

ERDŐS MIHÁLY–MÉRŐ KATALIN

# A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése

Tanulmányunkban a subprime válság által felvetett kérdések közül azokat elemezzük, amelyek a pénzügyi szervezetek felügyelése szempontjából kiemelten fontosak, és a magyarországi felügyelés szempontjából is relevánsak. Az elemzett problémák körében minden esetben igyekszünk különbséget tenni a bankokra és nem banki pénzügyi közvetítőkre gyakorolt hatásuk között. A felügyelés szempontjából kiemelten fontosnak tekintjük a következő kérdéseket: a bankmodell megváltozásának felügyelési következményei, a likviditás felügyelése, a hitelkockázat-kezelés megfelelősége, az ügynökök szerepe és az üzleti modellhez kapcsolódó ösztönzők.

## 1. BEVEZETÉS

Az USA-ból kiinduló – és mára a nemzetközi pénzügyi piacok számos szegmensét elérő –, ún. subprime válság elemzésével, következményeinek feltárásával, illetve a levonható tanulságokkal már számos cikk és elemzés foglalkozik az akadémiai irodalomtól a szakmai szervezetek elemzésein át egészen a politikai javaslatokig terjedő, igen széles palettán. Ezen belül is több olyan cikk született, amely a válság kapcsán a pénzügyi szabályozással és felügyeléssel kapcsolatos problémákra összpontosít. Egy részük csoportba gyűjtve veszi számba és elemzi azokat (ide sorolható pl. *Goodhart* [2008a], *Eichengreen* [2008], *Roubini* [2008], *Shadow Financial Regulatory Committee* [(2007)]. Cikkünkben mi is a problémák számbavételén alapuló elemzés módszerét választottuk. Néhány olyan, a felügyeléssel kapcsolatos kérdést tekintünk át, amelyek a magyar pénzügyi intézményi rendszer és felügyelése szempontjából is fontosak. Ennek megfelelően, elemzésünkben is azt a célt tűztük ki, hogy a hazai felügyelés szempontjából fogalmazzunk meg érdemi megállapításokat és következtetéseket. Bár a válság kiindulópontja és legfőbb érintettje a bankszektor – ezen belül is annak a hagyományos banki modellt az *originate to distribute*<sup>1</sup> modellre felváltó, lakossági jelzálog-finanszírozással foglalkozó szegmense volt –, cikkünkben a felügyelési következményeket nemcsak a bankszektorra, hanem a teljes pénzügyi intézményi rendszerre vonatkozóan áttekintjük.

1 Az „originate to distribute” modell lényege az „originate to hold” modellel szemben, hogy míg az utóbbinál a hitelnyújtás kockázatvállalási céllal, azaz a hitelek „tartásának”, a hitelportfólió növelésének céljával történik, az „originate to distribute”modellnél a hitelnyújtás eleve úgy kezdődik, hogy annak kockázatát majd – értékpapírosítás segítségével – részben vagy teljes mértékben a tőkepiaci befektetőkre hárítják át, a tőkepiaci befektetőkre „osztják szét”. (A modellnek számos leírása található, többek között a *Hitelintézeti Szemle* jelen számában KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON *Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok* című cikkében.)

Az általunk legfontosabbnak azonosított, magyarországi relevanciával is rendelkező problémák a következők:

1. a bankmodell megváltozásának felügyelési következményei,
2. a likviditás felügyelése,
3. a hitelkockázat-kezelés megfelelése,
4. az ügynökök (közvetítők) szerepe,
5. az érdekeltségi rendszer átalakulása.

A következőkben a fenti öt kérdéskört elemezzük a teljesség igénye nélkül, azokra a jelenségekre és következményekre összpontosítva, amelyek véleményünk szerint a hazai felügyelés szempontjából is lényegesek. Minden egyes kérdéskör kapcsán igyekszünk különbséget tenni a problémáknak a bankokra, illetve a nem banki pénzügyi közvetítőkre gyakorolt hatása között.

## **2. A BANKMODELL MEGVÁLTOZÁSÁNAK FELÜGYELÉSI KÖVETKEZMÉNYEI**

Amikor azt vizsgáljuk, milyen következményekkel járt a felügyelésre nézve a bankmodellek megváltozása, arra vagyunk kíváncsiak, hogy vajon a hagyományos betétgyűjtő és hitelt nyújtó bankmodellől a kockázatokkal kereskedő bankmodell<sup>2</sup> át a napjaink legnagyobb pénzügyi válságához vezető *originate to distribute* bankmodellig vezető változásokat követte-e a bankok szabályozásának és felügyelésének változása; a ma alkalmazott módszerek alkalmasak-e a nem hagyományos banki modellek kockázatainak megfelelő mérésére és elfogadható szinten tartására. Azt is vizsgáljuk, hogy a bankmodell megváltozása milyen hatással van a nem banki pénzügyi közvetítő tevékenységére, kockázataira, és ez milyen következményekkel jár az intézmények felügyelése szempontjából.<sup>3</sup>

### ***2.1. A bankmodellek megváltozásának hatása a bankok felügyelésére***

Ma a bankfelügyelés központi kérdése az, hogy vajon az adott bank elegendő tőkével rendelkezik-e kockázatainak fedezésére. A felügyelés alapfilozófiája a hagyományos betétgyűjtő, hitelt nyújtó és a hitelt lejáratig a portfóliójában tartó bankra támaszkodik. Ennek szabályozása és felügyelése során a legfőbb cél a betétes pénzének a megvédése, hiszen a bankbetét definíció szerint a kockázatkerülő befektetők nagyon alacsony kockázatot hordozó, de átláthatatlan pénzügyi közvetítőhöz elhelyezett pénzügyi eszköze. Ennek alacsony kockázatát az állam által üzemeltetett védőháló, a betétbiztosítás és a jegybanknak mint végső mentsvárnak a hitelezői funkciója (*lender of last resort* – LoLR) is biztosítja. A banktevékenységből fakadó, immanens kockázatokat, valamint az állami védőháló túlzott koc-

2 Kockázatokkal kereskedő banki modellel az ALLEN és SANTOMERO [1998] által leírt és dokumentált [2001] által bankmodellként értjük, ahol a banknak az *információs* aszimmetriából és tranzakciós költségekből eredő előnye egyre inkább elolvad, ezért a bankok – a pénz- és tőkepiaci versenytől vezérelve – tevékenységüket a kockázatkezelési szolgáltatások nyújtása, a kockázatokkal való kereskedés irányába tolják el, elsősorban a derivatív ügyleteken keresztül.

3 A felügyelés kérdéskörében, a felügyeleti modell változásáról I. folyóiratunk mostani számában MÓRA MÁRIA *Mi a teendő? – Kiütékes és másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán* című cikkét.

kázatvállalásra ösztönző hatását (moral hazard) a szabályozás és felügyelés a prudenciális szabályozással ellensúlyozza. Ennek központi eleme a tőkeszabályozás, amely akkora tőkeszintet próbál előírni a bankok számára, amekkora éppen azt biztosítja, hogy a bank által vállalt kockázatok csak a tulajdonos pénzét veszélyeztessék, a betétesek pénze mindenkor biztonságban legyen.

Ez az alapséma akkor is igaz, ha a mai tőkeszabályozás számos olyan elemet is magában foglal, amely a bankmodellek fejlődésére adott szabályozási válasznak tekinthető. Már maga az 1988-as bázeli tőkeszabályozás is alkalmazkodik ahhoz, hogy a bankok hagyományos hitelezési tevékenységük mellett egyre több kockázatkezelési tevékenységet végeznek, egyre nagyobb arányban vállalnak derivatív ügyletek formájában megjelenő kockázatokat is. Ennek megtestesülése, hogy az egyszerű tőkeáttétel-szabályozás helyett (ami a banki hitelezés korlátozásán keresztül védte a betéteseket), a mérlegen kívül vállalt kockázatok kezelésére bevezette a hitelegenértékesítés fogalmát, és a mérlegen kívüli kockázatvállalást is tőkével fedeztette.

A bankok kereskedési tevékenységének terjedésére, a bankok egyre nagyobb piaci kockázatvállalására adott szabályozói reakciót a piaci kockázatok tőkekövetelményének bevezetése és az európai tőkeszabályokba való integrálása jelentette 1993-ban. Ezt a piaci kockázati tőkekövetelményre vonatkozó szabályozói megközelítést az élet nagyon hamar felülírta. 1996-ban a Bázeli Bizottság már olyan új szabályrendszert alkotott, amely a piaci kockázatok kapcsán engedélyezte a bankok saját (a korábbi szabályozói modellnél sokkal összetettebb, a kockázatokat pontosabban becsülő), legjobb kockázatkezelési gyakorlatát jelentő modelljeinek szabályozási célú használatát.

A Bazel II-es bankszabályozás nem jelent további előrelépést ebből a szempontból. A tőkével fedezendő banki kockázatok körét ugyan sokkal átfogóbban határozza meg, mint az elődje, de az originate to distribute bankmodell speciális kockázatainak kéz-bentartására ugyanúgy nem alkalmas, mint a korábbi szabályrendszer. Bár elkülönített portfóliószegmenseként megjelenik benne az értékpapírosított pozíciók tőkekövetelménye, ez gyakorlatilag ugyanarra a logikára épül, mint bármely más hitelkockázati szegmens tőkekövetelménye: az értékpapírosított pozícióknak a bank portfóliójában maradó, illetve a bank által garantált vagy visszavásárlási opcióval eladott szegmense mögé állít akkora tőkekövetelményt, ami ennek a portfóliószegmensnek a kockázatait hivatott fedezni.

A hagyományos bankmodellben is számos bank értékpapírosította és adta el a bankrendszeren kívülre hitelkockázatának egy részét. Azonban ez tevékenységének kiegészítő eleme volt – része annak, ahogyan a kockázatokkal kereskedve, a kockázati étvágynak megfelelő szintre állítja be hitelkockázatait –, és nem ez volt a bankok alaptevékenysége. Az originate to distribute modellben a betétesek védelme már nem oldható meg azzal, ha a bank számára előírjuk a bank könyveiben lévő kockázatok fedezésére elegendő tőkekövetelményt és az ehhez szükséges tőke meglétét, hiszen itt a bank tevékenységének lényege, hogy a portfóliójában tartott, vagy általa garantált hitelek sokszorosát nyújtja és értékesíti speciális befektetési társaságok (SIV<sup>4</sup>) közbeiktatásával a pénzügyi szektor más intézmé-

4 A Structured Investment Vehicle (SPV) a Special Purpose Vehicle (SIV), azaz a különleges célú gazdasági egységek (KCGE) egyik fajtája, amely kifejezetten az eszközfedeztetű banki hitelek átsomagolására és továbbértékesítésére jött létre. Tipikus üzleti tevékenysége során az értékpapírosított hiteleket rövid lejáratú (jellemzően 90 napos) értékpapírfedeztetű kereskedelmi papírokkal (ABCP) finanszírozza. Jellemző, hogy az esetleges átmeneti likviditási problémák elkerülésére az eszközeit a SIV-nek eladó bank hitelkeretet is nyújt a SIV-nek.

nyeinek. A bankbetét mindig csak a hiteleknek egy elenyésző, még nem értékesített hányadát finanszírozza, az értékesített állományok pedig strukturált befektetési termékek formáját öltik. Innen kezdve árukat, mint minden befektetési termék árát, a piaci mechanizmusok mozgatják.

Mi ebben a rendszerben a bankok kockázata? Egyrészt megmarad a portfóliójukból fakadó és tőkekövetelménnyel jól fedezhető kockázatuk. Másrészt két újfajta kockázat jelentkezik:

- a portfólió értékpapírosítása folytonosságának kockázata (vagyis az alkalmazott üzleti modell fenntarthatóságának kockázata), és
- a piaci áresés portfólióra való azonnali visszahatásának kockázata is megjelenik.

Az első kockázat egyrészt abban áll, hogy ha a bank által értékpapírosított portfóliók értéke nagyon lecsökken, akkor a bank nem tudja az értékpapírosítási céllal nyújtott, új hiteleit értékpapírosítani. Ez egyrészt első lépésben likviditási problémát okoz, hiszen nincs az ily módon váratlanul a mérlegében maradt eszközök mögött forrás, másrészt, második lépésben szolvenciaproblémát is, hiszen a banki eszközök állománya felduzzad, miközben a tőke nem nő ezzel arányosan. Ráadásul az eszközállomány felduzzadása az eszközök értékének számottevő csökkenése mellett megy végbe, ami önmagában is szolvenciaproblémát jelent. Ezzel párhuzamosan, az üzleti modell fenntarthatatlanná válása nemcsak a banki portfólió finanszírozási nehézségei révén okoz likviditási kockázatot, hanem azáltal is, hogy ez esetben a banki portfólió értékpapírosítását bonyolító SIV-nek is azonnal le kell hívnia a banki hitelkeretét. A hitelkeret lehívása egyrészt azonnali, pótólágos likviditási teher a bank számára, másrészt a keret lejárta után – ha a piaci bizalmi és likviditási válság ez idő alatt nem oldódik meg – automatikusan felmerül megújításának az igénye, hiszen a SIV-nél lévő, sokéves lejáratú hitelportfólió mögött nem áll semmilyen más finanszírozás. A likviditási probléma feloldásának kézenfekvő eszköze lehetne a bankközi forrásbevonás, amit viszont nagyban nehezít a forráshiányos bankok esetében felmerülő inszolvenca erős gyanúja. Mivel a bankközi hitelezés jellemzően bizalmon alapuló, fedezetlen hitelek nyújtását jelenti, egy ilyen helyzetben természetesnek tekinthető a bankközi piacok kiszáradása az értékpapírosító bankok irányában. Éppen az üzleti modell fenntarthatatlanságából fakadó kockázat okozta konkrétan a Northern Rock Bank bukását is.

