

SZÉKELY ANITA

A válságra tett szabályozói válaszlépések az Egyesült Államokban

A 2008-ban kirobbant pénzügyi válság és az arra világszerte adott szabályozói válaszlépések jelentősen formálták a pénzügyi piacokat, azok méretét, szerkezetét, működését és átláthatóságát. Jelen tanulmány célja, hogy összefoglalva bemutassa az Egyesült Államokban a pénzügyi válságra tett legjelentősebb makro- és mikroprudenciális szempontú, alapvetően a bankszektort és az árnyékbankrendszert érintő, szabályozói válaszlépéseket¹ fő témakörönként, és kitér a megvalósításukkal kapcsolatos aktualitásokra. A változások alapjaiban érintették az USA szabályozó és felügyeleti rendszerét, az egyes intézmények hatáskörét és feladatait, amit a cikk röviden bemutat, és arra is utal, hogy az Egyesült Államokban mely kulcsfontosságú területeket nem érintettek a reformok.

1. ELŐZMÉNYEK

A pénzügyi válság 2008-as elmélyülését követően a kutatók, a közgazdászok, a szabályozók és a felügyelők a válság okait keresték, és maguk a piaci szereplők is legtöbb esetben átértékelték korábbi üzleti modelljeiket, kockázatkezelési elveiket. A pénzügyi válságot követően az USA-ban született intézkedések megértéséhez, eredményességük megítéléséhez szükséges a válság kialakulásához vezető okok tömör, áttekinthető bemutatása.

A pénzügyi és gazdasági válság okainak feltérképezésére az Egyesült Államok kormánya által kinevezett vizsgálóbizottság (Financial Crisis Inquiry Commission) 2011 januárjában publikált, végső jelentése alapján az USA-ban a válság okai a következőkre vezethetők vissza:

- a rendkívül offenzív hitelnyújtási gyakorlat és a jelzáloghitelezési követelmények lazulása (pl. LTV-ráta);
- ebből következőn a háztartások jelzáloghitel-adósságának nagymértékű növekedése;
- a kockázatos subprime hitelezés és a strukturált finanszírozás felfutása;
- a hitelek értékpapírosítása és az értékpapírosítás folyamatának problémái.
- a pénzügyi intézmények túlzott hitelfelvételei, kockázatos befektetései és az átláthatóság hiánya;
- OTC-derivatívák szerepe;
- a pénzügyi szabályozás és felügyelés hiányosságai;

¹ Tekintettel arra, hogy a pénzügyi piacok és intézmények megreformálása átfogó módon történt, és a válságot követően rendkívül sok intézkedés született, az anyag nem tér ki a pénzügyi piacok és szereplők minden szegmensére, így különösen a biztosító intézeteket, hitelminősítő intézeteket érintő változásokra, az ügyfelek védelmében tett intézkedésekre és a vezetői javadalmazással kapcsolatos változásokra.

- a hitelminősítő intézetek mulasztásai;
- a konzisztencia hiánya a kormány intézkedéseiben;
- elégtelen vállalatirányítási és kockázatkezelési elvek és módszerek.

Az értékpapírosított követelések minősítése kapcsán felmerül a hitelminősítő intézetek felelőssége, az „issuer pay”, azaz a „kibocsátó fizet” modellben rejlő érdekellentétekből fakadó problémák szerepe.

2008 során a legnagyobb félelmek egyike az volt, hogy az egyes egyedi intézmények problémái továbbterjednek a más, rendszerszinten is jelentős intézményekre. Ebben igen nagy szerepet játszott egyrészt a rövid lejáratú, repoügyleteken nyugvó finanszírozási modell, amelyben értékpapír-fedezet mellett főként a pénzpiaci alapok, befektetési alapok és nyugdíjalapok likvid eszközállománya csatornázódik át a bankokhoz és egyes ún. „nem bank” pénzügyi intézményekhez² (non bank financial institution). A finanszírozó oldaláról a reprofinszírozás – koncentrációs kockázattal párosulva – igen veszélyes lehet, hiszen az Egyesült Államok egyik legnagyobb pénzpiaci alapja, a Reserve Primary Fund is ennek esett áldozatul. Miután a Lehman Brothers csődvédelmet kért – tekintve az alap nagymértékű Lehman-kitettséget –, másnap az alap nettó eszközértéke a névértéke alá esett³, ami kiváltotta a befektetők rohamát, és az alap felszámolásához vezetett. Másrészt az előbbiekhöz hasonlóan az árnyékbankrendszer (shadow banking) részeként értelmezett, jelentősen koncentrált OTC-hitelderivatívák (over-the-counter⁴) piacának exponenciális növekedése is hozzájárult a problémák továbbterjedésével kapcsolatos félelmekhez. Az OTC-derivatív kapcsolatok átláthatatlan hálózatát részben maga a korábbi szabályozás eredményezte azáltal, hogy az 1999-ben elfogadott Gramm-Leach-Bliley Act részeként, a pénzügyi szolgáltatások modernizálására irányuló törvény kiemelte az OTC-derivatívákat a szabályozás alól.

A jelentés élesen bírálta az USA szabályozó- és felügyeleti rendszerének hiányosságait, az elmúlt 30 év deregulációs intézkedéseit és a piaci önszabályozás elégtelenségét is. Példaként az öt legnagyobb befektetési bank – Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch és Morgan Stanley – 2007-es 40:1-hez⁵ arányú tőkeáttételi mutatóját említve, vagy (még extrémebb példaként) a két jelzáloghitelezésben résztvevő, kvázi állami intézmény (Fannie Mae, Freddie Mac) 75:1-hez értékű mutatóját hozva.

