

Kollektív befektetési értékpapírok befektetési alapok portfóliójában történő elhelyezése esetén irányadó törvényi limitek, valamint a kollektív befektetési értékpapírok megfelelő eszközcsoportba történő sorolása a pénztárak vonatkozásában

A kérelmező Bank – a befektetési szolgáltatókról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (a továbbiakban: Bszt.) 5. § (2) bekezdés b) pontjában meghatározott – letétkezelési szolgáltatást nyújt olyan befektetési alapok (a továbbiakban: Alapok), magánnyugdíjpénztárak és önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak (a továbbiakban együtt: Pénztárak) részére, amelyek egy luxemburgi székhelyű, *Société d'investissement à capital variable – Fonds d'investissement spécialisée* elnevezésű befektetési forma (a továbbiakban: Társaság) részalapjának (a továbbiakban: Részalap) „Participating Shares” elnevezésű értékpapírjait (a továbbiakban: Értékpapírok) vásárolták meg az Értékpapíroknak az Alapok, valamint a Pénztárak portfóliójában történő elhelyezése céljából.

A beadványban a Bank azon kérdésekben kérte a Felügyelet állásfoglalását, hogy

- I. az Értékpapírok Alapok által történő megvásárlása esetén milyen, a portfólió összetételét korlátozó törvényi korlátozások irányadóak az Értékpapírok vonatkozásában a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt.) 20. számú mellékletében foglaltak alapján,
- II. az Értékpapírok Pénztárak által történő megvásárlása esetén milyen eszközcsoportba sorolandóak be az adott instrumentumok a vonatkozó jogszabályok, azaz az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási szabályairól szóló 281/2001. (XII. 26.) Korm. rendelet, valamint a magánnyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási tevékenységéről szóló 282/2001. (XII. 26.) Korm. rendelet (a továbbiakban együtt: Rendeletek) 1. számú mellékleteiben foglalt rendelkezések alapján.

I. Az Értékpapírok Alapok portfóliójában történő elhelyezése

A beadvány szerint a Bank az Értékpapírokat – az Alapok alapkezelőjével egyetértésben – **nyilvános, nyílt végű kollektív befektetési értékpapírnak** minősítette, ezért a limitfigyelés során a Tpt. 20. számú mellékletének b) sorában foglalt 10%-os egy kibocsátóra vonatkozó limitet alkalmazza rájuk.

A Felügyelet a fenti minősítés helytállóságának megítélése céljából részelemekre bontva vizsgálta meg a Bank által közölt besorolást. Az alábbiakban ennek bemutatására kerül sor.

I.1. A kollektív befektetési értékpapírok

A Tpt. 5. § (1) bekezdés 76. pontja szerint *kollektív befektetési értékpapír*:

a) a befektetési jegy, továbbá

b) az olyan külföldi intézményben való részvételt tanúsító – bemutatóra vagy névre szóló – okirat, amely intézmény alapító okiratában meghatározott célja – az egyes befektetésekkel járó kockázatviselést megosztva – az értékpapírokba vagy más eszközökbe történő befektetés.

A beadvány mellékleteként a Felügyelet rendelkezésére bocsátott „Issuing Document” (a továbbiakban: Tájékoztató) 3.1. pontja szerint a Társaság 2009. május 22. napján betéti részvénytársaság (*société en commandite par actions*) formájában jött létre a kereskedelmi társaságokról szóló 1915. augusztus 10-i, valamint a specializált befektetési alapokról szóló

2007. február 13-i luxemburgi törvények alapján. A Társaság kizárólagos célja, hogy az egyes befektetésekkel járó kockázatviselést megosztva, a részalapok (Sub-Funds) által összegyűjtött tőkét pénzügyi eszközökbe fektesse. A Társaság ún. esernyőalapként (umbrella fund) működik, melyben a Társaság az egyes részalapok számára önálló – a Tájékoztató mellékleteiben részletezett – befektetési politikát megvalósítva egymástól független portfóliókat hoz létre. A Társaság alaptőkéjének maximális összege nincs korlátozva, és az mindenkor egyenlő a Társaság eszközeinek nettó értékével.

