

Iránymutatások

az ÁÉKBV-k és a nyílt végű ABA-k likviditáskezelési eszközeiről

Tartalomjegyzék

1. Hatály.....	3
2. Jogszabályi hivatkozások, rövidítések és fogalommeghatározások.....	4
2.1 Jogszabályi hivatkozások	4
2.2 Rövidítések	4
2.3 Fogalommeghatározások	5
3. Cél.....	6
4. Megfelelési és jelentéstételi kötelezettségek	6
4.1. Az iránymutatások jogállása	6
4.2. Jelentéstételi követelmények.....	7
5. Az ÁÉKBV-k és a nyílt végű ABA-k likviditáskezelési eszközeire vonatkozó iránymutatások.....	8
5.1 Az általános elvekre vonatkozó iránymutatások.....	8
5.2 A kvantitatív alapú likviditáskezelési eszközökre vonatkozó iránymutatások.....	10
5.2.1 A jegyzések, visszavásárlások és visszaváltások felfüggesztésére („felfüggesztések”) vonatkozó iránymutatások.....	10
5.2.2 A visszaváltási korlátokra vonatkozó iránymutatás	11
5.2.3 A visszaváltási idő meghosszabbítására vonatkozó iránymutatások	12
5.2.4 A természetbeni visszaváltásokra (RiK) vonatkozó iránymutatások	13
5.3 A felhígulás elleni eszközökre (ADT-k) vonatkozó iránymutatások	13
5.3.1 A visszaváltási díjakra vonatkozó iránymutatások.....	14
5.3.2 Az ingaárazásra vonatkozó iránymutatások	15
5.3.3 A kettős árazásra vonatkozó iránymutatások	16
5.3.4 A felhígulás elleni védelmi díjra (ADL) vonatkozó iránymutatások.....	16
5.4 Az elkülönített eszköz-számlákra („side pocket”) vonatkozó iránymutatások.....	17

1. Hatály

Személyi hatály

1. A jelen iránymutatások az illetékes hatóságokra és az alapkezelőkre alkalmazandók.

Tárgyi hatály

2. Ezek az iránymutatások az ÁÉKBV-irányelv 18a. cikkének (2) bekezdésével és az ABAK-irányelv 16. cikkének (2b) és (2c) bekezdésével összefüggésben alkalmazandók.

Időbeli hatály

3. Ezek az iránymutatások az ÁÉKBV-irányelv 18a. cikkének (3) bekezdésében és az ABAK-irányelv 16. cikkének (2g) bekezdésében említett szabályozástechnikai standardok alkalmazásának kezdőnapjától alkalmazandók.
4. Az első albekezdéstől eltérve az abban említett alkalmazási időpontot megelőzően már létező alap esetében ezek az iránymutatások az említett időponttól számított tizenkét hónap elteltével alkalmazandók.

2. Jogszabályi hivatkozások, rövidítések és fogalom meghatározások

2.1 Jogszabályi hivatkozások

ÁÉKBV-irányelv	Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról ¹
ABAK-irányelv	Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve az alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról ²
ESMA-rendelet	Az Európai Parlament és a Tanács 1095/2010/EU rendelete (2010. november 24.) az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/77/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről ³

2.2 Rövidítések

ABA	alternatív befektetési alap
ABAK	alternatív befektetési alapkezelő
ADL	felhígulás elleni védelem díja (anti-dilution levy)
ADT	felhígulás elleni eszköz (anti-dilution tool)
ÁÉKBV	átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozás (UCITS)
LMT	likviditáskezelési eszköz
NAV	nettó eszközérték (NEÉ)

¹ HL L 302., 2009.11.17., 32. o.

² HL L 174., 2011.7.1., 1. o.

³ HL L 331., 2010.12.15., 84. o.

