN

### A kereskedelmi kötvények jellemzői az Európai Unióban

A kereskedelmi kötvények piaca Európában kisebb, mint az Egyesült Államokban, ahol – az ismertetett folyamat tükrében – piacvezető szerepet ért el, megelőzve a kincstárjegyeket.<sup>27</sup> Ez a különbség részben annak köszönhető, hogy Európában egy évszázaddal később jelentek meg, mégpedig az 1980-as évek közepén, amely megindította az európai kereskedelmi kötvénypiac (*eurocommercial paper market*) működését. Miután azonban az európai egy univerzális bankrendszer, valamint a közvetlen kereskedelmi banki finanszírozás jelentős szerepet tölt be a nagyvállalatok forrásigényeinek kielégítésében, a kereskedelmi kötvénykibocsátások volumene Európában kisebb nagyságrendű.

Az európai kereskedelmi kötvénypiac fő jellemzője, hogy a tagállami piacok helyett az összeurópai piacon kerülnek kibocsátásra az értékpapírok. Az európai piac sajátossága a hosszabb futamidő is. Míg az Egyesült Államokban a már említett 270 napos futamidő a jogszabályi korlát, addig az Európai Unióban akár 1 éves (365 nap) futamidővel is kibocsáthatnak kereskedelmi kötvényt vállalatok és önkormányzatok. Ezzel együtt a kereskedelmi kötvényprogramok az amerikai piacon (jellemzően akár három-öt éves futamidővel is) megteremtik a kibocsátók számára a középtávú finanszírozás lehetőségét. Európában több éves kötvényprogramra nincs lehetőség, a kibocsátási programot legfeljebb 12 hónapos érvényességgel engedélyezi az illetékes felügyeleti hatóság.<sup>28</sup>

A kibocsátás devizaneme Európában is jellemzően USD, bár kisebb részben EUR-, és GBP-alapú kibocsátásokra is sor kerül. A választás lehetősége a különböző devizanemek között jelentősen növeli a vállalati cash flow menedzsment mozgásterét.

A fontos különbség a két nagy piac között, hogy míg az elszámolás az Egyesült Államokban napon belül történik, a *Depository Trust Company* nevű elszámolóházon keresztül bonyolítva, addig az európai elszámoló házaknál (például *Euroclear*, *Clearstream*) két napot vesz igénybe (Treasury Today, 2002). Ez azért fontos, mert így a vállalatoknak a likviditásmenedzsment során több napos idővesztéssel szükséges kalkulálniuk az öreg kontinensen.

A különbségek mellett egy fontos hasonlóságot is érdemes kiemelni a két piac viszonylatában: a kibocsátási tájékoztatás kötelezettsége alóli mentesülés lehetőségét. Ezzel a lehetőséggel Európában csak akkor élhetnek a kibocsátók, ha kizárólag minősített befektetők (*qualified investors*)<sup>29</sup> jegyzik le az értékpapírt és a kereskedelmi kötvény címletértéke eléri vagy meghaladja az ötvenezer EUR-t.<sup>30</sup>

A kibocsátó nemzetközi nagyvállalatok számára Európában is a banki hitelek alternatívájaként jelent meg a kereskedelmi kötvény, azért, mert jobban igazodik a vállalatok cash flow menedzseléséhez, mint a hosszabb lejáratú és rögzített kamatozású bankhitelek.

Ennek hatására Európában is jelentős szelvet hasított ki a vállalati cash flow menedzsmentben a kereskedelmi kötvénypiac. A kibocsátó társaságok számára további előny, hogy a kereskedelmi kötvénykibocsátás a teljes európai piacon is hozzájárul ismertségük növekedéséhez, ami a későbbi tőkepiaci tranzakciók során jelentős előnyöket biztosíthat számukra, mert növeli a jövőbeni kibocsátások sikerének esélyét és a kedvezőbb árazás lehetőségét.

Kibocsátói minőségükön túlmenően az európai bankok befektetőként is érdeklődni kezdtek a kereskedelmi kötvények iránt. Ezzel

a nagyvállalati mellett a banki likviditásmenedzsment eszköztárába is bekerült a kereskedelmi kötvény.

Az Európai Unió szintjén a 2001-es esztendő áttörést jelentett az európai kereskedelmi kötvénypiac számára, mégpedig az 1985. évi az átruházható kollektív befektetési eszközökről (*Undertaking of Collective Investments in Transferable Securities – UCITS*) szóló irányelv 2001. december 4-i módosításával. (Treasury Today, 2002) A módosítás első pontja alapján ugyanis a kollektív befektetési eszközöket kezelő vállalkozások a tőzsdére bevezetett részvények és kötvények mellett rövid lejáratú pénzügyi eszközökbe is fektethetik az ügyfelek megtakarításait. E pénzügyi eszközök körébe tartoznak immár a kereskedelmi kötvények is – a letéti jegyek, a bankbetétek és befektetési alapok mellett. Európában a stabil növekedés eredményeképpen, 2003-ról 2007-re a 250 milliárd USD volumenű kereskedelmi kötvényállomány 450 milliárd USD-értékre nőtt (Brace, 2014).

A 2007–2009-es pénzügyi válság hatására Európában is folyamatosan csökkent a kereskedelmi kötvénykibocsátások volumene, de közel sem olyan mértékben, mint az Egyesült Államokban. A válság hatására az Egyesült Államokban több mint 50 százalékos visszaesés történt a kereskedelmi kötvénypiacon. Bár Európában is történt jelentősebb visszaesés, ez azonban csak 2010-ben történt és csak a korábbi szint 30 százalékaival, vagyis 150 milliárd EUR értékben esett vissza a nettó kibocsátás (Brace 2014).

