

Fenyvesi Réka - Pénzügyi innovációk és az európai felügyeleti hatóságok szerepe

A pénzügyi innovációk hozzájárulhatnak a befektetői igényekhez igazodó termékek és szolgáltatások kialakulásához, a magasabb profitszerzés lehetőségéhez, új finanszírozási lehetőségekhez a vállalatok részére, a hatékonyabb forrásallokációhoz és mindezek által a gazdaság növekedéséhez. Fontos azonban, hogy az innovatív és ebből fakadóan ismeretlen jelleg, a túlzott komplexitás és a befektetők kockázatairól történő nem megfelelő tájékoztatása vagy tájékozódása komoly problémákat okozhat, melyet jól mutatnak a közelmúlt eseményei és a válság kirobbanása. A szabályozói válasz megfelelő formájának és időzítésének beazonosítása rendkívül nehéz feladat, mivel meg kell találnia az egyensúlyt az innováció pozitív hatásainak megőrzése és a pénzügyi rendszer stabilitásának, valamint a befektetők védelmének biztosítása között.

Az európai szintű mikroprudenciális felügyelet koordinációjáért felelős hatóságok (EBA, ESMA, EIOPA) folyamatosan figyelemmel kísérik a már létező, vagy újonnan megjelenő, illetve innovatívnak számító pénzügyi tevékenységeket, termékeket és amennyiben szükségesnek ítélik, iránymutatásokat, ajánlásokat és figyelmeztetéseket tesznek közzé honlapjaikon. Mindez azért kiemelkedő jelentőségű, mert a pénzügyi piacok egyre nagyobb mértékű összefonódása és a válság tapasztalatai rámutattak arra, hogy a megfelelő időben történő tájékoztatás és a szabályozási hiányosságok megszüntetése elengedhetetlen.

Jelen cikk célja, hogy bemutasson néhány olyan **elsősorban tőkepiac irányából megjelenő folyamatot/terméket, melyet** a pénzügyi innovációk és befektető védelem területén **az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (European Securities and Markets Authority/ESMA) kiemelt figyelemmel kísér.** Ugyanakkor fontos kiemelni, hogy a piac és a termékek komplexitásából fakadóan sok esetben az innovációk szektorokon átívelő elemzéseket igényelnek, így a három EU hatóság munkája szorosan összefonódik.

Az **ESMA** hatásköre az értékpapírpiacokra és az azokon tevékenykedő intézményekre terjed ki. A pénzügyi piacok és innovációk nyomán követése és az intézkedések mérlegelése során elsősorban a piac stabilitására és a befektető védelmi szempontok érvényesülésére helyezi a hangsúlyt. Célja, hogy a befektetők megfelelő információk birtokában, igényeikhez és a körülményekhez igazodva hozzák meg döntéseiket. Tevékenysége során szorosan együttműködik a nemzeti felügyeleti hatóságokkal, konzultál a piaci szereplőkkel, valamint átfogó elemzéseket készít azokról az innovatív vagy kockázatos termékekről és szolgáltatásokról, melyek veszélyeztethetik a piac integritását.

A közösségi finanszírozás (crowdfunding)

A crowdfunding egy új és dinamikusan fejlődő **alternatív finanszírozási forma, mely során egymástól független személyek anyagi hozzájárulása teheti lehetővé egy online felületen meghirdetett projekt sikeres elindítását.** A projektet számos szereplő, így többek között KKV-k, startupok, forráshiánnyal küzdő vállalkozások, közhasznú szervezetek, vagy tudományos-, művészeti-,

szociális-, vagy üzleti projektekkel foglalkozó magánszemélyek is meghirdethetik és amennyiben bemutatott ötleteik, termékeik elnyerik a honlap látogatóinak tetszését és támogatását, esélyt kapnak projektjeik megvalósításához.

A modell a pénzügyi válságot követően kapott igazán lendületet. Európában a banki finanszírozás volt mindig is a meghatározó, azonban a válság kirobbanása és a hitelállomány leépítése következtében minden gazdasági ágazat részére jelentősen kevesebb finanszírozás áll rendelkezésre. A hagyományos (banki, tőkepiaci) forrásszerzési lehetőségek tehát visszaszorultak és egyre inkább felértékelődnek az alternatív finanszírozási források, melyek rugalmasságot és választási lehetőséget jelentenek a vállalatok és piaci szereplők számára.