2.3 Fogalommeghatározások

Alapkezelő	<ul style="list-style-type: none">a) az ÁÉKBV-irányelv 2. cikke (1) pontjának b) alpontjában meghatározottak szerinti alapkezelő társaság;b) olyan befektetési társaság, amely nem jelölt ki az ÁÉKBV-irányelv 30. cikkének első albekezdésében említett, az ÁÉKBV-irányelv alapján felhatalmazott alapkezelő társaságot;c) az ABAK-irányelv 4. cikke (1) bekezdésének b) pontjában meghatározott ABAK, amely nyíltvégű ABA-t kezel
ADT-k	visszaváltási díjak, ingaárazás (swing pricing), kettős árazás, ADL-ek (felhígulás elleni védelmi díjak)
Kiválasztott likviditáskezelési eszközök	az alapkezelő által az ÁÉKBV-irányelv IIA. mellékletének 2–8. pontjában és az ABAK-irányelv V. mellékletének 2–8. pontjában foglaltak közül kiválasztott likviditáskezelési eszközök, nevezetesen: visszaváltási korlát, visszaváltási idő meghosszabbítása, visszaváltási díj, ingaárazás, kettős árazás, felhígulás elleni védelmi díj, természetbeni visszaváltás
Kivételes körülmények	olyan előre nem látható események, működési környezetek vagy szabályozási környezetek, amelyek jelentősen befolyásolják az alap szokásos üzleti funkciók ellátására való képességét, és amelyek ideiglenesen megakadályoznák az alapkezelőt a mérleg forrásoldalából fakadó finanszírozási kötelezettségeinek teljesítésében

3. Cél

5. Ezek az iránymutatások az ABAK-irányelv és az ÁÉKBV-irányelv módosításáról szóló irányelvben (az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2024/927 irányelve ⁴) meghatározott felhatalmazás alapján kerülnek közzétételre. Konkrétabban az ÁÉKBV-irányelv 18a. cikkének (4) bekezdésében és az ABAK-irányelv 16. cikkének (2h) bekezdésében foglalt megbízatások előírják, hogy az ESMA-nak iránymutatásokat kell kidolgoznia a likviditáskezelési eszközöknek az ÁÉKBV-k és az ABAK-ok általi, a likviditáskockázat-kezelés és a pénzügyi stabilitási kockázatok mérséklése céljából történő kiválasztására és kalibrálására vonatkozóan.
6. A jelen iránymutatások az ESMA-rendelet 16. cikkének (1) bekezdésén is alapulnak.
7. Bár a likviditáskezelési eszközökért elsősorban továbbra is az ÁÉKBV-k és az ABAK-ok felelősek, ezen iránymutatások célja a következetes, hatékony és eredményes felügyeleti gyakorlatok létrehozása, valamint az uniós jog közös, egységes és következetes alkalmazásának biztosítása, különös tekintettel az ÁÉKBV-irányelv 18a. cikkének (2) bekezdésére és az ABAK-irányelv 16. cikkének (2b) és (2c) bekezdésére a likviditáskezelési eszközök kiválasztása, aktiválása és kalibrálása tekintetében.

4. Megfelelési és jelentéstételi kötelezettségek

4.1. Az iránymutatások jogállása

8. Az ESMA-rendelet 16. cikkének (3) bekezdésével összhangban az illetékes hatóságoknak és a pénzügyi piaci szereplőknek minden erőfeszítést meg kell tenniük azért, hogy megfeleljenek a jelen iránymutatásoknak.
9. A jelen iránymutatások hatálya alá tartozó illetékes hatóságoknak úgy kell betartaniuk az iránymutatások rendelkezéseit, hogy adott esetben beépítik azokat saját nemzeti jogi és/vagy felügyeleti keretrendszerükbe, ideértve azokat az eseteket is, amikor adott iránymutatások elsősorban a pénzügyi szereplőkre irányulnak. Ebben az esetben az illetékes hatóságoknak felügyelet révén kell biztosítaniuk, hogy a pénzügyi piaci szereplők betartsák az iránymutatásokat.

⁴ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2024/927 irányelve (2024. március 13.) a 2011/61/EU és a 2009/65/EK irányelvnek az átruházásra vonatkozó megállapodások, a likviditáskockázat-kezelés, a felügyeleti jelentéstétel, a letétkezelői és letéti őrzési szolgáltatások nyújtása, valamint az alternatív befektetési alapok általi hitelnnyújtás tekintetében történő módosításáról (HL L, 2024/927, 2024.3.26.).

4.2. Jelentéstételi követelmények

10. Az iránymutatás hatálya alá tartozó hatáskörrel rendelkező hatóságok az ESMA általi közzététel napjától számított két hónapon belül kötelesek értesíteni az ESMA-t arról, hogy megfelelnek-e, illetve meg kívánják-e felelni ezen iránymutatások rendelkezéseinek, illetve arról, hogy mely okok miatt kívánják eltérni azoktól. Amennyiben e határidőn belül nem érkezik válasz, úgy kell tekinteni, hogy az illetékes hatóság nem felel meg az iránymutatásoknak. Az értesítésekhez használandó sablon megtalálható az ESMA weboldalán.
11. A pénzügyi piaci szereplők nem kötelesek bejelenteni, hogy megfelelnek-e a jelen iránymutatásoknak.