A második kockázat abban áll, hogy az eszközök értékének piaci indíttatású visszaesése önmagában is szolvenciaproblémákat okoz, hiszen ekkor a teljes, értékpapírosítási céllal nyújtott hitelportfólió értéke csökken, ami a hitelminőség romlása miatt azonnali tőkekövetelmény-növekedést, illetve értékvesztésképzést eredményez. A tőkehelyzet helyreállítása azt követelné, hogy a bank – adott tőkeszint mellett – további eladások révén csökkentse portfólióját, amit viszont a piaci helyzet éppen nem tesz lehetővé. Vagy ha mégis, akkor csak olyan alacsony árak mellett, ami az azonnali, nagymértékű veszteség realizálásával okoz szolvenciaproblémát. Ezt a mechanizmust mint az értékpapírosító bankmodell tőkeáttételének prociklikusságát mutatja be *Adrian és Shin* [2008]. A fenti mechanizmus révén az originate to distribute modell tovább fokozza a banktevékenység eredendő prociklikusságát, vagyis azt a sajátosságát, hogy a gazdasági ciklus felívelő szakaszában a bankok túlzottan optimistán ítélik meg a hitelfelvevők helyzetét, könnyebben adnak hitelt. Ezzel szemben a leszálló ágban pesszimistává válnak, erősen visszafogják a hitelezést, sokszor a jó ügyfelek hitelkeresletét sem kielégítve. A banktevékenység prociklikusságának

fokozását a bankszabályozás is erősíti, hiszen a Bázel II-es tőkekövetelmények maguk is erősen prociklikusak<sup>5</sup>. Az originate to distribute modell azzal is tovább fokozza a banktevékenység prociklikusságát, hogy ebben a bankmodellben a banknál lévő hitelportfólió értéke ugyanúgy viselkedik, mint a már értékpapírosított portfólióké, vagyis azonnal és ugyanolyan mértékben csökken, mint a piacon lévő, értékpapírosított elemeké. Egy nagy piaci áresés következtében tehát tőkekövetelményük azonnali és nagymértékű megugráásával, pótlólagos tőke hiányában pedig az inszolvencia veszélyével kell szembesülniük a bankoknak. Ennél a forgatókönyvnél a bankok már kizárólag piaci mozgásoknak kitett, azonnal átértékelődő hitelportfólióval rendelkeznek, függetlenül attól, hogy mikor realizálják a hitelezési veszteségeiket, vagyis – a számviteli szabályoktól függetlenül – az originate to distribute bankmodell logikájához közgazdaságilag a portfólió valós értékelése tartozik, hiszen a portfólió kialakításának célja az értékpapírosítás utáni eladás, és nyilvánvaló, hogy eladni csak napi piaci áron lehet. A piac azonnali átárázó hatása pedig szélsőséges esetben lehetetlenné teszi azt, hogy a bankok a betéteseknek fix ígéretet tegyenek betéteik nominális (sőt kamattal növelt) összegének visszafizetésére, hiszen egy piaci árazású eszközérték áll szemben egy historikus értékelésű, bekerülési költségen szereplő betétértékkel.

A két nagyság kiegyenlítésére hivatott a bank tőkekövetelménye. A hitelportfólió értékváltozásának piaci áresés által okozott kockázata így, első ránézésre hagyományos banki hitelezési kockázatnak tűnik: a bankok éppen portfóliójuk nem várt értékváltozása mögé képeznek tőkét. A hitelkockázat tőkekövetelményének számításához belső minősítésre épülő módszert alkalmazó bankoknak azonban a hitelkockázatot hordozó portfóliójuk mögé, egyéves időhorizontra előre tekintve, esetleg cikluson átívelő (through the cycle) szemléletben korrigálva kell tőkét képezniük, nem pedig arra számítva, hogy egy pillanat alatt nagymértékben csökkenhet a hitelportfólió értéke. Ezért a bázei logikájú, éves kitekintésű, esetleg cikluson átívelő szemléletű PD-kre és LGD-kre építő tőkekövetelmény alkalmatlan a valós értékelés mentén kialakuló, potenciális veszteségek fedezésére.

(Zárójelben jegyezzük meg, hogy ez nem is célja a szabályozásnak. Mivel a hitelek jellemzően az értékvesztéssel korrigált bruttó értéken kell nyilvántartani, nem pedig valós értéken, a hitelek értékelése és a bázei tőkeszabályozás a hagyományos hitelezés szempontjából összhangban vannak egymással. Az értékpapírosításra szánt hitelek azonban, természetüket tekintve, a valós értékelési körbe tartozó pénzügyi eszközökhöz hasonlóak, így természetes, hogy a hitelek értékelésére kialakított tőkeszabályozás logikája nem megfelelő a kockázatok fedezésére.)

A CDS-ek (credit default swap) értékváltozását elemző vizsgálatok azt is kimutatták, hogy a hitelkockázatoknak kitett és piacon kereskedett állományok értékváltozása csak részben magyarázható a tényleges hitelkockázat változásával, ezen túl számottevő, a piaci várakozásokban gyökerező eleme is van, ami a jelenlegi hitelkockázati tőkeszabályozás logikájából teljes mértékben hiányzik.

Az originate to distribute modell speciális problémája tehát az értékpapírosítás meghiúsulásának kockázatából eredő likviditási- és szolvenciakockázat, a piaci áresés portfólióra való azonnali visszahatásának szolvenciakockázata, ezáltal a modellnek a korábbiaknál erősebb prociklikusságából fakadó kockázata; a felsoroltak ellen sem a hagyományos banki kockázatkezelési gyakorlat, sem a bázei tőkeszabályok nem nyújtanak védelmet. Ezek kezelésére a szabályozásnak és felügyelésnek új típusú eszköztárat kell kifejlesztenie.

5 A témáról összefoglalást ad pl. MÉRŐ-ZSÁMBOKI [2003].

A bankmodell megváltozása hatással van-e a hazai bankszektor felügyeletére? A kérdést nem könnyű megválaszolni, hiszen Magyarországon még nem jöttek létre olyan bankok, amelyek az originate to distribute modell alapján működnének. Ráadásul még a nemzetközi szabályozói és felügyelői közösség sem tudja a választ arra a kérdésre, hogy milyen szabályozás lenne megfelelő az extenzíven értékpapírosító bankok kockázatainak társadalmilag elfogadható szinten tartására. Ha azonban időben felismerjük a modellváltást és a kapcsolódó kockázatokat, az kulcsfontosságú lehet a hazai pénzügyi intézményi rendszer stabilitása szempontjából is, hiszen az eddigi tapasztalatok szerint a nemzetközi pénzügyi piacokon megfigyelhető tendenciák – némi késéssel – Magyarországon is megjelennek. És bár a jelenlegi válság újra előtérbe állította a hagyományos banktevékenységet, valamint visszavetette az originate to distribute típusú bankolást, még nem tudhatjuk, hogy mi a történet vége: a reintermediáció<sup>6</sup> tartóssá válása, vagy egy korrektül értékelt és kockázatkezelte originate to distribute modell újbóli megerősödése. Mind a két típusú kimenetel mellett találunk érvet és ellenérvet, valamint empirikus megerősítést is. A banki modellek és azok kockázatainak ismerete nemcsak a bankok, de mindazon pénzügyi intézmények szempontjából is nagyon fontos, amelyek a bankmodellváltás részesei; vagyis azon intézményi befektetői szegmensnek, amelyik az új bankmodellben keletkeztetett hitelesomagok potenciális megvásárlója, ennek következtében piaci kockázatának vállalója.

A subprime válság hatására, annak következményeként, a helyszíni vizsgálatok során a felügyeletek sokkal inkább koncentrálnak az intézmények által alkalmazott értékelési eljárásokra és módszerekre, a VaR- (Value at Risk, kockázatosított érték) számítások megfelelőségére és a likviditási kockázatok menedzselésére. Előtérbe került az is, hogy a felügyelt intézmények különböző felügyeleti szempontok alapján stresszteszteteket végezzenek, és a felügyeletek is elvégezethetnek velük ilyeneket. A stresszteszt alapvetően a hitelkockázatokat, a likviditási kockázatokat és a kamatláb-kockázatokat állítják a középpontba. A felügyeleti szempontú stresszteszt mellett a hitelintézeteknek és a befektetési vállalkozásoknak a CRD<sup>7</sup> 2. pillérében saját feltételezéseik alapján is kell stresszteszteteket végezni.

A felügyeletek egyre jobban figyelnek arra, hogy az intézmények kellően megfeleljenek-e a szabályozásban meghatározott, nyilvánosságra hozatali követelményeknek. Itt a különböző értékelési módszerek, a strukturált termékekkel kapcsolatos kitettség alapos bemutatását kéri számon.

## ***2.2. A bankmodellek megváltozásának hatása a nem banki pénzügyi intézmények felügyelésére***

Rengeteg pénzügyi intézmény – leginkább bankok és befektetési társaságok – jelentős veszteségről számoltak be, vagy nagymértékű leírásokat hajtottak végre a jelzaloghoz kapcsolódó követeléseik, illetve eszközfedezetű (asset-backed) értékpapír-portfóliójuk terén. Ezzel szemben nyárig a legtöbb európai biztosító nem mutatott ki semmilyen anyagi veszteséget.

<sup>6</sup> A hagyományos banki tevékenység (betétgyűjtés–hitelnyújtás–hitelek lejáratig tartása) újbóli megerősödését nevezzük reintermediációnak.

<sup>7</sup> Capital Requirements Directives – CRD (tőkekövetelmény-irányelvek): a Bázeli II. szabályozást az Európai Unió jogrendszerébe átültető, 2006/48/EK irányelv és a 2006/49/EK irányelv együttes elnevezése.

(Ehhez az is hozzátartozik, hogy míg a nemzetközi piacokon aktív bankok a kereskedési célú és az eladásra szánt értékpapír-portfóliójukat valós értéken mutatják ki, addig a biztosítóknál nem egyértelműen kellett megjelennie a veszteségnek, ők ugyanis csak választhatják a valós értékelést. Ha ezt nem teszik meg, akkor beszerzési értéken tartják az eszközöket, szükség szerint elszámolva az értékvesztést. Magyarországon egyébként, ha lejáratig tartott kategóriába [held to maturity] helyezik az értékpapírt, akkor még értékvesztést sem kell elszámolniuk.)

A jelzálogpiaci válság kapcsán az európai biztosítók érintettsége először a befektetések révén merül fel, ahogy azt a CEIOPS<sup>8</sup> kimutatta elemzésében (CEIOPS Spring 2008 Report, május). Sok nagyobb biztosító közvetlenül fektet strukturált termékekbe (pl. RMBS<sup>9</sup>, CDO<sup>10</sup>). Azt lehetett ennek alapján mondani, hogy az európai biztosítók összpiaci, teljes subprime kitétsége a teljes eszközállományuk alig több mint 0,1%-a. Ha a közvetett kitétséget (pl. részvények, kötvények) is hozzávesszük, akkor ez az arány legfeljebb 0,5%-ot érhet el. Azt mondhatjuk tehát, hogy az összpiaci kitétség marginális, habár ez nem jelenti azt, hogy az egyedi intézményi kitétség is ilyen mértékű. Azok, akik ilyen eszközökbe fektettek, inkább a jó minőségű, a külső minősítők által magasabb minősítési kategóriákba soroltakba tették. Több biztosítási elemző (beleértve minősítőket is) nyáron még azt jelezte, hogy a biztosítók (élet- és nemélet-biztosítók, viszontbiztosítók) kitétsége kezelhető, hiszen rendkívül csekély. Ehhez képest a cikk lezárásakor érkezett a hír, amely szerint Európa legnagyobb biztosítási csoportja, az AIG szeptember 16-án 85 milliárd dollár hitelkeretet kapott a New York-i FED-től. A hitel elég drága, LIBOR felett 850 bp<sup>11</sup> (11,4%). A hitel törlesztése részben eszközértékesítésből, részben operatív eredményből történhet, s ezért cserébe az amerikai kormány 79,9%-nyi részesedést kap. Kérdésként ugyan felmerül, hogy miért kapott ilyen rekordméretű támogatást az AIG – miközben az ugyanakkor bajba jutott Lehman Brotherst hagyták csődbe menni –, de témánk szempontjából inkább az a lényeges, hogy miként jutott el idáig, s milyen tanulságok vonhatók le az esetből.

Az AIG több, mint egyszerű biztosító: 580 milliárd dollár értékben írt ki CDS-eket, amelyekhez kapcsolódva akkor kell fizetnie, ha a hitel kötelezettje erre nem képes. Az AIG nem gondolta végig, hogy ezen értékpapírok mögött ingatlanfedezetek vannak, s a teljes piac összeomlása esetén az ilyen hitelek nagy része értéktelenné válik. Az AIG-hez kapcsolódva sok nagy banknak volt különböző nyitott pozíciója, így „bedőlése” akár a bankközi piacot is alapjaiban remegtette volna meg. Az eset néhány tanulsága:

- attól még, hogy az európai intézményekkel nincs probléma, vagy így látszik, az amerikai közvetlen (tulajdonosi) vagy közvetett kitétség okozhat Európában is problémát,
- a nem prudens vezetői magatartás nagy károkat okozhat: egy évvel korábban az AIG menedzsmentje a subprime kitétséget elhanyagolhatóan minősítette és így is közölte,
- a minősítő cégek értékelése csak segíthet, de nem helyettesítheti a szervezet saját due diligence eljárásait, mert pl. az AIG esetében a megegyezés előtti napon is változatlan minősítéssel rendelkezett.

8 Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS: (Biztosítási- és Nyugdíjpénztári Felügyeletok Európai Bizottsága)

9 Retail mortgage backed security – RMBS: lakóingatlanra felvett jelzáloghitellel fedezett értékpapír

10 Collateralised debt obligation – CDO: fedezett adósságkötelezvény

11 Bázispont – bp, a százalékpont 1/100-ad része.

A kitettség másik eszközoldali formája a hedge fundokba történő befektetések SIV-ekbe vagy olyan eszközökbe, amelyeknek az árfolyamát kedvezőtlenül érintette a subprime válság. A biztosítók kezelte alapok nemcsak a saját eszközeik befektetései, hanem az ügyfelek kockázatviselése mellett általuk kezelt unit-linked alapok révén is tartalmazhatnak subprime kitettségű befektetéseket. Az AIG esete azt mutatja, hogy a „counter party” kockázat jelentősen nőhet biztosítók miatt is, sőt, az ilyen részvényekbe történő befektetés, illetve az általuk garantált termékek esetében is tovagyűrűzik a kockázat.