## A PÉNZPIACI ALAPOK PRÓBATÉTELE A 2010-ES JOGSZABÁLYI VÁLTOZÁSOK UTÁN

Az eurózóna érintett tagállamainak 2011-es szuverén adósságválsága volt az első próbája az Egyesült Államokban a pénzügyi alapok



vonatkozásában a 2010. február 23-án hozott SEC-szabályozási szigorításoknak. A pénzügyi alapokra vonatkozó szabályozás változások 2010 májusától 2011 októberéig öt ütemben léptek hatályba, ezek közül a legfontosabbak a portfóliókezelési és likviditási szabályok voltak már 2010 júniusában. Így 2011 nyarán az európai szuverén adósságválság már az új szabályozást tehetné próbára. Mivel nem került sor egyetlen pénzügyi alaphoz sem (SEC, 2014) az egy USD nettó eszközérték áttörésére, az új rendszer működőképesnek bizonyult. A közpénzügyi kockázatok nem érték el a beavatkozás mérlegelésének sem a szintjét, így ebből a szempontból is jól vizsgázott az új szabályozás. Mindez történt annak ellenére, hogy jelentős tőkekivonás valósult meg, 100 milliárd USD nagyságrendben.

A SEC gazdasági és kockázatelemzési divíziójának (*The Division of Economic and Risk Analysis* – DERA) elemzése 2012-ben<sup>31</sup> azonban olyan további kockázatokot tárt fel a likviditás tekintetében a pénzügyi alapokon, amelyek alapján további szigorításokat javasolt a nem állampapírokba fektető pénzügyi alapok esetében. További reformok azonban csak 2016-ban történtek.

A következő próba sem váratott magára sokáig, de a 2010-től bevezetésre kerülő új pénzügyi alapokra vonatkozó szabályoknak ezt a tesztet is sikerült kiállniuk. Ezt a próbatételt 2013-ban az Egyesült Államok maximálisan engedélyezett adósságszintje<sup>32</sup> körüli általános bizonytalanság testesítette meg, amely érzékenyen érintette a pénzügyi alapok és így a pénzügyi alapok likviditását is. Ezt jól illusztrálja az a tény is, hogy a miniválság első és egyben legintenzívebb két hetében (2013. október 3. és 16. között) a pénzügyi alapok portfóliójából annak 6,1 százaléka került kivonásra, összesen 54,1 milliárd USD-értékben. Ebben az esetben sem volt szükség az államháztartást e területen képviselő SEC részéről a beavatkozásra, így a közpénzügyi kockázatok tovább

csökkentek az Egyesült Államokban a második sikeres szabályozási tesztet követően.

## A 2016-BAN ÉLETBE LÉPETT PÉNZPIACI SZABÁLYOZÁS, ANNAK HATÁSAI A KERESKEDELMI KÖTVÉNYEKRE ÉS A PÉNZPIACI ALAP PIACÁRA AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN ÉS EURÓPÁBAN

A DERA már említett elemzésének a hatására 2016. október 14-én (Powell, 2015) a SEC további szigorításokat vezetett be az Egyesült Államokban működő intézményi befektetők pénzügyi alapjaira vonatkozóan (Pozen, 2016). A szigorítás legfontosabb eleme a fix napi egy USD-összegre vonatkozó nettó eszközérték rezsím eltörlése, és a rugalmas nettó eszközérték – számítás bevezetése. Ezzel egyidejűleg a pénzügyi alapok likviditáskezelésére vonatkozó szabályok további szigorítására is sor került.

A megoldás üdvözölhető, hiszen a fix eszközérték rezsím a betétszerű működés látszatát keltette, holott a valóságban értékpapír kibocsátásáról volt szó. Bár a kibocsátások mögött hangsúlyozottan nem volt betétbiztosítási jellegű garanciaelem, a befektetők az egy dollár eszközértékre úgy tekintettek, mint a tőkegaranciára. Amikor a 2007–2008-as pénzügyi válság hatására megdőlt e nézőpont, a FED a pánikhangulat hatására hozott létre átmeneti garanciarendszert, amely csak hasonlított a betétbiztosításhoz, de – annak átmeneti jellege és a pánik megszüntetésének kizárólagos célja miatt is – a hasonlóság csak formai jellegű és nem tartalmi volt.

Több szempontot is figyelembe kell azonban venni a pénzügyi alapokra vonatkozó 2016-os szabályozói döntés hatásainak vizsgálata során. Például Franciaországban a 2007–2009-es válság során 60 százalékkal csökkent a pénzügyi alapok állománya annak ellenére, hogy rugalmas volt a nettó eszközérték -számí-

tása már a tőke kivonás előtt is (Pozen, 2016). Önmagában tehát a rugalmas nettó eszközérték számítása nem elégséges, de szükséges megoldás volt az Egyesült Államokban.