5. Az ÁÉKBV-k és a nyílt végű ABA-k likviditáskezelési eszközeire vonatkozó iránymutatások

5.1 Az általános elvekre vonatkozó iránymutatások

12. A likviditáskockázat-kezelésért, valamint a likviditáskezelési eszközök kiválasztásáért, kalibrálásáért, aktiválásáért és inaktiválásáért az elsődleges felelősség továbbra is az alapkezelőt terheli. A megfelelő likviditáskezelési eszközök kiválasztása során az alapkezelőknek kellően szem előtt kell tartaniuk, hogy a kiválasztott likviditáskezelési eszközöknek lehetővé kell tenniük az alap likviditási kockázatának hatékony kezelését mind rendes, mind stresszhelyzeti piaci körülmények között, és hogy a kiválasztott eszköznek a számos különböző lehetséges körülmény kezelése érdekében a lehető legátfogóbbnak kell lennie.
13. Az ÁÉKBV-irányelv 18a. cikkének (2) bekezdésével és az ABAK-irányelv 16. cikkének (2b) bekezdésével összhangban az ÁÉKBV-irányelv IIA. melléklete és az ABAK-irányelv V. melléklete szerinti likviditáskezelési eszközök kiválasztásakor az alapkezelőknek minden releváns tényezőt figyelembe véve kell értékelnük ezen eszközök alkalmasságát, ideértve legalább a következőket:
- a) az alap jogi felépítése és a felépítéséhez kapcsolódó sajátosságok (pl. ETF, master-feeder (cél- és gyűjtő-ABA, illetve ÁÉKBV) struktúra);
 - b) az alap befektetési stratégiája és befektetési politikája;
 - c) az alap forgalmazási feltételei, beleértve többek között visszaváltási idő minimális időtartamát, a zárolási időszakot, az elszámolási időszakot, a visszaváltási politikát és a forgalmazási gyakoriságot;
 - d) az alap és a mögöttes eszközök likviditási profilja, beleértve a várható likviditási igényeket is, figyelembe véve a befektetők visszaváltásait és az alap mérlegének forrásoldalához fűződő likviditási kockázat egyéb lehetséges forrásait (pl. margin call, azaz pótlólagos fedezet bekérése) rendes és stresszhelyzeti piaci feltételek mellett, valamint a likviditáskezelési eszközök aktiválásának az alap likviditási profiljára gyakorolt hatását;
 - e) a likviditási stressztesztek eredményei;
 - f) az alap befektetői bázisának jellemzői;
 - g) az alap hozamfizetési politikája;

- h) bármely egyéb releváns működési akadály és bonyolultság, amely hatással lehet bizonyos likviditáskezelési eszközök alkalmazásának megvalósíthatóságára.
14. Bár az ÁÉKBV-irányelv és az ABAK-irányelv az ÁÉKBV-irányelv IIA. mellékletében és az ABAK-irányelv V. mellékletében szereplő listákból legalább két megfelelő likviditáskezelési eszköz kiválasztását írja elő, az alapkezelők dönthetnek úgy, hogy kettőnél több likviditáskezelési eszközt és további likviditási intézkedéseket alkalmaznak annak érdekében, hogy biztosítsák az alap általános rezilienciáját és likviditásának kezelésére vonatkozó képességét mind rendes, mind stresszhelyzeti piaci körülmények között. A további likviditáskezelési eszközök vagy likviditási intézkedések kiválasztásakor azok alkalmasságát az alapkezelőknek valamennyi releváns tényező fényében kell értékelniük, beleértve legalább az előző bekezdésben említetteket.
15. A két kötelező likviditáskezelési eszköz kiválasztásakor az alapkezelőknek adott esetben mérlegelniük kell legalább egy kvantitatív alapú likviditáskezelési eszköz (visszaváltási korlátok, a visszaváltási idő meghosszabbítása) és legalább egy felhígulás elleni eszköz (visszaváltási díj, ingaárzás, kettős árazás, felhígulás elleni védelem díja) kiválasztásának előnyeit, szem előtt tartva az alap befektetési stratégiáját, visszaváltási politikáját és likviditási profilját, valamint azokat a piaci feltételeket, amelyek mellett a likviditáskezelési eszközt aktiválni lehet. Ebben az összefüggésben az alapkezelők fontolóra vehetik egy szokásos piaci feltételek mellett alkalmazandó likviditáskezelési eszköz és egy piaci stresszhelyzetben alkalmazandó likviditáskezelési eszköz kiválasztását is.
16. A likviditáskezelési eszköz(ök) aktiválásának mérlegelésekor az alapkezelőknek mérlegelniük kell, hogy a likviditáskezelési eszközöket önállóan vagy további likviditáskezelési eszközökkel, illetve egyéb likviditási intézkedésekkel kombinálva aktiválják-e.
17. Az alapkezelőknek az illetékes hatóság kérésére bizonyítaniuk kell, hogy a kiválasztott likviditáskezelési eszközök aktiválása és kalibrálása az összes befektető érdekét szolgálja, valamint a piaci feltételek és az alap releváns jellemzői (pl. likviditási profil, a mögöttes eszközök típusa, befektetői bázis) fényében megfelelő és hatékony.
18. Az alapkezelőknek biztosítaniuk kell, hogy a beérkező jegyzési és visszaváltási megbízások mértékére vonatkozó adatokat olyan módon kezeljék, amely megakadályozza, hogy egyes befektetők a likviditáskezelési eszközök aktiválásának valószínűségére vonatkozó információkhoz (pl.: visszaváltási korlátok esetén az aktiválási küszöbértékek lehetséges elérésére vonatkozó információkhoz) jussanak, és ebből hasznot húzzanak.