Az amerikai jelzálog-biztosítók, valamint a kötvények visszafizetését garantáló monoline-biztosítók és európai leánycégek vannak leginkább közvetlenül kitéve a válságnak. A jelzáloghitel-biztosítók – amelyeknek alapüzlete a jelzáloghitelek biztosítása – relatíve kockázatosabb működésűek (pl. ahol az LTV<sup>12</sup> meghalad egy szintet, mondjuk 80%-ot). A monoline-ok (vagy kötvénybiztosítók) leginkább AAA minőségű kötvényeket vagy CDO trancheket garantáltak.<sup>13</sup> A legtöbb monoline 2007 őszén jelentett a derivatív jellegű szerződésekhez kapcsolódóan a valós értékelés melletti veszteséget (legtöbbjük nem kényszerül ezeket finanszírozni, realizálni), de néhányuk már tényleges veszteségről is beszámolt. A legtöbb valós értékelésen kimutatott veszteség természetesen nem feltétlenül jelent likviditási problémát, inkább a jelenség mérete a lényeges.

A hitelminősítő szervezetek a közelmúltban végrehajtott minősítési felülvizsgálatok során több nagyobb kötvénybiztosító minősítését is lerontották, vagy negatív kilátással látták el. A kötvénybiztosítók minősítése következményekkel jár a strukturált pénzügyi termékek azon teljes körére, amelyek ezen intézmények garanciájával vannak fedve. Pontosabban, a kötvénybiztosítók által nyújtott garancia minősítése nem haladhatja meg a monoline saját minőségének szintjét, függetlenül attól, hogy az alapul szolgáló hitel magasabb minősítéssel rendelkezik-e vagy sem. Ezáltal a garantőr minőségének romlása beépül azoknak az értékpapíroknak a minőségébe, amelyek a garancia által fedezettek, s így a befektetőkre is hatással vannak. A minősítések leromlásának további következménye, hogy azon intézményi befektetők, amelyek csak magas minősített befektetéseket tarthatnak, kényszerértékesítést végeznek, ami a piacon további nyomást jelent az árakra.

A viszontbiztosítókat három szempontból érinti a subprime: a likviditáshelyzet, a befektetések és a helyállások, kötelezettségek oldaláról. Jelenleg ugyan megoldott a viszontbiztosítók tőkésítése, a Solvency II. szabályozási rendszer esetleg magasabb tőkekövetelményt eredményezhet, de ez nem subprime-vonatkozású kérdés. A viszontbiztosítóknak közvetlen befektetések révén kicsi subprime kitettsége van. Ezekre az intézményekre a kötelezettségvállalások teljesítése lehet a subprime válság legjelentősebb hatása.

Az SEC<sup>14</sup> és más állami szervek már indítottak eljárást jelzáloghitelezők és hedge fundok ellen. Egy New York-i bíróságon tavaly szeptemberben perelték be a Moody'st, amiért nem megfelelően minősített subprime értékpapírokat. Elképzelhető, hogy a subprime befektetések kapcsán eljárások indulnak nagy egyesült királyságbeli bankok hitelezési vezetői és

12 Loan to value – LTV: hitel összege / hitelbiztosítéki érték

13 A monoline-ok hagyományos üzlete az önkormányzati kötvények biztosítása, egy stabil, de kevésbé jövedelmező üzlet. Olyan kibocsátóknak, akiknek van elsődleges minősítése, de egyébként nem nagyon ismertek, a monoline-ok garanciája hasznos, hiszen a potenciális befektetőknek nem kell annyi információt összegyűjteniük a kibocsátó minőségéről.

14 Securities and Exchange Commission – SEC: amerikai tőzsde- és értékpapír-felügyelet



hedge fundok menedzserei ellen a nem teljesen prudens munkavégzés, továbbá a befektetési tanácsadók és ügyvédek ellen a nem körültekintő tanácsadás vádjával; az ezekkel kapcsolatos felelősség sok szerződés része. Mivel a vezetők nagy része rendelkezik (viszont)biztosítással ilyen esetekre, a (viszont)biztosítók helytállási kötelezettsége beállhat (*Croly–Abott* [2008]).

Az európai (foglalkoztatói) nyugdíjalapok sem rendelkeznek érzékelhető subprime kitétséggel, hiszen az ő esetükben sokszor még szigorú befektetési jogszabályok írják elő, hogy milyen eszközökbe fektethetnek be, és nem engednek ilyen típusú befektetéseket. A közvetlen kitétségük a teljes vagyonuk kb. 2%-a. Felmerülnek ugyanakkor a subprime közvetve jutott vállalatokba történő befektetések leírása, a befektetési szolgáltatók, mint pl. a Lehman Brothers esetében a „counter party” kockázat, valamint az általuk esetleg garantált termékek esetében nem teljesülő garancia negatív következményei. (Természetesen, ez a helyzet az egyéni befektetők esetében is fennáll.) Nagyon jelentős továbbá a nyugdíjalapok eszközeinek értékére gyakorolt közvetett, a tőkepiaci áralakulás következtében jelentkező árfolyamhatás.

A szabályozói szervek mindig azt hangsúlyozzák, hogy a befektetőnek értenie kell az általa felvállalt kockázatokat, de ehhez szükséges transzparencia, képzés, tanulás és tanácsadás, legfőképpen az olyan típusú termékeknél, amelyek esetében az egyének viselik a befektetési kockázatot (retail befektetési jegy vásárlói, DC-nyugdíjalapok<sup>15</sup>, unit-linked alapok). Ha ezek a követelmények érvényesülnek, akkor a befektető érdekével ellentétes termékértékesítésre (mis-selling<sup>16</sup>) is sokkal ritkábban kerül sor.

A DB-típusú nyugdíjalapok<sup>17</sup> két oldalról különbözően voltak érintettek. Egyrészt a várható kötelezettségek fedezetét meghatározó diszkonttényező a kötvényhozamok növekedésével csökkent, másik oldalról viszont a fedezetet biztosító, sokszor részvénytípusú befektetések leértékelődtek. Azok a nyugdíjalapok, amelyek idejekorán csökkentették ilyen típusú kitétségüket, és a kötelezettségekhez jobban illeszkedő kötvényekbe fektettek, jól jártak. A különböző felügyeletet leginkább ezt a fedezetségi mutatót követik figyelemmel, s ott, ahol a számítások használatos, várható hozamot szabadabban állapíthatják meg maguknak ezek az intézmények, a felügyeletet felhívják a figyelmet ennek prudens használatára, illetve megfelelő befektetési stratégia folytatására.<sup>18</sup> Természetesen egyre fontosabbá válik a strukturált termékek megfelelő értékelése és az önkéntes vagy kötelező formában alkalmazott, külső hitelminősítő szervezetek szerepének újragondolása. A hitelminősítő szervezetekkel szembeni kritikák, a nem megfelelő tanácsadás, valamint a nem teljes körű információnyújtás miatti perek indulása a hitelminősítésekre és a tanácsadókra támaszkodó intézményi befektetők számára olyan tanulsággal járhat, hogy az ügynökök által vezérelt értékesítéssel szemben erőteljesebben lépjenek fel, és saját minősítési és kockázatkezelési rendszerüket továbbfejlesszék.

Összegzőként elmondhatjuk tehát, hogy a rendelkezésre álló adatok alapján az európai biztosítási és a nyugdíjalap szektorok subprime közvetlen érintettsége csak másodlagos

15 Defined Contribution (hozzájárással meghatározott) típusú nyugdíjalapok, ahol a nyugdíj mértéke bizonytalan, mert azt a befizetések mértéke és a befektetések piaci hozamai egyaránt befolyásolják.

16 Mis-selling: félrevezetve eladó vagy terjesztő

17 Defined Benefit (szolgáltatással meghatározott) típusú nyugdíjalapok, ahol a nyugdíj mértékét előre meghatározzák pl. a befizetés százalékában. A befektetési kockázatot a biztosítóé.

18 DNB steps, IPE, 2008. február 1.

fontosságú, mivel befektetéseik között csak kis mértékben vannak ABS-ek<sup>19</sup> vagy strukturált termékek. Ugyanakkor nem szabad arról megfeledkeznünk, hogy a subprime válság miatt bajba kerülő cégek (befektetési szolgáltató, direkt befektetések, garantált termékek) révén az egyes esetekben lehet jelentős a veszteség. Az egyik fontos tétel, amelyik jelentősen befolyásolja az egész válság hatását a biztosítási iparágra, a reálgazdaság alakulása. Ez utóbbi a biztosítók portfóliójában potenciálisan érinthet más befektetési kategóriákat is, vagy kihathat a biztosítók egyéb tevékenységére. A háztartások vagyonának csökkenése kedvezőtlenül érinti a biztosítási termékek értékesítési lehetőségeit is, legvalószínűbben a megtakarítási jellegű életbiztosításokat. Ehhez kapcsolódóan a megállapítás természetesen a kizárólag nyugdíjcélú megtakarításokra is igaz. A válság hatására erősen csökkent az intézményi befektetők kockázati étvágya, előtérbe kerültek az egyszerűbb, könnyebben megérthető, nagyobb diverzifikációt megvalósító befektetési termékek, az intézmények megerősítették kockázatkezelési rendszerüket, s jóval kritikusabbak a befektetési döntésekhez szükséges információk elérhetőségével szemben.

### ***2.3. Az értékpapírosítás hatásai és a tőkepiaci vonatkozások***

A világ tőkepiacain már hosszabb ideje felismert fejlődés az egyre bonyolultabb termékek megjelenése. Ennek oka egyrészt az ügyfelek igényeinek legpontosabb kielégítése, másrészt a szabályozási/felügyeleti elvárásoknak való megfelelés, illetve azok kikerülése, harmadrészt az olyan értékesítési szempontok, amelyek szerint minden, a termékek készpénzáramlásaihoz kapcsolódó átsomagolásért, összekapcsolásért külön díjakat lehet felszámolni. Ebben a folyamatban az intézményi befektetők jelentik a keresleti oldalt. Természetesen abban különböznek, hogy a felvállalt kockázatot az intézmény maga viseli, mint például

- az intézményi garanciát biztosító befektetési alapok,
- az intézményi garanciát biztosító unit-linked eszközalapok,
- a klasszikus életbiztosítási termékek,
- az ún. szolgáltatással meghatározott (DB) nyugdíjalapok;
- vagy a kockázat az ügyfélé, mint például
- az intézményi garanciát nem biztosító befektetési alapok,
- az intézményi garanciát nem biztosító unit linked eszközalapok,
- az ún. hozzájárulással meghatározott (DC) nyugdíjalapok esetén.

A különböző esetekben meghatározó következményekkel jár az, hogy az értékpapírosítás következtében milyen kockázatokat mernek/képesek vállalni az ezeket kezelő intézmények. Általános tapasztalat, hogy az intézményi befektetők inkább merik vállalni a kockázatokat, hosszabb távon gondolkodnak, a professzionális háttér miatt „kevésbé remeg meg a kezük”. Ott ahol az ügyfelek viselik a teljes befektetési kockázatot, illetve részben vagy teljes mértékben ők hozzák meg a befektetési döntéseket – nagyrészt az alacsony pénzügyi kultúra miatt –, többségükben sokkal kockázatkerülőbbek, és általában a „csúcson vásárolnak és az alján adnak el”.

Azt is mondhatjuk, hogy a profi kockázatkezelési rendszereket alkalmazó társaságok által becsomagolt és az intézményi befektetőknek eladott termékek kockázata a végén sokszor

19 Asset backed securities – ABS: eszközfedeztetű értékpapírok

teljes mértékben a nyugdíjra gyűjtő magánszemélyek vállán pihen. Persze, az is figyelemre méltó, hogy aktív vagy passzív vagyongazdálkodásról beszélünk-e. Az előbbi esetben, amit ma itthon szinte kizárólagosan a vagyongazdálkodók végeznek, a vagyongazdálkodó feladata a taktikai döntések meghozatala, az értékpapír-választás. Az ilyen esetekben merül fel gyakran a „soft dollars” néven ismert jelenség, amikor nem számlázott szolgáltatások „segítenek” meggyőzni a befektetésekről döntő személyeket; ez könnyebben megy, ha hosszabb távú a befektetési horizont, illetve, ha más viseli a kockázatot.

Érdekes példákat találunk a subprime válság által kialakult tőkepiaci turbulencia kihasználására, illetve nem várt következményeire. Az egyik ilyen következmény, hogy az Egyesült Királyság pénzügyi felügyelete, az FSA (Financial Service Authority) júniusban olyan rendelkezést hozott, amelynek értelmében a „short seller”-eknek<sup>20</sup> a részvények tekintetében nyilvánosságra kell hozniuk a bizonyos mértékű meghaladó „nettó rövid” pozíciójukat. Az angol felügyelet ugyanis visszaéléseket gyanított az ilyen típusú kereskedések során. Azt feltételezték, hogy bizonyos shortolók, akik a csökkenő árfolyamok esetén könyvelnek el nyereséget, meghatározott részvények esetében úgy befolyásolták az árfolyamokat, hogy azok a kiírt árfolyam alá kerüljenek, s így további piaci eladásokat idézzenek elő. Az első napi publikálás, június 23-a még csak „ízeltőt” adott a befektetőknek, ugyanis (akkor még) a változásokat nem, csak az egy időpillanatban meglévő pozíciókat kellett nyilvánosságra hozni.

Többen kritizálták a rendelkezést, ugyanis az csak az üzlet egyik oldalára koncentrál, s így rossz jelzést adhat a piacoknak az adott társaságról, ugyanis a hosszú (long) pozícióban lévőket nem kell így publikálni. Ez a központilag előírt közzétételi kötelezettség persze már önmagában is újabb eladásokhoz vezethet, ami kedvező a shortolóknak, s megnehezítheti az érintett cégek amúgy is nehezen kezelhető finanszírozását.<sup>21</sup> A subprime válság tehát a professzionális befektetési cégeknek üzleti lehetőséget, adott esetben spekulációs lehetőséget is biztosít, amely önmagában jelentősen befolyásolhatja az ilyen cégek továbbélési esélyeit, s a hozzájuk kapcsolódó társaságok működését is. Felmerül a kérdés: ezek a shortolós hedge fundok valóban a piac instabilitását erősítik-e?

Egy válság másik, nem közvetlen, de fontos következménye az, hogy a subprime következtében a tőzsdén jegyzett bankok nagy része leértékelődött, s így könnyű felvásárlási célponttá váltak (azok is). A vállalatértékelés egyik legegyszerűbb értékelési mutatója ugyanis az ún. P/BV érték<sup>22</sup>.