A változások része volt a nettó eszközérték új rendszere mellett több likviditási szabály egyidejű bevezetése is. Ebből a szempontból releváns a pénzüpi alapok új amerikai szabályozásának a portfólió-összetételre és likviditási feltételekre vonatkozó része (Lewis, 2013). Utóbbi kettő azzal a hátránnyal járhat a későbbiekben, hogy a likviditás jelentős szűkülése esetén a pénzüpi alapok sem tudnak megfelelő többletlikviditást pumpálni a pénzügyi rendszerbe. Mivel a szabályozáshoz a pénzüpi alapok a válságmentes időszakban alkalmazkodtak, e feltételezés próbáját egy, a 2008-as Lehman Brothers csődhöz hasonló likviditási válságban lehet majd csak teljességében tesztelni. Az alkalmazkodás az új szabályokhoz így nem okozott különösebb megrázkódtatást a nagyvállalatok és a pénzintézetek számára sem. Ez az alkalmazkodási folyamat jelentős mértékben eltérő lehetett volna az eredmény tekintetében, ha egy likviditási válság periódusban, egy azonnali szabályozásváltozáshoz való alkalmazkodással valósult volna meg.

A 2016 harmadik negyedében az új, rugalmas eszközérték-szabályozás hatálybalépésére történő felkészülés folyamatában megfigyelhető volt, hogy a bankközi kamatok jelentősen megnövekedtek, vagyis 60 bázisponttól (USD 3 havi LIBOR-kamatszint) 85 bázispont fölé emelkedtek. Ezért átmenetileg mind a nagyvállalatok, mind a kis- és közepes vállalatok, de még a szövetségi államok és az önkormányzatok is drágábban jutottak forrásokhoz. A kereskedelmi kötvények piaci aktivitása is jelentősen csökkent, így közel a felére esett vissza a forgalomban lévő állomány a kieső kereslet miatt. 2016. október 14-e után a bankközi kamatok már nem kerültek a korábbihoz közeli szintekre, hanem tartósan magasabb szinten stabilizálódtak, amelynek oka azonban csak

kisebb részben a szabályozásváltozás, nagyobb részben az inflációs várakozások emelkedése volt. Tehát ez az inflációs trend kezdete csak véletlenül került átfedésbe a szabályozásra való felkészülés időszakával, így hatásaik is véletlenül erősíthették átmenetileg egymást.

A likviditásnövelő portfólió-összetételt alacsonyabb kockázatszint felé terelő 2016-os szabályozás hatása ezért csak rövid távon tekinthető kedvezőtlennek. Ezt ugyanis csak részben támasztja alá a bankközi kamatlábak szintjeinek átmeneti, más okokkal is magyarázható, de valóban határozott emelkedése. A hosszú távú hatások azonban már jóval kedvezőbbek lehetnek a kereskedelmi kötvénypiacra nézve, tekintettel arra, hogy a pénzüpiciakon összpontosuló kockázatok összhangba kerülhetnek a befektetési hozamszintekkel. Ez segíthet megelőzni egy újabb pénzügyi válság kialakulását vagy legalább is mérsékelni annak hatásait. Így azok a pénzüpi alapok, amelyek nem kizárólag állampapírokba fektetik ügyfeleik megtakarításait, a kockázati szintjüknek megfelelő helyre kerülhetnek a vállalati cash flow menedzsment globális rendszerében.

A pénzüpi alapok rendszerszintű kockázatai jelentősen csökkennek azzal, hogy a befektetési jegyek visszaváltásának fedezete a pénzüpi alapok befektetői számára a magasabb likvid eszköz aránya miatt folyamatosan elérhető lesz a jövőben. Az egyes pénzüpi alapokra is igaz, hogy amennyiben jelentős likviditáscsökkenést észlelnek, lehetőségük nyílik az új szabályozás adta felfüggesztés jogintézményével kezelni e kockázatokat. Ennek hatásai a pénzüpi szereplőire nem hatnak majd nem kiszámítható módon, azaz kiszámítható hiszen a pénzüpi befektetési alapok ezen intézkedései már éppen egy kiszámítható és transzparens szabályozás keretében történik. Ez éppen a befektetők hosszú távú érdekeit szolgálja, és előre látható módon csak egy átmeneti időszakra érvényesek. A bizonytalanság jelenti ugyanis a legnagyobb veszélyt

a pénz- és tőkepiacokon, de az új szabályozás ezzel a lehetőséggel is jelentősen csökkentheti a bizonytalanság szintjét. Végso soron ez segíthet a befektetőknek abban, hogy elkerüljék a pánikszerű döntéseket és megalapozottabb befektetési stratégiát valósítsanak meg (Bárczi – Zéman, 2015).

A monetáris hatóságok pedig hatékonyabban tudják használni a kereskedelmi kötvények piacát a kamatlábak befolyásolására, egy jellemzően intézményi befektetőkre koncentrált piacon.

## KONKLÚZIÓ

Megállapítható, hogy a pénzügyi alapok új amerikai szabályai túlmutatnak saját piaci szegmenseiken és az egyesült államokbeli és a nemzetközi kereskedelmi kötvénypiacra is jelentősenhatnak hatást gyakorolhatnak. Ugyan a likviditási szabályok szigorítása átmenetileg kedvezőtlenül befolyásolták a kereskedelmi kötvénypiac alakulását, de ez a hatás eltörlül a hosszú távon fenntartható, kiszámíthatóbb működés előnye mellett. Az államháztartási kockázatok ezzel a pénzügyi eszközök eme piacán gyakorlatilag minimálisra csökkentek. Azzal ugyanis, hogy csak a hosszú távú befektetések körében szerez nagy portfóliórészarányt a kereskedelmi kötvény pénzügyi és eszközfedezeti formája, e két értékpapírpiacon szegmens likviditása is transzparenssebbé válik, valamint a pénzügyi eszközök kockázat-hozam skálán történő árazása is pontosabb lesz.