5.2 A kvantitatív alapú likviditáskezelési eszközökre vonatkozó iránymutatások

5.2.1 A jegyzések, visszavásárlások és visszaváltások felfüggesztésére („felfüggesztések”) vonatkozó iránymutatások

19. Az alapkezelők csak kivételes körülmények között és a befektetők érdekeit figyelembe véve, indokolt esetben vehetik fontolóra felfüggesztések aktiválását. A következő felsorolás azon kivételes körülmények nem kimerítő listáját tartalmazza, amelyek fennállása esetén az alapkezelő mérlegelheti a felfüggesztés aktiválását: eszközértékelési nehézségek; súlyos likviditási problémák (pl. margin call, azaz pótlólagos fedezet bekérések, jelentős mértékű kivétel miatt), amikor az alapul szolgáló eszközök értékesítésének végrehajtása likviditási problémákat okozhat az alap számára (pl. nagy árengedmények az eszközértékesítésben, a fennmaradó befektetők jelentős felhígulása); kritikus kiberbiztonsági esemény, amely hatással van az alap, az alapkezelő és/vagy az alap szolgáltatójának működési kapacitására; előre nem látható piaclezárások, kereskedési korlátozások, kereskedési helyszínek bezárása; súlyos pénzügyi és/vagy politikai válság; jelentős csalás azonosítása; természeti katasztrófa.
20. A felfüggesztések kiterjedhetnek a nettó eszközérték számításának felfüggesztésére is, különösen bizonytalan értékelés esetén, valamint akkor, ha a befektetési alap(ok) nettó eszközértékét nem lehet kiszámítani. Más esetekben - lehetőség szerint - azonban az alapkezelőnek továbbra is értékelnie kell az alapon lévő eszközöket, és közzé kell tennie a nettó eszközértéket annak biztosítása érdekében, hogy a befektetők megfelelő tájékoztatást kapjanak – arról is, hogy az alap a jegyzések, a visszavásárlások és a visszaváltások tekintetében zárva van.
21. A felfüggesztések egyes esetekben arra az időszakra is aktiválhatók, amíg az alapkezelő meghozza az alap felszámolására vonatkozó döntést, az alapkezelőknek ugyanakkor biztosítaniuk kell, hogy a felfüggesztések csak átmeneti jelleggel kerüljenek aktiválásra (vagyis azzal a céllal, hogy az alap ne legyen véglegesen felfüggesztve, hanem sor kerüljön annak újbóli megnyitására, felszámolására vagy szükség esetén egy adott időpontban az elkülönített eszköz-számlák aktiválására).
22. Az alapkezelőknek a felfüggesztésekre vonatkozó kalibrálás során figyelembe kell venniük a következőket:
 - a) az aktiválásukat kiváltó feltételek értékelésére és nyomon követésére vonatkozó kritériumok;

- b) a felfüggesztésre vonatkozó döntés felülvizsgálatának és esetleges módosításának kritériumai, valamint a körülmények ezt indokoló változása.