Egy harmadik következmény az, hogy a subprime válság hatására nehéz helyzetbe kerülhetnek az életbiztosítással kombinált jelzáloghitelt felvett ügyfelek. A futamidő során ugyanis az ügyfél a banknak csak a hitel kamatát és a kezelési költséget fizeti, míg a tőkerészt egy életbiztosításban gyűjti, amelyből a futamidő végén törleszti a tartozást. Arra viszont semmi garancia nincs, hogy a futamidő végén a mögöttes eszközalapokban összegyűlik a törlesztéshez szükséges összeg. A jelenlegi turbulens tőkepiaci helyzetben könnyen előfordulhatna, hogy nincs meg a tőketörlesztés fedezete, de szerencsére, hazánkban még ezek a termékek messze vannak a lejáratától. Kérdés azonban, hogy később nem fordulhat-e elő hasonló helyzet.

20 Olyan piaci szereplők, akik úgy adnak el értékpapírt, hogy az az eladáskor még nincs a birtokukban.

21 *Financial Times* [2008a]

22 Piaci árfolyam a könyv szerinti értékhez képest.

Egyébként jelenleg nálunk az ilyen befektetések nagy része ázsiai feltörekvő piaci esz-közökben van, amelyeknek óriási a volatilitása, vagyis semmi garancia a megcélzott meg-takarítási szint elérésére. Újabban megjelentek a garantált unit-linked termékek is az ilyen kockázatok csökkentésére, de a garantált szint a befizetésekre, illetve egy minimális ho-zamra vonatkozik, ami nem feltétlenül egyenlő a tartozással. A konzervatívabb állampapír-befektetések sem kínálnak garanciát, mint azt az elmúlt időszak állampapírpiaci zavara is mutatta. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) figyelmeztette már az ilyen típusú termékeket vásárló ügyfeleket, említve az angol példát, ahol az ügyfelek átlagosan 3 millió forintos veszteséget szenvedtek el. Egyes bankok, biztosítók szabad kezet adnak az ügyfélnek az eszközalap kiválasztásában (persze, ha elég magas az ingatlanfedezet), má-sok viszont csak meghatározott, mérsékelt részvénykitettséggel rendelkező eszközalapokat engedélyeznek az ügyfelek részére. Vannak, akik a hitelfelvétel mellé nem engednek unit-linked eszközöket, hanem csakis vegyes életbiztosítást, mert egyáltalán nem biztos a fede-zet jövőbeli megléte. A mögöttes kalkulációk persze gyönyörű kamatos kamattal számított megtérülést mutatnak, aminek sokszor semmi köze a realitásokhoz. Tetézheti az ügyfél gondját, hogy esetleg egy rossz hitelből még ki is tud lépni, de a kapcsolódó életbiztosításból nem, vagy csak óriási áldozatokkal.

### 3. A LIKVIDITÁS FELÜGYELÉSE

Mint az előző fejezetben is láhattuk, a subprime válság mögött álló originate to distribute modell átalakítja és felértékeli a hagyományos bankmodell likviditási kockázatát. Bár a likviditási kockázat mindig is a bankok egyik legfőbb kockázati eleme volt, hiszen a lejáratí transzformáció a hagyományos banktevékenység egyik fő jellemzője, annak mértéke és jellege is számottevően megváltozik. A subprime válságot elemző szakirodalomban a likvi-ditási kockázatokkal kapcsolatban három fő téma köré csoportosíthatók a feltárt problémák. Ezek: az általános piaci likviditással problémája, a jegybank „végső mentsvár”-szerepével kapcsolatban felmerülő kérdések, valamint a bankok likviditásszabályozásának és felügye-lésének kérdései.<sup>23</sup> Cikkünkben – témánknak megfelelően – csak az utóbbi kérdéskörrel foglalkozunk.<sup>24</sup>

A bankok likviditásának felügyelése kapcsán még a legalapvetőbb kérdésekre sem ren-delkezőnk konkrét, egységesen elfogadott válaszokkal. Arra az egyszerű kérdésre sem könnyű válaszolni, hogy pontosan mire vagyunk kíváncsiak akkor, amikor a bankok likvi-ditási helyzetét ítéljük meg. Persze, van egy egyszerű, gyors válaszunk: azt kell biztosítva látnunk, hogy a bankok mindenkor kellő időben teljesíteni tudják esedékes kötelezettségei-ket; a bejövő és kimenő cash flow időbeli és mennyiségi összeegyeztetésének hiánya miatt, illetőleg kötelezettségeik teljesítése érdekében nem kényszerülnek gazdaságilag irracionális veszteséget okozó állományátcsoportosításokra. Ehhez mindig megfelelően menedzselte le-

23 A likviditással kapcsolatban felmerülő kérdésekről részletes áttekintést adnak pl. a Banque de France 2008. februári Pénzügyi Stabilitási Jelentésének tanulmányai.

24 A likviditási kockázattal folyóiratunk jelen számában MÓRA MÁRIA *Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán* című cikke is foglalkozik, a globális és az európai szintű bankfelügyeleti bizott-ságok konzultációs dokumentumait szem előtt tartva.

járatí összhanghiányra, megfelelő szintű likvid eszközre (banküzemi likviditás) és pótlólagos forrásbevonási képességre van szükség. És természetesen a banküzemi likviditás és a pótlólagos forrásbevonásra való felkészültség is csak akkor elégséges a likviditás biztosításához, ha maguk a piacok is likvidek.

Ha azonban eggyel tovább lépünk, és azokat a kérdéseket is feltesszük, hogy meddig fogadható el a lejárati összhanghiány, mekkora likvid eszközszintre van szükség, illetve milyen pótlólagos forrásbevonási lehetőségek biztosítása szükséges, akkor már igen nehezen megválaszolható kérdéseket kapunk. Abban sincs konszenzus az akadémiai, illetve a banki szabályozói és felügyelői gondolkodásban, hogy vajon ezekre a kérdésekre szabályozói előírások formájában is válaszolni kell-e (pl. minimális likvid eszközszint, maximális lejárati transzformáció formájában), vagy elegendő a bankok kockázatkezelési gyakorlatának jobbitását ösztönözni.

A nemzetközi gyakorlatban mindkét megoldásra bőven találunk példát. Számos országban éppen a subprime válság hatására vezettek be mennyiségi banki likviditási szabályokat. Ugyanakkor nyilvánvalóan jogos Goodhartnak [2008b] a mennyiségi szabályokkal szemben megfogalmazott kritikája: a likvid eszközök elvárt szintjének szabályozása önmagát felszámoló szabály, hiszen ha kötelezően tartani kell az adott eszközszintet, akkor az nem is tekinthető likvidnek, mert csak leépítése révén lehetne tényleges likviditásra szert tenni, de akkor sérülne az előírásnak való megfelelés.

A nemzeti likviditási előírások bevezetése mellett a válság hatására a nemzetközi szabályozó és felügyelő hatóságok figyelmét is felkeltette a banki likviditási kockázatkezelés és annak felügyelete. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság 2008. júniusában bocsátotta konzultációra az ezzel kapcsolatos anyagát (BCBS [2008]). Ez rámutat arra, hogy a bőséges likviditás időszakában a bankok elkényelmesedtek, és figyelmen kívül hagyták a likviditáskezelés számos alapvető elvét. A Bázeli Bizottság által megfogalmazott elvek nem a mennyiségi szabályok megfogalmazása irányába tesznek lépést, hanem a bankok likviditási kockázati tűrőképességének pontos tudatosítását, a likviditási kockázat mérésének és kezelésének megfelelőségét és a likviditással kapcsolatos információk nyilvánosságra hozatalát tartják kiemelten fontosnak. A felügyelet szerepét pedig abban látják, hogy a hatóságoknak mindenkor ismerniük kell a bankok likviditási helyzetét és likviditási kockázatkezelési rendszerét, és szükség esetén képesnek kell lenniük megfelelő lépéseket tenni a likviditáskezelés helyreállítás érdekében. A mennyiségi korlátozások esetleges előírása csak itt, a problémás esetek kezelésének eszköztárában jelenik meg, de itt sem kiemelten, hanem a kvalitatív eszközök közé ágyazottan. Hasonló szemléletben készült el az EU bankfelügyeleti hatóságait tömörítő CEBS likviditási kockázatkezelésről szóló vitaanyaga is, amelyet az Európai Bizottság által feltett kérdésekre adott tanácsadásként fogalmazott meg (CEBS [2008]).

A mennyiségi korlátozások esetleges bevezetése mellett, a bankok likviditási kockázatkezelésének továbbfejlesztésével, illetve annak felügyelésével kapcsolatban a Bázeli Bizottság, illetve a CEBS által vitára bocsátott alapelveken túl, figyelemre méltó még Goodhart [2008b] javaslata, aki a likvideszköztartás statikus előírásából fakadó anomáliák feloldására egy anticiklikus likviditási előírás bevezetése mellett érvel: a bankoknak jó időkben olyan likvideszköz-tartalékokat kelljen felhalmozniuk, amelyeket azután a szűk likviditás időszakában felhasználhatnak. (Ez a javaslat analógnak tekinthető a spanyol szabályozásban meglévő, dinamikus céltartalékolási szabályozással, amely azt írja elő, hogy a bankoknak

a jó időszakokban olyan többlettartalék-puffereket kell felhalmozniuk, amelyeket azután a ciklus leszálló ágában leépíthetnek.)

A likviditás- és tőkeszabályozás kapcsolódási pontját jelenti a Bázel II-es szabályozásnak az az eleme, ami a második pillér (felügyeleti felülvizsgálati folyamat) részévé teszi a likviditási kockázatok megfelelő kezelésének és tőkével való fedezésének vizsgálatát is. Ezt a fajta összekapcsolást sokan és sokszor megkérdőjelezték, hiszen a többlettőke-előírás csak a likviditási kockázatok egy részénél jelenthet megfelelő megoldást. A likviditási kockázatok jövedelemcsökkentő hatása által kiváltott inszolvencia kockázatától lehet így megóvni a betéteseket, de maguknak a likviditási sokkoknak a kivédéséhez – a tőkekövetelmény jellegéből és nagyságrendjéből fakadóan – nem adhat megfelelő védelmet, így a kockázatkezelési hiányosságok vagy a rossz üzleti modell okozta likviditási sokkok felügyeleti kezelését nem praktikus a Bázel II. szerinti második pillér hatókörébe utalni. Az összekapcsolás megkérdőjelezésének fő vonala eleinte a túlzott szigor bírálata volt, hiszen a tőkeelőírás a bankszabályozásnak a bankok számára legdrágább eszköze. Ahogy a subprime válság likviditási hatásai egyre komolyabbá váltak, úgy fordultak 180 fokot a bírálatok, és egyre inkább azt hangsúlyozták: a likviditási kockázatok második pillérbe utalásával a felügyeleti hatóságok megnyugodtak, és kevés figyelmet fordítottak arra, vajon ténylegesen megfelelő-e a banki likviditási kockázatkezelési gyakorlatok, tudják-e kezelni az üzleti modell megváltozása miatt lényegesen átalakult likviditási igényeket.

Kis kitérőként itt meg kell jegyeznünk, hogy a banki likviditásshabályozás újragondolása nem sokkal a subprime válság kirobbanása előtt került terítékre, magának az iparágaknak a kezdeményezésére, és éppen ellenkező előjellel, mint ahogy az a subprime válság eskalálódása következtében megfogalmazódott.

A bőséges likviditás évei arra a következtetésre vezették az Európai Bankföderációt (EBF), a bankok európai érdekvédelmi szervezetét, hogy a bankok likviditásshabályozása sok országban túl szigorú, amennyiben a likviditásukat globálisan kezelő cégektől azt várja, hogy egy-egy bank likviditását nemzeti szinten is megfelelően menedzselje. Ezen túlmenően azt is nehezményezte az EBF, hogy a határokon átnyúló likviditáskezelésnek gátját jelentik a fedezetek határon árnyúló mozgatása előtt álló akadályok. Így a subprime válság kirobbanásakor már összeálltak azok a különböző szintű munkabizottságok, amelyek a likviditási kockázatkezelés–likviditásshabályozás–likviditásfelügyelés témájának teljes körű újragondolására kaptak mandátumot, csak éppen mandátumuk tartalma változott meg lényegesen, ahogy egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy az USA-ból induló subprime válság nemzetközi likviditási válsággá terebélyesedik, és a bőséges, gyakorlatilag korlátlanak tekinthető likviditás korszaka lezárult.

A cél most már nem az, hogy a nemzetközi banki közösség számára is kényelmes, a fennállónál jelentősen megengedőbb szabályozási és felügyelési gyakorlatot honosítsanak meg, hanem az, hogy a likviditási kockázatok banki kezelése és annak felügyelése kellően prudens, az esetleges piaci turbulenciák, likviditásshükével jellemezhető időszakok esetén is megfelelő legyen. Ennek megfelelően a fedezetek mozgathatóságának kérdése például némiképp leértékelődött, miközben a banki likviditáshfolytonossági tervek készítésének és módszertanának kérdésköre felértékelődött.

Magyarországon a bankok likviditásshabályozása nem tartalmaz konkrét mennyiségi előírásokat. Nincs kötelezően előírt likvid eszközzszint, nincsenek lejáratú transzformációs

korlátok. A Hpt. által előírt követelmény mindössze annyi, hogy a hitelintézet folyamatosan köteles biztosítani azonnali fizetőképességét, és erre vonatkozó belső szabállyal és tervvel kell rendelkeznie. Ezen túl természetesen Magyarországon is része a tőkeegyelelés felügyeleti felülvizsgálati folyamatának a likviditási kockázatok megfelelő kezelésének és tőkével való fedezésének vizsgálata. A második pillérbe sorolt kockázatok közös sajátossága, hogy – jellegükből fakadóan – általában nem társul hozzájuk konkrét, mindenkire egyformán érvényes mennyiségi követelmény, hanem csak a tőke meghatározás alapelveit rögzítik szabályozói szinten. Ez a megközelítés tükröződik a CEBS vonatkozó irányelvében (CEBS [2006]) és a PSZÁF által megjelentetett, a második pillérről vonatkozó útmutatóban (PSZÁF [2007]) is.

A subprime válság következtében kibontakozó likviditási válság magyarországi hatásai sem elhanyagolhatóak. Egyrészt erősen érintették néhány hazai bank anyabankját, amelyek a magyar leánybankok likviditásának biztosításában kulcsszerepet játszanak, másrészt az általános likviditáshoz és a kockázati felárak drágulása a bankrendszer egészében érzékelhetővé vált. Ennek következtében került a PSZÁF 2008-ra meghirdetett, három felügyeleti prioritása közé a likviditási kockázatok felügyeletének kiemelt felügyeleti vizsgálata (PSZÁF [2008]).