Tekintettel a fentiekre, a Felügyelet álláspontja szerint **a Társaság által kibocsátott Értékpapírok** a Tpt. 5. § (1) bekezdésének 76. b) alpontja szerinti **kollektív befektetési értékpapírnak minősülnek**.

I.2. Nyilvánosan vagy zárt körben kibocsátott értékpapírok

A Tájékoztató V. melléklet 9. pontja szerint a következő részvényosztályok érhetőek el a Részalapba befektetni kívánó személyek számára:

- a) **'Management Shares'**: kizárólag a General Partner számára elérhető, aki egy, a Tájékoztató általános részének „Definitions” című részében meghatározott luxemburgi székhelyű társaság,
- b) A és B osztályú **'Participating Shares'**: bármely 'Well-Informed Investor' által jegyezhető, aki megfelel a Tájékoztató általános részében megfogalmazott követelményeinek. Az A osztályba sorolt instrumentumok euróban, míg a B osztályba sorolt értékpapírok magyar forintban denomináltak.

Minthogy az a) pontban foglaltak szerint a 'Management Shares' értékpapírok bizonyosan nem érhetőek el a nyilvánosság számára, kizárólag a 'Participating Shares' elnevezésű instrumentumok tekintetében célszerű megvizsgálni, hogy kibocsátásuk nyilvános módon vagy zárt körben történt-e.

Well-Informed Investors

A Tájékoztató szerint 'Well-Informed Investor'-nak minősülnek az 'Institutional Investor', a 'Professional Investor', valamint az 'Experienced Investor' kategóriák valamelyikébe tartozó személyek.

- a) **'Institutional Investor'** minden a luxemburgi jog és piaci gyakorlat szerint intézményi befektetőnek minősülő személy,
- b) **'Professional Investor'** minden személy, aki a 2004/39/EK Irányelv (a továbbiakban: MiFID) II. melléklete alapján szakmai ügyfélnek minősül,
- c) **'Experienced Investor'** minden személy, aki írásban erre vonatkozó elismerő nyilatkozatot tesz, és
 - legalább 125.000 euró befektetést eszközöl a Társaságban, **vagy**
 - a 2006/48/EK irányelv szerinti hitelintézet, a 2004/39/EK Irányelv szerinti befektetési vállalkozás vagy a 2001/107/EK Irányelv szerinti alapkezelő igazolja a befektető szakmai jártasságát.

A Társaság a tájékoztatókban foglalt információk formátumáról, az információk hivatkozással történő beépítéséről, a tájékoztatók közzétételéről és a reklámok terjesztéséről szóló 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (Prospektus Irányelv, a továbbiakban: PD) és – az ezen irányelv 3. cikkében foglaltak alapján – a Tpt. zártkörűség kritériumrendszerét

meghatározó 14. §-ában foglaltaktól eltérő rendszerben húzza meg a befektetői korlátokat, annak eldöntése tehát, hogy az Értékpapírok zárt körben forgalomba hozott instrumentumnak minősülnek-e, a kategóriák mélyebb vizsgálatát teszi szükségessé.

I.2.1. Institutional Investors

A Felügyelet álláspontja szerint a zártkörűség az 'Institutional Investor' kategória esetén biztosított a fennálló jogszabályi környezetben, mivel ez a kategória azonosítható a PD 2. cikk (1) bekezdés e) pontjának i-iii) alpontjaiban meghatározott 'Qualified Investor' (Képesített befektető), és a Tpt. 5. § (1) bekezdés 92. pont a)-b) pontokban rögzített 'Minősített Befektető' kategóriákkal.

I.2.2. Professional Investors

A 'Professional Investor' kategória jogszabályi alapja a MiFID II. mellékletében felállított „Szakmai ügyfél” fogalom, amely a hazai jogi környezetbe a Bszt. 48-49. §-okban került implementálásra.