5.2.2 A visszaváltási korlátokra vonatkozó iránymutatás

23. Az alapkezelőknek minden alap esetében fontolóra kell venniük a visszaváltási korlátok kiválasztását, mivel stresszhelyzeti piaci körülmények között minden eszköz küzdhet likviditási problémákkal, és e likviditáskezelési eszköz aktiválásával elkerülhető lehet a felfüggesztések aktiválása.
24. A visszaváltási korlátok kiválasztását különösen az alábbiaknak érdemes fontolóra venniük:
- a) koncentrált befektetői bázissal rendelkező alapok alapkezelői, ahol a jelentős összegű visszaváltás likviditási problémákat okozhat az alap számára, és hatással lehet a befektetőkre – különösen a fennmaradókra;
 - b) olyan alapok alapkezelői, amelyek eszközei kevésbé likvidek, eredendően nem likvidek, vagy stresszhelyzeti piaci körülmények között nem likvidekké válhatnak, és/vagy amelyek eszközeinek eladása hosszabb időt vehet igénybe.
25. Az alapkezelőknek fontolóra kell venniük a visszaváltási korlátok aktiválását, ha a visszaváltási kérelmek meghaladják a küszöbértéket. A visszaváltási korlátok aktiválása kevésbé megfelelő megoldás lehet akkor, ha az alap értékelési problémákkal küzd, amely esetben az alapkezelő fontolóra veheti más likviditáskezelési eszközök alkalmazását (pl. felfüggesztések – a nettó eszközérték felfüggesztésével együtt).
26. Az alapkezelőknek úgy kell kalibrálniuk az aktiválási küszöbértéket, hogy az hatékonyan működjön, és a visszaváltási korlát aktiválható legyen akkor, amikor az alapkezelőnek a befektetők érdekeit szem előtt tartva korlátoznia kell a visszaváltásokat. E küszöbérték kalibrálása során az alapkezelőknek kellően figyelembe kell venniük a következőket:
- a) a NAV számításának gyakorisága;
 - b) az alap befektetési célkitűzése;
 - c) a mögöttes eszközök likviditása;
 - d) az aktuális piaci feltételek;
 - e) a várható pénzáramlások.

27. Amennyiben a korlát aktiválása átmeneti jellegű, az alapkezelők nem korlátozhatják a visszaváltási korlátok alkalmazását sem a használatuk maximális időtartama (a visszaváltási korlátok maximális időtartama), sem a visszaváltási korlátok aktiválásának maximális száma (a visszaváltási korlátok alkalmazásának maximális száma) tekintetében. Ezeket a kérdéseket az alapkezelőnek eseti alapon kell eldöntenie.

27.a. A lakossági befektetők nélküli és korlátozott számú szakmai befektetővel rendelkező ABA-k alapkezelőinek az elsőként cselekvők előnyének enyhítése érdekében fontolóra kell venniük a befektetői szintű visszaváltási korlátok alkalmazását, akár önmagukban, akár az alap szintjén érvényesített korlátokkal kombinálva.

5.2.3 A visszaváltási idő meghosszabbítására vonatkozó iránymutatások

28. Az alapkezelőknek minden alap esetében mérlegelniük kell a visszaváltási idő meghosszabbításának kiválasztását, de mivel ez a likviditáskezelési eszköz több időt biztosít a mögöttes eszközök likvidálására, különös figyelmet kell rá fordítani a következők vonatkozásában:

a) olyan alapok, amelyek likviditása különösen érzékeny a piaci stresszhelyzetekben bekövetkező romlásra;

b) a kevésbé likvid eszközökbe fektető ABA-k, különös tekintettel az ingatlan- és magántőkealapokra, amelyeknek már normál piaci körülmények között is az adott eszközök likviditásának szintjével összhangban álló, megfelelő visszaváltási gyakorisággal kell rendelkezniük.

29. Az alapkezelőknek mind normál, mind stresszhelyzeti piaci körülmények között fontolóra kell venniük a visszaváltási idő meghosszabbításának aktiválását, figyelembe véve, hogy ez különösen hasznos lehet bizonyos körülmények mellett – például visszaváltási nyomás esetén.

30. Az alapkezelőknek gondosan meg kell vizsgálniuk, hogy megfelelő-e a visszaváltási idő meghosszabbításának aktiválása az ÁÉKBV-k tekintetében normál piaci körülmények esetén, figyelembe véve eszközeik likviditását és a befektetők legjobb érdekeit.

31. Annak biztosítása érdekében, hogy ne növekedjen a visszaváltási kérelmek száma, az alapkezelőknek gondosan kell meghatározniuk a visszaváltási idő meghosszabbításának időtartamát, figyelembe véve az alapul szolgáló eszközök rendezett likvidálásához szükséges időt, a befektetők érdekeinek szem előtt tartásával.