A vizsgálat előkészítéseként többek között

- elkészült egy előkészítő anyag „Likviditás a magyar bankrendszerben” címmel;
- a rendelkezésre álló dokumentumok alapján elemeztük a kiemelt bankok (bankcsoportok) likviditásmenedzselését;
- az MNB–PSZÁF-együttműködés értelmében elkértük az MNB-től a tartalékolási adatokat (likviditási indikátorokat) bankszintű bontásban.

A helyszíni vizsgálatok során

- bekértük a bankok likviditási szabályzatát, a vészhelyzet- (contingency-) terveket, az anyabanki finanszírozási szerződéseket, értékeljük az esetlegesen készített likviditási stresszteszt eredményeit;
- az anyaország és a befogadó ország felügyeleteinek (home-host) együttműködése keretében az anyaország (home) felügyeletétől információt, véleményt kértünk a csoport, illetve az anyabank likviditási pozíciójának megítéléséről;
- strukturált interjút folytattunk a bankok likviditásmenedzmentjének vezetőivel arról, hogy ők maguk hogyan ítélik meg az adott intézmény likviditási kockázatát, illetve a jelenlegi likviditási nehézségek kapcsán mire számítanak.

Az információk összegyűjtése során leginkább a következő kérdésekre kerestük a választ:

- A bank saját stratégiája szerint az üzleti növekedést visszafoghatja-e egy esetleges likviditáshoz?
- Miként tervezik a belföldi betétállomány növekedését elérni, illetve milyen más forrásból kívánják a növekedés forrásait megszerezni; a hazai bankközi piacnak milyen szerepet szánnak?
- Milyen anyabanki, illetve nem anyabanki refinanszírozási szerződésekkel rendelkeznek; egyáltalán, miként változott az elmúlt időszakban az anyabanki refinanszírozás feltételrendszere (a kockázati felár)?

- Mennyire veszik igénybe a pénz- és tőkepiacokat a finanszírozásában?
- Mennyire érintett a refinanszírozó anyagban a válságban, s milyen szerepet szán a magyar leányvállalatának ebben a stratégiában?

A helyszínen kívüli vizsgálatot követően – részint eredményeitől függően –, ahol szükséges, helyszíni vizsgálatot is tartunk, sztenderd negyedéves gyakorisággal likviditási riportot készítünk, és a SREP-felülvizsgálat<sup>25</sup> során a likviditási kockázat természetesen kiemelt szempont.

#### 4. A HITELKOCKÁZAT-KEZELÉS MEGFELELŐSÉGE

A subprime válság kapcsán az originate to distribute modellel szemben talán a legszélesebb körű egyetértést kiváltó kritikaként fogalmazódott meg, hogy ez a modell leépíti a bankok hitelkockázat-kezelési tevékenységét, hiszen egy első, eredendő hitelbírálatot követően a bank már nem érdekelt az ügyfél további megfigyelésében, a hiteligonozásban. Sőt, azt is kimutatták, hogy az elsődleges hitelbírálat is lazábbá válik azon banki portfóliók esetében, amelyeket a bankok strukturált értékpapírosítási modellben nyújtanak, mint azok esetében, amelyeket a saját portfóliójukban szándékoznak tartani (Keyes et al. [2008]). Az értékpapírosított – és a nyomon követhetőség szempontjából nehezen mérhetővé és kezelhetővé átsomagolt – hitelkockázat ezek után a nem banki pénzügyi közvetítők kockázatává válik, ahol az eredeti hitelkockázat már befektetési kockázattá transzformálódva jelenik meg.

A 2.1. pontban már felmerült a banki tevékenység eredendő prociklikusságának kérdése, amit csak tovább fokozott az originate to distribute modell. A subprime válságot megelőző, fellendülési időszakban is megfigyelhető a prociklikusság összes jellegzetessége, a lakossági jelzáloghitel-állományok nagyarányú növekedése, valamint a túl optimista várakozások és a túlhajtott verseny által vezérelt, lazuló hitelezési sztenderdek. Mindkét jelenség egyaránt jellemző volt az USA-ban, az EU országokban és Magyarországon is. A jelenlegi válság hitelezési veszteségekben megmutatkozó hatása azonban jóval súlyosabb annál, mint amit egy ciklikus trendforduló által kiváltott portfólió hatása (minőségromlás és hitelezési visszaesés) önmagában indokolna. Ennek egyik oka nyilvánvalóan az, hogy az originate to distribute modellben a bankok hitelkockázat-kezelésének minősége sokkal rosszabb, mint a hagyományos bankmodellben. Ennek okaként a rossz ösztönzőket, a hitelminősítő szervezetek szerepét és alkalmazott módszereit, valamint az ügynökökön keresztüli hitelértékesítés általánossá válását érdemes kiemelni. Az ügynökök szerepével a következő alfejezetben részletesen is foglalkozunk, így itt csak az első két tényezőt elemezzük.<sup>26</sup>

A hitelkockázat-kezelés javítására és a minél nagyobb hitelkockázat vállalására irányuló ösztönzés kettőssége a banktevékenység eredendő része. Jobb hitelkockázat-méréssel és -kezeléssel – adott portfólió esetén – csökkenthető a bankok kockázata, ami lehetővé teszi, hogy ugyanakkora tőkeszint mellett a bankok több hitelt nyújtsanak, növeljék profitjukat. A hitelkockázat mérésének és kezelésének fejlesztése tehát a bankok elemi érdeke, a ban-

25 Felügyeleti felülvizsgálati és értékelési folyamat – SREP: a Bázeli II. tőkeemfelelés II. pillére alá tartozó, a hitelintézetek belső tőkeemfelelés értékelési folyamatának felügyeleti felülvizsgálata és értékelése.

26 A hitelminősítő ügynökségek szabályozásáról további áttekintést ad MÓRA MÁRIA fent említett cikke.



kok közötti verseny egyik természetes terepe. Nem véletlen, hogy a hitelkockázat-kezelés fejlődésének elsődleges motorját nem a szabályozás és felügyelés jelenti, hanem maguk a bankok, saját profitérdekük nyomására. Minél jobb a bankok kockázatkezelése, annál hatékonyabban képesek ellátni delegált megfigyelői szerepüket, illetve annál pontosabban képesek árazni azokat a kockázatokat, amelyekkel kereskednek.

Ezt a zárt ösztönzési struktúra részben már azon bankok esetében is megbomlik, amelyek nem átsomagolt formában értékpapírosítják hitelkockázataikat. Az értékpapírosítás során, adott tőkeszint mellett a bank profitja akkor is képes nőni, ha nem a jobb hitelkockázat-kezelés okán helyez ki több hitelt, hanem többet ad el ugyanabból a szintű hitelkockázat-kezelésből. Ekkor azonban még megmarad a hitelkockázat-kezelés színvonalára és a banki profit közötti szoros kapcsolat, hiszen az értékpapírosított hitelcsomag kockázati jellemzői teljesen megegyeznek az eredeti hitelekével, az eladandó hitelcsomag minősítése közvetlenül függ a hitelek kockázatosságától, vagyis igaz marad az az állítás, hogy a kockázataikat pontosabban ismerő bankok információs előnyből származó versenyelőnyre tudnak szert tenni.

Az originate to distribute modell ezt a szoros kapcsolatot zilálja szét azáltal, hogy teljes mértékben elszakítja egymástól az eredeti banki hitelportfólió és az értékpapírosított portfólió hitelkockázati profilját. A hitelportfólió strukturált terméként való újracsomagolása során többé már nem a hitelek átlagos PD-jével és LGD-jével jellemezhető a portfólió, hanem egy bonyolult szenioritási struktúrával és ennek a struktúrának az egyes részeihez (tranchokhoz) tartozó minősítésekkel. Vagyis a hitelkockázat két dimenzióját a minősítés és a senioritás<sup>27</sup> jelenti. Minél kisebb az egyes tranchoz alárendeltségi foka, annál kisebb a hitelek megtestesítő értékpapírok kockázata ugyanazon kockázati tulajdonságokkal rendelkező portfólió esetén, és így jobb az adott tranchoz tartozó minősítés. Így fordulhat elő például az a helyzet, hogy egy BBB minősítésű hitelportfólió nagyobb fele a strukturálás következtében AAA minősítést kapjon, hiszen a szenioritás révén korlátozható ezen papírok tulajdonosának várható vesztesége. A portfólió egészének hitelkockázati jellemzői tehát a strukturálás során teljesen átalakulnak, azonosíthatatlanná és áttekinthetetlené válnak. Ezáltal meg is szűnik a bank érdekeltsége abban, hogy az eredeti hitelkockázati jellemzők, a PD és az LGD optimalizálásának szem előtt tartásával nyújtsa a hiteleket. Ezt a folyamatot ismerteti Keyes et. al., amikor utólagosan empirikusan elemezve a subprime válság során nyújtott jelzáloghitelek visszafizetési tapasztalatait, bemutatja, hogy az USA piacán a hasonló kockázati jellemzőkkel és lejáráttal bíró portfóliók közül azok esetében, amelyeket a bank strukturált átsomagolás utáni értékesítés céljából nyújt, körülbelül 20 százalékkal nagyobb a visszafizetés elmaradása, mint azok esetében, ahol nem várható a későbbi értékpapírosítás.

A strukturált termékek hitelkockázatának áttekinthetatlensége következtében a hitelnyújtó bankoknak a hitelkockázat kezelésében való érdekeltségét a minél nagyobb tömegű értékpapírosítás révén elérhető jutalékbevételek maximalizálásában való érdekeltség váltja fel. Így a strukturált jelzáloghitel-termékek piacának kifejlődése az ingatlanárak növekedésének időszakában nemcsak a tőkeáttétel prociklikus hatásán keresztül erősíti a hitelezési boomot,

27 A szenioritás vs. alárendeltség azt mutatja, hogy az egyes értékpapírosított hitelcsomagok tulajdonosai milyen kielégítési sorrendben jutnak a pénzükhöz, ha az eredeti ügylet bukása folytán a fedezetek értékesítése és az ezekből való kifizetés következik.

hanem azokon az ösztönzőkön keresztül is, amelyek a jutalékbevételek maximalizálásának formájában teszik érdekelté a bankokat a hitelvolumen növelésében.

A hitelvolumen növekedését nagyban elősegítette az is, hogy az áttekinthetetlen hitelkockázati jellemzőkkel bíró, strukturált termék formáját öltő hitelsomagokat a hitelminősítő szervezetek olyan minősítésekkel látták el, amelyeket a piac jól ismert, és ezért az a hamis látszat alakulhatott ki, hogy a befektetők pontosan ismert hitelkockázati sajátosságokkal bíró termékeket vásárolnak. A hitelminősítő szervezetek által alkalmazott minősítések legitimitását nagyban növelte az is, hogy a Bázel II-es szabályozás a szabályozói tőkekövetelmény nagyságát is ehhez köti. De már ezelőtt is közismertek és elfogadottak voltak a minősítések, amit mi sem mutat jobban, mint hogy a köznyelvben a kiváló és az „AAA”<sup>28</sup> régóta szinonimaként jelenik meg. Az elfogadottsághoz nagyban hozzájárultak azok a statisztikák is, amelyekben a cégek a minősítéseik megfelelőségére vonatkozó adatokat (az egyes minősítési kategóriákhoz tartozó hitelezésivesztés-adatokat, valamint a fel- és leminősítések alakulását bemutató migrációs mátrixokat) nyilvánosságra hozták. Ráadásul ezek a hagyományos minősítések egyszerűek és jól érthetőek: a magasabb minősítés mindig alacsonyabb hitelkockázatot, a befektető számára nagyobb biztonságot jelent.

Az átcsomagolással értékpapírosított hitelsomagok esetében azonban már a hitelkockázatokkal kapcsolatban feltett kérdés is másként jelenik meg. Nem arra vagyunk kíváncsiak, hogy vajon mekkora valószínűséggel tudják a hiteladósok visszafizetni a tartozásaikat, illetve mekkora a várható veszteségük, hanem arra, hogy az adott szenioritási struktúra garantálja-e azt, hogy az értékpapír vásárlójának várható hitelezési vesztesége egy adott szinten belül maradjon. Elvileg egy AAA minősítésű kötvény és egy AAA minősítésű, átcsomagolt strukturált hitelportfólió várható veszteségének a különböző megközelítések ellenére is ugyanakkorának kellene lennie, és ez esetben nem is jelentene gondot, hogy ugyanannak a minősítési skálának két különböző kérdésére adott válasz eredményét tükrözi. A subprime válság kirobbanása előtt még úgy lehetett gondolni, hogy ez így is van. A válság kirobbanásakor viszont eljött az igazság pillanata: nyilvánvalóvá vált, hogy a strukturált termékek minősítése nem megfelelő, a valóságosnál sokkal alacsonyabb kockázati profilokat tükröz. Ez nem is olyan meglepő, hiszen a strukturált termékek minősítése mögött még messze nem álltak olyan visszamérhető adatok/idősorok, amelyek a minősítést megalapozták volna; az leginkább a hitelminősítő szervezetek szakértelmén, tapasztalatán, a strukturált termékek teljesítésével kapcsolatos várakozásán alapult. Azt sem tudjuk pontosan, hogy a strukturált termékek piaci áralakulása mennyivel inkább érzékeny a makrogazdasági változásokra, mint maga a hitelkockázat; miközben a nagyobb érzékenység ténye mára már adottnak tekinthető.

A hitelminősítő szervezetek kiemelt szerepét mutatja az is, hogy a minősítési folyamatban nemcsak mint az adott termék független, külső elemzői vettek részt, hanem ők voltak azok is, akik tanácsadóként, magával az értékpapírosító céggel együtt kidolgozták azt a struktúrát, amelynek során a hitelportfólió komplex kockázati sajátosságai (az egyes tranchok portfólióból való részesedése, azok szenioritási struktúrája és a hozzájuk tartozó minőség) kialakultak. A hitelminősítő szervezetek átfogó szerepét és többoldalú érintett-

28 A Standard and Poor's, a FITCH Ratings és még több kevésbé ismert minősítő ügynökségnél a legmagasabb minősítési fokozat.

ségét sok kritika érte a válság kirobbanása óta. A kritikák fő iránya nem az alkalmazott minősítési rendszer alapelveire vonatkozott, hanem elsősorban arra az érdekütközésből fakadó, erkölcsi kockázatra, amelyet a kialakított minősítési rendszer keletkeztetett: nevezetesen, hogy a strukturált termék kialakításában tanácsadóként, magas díjért résztvevő cég a saját létrehozott termékét minősíti, szintén díj fejében. A kettős tevékenység díja akkor a legmagasabb, ha a strukturált termékek minősítése nagyban támogatja azok kedvező piaci fogadtatását, minél szélesebb körű elterjedését. Ehhez pedig elengedhetlenül szükséges az, hogy a termék a befektetők kockázat/hozam optimalizációja szempontjából a hagyományos, nem strukturált értékpapírosítási tranzakciókkal összehasonlítva, vonzóbbnak tűnjön. A minősítésekkel szemben megfogalmazott másik fontos kritika, hogy a strukturált termékek minősítésére alkalmazott skála ugyanaz, mint a hagyományos termékek minősítési skálája, ami pedig – a korábban már leírt okok miatt – meglepő.