Ezzel megszűnik a tovagyrúzó árnyékbanki tevékenység kockázata, az a kockázat, amelynek a fennállása miatt az Egyesült Államok államháztartásának védelmében az Egyesült Államok jegybankjának nem hagyományos eszközökkel beavatkozásokat kellett végrehajtania 2008-ban, hogy a pénzügyi összeomlását a SEC ilyen módon meg tudja előzni. A piaci pánik kialakulása így elkerül-

hető azzal, ha a befektetők (még az intézményi befektetők is) nem kezelik – ahogy éppen a fix egy USD eszközérték számítása miatt azt 2008 előtt tették – pénzügyi eszközként a pénzügyi és eszközfedezeti kereskedelmi kötvényeket. Ezek ugyanis valójában tőkepiaci eszközök, mert a folyamatosan megújuló jellegük miatt *de facto* éven túli lejáratú pénzügyi eszközként viselkednek. Ez utóbbi pedig már a tőkepiaci eszközök jellegzetessége. Így a vállalati cash flow management eszköztárába is megfelelő helyen szerepelnek, de csak a rövid lejáratú (fedezet nélküli) kereskedelmi kötvények és pénzügyi alapok. A hosszú távú eszközökkel fedezett eszközfedezeti kereskedelmi kötvényeket tartalmazó alapok pedig jellemzően kikerülnek a nagyvállalatok rövid távú cash flow kezelési eszköztárából. Ez utóbbi eszközök bár valószínűleg alacsonyabb arányban, de megmaradnak a pénzügyi szektor befektetési között, jellemzően az univerzális bankok befektetési banki részlegeinek, valamint a befektetési bankok portfóliójában.

Ebből következik, hogy még az egészen rövid lejáratú (1–14 napos) kereskedelmi kötvények piaca sem fog a jövőben ténylegesen pénzügyi jelleggel működni. Ennek oka, hogy a kibocsátók ezen pénzügyi eszközöknél a rövid táv miatt a nagyobb likviditás biztosítására törekszenek, azzal, hogy a megújítás hiányában esetleg szükségessé váló forrásokat különítenek el. Bár a kibocsátások megújításával akár az egy évet is elérheti egy ilyen befektetés időtartama. Így éppen a pénzügyi befektetés határán van a kereskedelmi kötvény ebben az esetben, de ami még ennél is fontosabb, a likviditási kockázat akkor is megnövekedhet, ha nagy mennyiségű értékpapírt nem újítanak meg a befektetők egy pénzügyi likviditás szűke esetén. Figyelembe kell azt is venni, hogy ezek a rövid lejáratú pénzügyi eszközök, a pénzügyi alapok, nem csak önállóan – mint egyedi befektetések –, hanem egy-egy portfólió elemeként közvetetten, értékpapír- vissza-

vásárlási (*repo*) ügyletek részeként, értékpapír-fedezetként is megjelennek a pénzpiacon. Ez utóbbi szerep további likviditási kockázatot hordoz a pénzpiac számára. A jövőben ezért a leírtak alapján az várható, hogy ez a piaci szegmens a vállalatcsoportok likviditás- és cash flow menedzsmentje<sup>33</sup> eszközeként már nem működik majd tovább, sem befektetői oldalon közvetlen befektetésként, sem a valóban pénzpiaci alapok esetében portfólióbefektetésként.

Az új szabályozás hatására így a pénzpiaci alapok újra betölthetik klasszikus szerepüket a pénzpiacokon, amelynek lényege, hogy a betéteknél magasabb hozamot biztosítanak nagyobb likviditás mellett és kifejezetten rövid távra, amely még a pénzpiaci eszközökön belül is a három hónapon belüli szabad cash flow biztonságos elhelyezésére szűkülhet. Ezzel párhuzamosan kockázati szintjük is csak minimálisan, szinte csak a betétbiztosítási garancia mértékével, haladja meg a betétesek által vállalt kockázatokat. Így megvalósul a betétekhez viszonyított korlátozott, a kockázattal arányos hozamtöbblet, amely természetesen a szabályozás által érintett pénzpiaci alapok esetében fontos cél is volt. Ezzel ugyanis a megfelelő befektetők vásárolnak ilyen pénzpiaci alapokat, a magasabb hozamokat kereső, nagyobb kockázatot vállaló befektetők a kötvénybe, vagy nem kizárólag állampapírokba fektető pénzpiaci alapok felé fordulnak. Ezzel a pénzpiaci alapok nem kizárólag állampapírokba fektető típusai is csökkentik a korábban meghatározó portfólióelemként használt kereskedelmi kötvények súlyát, ezzel párhuzamosan megnövelik a kockázatmentes állampapírok arányát. Így ezen nem állampapírokba fektető alapok is, a nagyobb likviditást igénylő időszakokban, egyre alacsonyabb átlagos futamidejű (*duration*) portfóliót alakítanak ki, amelyben szükségszerűen csökken a kereskedelmi kötvények súlya. A szabályozás miatt azonban mégsem növekszik a kockázat ilyen relatív likviditás szűke esetén sem a korábbi állapothoz képest, amely-

ben az eszközalapú kereskedelmi kötvények még jóval nagyobb súlyt képviseltek pénzpiaci alapok portfóliójában. Így az elsődleges cél a likviditási és a folyamatos fizetőképesség fenntartása – a szélsőséges esetektől eltekintve (államcsőd, állami költségvetési hiány, korlát elérése) – tartható, a minimális hozamtöbblet pedig a működés jelentős részében biztosítható a portfólió átlagos futamidejének változtatásával, és a prudens alapkezelési tevékenységgel.