A modellnek jelenleg három fajtája létezik, mely a közösségi támogatás (*crowd sponsoring*), befektetés (*crowd investing*) és hitelezés (*crowd lending*). A támogatás történhet donációs alapon, illetve előfordulhat, hogy az adakozók felajánlásuk összegéhez igazodó ellenszolgáltatásokban részesülnek. A közösségi befektetés során a felajánló a megtámogatott projekt által termelt profitból részesülhet a jövőben, míg a közösségi hitelezés esetén a projektgazda ígéretet tesz a felajánlóknak, hogy bizonyos feltételekkel (pl. kamattal együtt) visszafizeti pénzüket.

A közösségi finanszírozás különböző formáinak gyors növekedése egyre inkább előtérbe helyezi a megfelelő szabályozási környezet megteremtésének igényét is. Az Egyesült Államokban 2012-ben elfogadásra került a közösségi finanszírozást elősegítő, ugyanakkor a befektetők védelmét biztosító új jogszabály (*Jumpstart Our Business Startups Act*, röviden: *JOBS Act*). Az egységes európai szabályozási keretrendszer hiányában az Egyesült Királyság, Franciaország és Olaszország már megtette az első szabályozási lépéseket, néhány egyéb tagállam pedig jelenleg is vizsgálja a megfelelő szabályozási lehetőségek körét. A szabályozás kialakítása során mindenképpen fontos lenne a közösségi finanszírozás fogalmának és a platformok által nyújtott lehetséges szolgáltatásoknak a pontos meghatározása. Ezzel egy időben az ESMA is folyamatosan figyelemmel kíséri a jelenséget és tagállami lépéseket, illetve felméri, hogy a szabályozás és felügyelés során hogyan biztosítható a minél szélesebb körű konvergencia, a lehetséges pozitív tényezők fenntartása és a megfelelő szintű fogyasztóvédelem biztosítása mellett.¹

Magyarországon, 2011 végén és 2012 elején három közösségi finanszírozási oldal kezdte meg működését (Kezdheted, Indulj.be, CreativeSelector). Ezek a közösségi támogatási formában működő, kreatív ötletek megvalósításához létrehozott online felületek. A jelenség magyarországi elterjedése jelenleg nem számottevő, néhány sikertörténetről azonban már itthon is olvashatunk. Jellemző ugyanakkor, hogy egyre nagyobb számban jelennek meg hazai innovátorok és start-up vállalkozások ötleteikkel az amerikai és nyugat-európai crowdfunding portálokon, melyeken lehetőséget kapnak tőke bevonására és az elképzeléseik üzleti életképességének tesztelésére egy nemzetközi befektetői környezetben.

Az USA-ban a legjelentősebb közösségi finanszírozással foglalkozó oldal a Kickstarter. Ezen keresztül például egy amerikai énekesnő közel 1,2 millió dollárral gazdagodott a rajongói által annak

¹ <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-smsg-010.pdf>

érdekében, hogy elkészíthesse zenei albumát és megvalósíthassa az azt bemutató turnéját², míg a pebble intelligens karóra kidolgozásához 2013-ban 10,3 millió dollárt sikerült összegyűjteni, mely azóta is sikertörténetnek számít.

Fizetésre használható virtuális eszközök (virtual currencies)

A virtuális pénzek **matematikai algoritmusokra épülő, fizikai megjelenés nélküli eszközök**, melyek közül legismertebb a bitcoin. A bitcoin-hoz alapvetően több módon lehet hozzájutni, így például azokon a platformokon, ahol az egyének bitcoint árusíthatnak/vásárolhatnak egyéb valutákért cserébe, vagy a készpénz bitcoinra váltása és bányászat (mining) útján.

Megalkotóinak célja, hogy egy központi kibocsátó nélküli, illetve a tranzakciókat esetlegesen korlátozó vagy ellenőrző intézmény nélküli alternatív platformot hozzon létre, ahol az utalások a többi lehetőséghez képest gyorsabban és alacsonyabb tranzakciós költségek mellett valósulhatnak meg, valamint nem szükséges a személyes adatok megadása.