A MiFID II. melléklet II. pontja lehetőséget biztosít arra, hogy egyes nem szakmai ügyfeleket, ezek kifejezett kezdeményezésére a vele kapcsolatban álló befektetési vállalkozás szakmai ügyfélnek minősítse.

A vonatkozó szöveg szerint:

„Az állami szektorhoz tartozó szervezetet és egyéni magánbefektetőket is beleértve az I. szakaszban nem említett ügyfelek esetében szintén engedélyezhető, hogy az üzletviteli szabályzatban biztosított védelem egy részéről lemondjanak.

A befektetési vállalkozásoknak ezért engedélyezni kell, hogy a fent említett ügyfelek bármelyikét szakmai ügyfélként kezeljék, feltéve, hogy az alább említett megfelelő szempontokat és eljárásokat teljesítik. Ezekről az ügyfelekről azonban nem feltételezhető, hogy az I. szakaszban felsorolt kategóriákba tartozó ügyfelekkel összemérhető piaci ismeretekkel és tapasztalatokkal rendelkeznek.

A rendes üzletviteli szabályok által biztosított védelemről való bármely ilyen lemondás csak akkor tekinthető érvényesnek, ha a befektető vállalkozás elvégzi az ügyfél szakértelmének, tapasztalatainak és ismereteinek megfelelő felmérését, és ennek alapján ésszerű biztosítékot lát az előírányzott ügyletek vagy szolgáltatások jellege alapján arra nézve, hogy az ügyfél képes saját befektetési döntéseinek meghozatalára, és tisztában van a vonatkozó kockázatokkal.

Az ilyen szakértelm és ismeretfelmérés példájának a pénzügyi területet szabályozó irányelvek alapján engedélyezett szervezetek vezetőire és igazgatóira alkalmazott alkalmassági teszt¹ tekinthető. Kis szervezetek esetén a fenti értékelésnek alávetett személynek a szervezet nevében ügyletek végrehajtására felhatalmazott személynek kell lennie.

A fenti értékelés során a következő kritériumok közül legalább kettőnek teljesülnie kell:

- az ügyfél jelentős nagyságrendű ügyleteket hajtott végre a releváns piacon az előző négy negyedévben, átlagosan negyedévenként 10 ügylet gyakorisággal,
- az ügyfél készpénzbetéteket és a pénzügyi eszközöket is magában foglaló pénzügyi eszközei portfóliójának mérete meghaladja az 500000 eurót,
- az ügyfél legalább 1 évet töltött el a pénzügyi szektorban olyan szakmai beosztásban, amely ismereteket igényel az előírányzott ügyletekkel vagy szolgáltatásokkal kapcsolatban.”

¹ a MiFID angol nyelvű szövege szerint „fitness test”, nem azonos a Bszt. 44. § (2) bekezdés szerinti alkalmassági teszttel

Fentiekkel összevetve a PD 2. cikk (1) bekezdés e) pontja szerint 'Qualified Investor'-ként, azaz „Képesített befektetőként” minősülnek – egyebek mellett – egyes **természetes személyek** és egyes **vállalkozások**.

I.2.2.a) „Képesített befektető” és „Szakmai ügyfél” természetes személyek (PD/MiFID):

A PD 2. cikk (1) bekezdés e) pont iv) alpont szerint „Képesített befektetők” **egyes természetes személyek**:

*a kölcsönös elismerés feltételével a tagállam dönthet az adott tagállamban lakóhellyel rendelkező azon természetes személyek erre feljogosításáról, akik kifejezetten kérik, hogy képesített befektetőnek tekintsék őket, ha e személyek az alábbi **kritériumok közül legalább kettőnek megfelelnek**;*

- *a befektető a megelőző négy negyedévben az értékpapírcserepiacokon jelentős méretű ügyleteket bonyolított legalább negyedévenkénti 10 ügylet átlagos gyakorisággal;*
- *a befektető értékpapír-portfóliójának mérete meghaladja a 0,5 millió eurót;*
- *a befektető a pénzügyi szektorban olyan szakmai beosztásban dolgozik vagy legalább egy évig olyan beosztásban dolgozott, amely megköveteli az értékpapír-befektetések ismeretét.*