Végül, de nem utolsósorban fontos kiemelni, hogy a pénzpiaci alapok szabályozásának többletcsős változása azért is lehetett sikeres, mert a szabályozó hatóság (SEC) figyelembe vette a pénzpiaci alapok és azok portfóliójában lévő eszközök, köztük a kereskedelmi kötvények egyes típusainak, makroprudenciális kockázatát. A fokozatos és jól kommunikált szabályozásváltozás első lépcsője sikeresen vizsgálhatott így a 2011-es európai szuverén adósságválság kapcsán, valamint a 2013-as egyesült államokbeli adósságplafon körüli bizonytalanság során, és jelentősebb pénzpiaci turbulencia nélkül fejeződött be a piaci alkalmazkodás 2016-ban az érintett piaci szereplők részéről is. Az államháztartási kockázatok a szabályozói oldalról történő beavatkozással csökkentek. Ez a folyamat jó minta – vagy akár a legjobb gyakorlat lehet a jövőben – a többi árnyékbanki szereplő és tevékenység esetén is a határozott és az érintettek számára fokozatos, de pontosan és előzetesen kommunikált szabályozásváltozással. Az Egyesült Államokban így a pénzpiacok és a kereskedelmi kötvények piacának stabilizációja megvalósult – a korábinál alacsonyabb kamatszinten és kisebb állomány mellett.

A szabályozási változások hatásai az európai bankok amerikai leányvállalatainak forrásszerzési lehetőségein keresztül közvetetten és korlátozottan érvényesülnek az európai pénzpiacon. Az európai hatásokat korlátozta az európai kereskedelmi kötvénypiac kisebb volumene és az a rugalmas nettó eszközértékszámítási rendszer, amelytől az európai pénz-

piaci alapok nem tértek el akkor sem, amikor az amerikai pénzpiacra a rögzített (fix) nettó eszközérték számítását alkalmazták.

Mindezek alapján összegezhethetjük, hogy a pénzpiaci alapok 2011–2016 közötti szabályozásváltozásai a megfelelő mederbe terelték a pénzpiaci alapok működését az Egyesült Államokban. A szabályozás hatására a kereskedelmi kötvények kockázatosabb eszközfedezet-típusai kiszorultak a rövid lejáratú eszközökbe fektető pénzpiaci alapokból. Ezzel nemcsak a kockázat–hozam aránya került szinkronba a pénzpiaci alapok esetében, hanem a fedezett kereskedelmi kötvények, mint árnyékbanksi

tényezők, is megszűntek (a pénzpiaci alapok esetében) makrogazdasági kockázatot képviselni. Ezzel az államháztartás gazdálkodásának a sérülékenysége is jelentősen csökkent. Így a 2007–2009-es válságban kialakult likviditásválság hatása is megelőzhetővé vált a pénzpiaci alapok esetében. A nagyvállalatok cash flow menedzsmentje pedig óvatosabbá vált a szabályozás hatására azáltal, hogy a valóban átmeneti készpénzfelesleg lekötésére, befektetésére szolgáló kizárólag állampapírokba fektető pénzpiaci alapokra korlátozzák szabad pénzeszközök befektetését –, ha és amennyiben megfelelően prudensen járnak el.

## JEGYZETEK

\* Az Emberi Erőforrások Minisztériuma ÚNKP–17-IV kódszámú Új Nemzeti Kiválóság Programjának támogatásával készült.

<sup>1</sup> A fix egy USD-értékre vonatkozó nettó eszközérték számításának alapja az a feltételezés volt, hogy a pénzpiaci alapok portfóliójában szereplő értékpapírok piaci értéke folyamatosan növekszik, így a költségek napi szintre történő elosztásával az egy befektetési jegy értéke soha nem csökkenhet az induló egy USD-érték alá.

<sup>2</sup> A nettó eszközérték megmutatja egy portfólió összes követeléseinek és kötelezettségeinek egy adott időpontra eső különbségét. Ez a nettó eszközérték egy egységnyi befektetésre, egy befektetési jegyre vetítve is meghatározható, mégpedig úgy, hogy ha a portfólió nettó eszközértékét elosztjuk a befektetési jegyek számával.

<sup>3</sup> Lásd: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-13/there-s-a-300-billion-exodus-ahead-as-new-money-fund-era-dawns> (2017. 04. 21.)

<sup>4</sup> Azok a pénzpiaci alapok az Egyesült Államokban, amelyek rövid lejáratú állampapírok mellett ban-

kok és vállalkozások által kibocsátott eszközökbe is befektethetik az összegyűjtött megtakarításokat. Így többek között kereskedelmi kötvényekbe, repo ügyletekbe is eszközölhetnek befektetéseket.

<sup>5</sup> Az önkormányzati pénzpiaci befektetési alapok (municipal money-market funds) azok a pénzpiaci alapok az Egyesült Államokban, amelyek rövid lejáratú állampapírok mellett elsősorban önkormányzatok és szövetségi államok által kibocsátott rövid lejáratú eszközökbe fektetik az általuk kezelt vagyont.

<sup>6</sup> A SEC 2014. július 23-án elfogadott szabályozása módosította az Investment Company Act of 1940 17 CFR Ch. II § 270.2a–1 részét, lásd <https://www.sec.gov/rules/final/2014/33-9616.pdf> (2017. 04. 05.)