A hitelminősítő szervezeteknek a subprime válságban betöltött szerepe előtérbe állította azt az igényt, hogy tevékenységük szabályozott és felügyelt legyen, hiszen kiemelt hatással vannak a pénzügyi piacok működésére, a kockázatok értékelésére. Az igényt csak erősíti, hogy a bankok és befektetési vállalkozások esetében a tőkeszabályozás is nagymértékben épít a minősítésekre, miközben a subprime válság egyik tanúsága éppen az, hogy a minősítések megbízhatósága erősen megkérdőjelezhető.

Az Európai Bizottság 2008. július 31-én indított gyorsított nyilvános konzultációt a hitelminősítők engedélyezésével, szabályozásával és felügyelésével kapcsolatban.<sup>29</sup> A konzultációs anyag még nem tartalmazza a bizottság konkrét álláspontját, csak lehetőségeket vázol föl a szabályozás és felügyelés jövőbeni irányával kapcsolatban. A bizottság két – a felügyelési politika szintjén megfogalmazott, még egyáltalán nem konkrétan kidolgozott – lehetőséget vázol föl a hitelminősítő szervezetek engedélyezésére és felügyelésére vonatkozóan. Az első szerint a hitelminősítő szervezetek engedélyezése és felügyelete az egyes nemzeti felügyelő hatóságok együttműködésével, az anyaország (home) felügyeleti irányítása mellett zajlana, míg a második egy olyan strukturát vázol fel, ahol az engedélyezést egy EU-szintű ügynökség végezné, amely felügyeleti jogosítvánnyal nem rendelkezne, csak koordinálná a nemzeti felügyeletek tevékenységét. Ez a fajta szabályozás és felügyelés nemcsak a CRD-ben tőkeszabályozási célból is elismert minősítőkre vonatkozna, hanem minden piaci szereplőre, amelyik ilyen tevékenységet végez.

Ezzel egyidejűleg az Európai Bizottság közzé tett egy olyan munkaanyagot is, amely azt vizsgálja, hogyan oldhatók fel azok a problémák, amelyek abból fakadnak, hogy az EU pénzügyi szabályozása erőteljesen támaszkodik a minősítésekre. (Itt nemcsak a CRD-ben szereplő tőkeszabályozásra gondolnak az anyag készítői, hanem ide sorolhatóak a MiFID<sup>30</sup> és a UCITS<sup>31</sup> bizonyos rendelkezései is.) Ezzel kapcsolatban három, egymást nem feltétlenül kizáró irányvonalat határoztak meg. Elsőként: a minősítőknél elegendő információt kellene

29 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2008/securities\\_agencies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2008/securities_agencies_en.htm)

30 Markets in Financial Instruments Directive – MiFID: az Európai Parlament és az Európai Tanács 2004/39/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól

31 Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS: a tanács irányelve (1985. december 20.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról (1985/611/EGK) – többször módosítva

nyilvánosságra hozniuk az általuk alkalmazott módszertanokról, és ezzel egyidejűleg el kellene várni a bonyolult termékekbe investáló befektetőktől, hogy nézzenek a minősítések mögé, maguk is végezzenek alapos kockázatelemzést. Konkrétan a CRD vonatkozásában ez azt is jelentené, hogy ha egy bank ezt nem teszi meg, akkor az értékpapírosított követelések tőkeszámitása kapcsán nem használhatná a külső minősítéseket, hanem a teljes értékpapírosított követelésállományát le kellene vonnia a tőkéjéből. Másodikként minden nyilvánosságra hozott minősítésnek tartalmaznia kellene egy ún. „health warningot”, egy figyelmeztető jelzést, amely a strukturált termékek speciális kockázataira hívja fel a figyelmet. Harmadikként pedig felveti azon EU-szabályozásban szereplő hivatkozások felülvizsgálatának igényét, ahol a szabályozás a minősítőkre való hivatkozást tartalmaz.

Az Európai Bizottság mellett a BIS-nek<sup>32</sup> a globális pénzügyi rendszerrel foglalkozó bizottsága is megvizsgálta azt, hogy melyek a strukturált termékek minősítésével kapcsolatos, legfontosabb hiányosságok, és mit kellene tenni ezek leküzdésére (CGFS [2008]). A bizottság ajánlásai nem terjednek ki a szabályozás és a felügyelés kérdésére, ami implicit módon akár azt is jelentheti, hogy a mostani válság nyomán felszínre került hiányosságok kiküszöbölésében ezt a kérdést nem látja lényegesnek. A javaslatok zöme arra vonatkozik, hogy a strukturált termékek minősítése során a minősítők több, jobb minőségű, átláthatóbb módszertani információt hozzanak nyilvánosságra. Ezen túl ez az anyag is hangsúlyozza, hogy a minősítés csak kiegészítő lehet a pénzügyi intézmények kockázatkezelési gyakorlatában, semmiképpen nem helyettesítheti a kockázatok ismeretét és saját megítélését.

## 5. AZ ÜGYNÖKÖK SZEREPE

Mint tudjuk, a piacokon az új üzleti lehetőségek állandó keresésének és gondolkodás nélküli megragadásának leginkább az ezekkel együtt járó, esetleg a működést veszélyeztető félelem, korlátok szabnak gátat, ideértve a szabályozás és a felügyelés korlátozó hatását is.

Az ország gazdasági fejlődése lassan eljut abba a szakaszába, amikor el kell felejtetni a gyors gazdagodás sok lehetőségét. A pénzügyi szektorban vannak olyan szegmensek, amelyek még küzdenek a fejlődő szakaszra jellemző növekedési szint fenntartásáért, miközben máshol ezen már túljutottak, és a megváltozott környezetben új szerepet keresnek maguknak. Az egyik kérdés: ebben a küzdelemben a piaci szereplők kialakítják-e saját szabályait, követelményeiket, korlátaikat, vagy azt mindenhol az államnak kell megtennie?

A subprime válság leginkább és közvetlenül a bankszektort érintette. Itthon a hatások közvetettek. A forrásköltségek növekedése előbb vagy utóbb érezteti hatását, s ennek meg kell jelennie az árazásban. A vállalati üzletágban ez viszonylag gyorsan jelentkezett, a lakosságban az utóbbi időben mutatkoznak a jelei. Sok piaci szereplő valószínűleg úgy értékeli a jelenlegi versenyt, hogy „aki most lemarad, az kimarad”, vagyis a harc arról is szól, hogy ki bírja tovább, mert annak hosszabb távon is van esélye a piacon maradásra, vagy elért piaci szerepe megőrzésére. A legtöbb nemzetközi csoporton belül most még inkább bizonyítani kell, hogy ide, ebbe az országba, az itteni leánynak kell továbbra is a megfelelő forrásokatallokálni, s nem máshová. Ez a küzdelem viszont sokáig nem tartható fenn, hiszen pl. egy

32 Bank for International Settlements – BIS: Nemzetközi Fizetések Bankja

orosz, ukrán vagy román piac növekedési potenciáljával sokáig nem tudunk versenyezni. Most még azonban óriási erőket emészt fel az újabb értékesítési lehetőségek, termékek és csatornák keresése, vagyis az önszabályozás valószínűsége kicsi lehet. Bár akadhatnak kivételek: az utóbbi időben a devizahitelekről kirobbant piaci vitát bizonyos nézőpontból a piaci önkorlátozás egyik érdekes példájának is tekinthetjük.

Az értékesítési csatornák között általában egyre meghatározóbb a független közvetítők szerepe, ami beleillik a nemzetközi trendbe. Az új kihelyezésű ingatlanhiteleken belül nagy szórással, de körülbelül 50-60 százalékos a részesedésük, és ez az arány folyamatosan növekszik. Más szektorokhoz és az üzleti működés jellegéhez képest, egy egyszerű közvetítés (nem tanácsadás!) esetében nem ritkán az ügyfélnek és a megbízónak is felszámítanak közvetítői jutalékot. A kérdés persze itt is az, hogy ez baj-e. És a válasz itt is az: attól függ. Ha minőségi szolgáltatásokat adnak el, megfelelő személyi-tárgyi-szakmai feltételekkel dolgoznak, a hitelfelvevők megfelelő tájékoztatást kapnak, a kockázatkezelés nem puhul, és mindezt ennek megfelelő áron kínálják, akkor teljesen rendben van. Bizonyos számítások szerint nálunk az átlagos lakáshitel ügynöki jutalékszintje már elérte a kockázattal korrigált átlagos marzsokat, ami elgondolkodtató. Lehet ugyan azzal érvelni, hogy nemzetközi összehasonlításban még van terünk a jelzáloghitelezésben, a növekedés azonban kedvezőtlen következményekkel is járhat. Kellene az önszabályozás, de ki lépjen? Hollandiában állami szabályozással kezelik ezt a kérdést. Vannak olyan közvetítők (és persze megbízók is), akik csak a forgalom növekedésében érdekeltek, a minőségi követelményeket nem mindegyikük tartja elsődlegesnek, így a megrendelőknek erősebben fel kell(ene) lépniük a minőségi követelmények meghatározásával és számonkérésével, illetve a jutalékok és minőségi követelmények összekötésével. Ez alapvető érdek nemcsak jövedelmezőségi, hanem kockázatvállalási szempontból is. Eltérően pl. a biztosítási szektor közvetítőikkel való kapcsolattól (ami leginkább a unit-linked termékek közvetítésével összehasonlítva igaz), a hitelközvetítés során a kockázat közvetítése is megtörténik, hiszen azt a bankok viselik, így elemi érdekük, hogy ellenőrizzék a közvetítők ilyen típusú tevékenységét is. A bankszektorban szerencsére (még) nem jellemző az ügyfelek körbejárata. Valakinek időben lépnie kellene, de kinek és mit?

A befektetési alapok esetében, az összpiacon tekintve, szinte egyáltalán nem beszélhetünk független ügynöki közvetítésről, több okból sem. Leginkább a nemzetközitől eltérő finanszírozás miatt. Hazai vélekedés szerint az ügyfél nem hajlandó megfizetni a közvetítés, az eladás árát, így az itteni alapkezelők nem alkalmazzák az ügyletkötés elején felszámított ügyleti jutalékot („up-front fee”-t), hanem az alap működési költségei között szerepeltetik a közvetítőnek szánt jutalék fedezetét. Ezen kívül, jogszabályi előírások miatt, a közvetítő nem alkalmazhat alvállalkozót, vagyis egy banki forgalmazás esetén a közvetítő társasághoz „csak” megbízási jogviszonyban tartozó ügynökök közvetítői tevékenysége már nem jöhet szóba. Habár nagyon kevesen mutatják ki az alapra terhelt díjak között külön a forgalmazási díjat (kb. az alapok 10%-a esetében látja ezt az ügyfél), ha végzünk egy egyszerű összehasonlítást ebben a körben, akkor arra a következtetésre jutunk, hogy a forgalmazási díj mértéke elsődlegesen nem az alap típusával, befektetési jellegével, hanem a forgalmazó intézménnyel mutatja a legnagyobb korrelációt. A szektor véleménye szerint az értékesítés erősítése az ügynöki értékesítés előtt álló akadályok lebontása lenne, amellyel egy időben szükséges lenne valamennyi működési feltételét meghatározni. Ma az ügynöki típusú közvetítés inkább a külföldi alapok behozatalában jelenik meg.

A **biztosítási szektor** az egyetlen, ahol a közvetítői tevékenység részletesen szabályozott, azonban megoldásra váró feladat itt is van. Az előírt biztosításközvetítői vizsgákat sokan nem tették le időben, úgyhogy most új szakasz következik, mivel egy jogszabály nemrég bevezette a hatósági vizsga intézményét. (Erkölcsei kár: többen kívártak az utolsó pillanatig, tudván, hogy a hatóságok majd úgyis tesznek valamit.) A szerzési jutalékok magas szintje miatt egy életbiztosítási szerződés első néhány évében történő visszavásárlás esetén az ügyfél a befizetéseit töredékét kaphatja vissza. Új biztosítók jelentek meg az utóbbi időben a piacon, ennek ténye is hozzájárul a jutalékok magas szinten tartásához, illetve növekedéséhez. A közvetítés és a közvetítők fontossága folyamatosan növekszik. A legnagyobb közvetítői csoport nettó árbevétele alapján kb. a 9. legnagyobb biztosító lett volna tavaly (nettó árbevételét a díjbevételel összehasonlítva). A legtöbb európai uniós országban nincs szabály a független közvetítők díjazására, de van, ahol tiltják, hogy a biztosítók finanszírozzák őket, s megint máshol indirekt módon korlátozzák a jutalékoknak az ügyfélre terhelését. A közelmúlt sikerkonstrukciói, a unit-linked termékek, gyakran minimális biztosítási elemmel, illetve újabban hitelfedezetként felhasználva, továbbra is az értékesítés zászlóshajói lesznek. Az életbiztosítókra nem hárul nagy felelősség a közvetített (befektetési) kockázatok befogadására, hiszen azokat nagyrészt az ügyfél viseli, így leginkább a megfelelő ügyfél-tájékoztatót követelik meg. A szektor hagyományos kockázatkezelő szerepe az életbiztosítások területén az utóbbi időben inkább kockázatkezelővé vált. A jutalékok szintje és struktúrája lehetne inkább ügyfélbarát, leginkább fogyasztóvédelmi szempontból. Lépni kellene, de kinek és mit?