Az ESMA és az EBA vizsgálatai alapján a virtuális pénzek lehetséges előnyeikhez képest azonban jelentősek a kockázati tényezők. Az EBA több mint 70 kockázatot azonosított be és tekintettel az átfogó európai szabályozás hiányára, azonnali válaszként egy véleményt³ tett közzé, melyben azt ajánlotta a nemzeti felügyeleti hatóságoknak, hogy javasolják a pénzügyi intézményeknek a virtuális pénznemek vásárlásától, tartásától és eladásától való tartózkodást. Mindez megerősítette és ismételten előtérbe helyezte az EBA 2013-ban végzett vizsgálatait, melyben a szabályozatlanságra és a nem megfelelően feltárt és kezelt kockázatokra hívta fel a figyelmet. Emellett az ESMA is kiemelten foglalkozik a témával, elsősorban annak befektetési szempontjait vizsgálva, mivel a bitcoin-t sokan befektetésként tartják számon, azonban nem tartozik az értékpapír-szabályozás hatálya alá.

Az eszköz nem megfelelő biztonságát és kockázatosságát mutatja a 2014 elején bekövetkezett botrány is, amikor a korábban egyik legnagyobb számító bitcoin tőzsdéről (japán MtGox) csaknem félmilliárd dollár értékű bitcoint loptak el, illetve amikor hackerek egy vírussal gépek százait fertőzték meg abból a célból, hogy ellopják a felhasználók pénzét.

A témában számos európai felügyeleti hatóság, köztük a Magyar Nemzeti Bank is adott ki sajtóközleményt, melyben többek között a szabályozatlanságból, a felelősségi és kárviselési szabályok hiányából, valamint az eszköz értékének gyors változásából fakadó veszélyekre hívta fel a figyelmet. Magyarországon a virtuális pénznemekkel kapcsolatos aktivitás jelenleg nem ölt jelentős méreteket, fontos fejlemény azonban, hogy augusztus végén átadásra került az első olyan hazai ATM, melyen keresztül forintért bitcoint lehet vásárolni.

Speciális esetben átváltható kötvények (contingent convertibles/CoCo)

² <http://www.economist.com/blogs/prospero/2013/03/crowdfunding-music>

³ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>

Az ESMA 2014. júliusban publikált egy közleményt⁴ annak érdekében, hogy felhívja az intézményi befektetők figyelmét a **speciális esetben** (adott esemény bekövetkeztekor) **átváltható kötvények speciális kockázataira**, valamint annak jelentőségére, hogy ezeket a potenciális kockázatokat **még a befektetést megelőzően mérlegelni szükséges**.

A CoCo-k iránti növekvő keresletet elsősorban az eredményezi, hogy a csökkenő kamatszintek miatt egyre inkább fokozódik a hozamvadászat, ami sok esetben a magas hozamot ígérő, de jelentős kockázatokat hordozó befektetések felé tereli a piaci szereplőket. Emellett a tőkeszabályozásban jelentős változások következtek be, 2014. januártól a tőkekövetelmények minőségi és mennyiségi követelményei is szigorodtak. A CoCo-k kibocsátása ebből a szempontból azért fontos, mert ezeket a gyakorlatban hitelintézetek bocsátják ki annak érdekében, hogy azt a járulékos tőke (T2) vagy a kiegészítő alapvető tőke (AT1) részeként figyelembe vehessék a szavatoló tőkék számítása során. A figyelembe vétel feltétele, hogy az ilyen kötvények terhére veszteség legyen leírható vagy részvényre legyenek átválthatóak a kibocsátó intézmény tőkemegfelelésének bizonyos szint küszöbérték (trigger) alá csökkenése esetén. Az AT1 részeként történő kibocsátáskor a CoCo-t lejárat nélküli instrumentumként bocsátják ki, melynek kamatfizetése a kibocsátó hitelintézet saját döntése szerint, diszkrecionális alapon történik és bármikor, bármilyen okból felfüggeszthető. A CoCo-k tehát olyan hibrid eszközök, melyeket adósságinstrumentumként bocsátanak ki, de a hitelintézet jelentős pénzügyi nehézségei esetén részvénné konvertálják. Ez egyfelől krízishelyzetben a kockázatok egy részét a befektetőkre hárítja, másrészt egyértelmű üzenetet küld a befektetők felé a problémákról, ami pánikszerű menekülést eredményezhet, még inkább rontva az eredeti helyzetet.