<sup>7</sup> A SEC a 2010. január 27-i szabályozásmódosítása során már szigorításokat vezetett be a pénzpiaci alapok szabályozásában a 2008-as pénzpiaci válságban betöltött negatív szerepük megelőzésére. A szigorítások kiterjedtek a pénzpiaci alapok portfóliójának a minőségére, az alap likviditására és a portfólióban tartott eszközök lejáratú struktúrájára, valamint az időszakos stressz tesztekre és a

portfolióra vonatkozó adatok közzétételére. Már ekkor jelezte a felügyelet, hogy további szigorítások várhatók, amelyek magukban foglalhatják akár a fix nettó eszközérték eltörlését is. Így a pénzügyi alapoknak az Egyesült Államokban közel 6 évük volt felkészülésre. lásd: <http://documents.jdsupra.com/5dc2edc1-8f78-4ebb-9b4b-5c1fe072ae59.pdf> (2017. 04. 06.)

<sup>8</sup> A cash flow menedzsment a vállalatok és vállalatcsoportok likviditásmenedzselési tevékenysége. Ennek során a vállalat pénzügyi és/vagy likviditásért felelős vezetője a társaság kötelezettségeinek és várható bevételeinek az ismeretében napi szinten dönt a rendelkezésre álló források és eszközök – ezen belül is a készpénz számlapénz – nagyságáról, és amennyiben szükséges, a hitelkeretek lehívásáról. A cél a folyamatos fizetőképesség biztosítása, minél nagyobb pénzügyi eredmény mellett.

<sup>9</sup> Paul McCulley (1957) keynesianus közgazdász az Egyesült Államokban. McCulley használta először az árnyékbanki kifejezést 2007-ben egy, az amerikai jegybank (FED) által szervezett konferencián.

<sup>10</sup> Az eszközalapú kereskedelmi kötvény egy lejáratú transzformációt megvalósító árnyékbanki értékpapírforma. Kibocsátóként pedig egy pénzügyi intézmény áll az értékpapír mögött, olyan társaság, amelyet társaságokkizárólag e célra hoztak létre, hoztak létre amelynek nincs pénzügyi licensze, és így a tevékenységét az értékpapírosítás formájába csomagolva végzi.

<sup>11</sup> A jól előkészített és kiszámított döntés ellenpéldája a svájci jegybank monetáris tanácsának 2015. január 15-i döntése. A svájci jegybank ugyanis ekkor teljesen váratlanul döntött, a svájci frank az euróval szembeni árfolyam 1,15-ös EUR/CHF árfolyamnál történő beavatkozás feladásáról. A piac felkészítésének hiánya jelentős makropiaci veszélyeket okozott a devizapiacokon – többek között például a magyar brókerbotrányban érintett társaságok károsult ügyfeleinek.

<sup>12</sup> A rulírozás, azaz újrafeltöltés (törlesztés és újabb kibocsátás) vagy megújítás során a maximális futamidőn belül több maximum 270 napos futamidejű kibocsátásra is lehetősége van a kibocsátónak újabb felügyeleti jóváhagyás nélkül.

<sup>13</sup> Az értékpapír-visszavásárlási ügyletek (*repurchase agreement – repo*) során az értékpapírral (jellemzően leginkább állampapírral) rendelkező fél az értékpapír-fedezet mellett kap rövidlejáratú hitelt. A tranzakció során nem kamattal, hanem az értékpapír két időpont közötti – előre megállapodott – árfolyamkülönbségével számolnak el a felek. Így formailag nem hitelügylet, hanem értékpapír-kölcsönzés lebonyolítására kerül sor, tartalmilag azonban az értékpapír fedezete melletti hitelnyújtás valósul meg. A pénzügyi nap szinten jelentős mennyiségben és tranzakciószámokban valósulnak meg értékpapír-visszavásárlási ügyletek a kereskedelmi bankok és a befektetési szolgáltatók körében.

<sup>14</sup> A nagyszegű letéti jegyeket az angolszász üzleti zsargon *jumbo certificate of deposit-nek (jumbo cd)* nevezi.

<sup>15</sup> FED *Fund Rate*: az Egyesült Államok piacán az a kamatláb, amelyen egy napos futamidőre (*overnight*) hiteleznek a kereskedelmi bankok egymás között.

<sup>16</sup> LIBOR (*London Interbank Offered Rate*): londoni bankközi kamatláb, az a kamatszint, amelyen a bankok egymást hitelezik a pénzügyi piacon. A visszaélések miatt azonban 2021 december végén a LIBOR mint referenciakamat megszűnik.

<sup>17</sup> A pénzügyi piac a maximum egy éven belüli lejáratú pénzügyi eszközök piaca, a tőkepiac pedig az éven túli pénzügyi eszközök piaca.

<sup>18</sup> A likviditási tartalék a termelő és szolgáltató társaságoknál az a pénzmennyiség, amely a társaság működéséhez, a forgóeszköz finanszírozásához már nem szükséges, ugyanakkor a beruházásokhoz, illetve hosszú lejáratú pénzügyi befektetésekhez még nem

kerül felhasználásra. Pénzügyi intézményeknél ez a tartalék a saját számlás ügyletek lezárása, és újabb nyitása között fennálló átmeneti szabad pénzeszköz. Mindkét esetben az átmeneti jelleg a fontos, ami csak rövid távú és ugyanakkor alacsony kockázatú eszközökbe történő befektetést indokol.

<sup>19</sup> A regisztráció alóli mentesség három feltétele a *Securities Act* 3 szakasz 3 (a) 3 bekezdése alapján a következők: az első feltétel, hogy a kereskedelmi kötvény futamideje nem haladhatja meg a 270 napot. A második feltétel, hogy a kötvény kibocsátása csak zártkörűen mehet végbe. Ez utóbbi feltétel teljesülését segíti elő a jellemzően 100 000 USD címletű értékpapírok kibocsátása, amely nagy címletére tekintettel csak korlátozott számú befektető elérését teszi lehetővé. A harmadik feltétel pedig, hogy a kibocsátásból befolyó összeg csak a társaság forgóeszközeinek finanszírozását szolgálhatja.