5.2.4 A természetbeni visszaváltásokra (Redemptions in Kind, RiK) vonatkozó iránymutatások

32. Az RiK választása esetén az alapkezelőknek a következőket kell figyelembe venniük:

- a) az alap felépítése;
- b) befektetői koncentráció;
- c) az eszközök típusai; és
- d) a természetbeni visszaváltások használatára vonatkozó, kizárólag szakmai befektetőkre alkalmazandó korlátozások, az ÁÉKBV-irányelv 18a. cikkének (2) bekezdésével és az ABAK-irányelv 16. cikkének (2b) bekezdésével összhangban.

5.3 A felhívulás elleni eszközökre (ADT-k) vonatkozó iránymutatások

33. Az alapkezelőknek minden alaptípus esetében mérlegelniük kell a felhívulás elleni eszközöknek kiválasztását a befektetők lényeges felhívulásának és az elsőként lépő potenciális előnyének mérséklése érdekében.

34. Az alapkezelőknek gondosan mérlegelniük kell a felhívulás elleni eszközöknek az alap szintjén való aktiválásának különböző szintjeit, valamint előzetesen meg kell határozniuk és rendszeresen felül kell vizsgálniuk a megfelelő és prudens aktiválási küszöbértékeket annak érdekében, hogy elkerülhető legyen a befektetőkre gyakorolt lényeges felhívulási hatás mind rendes, mind stresszhelyzeti piaci körülmények között, valamint a befektetési stratégiától, a kezelt eszközöktől, a mérettől és a portfóliójellemzőktől, a becsült likviditási költségtől, a befektetői profiltól, az egyes alapok likviditási profiljától és az alapok múltbeli pénzmozgásaitól függően.

35. Az alapkezelőknek figyelembe kell venniük, hogy a felhívulás elleni eszközök aktiválása bizonyos körülmények mellett – például korlátozott piaci likviditás és/vagy értékelési bizonytalanság esetén – nehezebb lehet. Ezekben az esetekben az alapkezelők a felhívulás elleni eszközök mellett más likviditáskezelési eszközök (pl. kvantitatív alapú likviditáskezelési eszközök) alkalmazását is fontolóra vehetik.

36. Az alapkezelőknek biztosítaniuk kell, hogy a felhívulás elleni eszközök aktiválása ne érintse az alapkezelő arra vonatkozó kötelezettségét, hogy mindenkor tisztességesen és megfelelően értékelje az összes eszközt.

37. Az alapkezelőknek rendes és stresszhelyzeti piaci körülmények között egyaránt célszerű aktiválniuk a felhígulás elleni eszközöket annak érdekében, hogy a likviditás becsült költségeit a jegyző és/vagy a visszaváltó befektetőkre hárítsák. A likviditás becsült költségének:

- a) magában kell foglalnia a jegyzések, visszavásárlások vagy visszaváltások explicit tranzakciós költségeit;
- b) csak abban az esetben kell figyelembe vennie az implicit tranzakciós költségeket – beleértve az eszközvásárlások vagy -eladások jelentős piaci hatását is –, amennyiben ez összhangban áll a befektetési stratégiával, a becslést pedig a legnagyobb gondosság elve alapján kell elvégezni. A piaci hatás becslésének észszerű alapja lehet a hasonló piaci feltételek mellett lebonyolított korábbi ügyleteknek a megbízás időpontjában érvényes ár és a végrehajtás időpontjában érvényes végső ár közötti különbség összehasonlítására irányuló elemzése;
- c) kiindulási pontként a portfólióban szereplő összes eszköz arányos szeletének tranzakciókkal kapcsolatos költségein kell alapulnia („arányos megközelítés”), kivéve, ha ez nem tekinthető a valós likviditási költség helyes becslésének. Amennyiben az arányos megközelítés nem tekinthető a likviditási költség helyes becslésének, a becslés kiigazítható annak érdekében, hogy pontosabban tükrözze a portfólió kiválasztott egyedi állományaival folytatott tranzakciók során várható likviditási költséget. Az alapkezelők mérlegelhetik az arányos költség alkalmazását is olyan stresszhelyzetben, amikor a fennmaradó befektetőkre gyakorolt potenciális felhígulási hatás mérséklése szempontjából az a leginkább releváns.