Az ESMA közleményében többek között az átváltásra, a kamatfizetés felfüggesztésére, valamint a struktúra komplex és jelenleg még innovatív jellegéből fakadó kockázati tényezőkre hívja fel a figyelmet, tekintettel arra, hogy a kibocsátások az európai bankrendszer helyzete miatt várhatóan a jövőben is folytatódnak, az eszközosztály iránt a magas hozamoknak köszönhetően pedig a kereslet is jelentős. Egyes becslések alapján a CoCo-k kibocsátása 2014-ben európai szinten a 30-50 milliárd eurót is elérheti, a fő kibocsátó intézmény a Barclays, Deutsche Bank és Societe Generale lehet. Az ESMA tehát arra hívja fel a figyelmet, hogy a befektetőknek pontosan meg kell érteniük a CoCo-kban rejlő kockázatokat. További nehézség, hogy ezek a kockázatok nehezen illeszthetők be az intézmények által alkalmazott belső modellekbe.

A CoCo-kban rejlő kockázatokat az is jól mutatja, hogy a brit felügyeleti szerv (*Financial Conduct Authority*) 2014 októberétől termékintervenciós szabályokat léptetett életbe, korlátozásokat bevezetve a CoCo-k lakossági befektetők részére történő forgalmazása tekintetében.⁵ Céljuk, hogy 2015. októberig egyeztessenek az egyes kibocsátókkal és ez alapján körvonalazódjon a megfelelő befektető kör.

⁴ http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-944_statement_on_potential_risks_associated_with_investing_in_contingent_convertible_instruments.pdf

⁵ <http://www.fca.org.uk/static/documents/temporary-product-interventions/restrictions-in-relation-to-the-retail-distribution-of-cocos.pdf>

Self-placement

A self placement a pénzügyi intézmény azon tevékenysége, mely során **saját kibocsátású pénzügyi eszközt** (pl. részvény, elsőbbségi részvény, hibrid termékek) **a már meglévő ügyfelei részére értékesíti**. E tevékenység alkalmazásával a pénzügyi intézmények tőkéjüket növelhetik és így módon eleget tehetnek a prudenciális követelményeknek.

A tevékenységhez fűződő alapvető probléma a termék kibocsátójának és a befektetők érdekeinek ütközése, mivel a pénzügyi intézmény célja a termékek minél nagyobb volumenű értékesítése, melyet egyes esetekben a befektetők nem megfelelő tájékoztatása révén ér el.

Tekintettel arra, hogy e tevékenység emiatt számos fogyasztóvédelmi aggályt vet fel, a három EU felügyeleti hatóság elemzést végzett a tagállamok illetékes hatóságainak bevonásával, mely során a tagállamok többsége jelezte, hogy találkozott már ezzel a tevékenységgel. A vizsgálatok kimutatták, hogy a befektetők sok esetben nem kapták meg a megfelelő tájékoztatást a termék jellemzőiről, áráról, kockázatairól és félrevezető információkkal látták el őket. Ezen kívül, tévesen azt a tájékoztatást kapták, hogy az ajánlott termék a betéthez hasonló biztonsággal bír, vagy a betétbiztosítási rendszer alá tartozik. Mindennek következtében a hatóságok úgy döntöttek, hogy közlemény (*reminder*) útján hívják fel a pénzügyi intézmények figyelmét arra, hogy minden befektetési szolgáltatás során, függetlenül attól, hogy azt már meglévő vagy potenciális ügyfélkörnek nyújtják, szükséges betartani a vonatkozó szabályozások – különösen az ügyfelek megfelelő tájékoztatását biztosító - rendelkezéseit.

A bemutatott példák, illetve az európai felügyeleti hatóságok által nyomon követett folyamatok egyértelműen mutatják, hogy **a válság kirobbanása után a hagyományos forrásszerzési lehetőségek szűkülése, a tartósan alacsony hozamkörnyezet kapcsán előtérbe kerülő hozamvadászat, valamint a technológia folyamatos fejlődése egyre több innovatív termék és szolgáltatás kialakulását eredményezi**. Ez egyfajta válasz a pénzügyi környezet változásaira, azonban a befektetők nem megfelelő tájékozódása és tájékoztatása, emellett a szabályozó hatóságok késői reagálása komoly kockázatokat hordoz.

A szerkesztett cikk megjelent a Napi Gazdaság Online oldalán 2014. október 17-én.