A **nyugdíjpénztárak** több-kevesebb sikerrel működő önszabályozási mechanizmusát már egy Chiléből érkezett professzor is tanulmányozta Magyarországon. A nagy nyugdíjpénztárak ugyanis az 1998-as nyugdíjreform idején megállapodtak, hogy nem fizetnek annak az ügynöknek, aki a másiktól hoz tagokat. A Gazdasági Versenyhivatal jóváhagyta ezt a megállapodást, amely egy ideig működött is; elkerülték a nagyobb jutalékok használatát, a pénztártagok ide-oda mozgását. Miután viszont a piac elsődleges felosztása megtörtént, egyre nehezebb lett az új ügyfelek megszerzése, s egyre inkább egymástól kezdték elvenni a tagokat. A jutalékok pedig egyre magasabbra szöknek. Lépni kellene, de kinek és mit?

Az eddigiek alapján talán látható, hogy a pénzügyi szektorban működő közvetítés megérett egy átfogó áttekintésre. Az értékesítésen nagy a nyomás, a verseny; mindig ki kell találni valamit, amit el lehet adni. Ez egyre bonyolultabb termékeket és összekapcsolásokat eredményez, amelyben még vannak tartalékok. Ennek a folyamatnak az az egyik eredménye, hogy az ügyfelek előtt egyre átláthatatlanabb, bonyolultabb termékek jelennek meg, s az általuk viselt kockázat és a tudásuk közötti szakadék („gap”) tágul. Erre a transzparencia önmagában nem lehet megoldás, hiszen attól, hogy több információ áll az ügyfél rendelkezésére, amit nem feltétlenül ért, még nem lesz jobb a helyzet. Képzés kell, oktatás, a pénzügyi kultúra fejlesztése (itt már vannak előrelépések, többek között az MNB, az Öngondoskodás Alapítvány és PSZÁF közreműködésével), illetve az ügyfél tudásának, életkörülményeinek megfelelő tanácsadás (pl. MiFID). Ez utóbbit egyre többen végzik már a piacon, amire azért is nagy szükség van, mert a magyar ügyfelek átlagos adósságszolgálati rátája már az EU-átlag fölött van. A kockázatok ügyfél-koncentrációja tehát összetett, és ügyfélközpontú megoldásokat kíván, amely a (független) pénzügyi tanácsadók szerepének további növeke-

dését, szükségességét vetíti előre. Nagyon fontos, hogy a piacon működő, hasonló tevékenységet végzők legjobb gyakorlata („best practice”) általánosan elfogadottá váljon.

Várható-e a piaci szereplők önszabályozása az ügynöki közvetítés területén? Vannak, akik egyértelmű nemmel válaszolnak általában a piaci önszabályozásra. Más területről véve a példát, neves aláírók, többek között *Jacques Delors*, *Jacques Santer*, *Helmut Schmidt* és *Lionel Jospin* küldtek levelet 2008. május 18-án *José Manuel Barrosónak*<sup>33</sup> a subprime válság tanulságairól, amelyben ezt írják: „*Ez a pénzügyi válság mindenkinek túlságosan világosan is mutatja, hogy a pénzügyi szektor képtelen az önszabályozásra.*”<sup>34</sup>

Itthon akadnak pozitív és negatív példák egyaránt. Az előbbire példaként említhető a jelenleg aláírás alatt lévő jenhitelezési ajánlás a Magyar Bankszövetség gondozásában.

Egy-egy kezdeményezés sikeressége mögött vélhetően az rejlik, hogy a piaci önszabályozás nem szereti a mennyiségi előírásokat, inkább csak a minőségi előírásokat fogadja meg, talán azért, mert azok az önkorlátozásnak a versenyt kevésbé érintő, sőt, a saját érdekekkel leginkább összeegyeztethető aspektusát jelentik. Ott, ahol az önszabályozás elősegíti a piaci térnyerést, könnyen kialakítható; míg ott, ahol ez komoly üzleti érdekekkel ütközik, nem lehet az önszabályozásra várni.

Egy ilyen helyzetben mi lehet a megoldás? Kinek kellene lépnie és mit? A döntésemleltből nagyon hasonló helyzetet hívhatunk segítségül, amelyet *Mérő László vezérüjjátéknak* nevezett.

Az alaphelyzet szerint két jól nevelt ember ér egyszerre az ajtóhoz, amelyen ki szeretne menni. Az ő értékrendjük szerint az a játék vesztese, aki először megy ki az ajtón, hiszen akkor udvariatlannak tűnik a másik szemében. A versengés azt jelenti: el kell érniük, hogy a másik lépjen ki elsőként. A kooperáció szerint valamelyikük vállalja a másik megvetését, és elsőként megy ki az ajtón. A játék megoldása mégis a kooperáció, hiszen a versengés fenntartása esetén egyikük sem jut ki. A piaci önkorlátozás, önszabályozás abban különbözik az elméleti példától, hogy a piac nem feltétlenül akar „kimenni az ajtón”, hiszen aki elsőként, önként változtat, az piaci hátránnyal, piacvesztéssel néz szembe, miközben a többiek (talán csak átmenetileg) nyerne, sőt még neheztelhetnek is a változtatóra. A különbség áthidalását az segítheti elő, ha a szabályozók enyhe nyomást fejtenek ki a szereplőkre, esetleg ajánlást adnak ki, jogszabályokat emlegetnek, amire azzal válaszolnak a piaci szereplők, hogy „akkor inkább mi szabályozzuk magunkat”.

Az első lépést a PSZÁF megteszi ebbe az irányba. A napokban elindult, s várhatóan az év végén zárul le az a felmérés, amely a magyar közvetítői szegmens minden szektorát (hitelintézet, biztosító, befektetési alap, nyugdíjpénztár), górcső alá veszi. A módszerek között van elemzés, nemzetközi összehasonlítás, közvélemény-kutatás, de próbavásárlás is. A felügyelet megnézi az ügyfél-tájékoztatás folyamatát és tartalmát, a szükséges személyi- szakmai-tárgyi feltételek meglétét (ideértve a jogszabályi környezetet), az érdekeltségi rendszereket, a jutalékstruktúrákat és a felelősségi viszonyokat. Ennek a felmérésnek a végén pontos választ kell kapnunk arra, hogy kell-e lépni, és mit. A nyitott kérdés az marad, hogy kinek. Ahol szükséges, a felügyelet saját eszköztárával (ajánlások, fogyasztóvédelmi kampányok, jogszabály-javaslatok stb.) bizonyosan cselekedni fog, és bízik abban, hogy a piac, vagy legalábbis a piac nagy része támogatja majd a kezdeményezéseket. Talán az ön-

33 [www.telegraph.co.uk/money](http://www.telegraph.co.uk/money)

34 „*This financial crises shows all too clearly that the financial industry is incapable of self-regulation.*”

szabályozás eszköze is előkerül, ugyanis a piac jelentős részének – mind a megbízó szervezeteknek, mind a közvetítőknek – is érdeke a stabil, kiszámítható működési környezet, az egészséges minőségi feltételek melletti üzletelés, s ezáltal minél több elégedett ügyfél.

## 6. AZ ÉRDEKELTSÉGI RENDSZER ÁTALAKULÁSA

A subprime válság kirobbanását megelőző hitelexpanziót nemcsak a túlzott hitelkockázat vállalására irányuló, az originate to distribute konstrukció sajátosságaiból fakadó ösztönzők és az ügynökökre való fokozott támaszkodás erősítette, hanem az is, hogy minden szereplő anyagi érdekeltisége az extenzív hitelnyújtás ösztönzése irányába mutatott.

Az originate to distribute modell vezetett ahhoz, hogy az értékpapírosítást kezdeményezőnek (originátornak) megnőtt a hitelezési kapacitása, és sokkal hatékonyabban tudta használni a tőkét az eszközök transzferálásával. A kibocsátók eléggé alacsony költség mellett sokkal több új befektetőhöz jutnak el. A befektetők pedig – az ügyletrész-sorozatok (tranchok) kialakítása révén – sokkal több és az igényeikhez pontosabban illeszkedő kockázat-hozam jellemzőkkel bíró befektetési termékekhez juthatnak hozzá. Másik oldalról viszont bonyolultabbakká váltak a termékek, miközben az ezeket bemutató információk közlése, átláthatósága és nyilvános megjelenítése hagy némi kívánnivalót maga után. Az eszközök értékelése gyakran nem volt megfelelő, sokszor a szakmai szttenderdek gyengesége miatt. Az alapul szolgáló eszközök leértékelődtek, az értékpapírosított ügyletek papírjainak nyilvános elhelyezési lehetőségei befagytak, sok papírt visszavettek, és megpróbáltak zárt körben értékesíteni. Számos szereplő érdekelt a tranzakciók számának növelésében.

Az egész folyamat mögött az ún. megbízó-ügynök probléma áll. A folyamatban négy szereplő van: az értékpapírosítást kezdeményező, a közvetítő, a harmadik fél és befektetők. Az első szereplőcsoport esetében felmerül a nem megfelelő monitorálás és csoportos figyelés (monitoring and screening), hiszen azt majd a közvetítőknek kell eladniuk. A közvetítők a jutalékbevételeik növelésében érdekeltek, ami nem feltétlenül esik egybe a befektetők kockázathozam igényével. A harmadik fél, leginkább a hitelminősítő szervezetek nem a leértékelésben, hanem éppen az újabb és újabb ilyen strukturált termékek megjelenésében érdekeltek, hiszen ez hoz számukra bevételt. Nem érdekük, hogy szankciókat jelentsenek be. A befektetők nem érdekeltek a megfelelő kockázatmenedzsment finanszírozásában és használatában: kényelmesebb volt, ha megbíztak a hitelminősítő szervezetek értékelésében. És végül: a különböző befektetőknek a strukturált termékek alapjellezőit illetően különböző az érdekeltisége. A válságnak egyik lényeges tanulsága a reputációs kockázat fontossága, a magatartástudományok alkalmazása, a viselkedések megfigyelése. Lehet, hogy bizonyos kockázatok megtartása segít, mert így a fél érdekelt marad a kockázatok monitorálásában. Fontos az ügyletek megfelelő dokumentáltsága, hogy tisztán lehessen látni az érdekeltiségeket. Növelni kell a strukturált termékeknel a transzparenciát, legfőképpen az értékelés területén. A strukturált termékek piacát szükséges folyamatosan figyelni és rendszeresen bemutatni.

Elvi szinten két – egymástól függetlenül vagy együttesen is alkalmazható – javaslat kapott nagyobb hangsúlyt ezzel kapcsolatban. Az egyik szerint a bankok kötelesek lennének az általuk strukturált formában értékesített hitelportfóliók legrosszabb minősítésű szegmensét (az ún. equity tranchot, amelyik a kielégítési sorrendben az utolsó, általában



már minősítéssel sem rendelkező rész) saját portfóliójukban tartani. A másik javaslat azt irányozza elő, hogy a bankmenedzserek javadalmazásának legyen egy számottevő, csak egy teljes gazdasági ciklus lezárulását követően kifizethető hányada. Mindkét javaslat azt keresi, hogyan lehet olyan fékeket és ellensúlyokat beépíteni a rendszerbe, amelyek képesek hatásosan visszafogni a korlátlan kockázatvállalásra irányuló ösztönzést; ezzel támogatják a bankok és az egész pénzügyi rendszer stabilitását.

Második nekifutásra az Európai Bizottság is olyan szabályozási javaslatot bocsátott nyilvános vitára, amelyek az ösztönzők oldaláról igyekeznek megragadni az értékpapírosított pozíciókon keresztül vállalható kockázatokat. Az első – nagy szakmai ellenállást kiváltó – javaslat még a tőkekövetelmény meghatározásának oldaláról indult ki, és arra irányult, hogy az értékpapírosított pozíciók kibocsátói, az originátorok az értékpapírosított pozíciók összessége mögé állítsanak legalább 15% tőkekövetelményt, függetlenül attól, hogy mennyi ilyen pozíció van a birtokukban. Ez a szabályozás tulajdonképpen egyszerű tőkeáttételt maximáló szabályozás, meg sem próbálja fékezni, illetve ellensúlyozni az értékpapírosító modell rossz ösztönzési struktúráját. A második nyilvános konzultációs anyag egészen más alapokról indul. Nem a bankokat mint az értékpapírok kibocsátóját, hanem a bankokat mint az értékpapírok megvásárlóját állítja a szabályozás fókuszába, és azt javasolja, hogy a bankok csak olyan értékpapírosított termékekbe fektethetnek be, amelyek kibocsátója (függetlenül attól, hogy EU-s vagy az EU-n kívüli kibocsátóról van szó) legalább 10%-nyi részesedést megtartott az értékpapírosított pozíciókból.

Ezzel párhuzamosan kiélezett vita kezdődött el az unióban a felső szintű vállalatvezetők jutalmazásáról, mivel a hitelpiacról kiindult válság, a romló gazdasági kilátások, a szigorodó bér- és munkaerő-piaci helyzet idején egyre botrányosabbnak tűnnek a válságban érintett cégek vezetőinek busás jövedelméről szóló hírek. A francia *L'Expansion* felmérése szerint az ország tőzsdén jegyzett 40 legnagyobb vállalatánál a vezetők javadalma tavaly 58%-kal nőtt egy év alatt, s elérte a 161 millió eurót. A politikusok azonnal reagáltak, kiemelve, hogy a jól gazdálkodó cégek esetében nincs ezzel probléma, de hát nem mindegyik eset ilyen. A juttatások transzparenciáját erősítendő, vannak központi próbálkozások. Franciaországban például tavaly fogadtak el ilyen jogszabályt. Hollandiában júniusban készült el az a javaslat, amely szerint az igazgatóságoknak szigorúbban kell ellenőrizniük a vezetői jövedelmeket és biztosítaniuk a transzparenciát annak érdekében, hogy legyen szorosabb a teljesítmény és a javadalmazás közötti kapcsolat. Ennek apropója az, hogy az ABN Amro Bank vezérigazgatója, *Rijkman Groenik* 32 millió eurót tett zsebre, miközben a megroggyant intézményt felvásárolták. A holland pénzügyminiszter extra adót tervezett kivetni az extra jövedelmekre; ennek olyan erős visszhangja támadt, hogy a Royal Dutch Shell például már azt tervezte, hogy a székhelyét más országba helyezi át. Nagy-Britanniában 2004 óta a részvényesek szavazhatnak a javadalmazási csomagokról („say on pay”), habár ez nem kötelező érvényű, ellentétben a svédországi vagy norvég szabályokkal.