Fentiekből látható, hogy a PD a természetes személyek „Képesített befektetőként” történő minősítéséhez gyakorlatilag a MiFID „Szakmai ügyfél” minősítési követelményekkel azonos követelményeket támaszt. Jelentős eltérés ugyanakkor, hogy míg **a MiFID rendszerben a „Szakmai ügyfél” minősítést a befektetési vállalkozás adja meg, a PD rendszerében a tagállamok jogosultak egy-egy természetes személynek kérelemre „Képesített befektető” minősítést adni**, a két rendszer tehát egymástól független, és nem a kölcsönös elismerésen alapul.

I.2.2.b) „Képesített befektető” és „Szakmai ügyfél” vállalkozások (PD/MiFID):

A PD 2. cikk (1) bekezdés e) pont v) alpont szerint „Képesített befektetők” **egyes KKV-k**:

a kölcsönös elismerés feltételével a tagállam dönthet az adott tagállamban letelepedett azon KKV-k feljogosításáról, amelyek kifejezetten kérik, hogy képesített befektetőnek tekintsék azokat.

A PD fogalomrendszerében **„kis- és középvállalkozások”**: olyan társaságok, amelyek legutóbbi éves vagy konszolidált éves beszámolójuk alapján az alábbi három kritérium közül legalább kettőnek megfelelnek:

- az adott pénzügyi évben alkalmazottaik átlagos száma 250-nél kisebb,
- mérlegfőösszegük nem haladja meg a 43 000 000 eurót,
- éves nettó árbevételük az 50 000 000 eurót; (2. cikk (1) bekezdés f) pont).

A PD a 2. cikk 1) bekezdés e) pont iii) alpontjában azt is kimondja, hogy a fenti feltételrendszernek meg nem felelő vállalkozások ipso iure „Képesített befektetőnek” minősülnek.

A MiFID II. melléklet I. pontja meghatározza, hogy mely vállalkozások minősülnek „Szakmai ügyfél”-nek. Ezek az ún. „Nagyvállalkozások”, amelyek társasági alapon az alábbi méretkövetelmények közül kettőnek megfelelnek:

- mérlegfőösszeg: 20. 000. 000 euró,

- nettó árbevétel: 40. 000. 000 euró,
- saját tőke: 2. 000. 000 euró.

A fenti vállalkozások tehát ipso iure „Szakmai ügyfelek” a MiFID rezsimben, minden egyéb vállalkozás csupán jogosult annak kérelmezésére, hogy a befektetési vállalkozás „Szakmai ügyfélnek” minősítse.

Összegezve a fentieket, bármely vállalkozás minősülhet a PD alapján „Képesített befektetőnek”, illetve a MiFID alapján „Szakmai ügyfélnek”. Kiemelendő azonban ebben a körben is, hogy a **„Képesített Befektető” minősítést a tagállami felügyeleti hatóságok, míg a „Szakmai Ügyfél” minősítést az ügyféllel kapcsolatban álló befektetési vállalkozások adják**, a két rendszer tehát egymástól függetlenül működik, a kölcsönös elismerés nem alkalmazandó.

A Társaság 'Professional Investor' kategóriába tartozó vállalkozás jellegű ügyfelei tehát hiába minősülnek „Szakmai ügyfél”-nek a MiFID alapján, ez a PD rendszerében csak abban az esetben jár együtt a „Képesített befektető” minősítéssel, ha a vállalkozás a PD rezsimben nem KKV, vagy „Képesített befektető” minősítést szerzett KKV.

A Felügyelet álláspontja szerint tehát, mivel a PD és a MiFID a bemutatott hasonlóságok ellenére eltérő rendszerben kategorizálja a befektetőket, a Társaság 'Professional Investor' kategóriába tartozó befektetői bár valamennyien MiFID „Szakmai ügyfelek”, nem minősülnek a PD alapján ezzel együtt automatikusan „Képesített befektetőnek”. Mindez azt is jelenti, hogy az Értékpapírokat megszerző befektetők között olyan természetes vagy jogi személyek is lehetnek, akik vonatkozásában nem érvényesül a zártkörűség követelménye.