38. Annak biztosítása érdekében, hogy a felhígulás elleni eszközök kalibrálása az előző bekezdésnek megfelelően hatékonyan tükrözze a becsült likviditási költségeket, az alapkezelőnek rendszeresen felül kell vizsgálnia a kalibrálást, és szükség esetén módosítania kell azt.

39. Az alapkezelőknek az illetékes nemzeti hatóság kérésére bizonyítaniuk kell, hogy a felhígulás elleni eszközök kalibrálása tisztességes és észszerű, mind normál, mind stresszhelyzeti piaci körülmények között, a befektetők érdekeit szem előtt tartva.

5.3.1 A visszaváltási díjakra vonatkozó iránymutatások

40. Az alapkezelők bármely típusú alap esetében fontolóra vehetik a visszaváltási díjak bevezetését, de azok különösen a következő alapok esetében lehetnek a leghasznosabbak:

- a) olyan eszközökbe fektető alapok, amelyek tranzakciós költségei rögzítettek, átláthatók és/vagy előre láthatók (mint például az ingatlanügynöki díjak vagy a közjegyzői díjak) és/vagy amelyek tranzakciós költségei csak kis mértékben változnak (pl. ingatlanügyletekre kivetett rögzített adók és illetékek);
 - b) olyan, kevésbé likvid eszközökbe fektető alapok, ahol a ritka és korlátozott árazási források miatt más felhígulás elleni eszközök – például az ingaárazás – alkalmazása kihívást jelenthet vagy akár kivitelezhetetlen lehet.
41. A visszaváltási díjak előre meghatározott tartományának kalibrálása során az alapkezelőknek olyan módszertant kell alkalmazniuk, amely statikus érték esetén a magasabb likviditási költség vagy a stresszes piaci feltételek tükrözése érdekében lehetővé teszi a felülvizsgálatot és a kiigazítást.

5.3.2 Az ingaárazásra vonatkozó iránymutatások

42. Az alapkezelőknek olyan alapok esetében kell fontolóra venniük az ingaárazás kiválasztását, amelyek mögöttes eszközeivel aktívan kereskednek, és a kereskedési költségekre (a vételi és eladási ár közötti különbségre) vonatkozó információk rendelkezésre állnak, valamint gyakran frissülnek, különösen, ha az alapok főként piaci feltételekhez kötött likviditási költségekkel járó eszközökbe fektetnek be. Az alapkezelőknek figyelembe kell venniük, hogy az ingaárazás kevésbé megfelelő megoldás lehet abban az esetben, ha a kereskedési költségek nem állnak könnyen rendelkezésre.
43. Az alapkezelőknek a piaci feltételek alapján, az alapkezelő által meghatározott módszertan szerint kell dönteniük egy adott ingaárazási modell (teljeskörű vagy részleges, egyszintű vagy többszintű ingaárazási tényezőn alapuló modell) aktiválásáról, valamint az ingaárazási tényező kalibrálásáról.
44. Az ingaárazás kalibrálása során az alapkezelőknek biztosítaniuk kell, hogy a becsült likviditási költség – a piaci feltételek fényében és a 37. bekezdésben foglalt elvekkel összhangban – beépüljön az ingaárazási tényezőbe, beleértve adott esetben az ügyletek bármely jelentős piaci hatását is.
45. Az alapkezelők maximális ingaárazási tényezőt („swing factor”) is meghatározhatnak. Abban az esetben, ha az ingaárazási tényező általi módosítás meghaladja a maximális ingadozási tényező szintjét, az alapkezelőnek az illetékes hatóság kérésére utólagosan meg kell tudnia indokolni az alkalmazott ingaárazási tényező használatát.

46. Az alapkezelőknek biztosítaniuk kell, hogy a maximális ingaarázási tényező újrakalibrálására vonatkozó döntés indokolt legyen, és a befektetők legjobb érdekeit szolgálja.

5.3.3 A kettős árazásra vonatkozó iránymutatások

47. Az alapkezelőknek potenciálisan megfelelő megoldásként kell mérlegelniük a kettős árazás választását azon alapok esetében, amelyek főként olyan eszközökbe fektetnek be, melyek likviditási költségeit elsősorban a vételi és az eladási ár közötti különbséget tükrözi.

48. Bár a kettős árképzés alkalmasabb lehet azon alapok esetében, amelyek olyan eszközökbe fektetnek be, amelyek likviditási költségei főként a vételi-eladási ár közötti különbségből adódnak, az alapkezelőknek a nettó eszközérték további módosítása révén külön el kell számolniuk minden jelentős piaci hatást vagy explicit tranzakciós költséget.