<sup>20</sup> Q szabály (Q regulation) a 1933-as Glass–Steagall-törvény (Glass-Steagall Act) részeként megtiltotta a kereskedelmi bankoknak a betétek és látra szóló számlaegyenlegek után a kamat fizetését.

<sup>21</sup> Az első pénzügyi alap az Egyesült Államokban 1971-ben jött létre *The Reserve Fund* néven. Az 1940-es, Befektetési társaságokról szóló törvény hatálya alatt az Értékpapír és Tőzsde Felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) felügyelete mellett. Kifejezetten azt a célt szolgálta, hogy megkerülve a Q szabályozást a látra szóló megtakarításokra is tudjon kamatot fizetni, nem betét, hanem értékpapír formájában.

<sup>22</sup> Az értékpapírok kamata és árfolyamnyeresége után különböző mértékű forrásadót vonnak le a hazai és a külföldi befektetőktől egyaránt. Az egyes államok között a kettős adóztatásról szóló megállapodások alapján megelőzhetik a külföldi értékpapírok mindkét államban történő adóztatását.

<sup>23</sup> A petrodollár az olajexportáló országok dollárban elszámolt bevételeit jelentik, amelyek megjelentek a

nemzetközi pénzügyi piacokon. A két olajválság (1973-as és 1978-as) hatására ugyanis az olajexportáló országok jelentős többletbevételre tettek szert, amit átmenetileg nem kívántak saját országaikon belül felhasználni.

<sup>24</sup> A csereügylet során két eltérő cash flow-val (pénzeszközök áramával) rendelkező pénzügyi eszköz pénzáramai kerülnek a két pénzügyi eszköz tulajdonosai között átadásra, kicserélésre.

<sup>25</sup> Az eszközalapú kereskedelmi kötvényeket részletebben lásd Bujtár Zsolt: Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai. *Jura*, 2016., 22. évfolyam, 214–224. oldal

<sup>26</sup> A Pénzügyi Stabilitási Tanács ezért a szisztematikus kockázat miatt jelölte meg külön is az árnyékbanki szereplők között az eszközfedezetű kereskedelmi kötvényt. A Pénzügyi Stabilitási Tanács (*Financial Stability Board – FSB*) 2009-ben alakult a Pénzügyi Stabilitási Fórum (*Financial Stability Forum FSF*) utódszervezeteként, a G–20 államok pénzügyi vezetőinek és monetáris hatóságai vezetőinek a bevonásával működik. Az árnyékbankrendszer és a hagyományos bankrendszer összefüggéseiről lásd: Kecskés András – Bujtár Zsolt: „Sárkányok tánca”: a hagyományos- és az árnyékbankrendszer küzdelme a pénzügyi dominanciáért Kínában. *Jura*, 2016., 22. évfolyam, 1. szám, 229–238. oldal

<sup>27</sup> 2013 végén az Egyesült Államokban 1 billió USD alá csökkent a piacon lévő kereskedelmi kötvényállomány, míg ugyanez év végén Európában 455,4 milliárd USD összegű kereskedelmi kötvény volt forgalomban. Lásd <http://www.euromoney.com/Article/3300800/Signs-of-life-in-European-commercial-paper-market-as-corporates-return> (2017. 04. 23.)

<sup>28</sup> 2003/71/ EK (2013. november 4.) Irányelv az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról, 9. cikk 2. bekezdés.

- <sup>29</sup> 2003/71/ EK (2013. november 4.) Irányelv az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról, 2 cikk 1. bekezdés e), f) pont.
- <sup>30</sup> 2003/71/ EK (2013. november 4.) Irányelv az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról, 3 cikk 2. bekezdés a), d) pont.
- <sup>31</sup> *Response to Questions Posed by Commissioners Aguilar, Paredes, and Gallagher Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation U. S. Securities and Exchange Commission.* 2012. november 30. 32. oldal lásd: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/money-market-funds-memo-2012.pdf> (2017. 06. 07.)
- <sup>32</sup> A költségvetési korlát az az összeg, ameddig az amerikai Pénzügyminisztérium a Kongresszus engedélye nélkül eladósodhat az állami kiadások finanszírozása során. 2017. szeptember 7-én *Donald Trump* amerikai elnök megegyezett a Képviselőház és Szenátus demokrata vezetőivel a hatályban lévő költségvetési korlát (19,8 billió USD) 2017. december elejéig történő felfüggesztéséről. Lásd: [https://www.washingtonpost.com/graphics/2017/national/debt-ceiling/?utm\\_term=.dafdfb0fdc60](https://www.washingtonpost.com/graphics/2017/national/debt-ceiling/?utm_term=.dafdfb0fdc60) (2017. 09. 10.)
- <sup>33</sup> Cash management a készpénzkezelés teljes eszköztára a pénzügyi gyakorlatban. Kiterjed a készpénz beszédésére, a kezelésére és a felhasználására. A működtetése során a társaság folyamatos fizetőképességének fenntartása mellett az elérhető kamatbevételek maximalizálása és a költségek minimalizálásával törekszik a forgóeszközök és beruházásokhoz szükséges pénzeszközök folyamatos biztosítására.