És mi ennek a felügyelési következménye? Monitorálni kell a szervezet működését, hiszen sokkal jobban ki lehet ismerni, meg lehet érteni a szervezet működését, ha sejthetők az alapvető motivációk. Hasonló ez a közlekedéshez; ha látjuk, hogy az egyik sofőr siet, sejthetjük, miként fog vezetni.<sup>35</sup>

35 *Napi Gazdaság*, 2008. június 19.

A subprime válság hatására az ösztönzés területén is felmerült az önszabályozás, többen újragondolják ösztönzési programjaikat. A Merrill Lynch például megpróbálja csökkenteni azokat az ösztönzőket, amelyek rövid távú kockázatok felvételére és túlméretezett vállalásokra „kényszeríti” a bankárjaikat. A Citibank új vezetősége (*Vikram Pandittal* az élen) olyan ösztönzési és juttatási rendszert vezet be a csoportnál, amelyik az „univerzális banki modellből” fakadó előnyök kiaknázására és partneri viszonyok kialakítására ösztönzi a vezetőket. A többi bankéhoz hasonló, jelenlegi – alapvetően a menedzsernek a divíziója eredményét és saját egyéni teljesítményét díjazó – rendszer helyett a felső vezetőktől az alkalmazottakig kiterjedő bónuszrendszer az egész csoport teljesítményéhez köti a jutalmakat. Eddig azok egy része ahhoz volt kötve, hogy ki mennyi üzletet hozott más területnek; egy privát banki üzletági tanácsadó például mennyi hitelkártyát, biztosítást adott el az ügyfélnek. Az új rendszer bevezetése ugyan az év végére várható, de máris több felső vezető kritizálja, mondván: az ő jutalmuk ne függjön olyan munkatársnak a teljesítményétől, akire nincsenek befolyással, illetve olyan szektoroktól (pl. befektetési bank), amelyik nagy ciklikusságnak van kitéve.<sup>36</sup>

Itthon a banki forrásköltségek megdrágultak, miközben a verseny nagyon erős, elsősorban a jelzáloghitelezésben, úgyhogy előbb-utóbb szigorításnak kellett jönnie. Még mindig az ügyfelek megszerzése a legfontosabb, még azon az áron is, hogy a kamat-, illetve díjelengedési akciók adott esetben csak a második-harmadik évben térülnek meg. Az akciók továbbra is népszerűek; ezeknek az „árát” a már meglévő ügyfelekre próbálják hárítani a fennálló hitelek kondícióinak emelésével, illetve az egyéb költségek növelésével. Fontos itt felmutatni a növekedést, mert egyébként máshová mennek az anyabanki források, ugyanis a jelenlegi üzleti tervek finanszírozását nem lehet az eredményes működésből kigazdálkodni.

A befektetési alapkezelők elsődlegesen a minél nagyobb kezelt állományban érdekeltek, ami nemcsak az elért múltbeli hozamtól függ, hanem a vállalt díjaktól, fiókok értékesítésétől, minél több betét elhelyezésétől az anyabankban, mert akkor megdicsérik stb. Volt már arra is példa, hogy a külsős szerződések darabszámától függött a vagyionkezelő vezetőjének bónusza, függetlenül az üzlet nyereségességétől.

Az életbiztosítási vezető az ügyfélszám növelésében, újabb és újabb termékek fejlesztésében, a keresztertékesítésben, alapvetően az ügynöki munka hatékonyságában érdekelt. Ez sokszor csak rövid távú érdekeltség, hiszen hosszú lejáratú termékeket ad el, s ki tudja, hogy akkor ki lesz már helyette a vezető. A piaci részesedés mérőszámai rövid távúak: a kötvények száma, az éves díjbevétel, s végül a nyereség számít. A hosszabb távú megtérülés, az ügyfelek hosszabb távú megtartása nem feltétlenül szempont. Ha a gyors piacszerzés a cél, mert ehhez kapcsolódik az ösztönzési rendszer, csak a finanszírozási források mértéke a kérdéses, amellyel az ügynököket lehet „beindítani”.

A nyugdíjpénztári vezető érdekeltsége kiterjed a taglétszámra, a be- és kilépők pozitív egyenlegére, de alapvetően az ügynököktől függ a siker, akik mindig a legjobb év hozamadatával kampányolnak. A csoporton belüli pénztárak esetében a csoport finanszírozása is lényeges szempont.

36 *Financial Times*, 2008. június 24.

## ÖSSZEZÉS

Ha a jelenleg is zajló pénzügyi válság felügyelési következményeit szeretnénk összegezni, nem vagyunk könnyű helyzetben, hiszen még nem ismerjük pontosan a válság lefolyását, kiterjedését és mélységét sem. Azt azonban már most is láthatjuk, hogy számos olyan kérdést vet fel, amely korábban nem tartozott a pénzügyi szervezetek szabályozásával és felügyelésével foglalkozók szerint kiemelten fontosnak tartottak közé. Egy olyan pénzügyi innováció (az *originate to distribute*-nak nevezett bankmodell) áll a középpontjában, amelynek kockázatait sem a piac, sem a szabályozók és felügyelők, sem pedig a válságért komoly felelősséggel tartozó hitelminősítő szervezetek nem mérték fel és kezelték megfelelően; felépülését – a piac fejlődéseként értékelve – jelentősen alábecsülték.

Cikkünkben a már most látható felügyelési következményeket, a felügyelés megújításának már ma kirajzolódó, főbb irányait és lehetőségeit igyekeztünk számba venni néhány kiemelten fontos téma kapcsán, a teljesség igénye nélkül.

A most zajló válság legfőbb tanulsága, hogy a pénzügyi piacok összetettek mind a tulajdonosi, mind az üzleti kapcsolatokat tekintve, így a különböző szektorok kockázati felmérése és értékelése csak együttesen, a kölcsönhatások számbavétele mellett történhet. Nem elég, ha a bankokra gyakorolt hatásokkal foglalkozunk: a biztosítók, a befektetési vállalkozások, a hitelminősítő szervezetek vagy éppen az üzletkötést végző közvetítők viselkedési sajátosságaival, kockázataival is számot kell vetnünk. Kis túlzással élve, a pénzügyi szektorban is érvényes a példa: ha valahol Brazíliában egy pillangó erőteljes szárnycsapásokba kezd, ez Japánban még vihart is kiválthat.

Megállapítható, hogy a hagyományos tőkeszabályozás nem alkalmas arra, hogy az új bankmodell kockázatait kezelje, nem képes sem a betétesek pénzének védőpuffereként szolgálni, sem pedig a piacra szabadított kockázatokat korlátok közé szorítani. Miközben a hagyományos banktevékenység szabályozásának és felügyelésének középpontjában továbbra is a tőkeszabályozásnak kell állnia, az új bankmodell szabályozásában valószínűleg a piacra bocsátható kockázatok volumene korlátozásának és a likviditás felügyelésének kell központi szerepet játszania. A kockázatok mennyiségi korlátozásának eszköze lehet például az, ha az értékpapírosító bankoknak az értékpapírosított hitelek egy részét saját portfóliójukban kell megtartaniuk. Ez egyben a jobb hitelkockázat-kezelés irányába mutató ösztönzést is jelenthet.

A likviditásfelügyelés kapcsán nehéz mennyiségi eszközökkel operálni, itt inkább a megfelelő kockázatkezelést érdemes hangsúlyozni. Ezt Charles Goodhart szellemes hasonlatával tudjuk leginkább alátámasztani: szerinte a mennyiségi likviditási szabályok leginkább ahhoz az önkormányzati szabályozáshoz hasonlóan viselkednek, amelyik azt mondja, hogy a vasútállomáson mindig kell legalább egy taxinak lennie. Így ha a kisváros pályaudvarára vonattal érkező, egyetlen utas be szeretne szállni a pályaudvar előtt álló, egyetlen taxiba, akkor a taxis kénytelen azt mondani neki, hogy nem vihethi el, mert akkor sérülne az az előírás, hogy a pályaudvaron mindig kell taxinak lennie.

A minősítő szervezetek által kiadott értékelések és azok karbantartása sok hiányosságot mutatnak. A hagyományos kibocsátások és a strukturált termékek azonos skálán minősítése megtevesztő, a minősítések mögött pedig nem áll kellő tapasztalat és empiria. Ennek javítása feltétlen szükséges, de emellett fontos hangsúlyozni, hogy a tevékenységük nem helyettesítheti, hanem csak segítheti a vállalatok saját *due diligence* eljárását.

Sokáig azt gondoltuk, hogy a biztosítókat csak közvetetten, leginkább befektetések, illetve tulajdonosi kapcsolódásaik révén érintheti a válság, s azokon keresztül is csak kisebb mértékben, hiszen sok biztosító már inkább tekinthető vagyonkezelő szervezetnek. Nos, a krízis végül alapvető pénzügyi szolgáltatói szerepükben is elérte őket, s ez végül a világ legnagyobb biztosítótársaságának a megroggyanásához vezetett. Amikor a biztosítók garantóri funkciója sérült, az állam azonnal és közvetlenül belépett a folyamatokba.

A nyugdíjalapok a befektetések közvetlen vagy közvetett úton történő leértékelődését szenvedik el. Mondhatjuk ugyan, hogy mivel hosszú távú befektetők, a tőkepiacok egy-két gyengébb éve nem okoz alapvető sérüléseket a működésükben, ám nem feledkezhetünk meg arról, hogy a szolgáltatással meghatározott rendszerek esetében, illetve általában a járadékos szakaszban az elvesztett hozamot pótolnia kell a szponzornak, ami nagy pénzügyi terhet jelenthet. Érdekes tanulsággal szolgál viszont ez a helyzet a különböző felelősségi rendszerek rugalmasságának kipróbálására, ami a Solvencia II. és a nyugdíjalapok viszonyának kérdését is segít majd megválaszolni.

A szervezetek vezetői érdekeltségi rendszerének ismerete és értékelése alapvető tényező, amelynek segítségével átláthatjuk, megérthetjük és előrejelezhetjük a szervezetek működésének sajátosságait. Itt a legnagyobb felelősség az ezt jóváhagyó tulajdonosokat terheli.

A közvetítő szektor szerepe óriási, hiszen ez képviseli a frontvonalat az ügyfelek és intézmények között, miközben a végső, tényleges felelősség a megbízóik oldalát terheli, ezért mind jogalkotási, mind felügyeleti eszközök alkalmazása indokolt a működési kereitek meghatározásában.

## IRODALOMJEGYZÉK

- A csúcsmenedzserek zesebében kotorásznak Európában, *Napi Gazdaság*, június 19.
- ADRIAN, TOBIAS–SHIN, HYUN SONG [2008]: Liquidity and leverage, Federal Reserve Bank of New York, Staff Paper 328., május
- ALLEN, FRANKLIN–SANTOMERO, ANTHONY [1998]: The Theory of Financial Intermediation, *Journal of Banking and Finance*, 1998 No.21.
- ALLEN, FRANKLIN–SANTOMERO, ANTHONY [2001]: What do financial intermediaries do? *Journal of Banking and Finance*, No. 25.
- Banque de France: Financial Stability Review, Special issue on liquidity, No. 11., 2008. február 11.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision (draft for consultation), 2008. június
- CEBS [2006]: Guidelines on the Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2 (CP03 revised), 2006. január
- CEBS [2007]: First Part of Technical Advice on liquidity risk management, 2007. augusztus <http://www.c-eb.org/Publications/Advice/2007/FIRST-PART-OF-CEBS--TECHNICAL-ADVICE-ON-LIQUIDITY.aspx>
- CEIOPS [2008a]: Spring 2008 Report on financial conditions and financial stability in the European Insurance and Occupational pension fund sectors 2006–2007, prepared by CEIOPS Financial Stability Committee, 2008. május
- CEIOPS [2008b]: Update of findings on the exposure of the European insurance and pension funds sectors to subprime related risks and equity risk, 2008. június 26.
- CGFS (Committee on Global Financial System) [2008]: Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings? CGFS Papers, No. 32., 2008. július
- CROLY, COLIN –ABOTT, DAVID [2008]: The subprime crises, *Reaction*, május, 46–47. o.)
- DNB steps up pension supervision on market worries, IPE, 2008. február 1.
- Egy kicsit azért hozzánk is begyűrűzött a subprime válság, *Napi Gazdaság*, 2008. június 9.

- EICHENGREEN, BARRY [2008]: Thirteen Questions about the Subprime Crisis, University of California, Berkeley, 2008. január
- Financial Times* [2008a] Funds forced to reveal bets on UK bank woes, június 24.
- Financial Times* [2008b]: Citi set reward co-operation with overhaul of bonus system, június 24.
- Financial Times* [2008c]: Monoline madness, június 24.
- Financial Times* [2008d] Big banks plan to limit their own risks, augusztus 7.
- GOODHART, C. A. E. [2008a]: The Regulatory Responses to the Financial Crisis, LSE Financial Market Group Series (Special paper 177), 2008. február
- GOODHART, C. A. E. [2008b]: Liquidity risk management, in: Banque de France: Financial Stability Review, Special issue on liquidity, No. 11., 2008. február
- IMF [2007]: Financial Market Turbulence: Causes, Consequences and Policies, Global Financial Stability Report, 2007. október
- KEYS, BENJAMIN J.–MUKHERJEE, TANMOY K.–SERU, AMIT–VIG, VIKRANT [2008]: Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans, 2008. április
- MÉRŐ KATALIN–ZSÁMBOKI BALÁZS [2003]: A Bázeli II. tőkeegyezmény és a prociklikusság egyes összefüggései (várható magyarországi hatások a nemzetközi tapasztalatok tükrében), in: Tanulmányok az új bázeli tőkeegyezmény várható hatásairól, MNB Műhelytanulmányok 27., 2003. október
- PSZÁF: A Felügyelet 2008. évre meghirdetett prioritásai [http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu\\_mukodes&switch-content=pszafhu\\_mukodes\\_20080324\\_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full](http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu_mukodes&switch-content=pszafhu_mukodes_20080324_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full)
- PSZÁF: ICAAP útmutató [http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu\\_bazelII&switch-content=pszafhu\\_bazelII\\_icaap\\_20070625\\_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full](http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu_bazelII&switch-content=pszafhu_bazelII_icaap_20070625_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full)
- ROUBINI, NOURIEL [2008]: Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization, RGE Monitor, március 31. <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf>
- Shadow Financial Regulatory Committees of Asia, Australia-New Zealand, Europe, Japan, Latin America, and the United States: Lessons from Recent Financial Turmoil, Joint Statement, 2007. szeptember 10.