5.3.4 A felhígulás elleni védelmi díjra (ADL) vonatkozó iránymutatások

49. Az alapkezelőknek különösen az alábbi alapok esetében kell megfelelő megoldásként mérlegelniük a felhígulás elleni védelmi díj alkalmazását:

- a) magas befektetői koncentrációval (azaz kis számú befektetővel) rendelkező alapok, mivel így kezelni lehet azt a kockázatot, hogy egy vagy több befektető rövid határidővel teljes mértékben visszaváltsa a részesedését;
- b) olyan alapok, melyeknél jelentős mértékű jegyzési és/vagy visszaváltási tevékenység tapasztalható, amely negatív hatással lehet az alap meglévő befektetőire (pl. a nettó eszközérték szempontjából kisebb alapok esetében nagyobb terhet jelenthetnek a nagyobb összegű visszaváltások által okozott likviditási költségek);
- c) kevésbé likvid eszközökbe (pl.: magas hozamú kötvények, kis tőkeértékű vállalatok részvényei) befektető alapok;
- d) olyan alapok, amelyek esetében a kereskedési költségekre (a vételi és eladási ár közötti különbségre) vonatkozó információk általában rendelkezésre állnak (pl. olyan alapok, amelyek piaci feltételektől függő likviditási költségekkel járó eszközökbe fektetnek be).

50. Az alapkezelőknek figyelembe kell venniük, hogy a felhígulás elleni védelem díja aktiválható folyamatos vagy dinamikus jelleggel, előre meghatározott kiváltó események és küszöbértékek alapján is.

51. Bár a felhívulás elleni védelmi díj következetesen alkalmazható normál piaci körülmények között, az alapkezelőknek a változó piaci körülmények fényében felül kell vizsgálniuk annak kalibrálását, ezáltal biztosítva, hogy az eszköz hatékonyan fenntartsa az alap likviditását.
52. Az alapkezelőknek a felhívulás elleni védelmi díjat ugyanazon tényezők alapján kell kalibrálniuk, mint amelyeket az ingaárzási tényezők kalibrálásához használnak – azaz a felhívulás elleni védelmi díj kalibrálásának adott esetben és a 37. bekezdésben foglalt elvekkel összhangban figyelembe kell vennie az összes becsült explicit és becsült implicit tranzakciós költséget, és azt rendszeresen felül kell vizsgálni, valamint szükség esetén ki kell igazítani annak biztosítása érdekében, hogy a díj folyamatosan igazodjon a piaci feltételekhez.

5.4 Az elkülönített eszköz-számlákra („side pockets”) vonatkozó iránymutatások

53. Az alapkezelők csak kivételes körülmények között és a befektetők érdekeit figyelembe véve, indokolt esetben vehetik fontolóra az elkülönített eszköz-számlák aktiválását. Az alábbi felsorolás azon kivételes körülmények nem kimerítő listáját tartalmazza, amelyek fennállása esetén az alapkezelő mérlegelheti az elkülönített eszköz-számlák aktiválását:
- a) a befektetési alap portfóliójának egy olyan, meghatározott részét érintő jelentős értékelési bizonytalanság és/vagy illikviditás, amelyre vonatkozóan nem áll rendelkezésre aktív piac és/vagy amelynek tilos a kereskedése (pl. szankciók miatt), és/vagy amelynek valós értékelése ideiglenesen nem lehetséges; ebben az esetben az aktiválás célja, hogy az alap e részét elkülönítsék a többi résztől (hogy a fennmaradó rész nyitva maradjon a befektetők számára);
 - b) egy adott ágazatot vagy régiót érintő csalás, pénzügyi válság vagy háború.
54. Az elkülönített eszköz-számlák kalibrálása során az alapkezelőknek figyelembe kell venniük a következőket:
- a) az elkülönített eszköz-számla aktiválására vonatkozó körülmények meghatározása, valamint annak megszabása, hogy mikortól nem állnak fenn ezek a feltételek;
 - b) az elkülönített eszköz-számla alkalmazását kiváltó feltételek értékelésére és nyomon követésére vonatkozó kritériumok megállapítása;

- c) az a kérdés, hogy célszerű-e elkülöníteni bizonyos pénzösszeget az elkülönített eszköz-számlákhoz kapcsolódó potenciális kötelezettségek kezelésére;
- d) az elkülönített eszköz-számláról szóló döntés felülvizsgálatának és esetleges átdolgozásának kritériumai, valamint az ezt indokoló változó körülmények.