## IRODALOM

- ABKEN, P. (1981): Commercial Paper. Economic Review of Research Department of Federal Reserve Bank of Richmond, 1981. March/April, p. 13
- BÁRCZI J. – ZÉMAN Z. (2015): A pénzügyi kultúra és annak anomáliái. *Polgári Szemle*, 11 (1–3) 101–108. oldal
- BERTHOLLE, P. – MARCELLO, T. (2000): Commercial Paper in Europe – the Changing Landscape Treasury Management International, 2000. June, pp. 1–3. Online: [http://www.paris-europlace.net/files/commercial\\_paper.pdf](http://www.paris-europlace.net/files/commercial_paper.pdf) (2017. 04. 11.)
- BORZÁN A. – LENTNER Cs. – SZIGETI C. (2011): A pénzügyi vállalkozások felelősségvállalásának új dimenziói *Economica*, Szolnok, 4 (11), 22–30 oldal
- BRACE, R. (2014): Signs of life in European commercial paper market as corporates return. *Euromoney*. Online: <http://www.euromoney.com/Article/3300800/Signs-of-life-in-European-commercial-paper-market-as-corporates-return> (2017. 04. 23.)
- BUJTÁR Zs. (2016a): Az árnyékbankrendszer és az értékpapírosítás az Egyesült Államokban *Controller Info*, 4 (3), 37–41. oldal
- BUJTÁR Zs. (2016b): Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai. *Jura*, 22 (2), 214–224. oldal
- KACPERCZYK, M. – SCHNABBL, P. (2010): When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009 *Journal of Economic Perspectives*, 24 (1), p. 30
- KECSKÉS A. – BUJTÁR Zs. (2016): „Sárkányok tánca”: a hagyományos- és az árnyékbankrendszer küzdelme a pénzügyi dominanciáért Kínában. *Jura*, 22 (1), 229–238. oldal



- LENTNER CS. – SZEGEDI K. – TATAY T. (2015a): Corporate Social Responsibility in the Banking Sector, *Public Finance Quarterly*, 60 (1), pp. 95–103
- LENTNER CS. – SZEGEDI K. – TATAY T. (2015b): A központi bankok társadalmi felelőssége *Vezetéstudomány*, 46 (9–10), 35–47. oldal
- LEWIS, C. M. (2013): *The Economic Implications of Money Market Fund Capital Buffers* U.S Securities and Exchange Commission Division of Economic and Risk Analysis, pp. 34–35
- LUKÁCS J. – TÓTH M. – ZÉMAN Z. (2012): A számviteli politika döntéstámogatásának modellezése ágazati mátrix fejlesztéssel. *Gazdaság és társadalom*, 4 (3–4), 106–117. oldal
- LUKSANDER A. – BÉRES D. – HUZDIK K. – NÉMETH E. (2014): Analysis of the factors that influence the financial literacy of young people studying in higher education. *Public Finance Quarterly*, 59 (2), pp. 220–241
- LUKSANDER A. – NÉMETH E. – BÉRES D. – ZSÓTÉR B. (2016): Pénzügyi személyiségtípusok és az eladósdást befolyásoló pénzügyi attitűdök empirikus vizsgálata. *Közgazdász Fórum*, 19 (128), 32–55. oldal
- MCCORMICK, L. (2016): There's a \$300 Billion Exodus From Money Markets Ahead. Bloomberg. Online: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-13/there-s-a-300-billion-exodus-ahead-as-new-money-fund-era-dawns> (2017. 04. 21.)
- POWELL, R. (2015): Rule Changes on Money-Market Funds: What Investors Need to Know. *The Wall Street Journal*. Online: <http://www.wsj.com/articles/new-rules-on-money-market-funds-what-investors-need-to-know-1448852606> (2017. 04. 03.)
- POZEN, C. R. (2016): US Money market reforms: the gain isn't worth the pain. Online: <https://www.brookings.edu/opinions/us-money-market-reforms-the-gain-isnt-worth-the-pain/> (2017. 04. 21.)
- TIMIRAO, N. (2015): After Debt-Ceiling Deal, a Sense of Futility Grows in Congress. *The Wall Street Journal*. Online: <http://www.wsj.com/articles/after-debt-ceiling-deal-a-sense-of-futility-grows-in-congress-1446223337> (2017. 04. 05.)
- TOPPING, S. L. (1987): Commercial paper markets: an international survey. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 27 (1), pp. 46–53
- European Financial Market Lawyers Group (2002): *The Money Market: Legal Aspects of Short-Term Securities*, 2002. szeptember 2., 29. oldal. Online: <https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/aci/efmlgreport.pdf> (2017.04.21.)
- Morrison & Foerster (2010): News Bulletin March 15, 2010. Online: <http://documents.jdsupra.com/5dc2edc1-8f78-4ebb-9b4b-5c1fe072ae59.pdf> (2017. 04. 05.)
- Securities and Exchange Commission (2012): *Response to Questions Posed by Commissioners Aguilar, Paredes, and Gallagher* Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation U.S. Securities and Exchange Commission 2012. november 30., p. 32. Online: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/money-market-funds-memo-2012.pdf> (2017. 04. 06.)
- Securities And Exchange Commission (2014): 17 CFR Parts 230, 239, 270, 274 and 279 Release No. 33-9616, IA-3879; IC-31166; FR-84; File No. S7-03-13 RIN 3235-AK61 Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF p. 14. Online: <https://www.sec.gov/rules/final/2014/33-9616.pdf> (2017. 04. 05.)
- Treasury Today* (2002): An Introduction to Commercial Paper, <http://treasurytoday.com/2002/05/an-introduction-to-commercial-paper> (2017. 04. 23.)