Fentiek alapján és a 'Professional Investor' kategória jellemzői okán, a Felügyelet álláspontja szerint a Társaság az Értékpapírokat nyilvános módon hozta forgalomba.

I.2.3. Experienced Investors

Az 'Experienced Investor' kategória a 'Professional Investor' kategóriától megkövetelnél (MiFID „Szakmai ügyfél”) enyhébb elvárásokat támaszt a befektetőkkel szemben. E kategóriába a Társaság azon befektetői kerülnek, akik írásban kijelentik, hogy „tapasztalt” befektetők, és emellett legalább 125.000 euró befektetést eszközölnek a Társaságban, **vagy** a 2006/48/EK irányelv szerinti hitelintézet, a 2004/39/EK Irányelv szerinti befektetési vállalkozás vagy a 2001/107/EK Irányelv szerinti alapkezelő igazolja, hogy e személyek „szakértőnek”, „tapasztaltnak” minősülnek, s egyben rendelkeznek azzal a képességgel, hogy felmérjék az Értékpapírokba történő befektetés kockázatait.

Mivel a MiFID „Szakmai ügyfél” kategóriára a Tájékoztató már a 'Professional Investor' befektetői kategóriánál hivatkozott, az 'Experienced Investor' kategória utolsó, vagyilagos előfeltétele (szakértelem, tapasztalat, képesség a befektetés megítélésére) egy rugalmas, a minősítő intézmény szabad mérlegelésének teret nyitó feltétel, melybe bármely természetes és jogi személy besorolható, s melynek igazolása esetén a 125.000 Eurós alsó befektetési korlát nem alkalmazandó.²

Mindezek alapján a Felügyelet álláspontja szerint a Társaság 'Experienced Investor' kategóriájába tartozó potenciális befektetői tekintetében, a 'Professional Investor' kategóriához hasonlóan nem érvényesülnek a zártkörűség követelményei.

²Amennyiben a befektetési korlát nem vagyilagos feltételként került volna megfogalmazásra, akkor ezzel teljesült volna a zártkörűség egyik formája [...a befektetők legalább 50.000 Euró összes ellenérték fejében szereznek értékpapírokat (PD 3. cikk (2) bekezdés c) pont, Tpt. 14. § (1) bekezdés c) pont)].

Összefoglalás:

A Társaság által kibocsátott Értékpapírokat megszerezni jogosult személyek három csoportjának vizsgálata alapján megállapítható, hogy kizárólag az 'Institutional Investor' kategóriába tartozó befektetők vonatkozásában biztosított a zártkörűség. Mind a 'Professional Investor', mind az 'Experienced Investor' kategóriák meghatározása lehetővé teszi álláspontunk szerint, hogy az Értékpapírokat a zártkörűség fogalomrendszerébe be nem illeszthető személyek szerezzék meg. **Mindezek alapján a Felügyelet álláspontja szerint a Társaság 'Participating Shares' értékpapírjai nyilvános formában kerültek kibocsátásra.**

I.3. Nyílt végű vagy zárt végű kollektív befektetési forma

A Tpt. 5. § (1) bekezdés 99. pontja szerint *nyílt végű befektetési alap*: az olyan befektetési alap, amelynél visszaváltható befektetési jegyek kerülnek folyamatos forgalmazásra.

A Tpt. ugyanezen bekezdésének 135. pontja szerint *zárt végű befektetési alap*: az olyan befektetési alap, amelyre a futamidő lejáratának kivételével vissza nem váltható befektetési jegyek kerülnek kibocsátásra és forgalomba hozatalra.

Azon kérdés eldöntése céljából, hogy az Értékpapírok nyílt végű vagy zárt végű kollektív befektetési értékpapírnak minősülnek-e, a Felügyelet megvizsgálta a befektetők Tájékoztatóban szabályozott, az Értékpapírok – a Részalap futamidejének lejáta előtt fennálló – visszaváltására irányuló jogának jellemzőit.

I.3.1. Futamidő

A Tájékoztató V. mellékletének 4. pontja szerint a CEE Opportunity Sub-Fund határozott, négy éves futamidejű részalap. A futamidőt a „General Partner” egy vagy több alkalommal két-két évvel meghosszabbíthatja.

I.3.2. A visszaváltás joga

Az Értékpapírok visszaváltásának módját a Tájékoztató V. mellékletének 6. pontja szabályozza. Eszerint, **főszabályként az értékpapírok visszaváltásához a General Partner nem járulhat hozzá.**

A General Partner kivételesen, saját egyedi döntése alapján abban az esetben járulhat hozzá az Értékpapírok visszaváltásához, ha az alábbi feltételek együttes teljesülése biztosított:

- *a visszaváltások készpénzfedezete biztosított a Társaságnál,*
- *a visszaváltás nem érinti lényegesen a portfólió folyamatban lévő vagy tervezett tranzakcióit,*
- *a visszaváltás nem sérti a megmaradó befektetők érdekeit, valamint*
- *a nettó eszközérték megbízható adatokat szolgáltat a pontos visszaváltási ár megállapításához.*

A Tpt. 5. § (1) bekezdés 99. és 135. pontjaiban rögzített definíciók tartalma alapján levonható az a következtetés, hogy az értékpapírok abban az esetben tekinthetők visszaválthatónak, s így az alap akkor minősül nyílt végűnek, ha a befektető egyoldalú jognyilatkozatával gyakorolhatja a visszaváltás jogát, az alap pedig nem jogosult annak eldöntésére, hogy a

visszaváltásra felajánlott értékpapírokat ténylegesen visszaváltja-e. A visszaváltani jogosult befektetőnek tehát kvázi visszaváltási opciója van a birtokában lévő értékpapírok vonatkozásában, amely opció tartalmába nem fér bele a kötelezett azon joga, hogy a visszaváltási ajánlat elfogadása tekintetében mérlegeljen, végső soron a visszaváltást megtagadja.

Tekintettel arra, hogy jelen esetben az Értékpapírok befektetői nem válthatják vissza szabad belátásuk szerint az Értékpapírokat, **a Társaság az érintett részalap tekintetében a Felügyelet álláspontja szerint határozott futamidejű, zárt végű kollektív befektetési formának minősül.**

I. Összegzés:

A fenti, I.1-I.3. pontokban leírtakat összefoglalva megállapítható, hogy a Társaság nyilvános, (határozott futamidejű) zárt végű kollektív befektetési formának minősül. E minősítés alapján az Alapok számára a Tpt. 20. melléklet c) és f) pontja szerinti limitek alkalmazandóak az Értékpapírok vonatkozásában.

II. Az Értékpapírok Pénztárak portfóliójában történő elhelyezése

A Felügyelet az Értékpapírok Rendelet szerinti, megfelelő eszközcsoportba történő besorolása érdekében áttekintette a Részalap – Tájékoztató V. mellékletében ismertett – befektetési politikáját.

A Pénztárak jogosultak az Értékpapírokba történő befektetésre, azzal, hogy azokat a Rendelet 1. számú melléklete 1. pontjának f3) alpontja szerinti egyéb kollektív befektetési értékpapírok közé kell besorolni. A Részalap a befektetők által rendelkezésére bocsátott forrásokat elsősorban közép-kelet-európai ingatlanokba, illetve ingatlan projektekbe kívánja fektetni, ezért az Alap ingatlanokba fektető kollektív befektetési formának tekinthető. Ennek megfelelően az Alap által kibocsátott Értékpapírokba történő befektetésre a Rendelet 2. számú melléklete 1.) pontjának f) alpontjában írt, a közvetlen és közvetett ingatlanbefektetésre vonatkozó korlátozások az irányadóak.

Budapest, 2010. október 11.