A pénzügyi problémák továbbterjedésével kapcsolatos félelmeket táplálták a szabályozási hiányosságok is, hiszen az egyes intézményekre kiterjedtek ugyan partnerkockázati és befektetési limitek, azonban bankholding társasági (konszolidált) szinten ezek nem jutottak érvényre, illetve a kitettség fogalmába egyes derivatív és értékpapír-finanszírozási tranzakciók nem számítottak bele. A kormányzat és a pénzügyi szabályozók nem voltak felkészülve a válság kezelésére, nem rendelkeztek ún. vészforgatókönyvvel (contingency plan), így a

2 Az Egyesült Államokban a „nem bank” pénzügyi intézmény olyan társaság, amely túlnyomórészt pénzügyi természetű (financial in nature) tevékenységet végez, és konszolidált bruttó árbevételének vagy konszolidált eszközállományának 85%-a az említett tevékenységhez köthető, de nem végez betétgyűjtést. Ilyen intézmények jellemzően a következők: befektetési bankok, bróker-dealerek, biztosító társaságok, pénzpiaci és befektetési alapok, hedge fundok, speciális hitelnyújtási tevékenységet végzők.

3 „Breake the buck”. Az Egyesült Államokban a pénzpiaci alapok esetében a nettó eszközérték nem csökkenhet a névérték alá jelenlegi jogszabályi előírások alapján.

4 Szabályozott piacon kívüli.

5 Minden 40 dollár eszközértékre 1 dollár tőke jutott.

bedőlő intézmények válságkezelését ad hoc módon végezték. Amikor a nagy intézmények pénzügyi kondíciói a válság során gyors ütemben romlani kezdtek, az is világossá vált, hogy a vészforgatókönyvek jellemzően intézményi szinten sem álltak rendelkezésre.

Peter J. Wallison, a Financial Crisis Inquiry Commission tagja, a Financial Reform Task Force társelnöke a vizsgálóbizottság jelentése mellett kiadott „ellenvéleményében” rámutatott arra, hogy a pénzügyi és gazdasági válság hátterében és a kialakult ingatlanbuborék felépülésében alapvető szerepe volt az Egyesült Államok lakáspolitikájának. 1992-ben a Housing and Community Development Act XIII. fejezetének törvénybe iktatásával a kvázi állami intézmények szerepe megnövekedett a jelzáloghitelpiac élénkítésében, a közepes és alacsony jövedelmű társadalmi rétegek lakáshoz jutásának fellendítésében. A *Clinton*- és a *Bush*-adminisztráció idején is érvényesült ez a politika, aminek következtében a problémák főként az „underwriting” sztenderdek csökkenésében, a folyósított hitelek minőségének romlásában jelentkeztek.

2. VÁLASZLÉPÉSEK

Az Egyesült Államokban felháborodást keltett, hogy a válság hatására rendkívül nagy öszszeggel⁶ kellett megsegíteni a nehéz helyzetbe került pénzügyi intézményeket, így jelentős társadalmi és politikai nyomás nehezedett a kongresszusra a piacok és piaci szereplők szabályozása tekintetében. Ennek eredményeként született meg az Egyesült Államok történetének eddigi egyik legkomplexebb pénzügyi szektort érintő szabályozása, a Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (a továbbiakban: törvény, szabályozás, Dodd-Frank Act vagy Dodd-Frank-törvény), amelyet *Barack Obama* elnök 2010. július 21-én írt alá.

A rendkívül átfogó szabályozás alapjaiban érinti a bankok és „nem bank” pénzügyi intézmények tevékenységének rendszerkockázati jellegét, az ügyfelek védelmét, a pénzügyi piacok átláthatóságát, az egyes felügyeleti szervek szerepét és jogkörét, a bankszektoron kívüli pénzügyi közvetítést, és még más, további kulesterületekre is kiterjed. A kongresszus számos esetben további feladatokat ruházott a felügyeleti szervekre, mégpedig azzal, hogy egyes területek részletes vizsgálatát és hatástanulmányok készítését követően a részletszabályok megalkotását ezen intézmények hatáskörébe utalta.

2.1. Rendszerkockázat

Az Egyesült Államokban a válságot megelőzően szisztematikus módon és átfogóan nem értékelték, illetve mérték az egyes intézményeknek a pénzügyi rendszerre gyakorolt kockázatát. Közgazdászok sora (*Acharya, Brownless, Engle, Farazmand* és *Richardson* [2010]) bírálta is emiatt a felügyeleti szerveket, hiszen a kiterjedt felügyeleti apparátus fenntartását többek között a rendszerkockázattal kapcsolatos tevékenységgel indokolták. A pénzügyi válság azonban egyértelművé tette, hogy a nagy, egymással számos szálon összekapcsolódó pénzügyi intézmények milyen jelentős mértékű rendszerkockázatot hordoznak, amelynek mérése és nyomon követése kulcsfontosságú a pénzügyi stabilitás szempontjából.

⁶ Számos számítás létezik, gyakran eltérő módszertannal. A Bloomberg 7700 milliárd dollárban határozta meg a Fed által rendelkezésre bocsátott forrásokat, egyes szenátorok szerint ez akár 16 000 milliárd dollár is lehetett.

2.1.1. Pénzügyi Stabilitási Felügyeleti Tanács (FSOC)

A válságot követően – az európai szabályozáshoz hasonlóan – az egyik kulcsterület a rendszerkockázat azonosításának, mérésének, kezelésének a meghatározása lett, ennek érdekében felállították a **Pénzügyi Stabilitási Felügyeleti Tanácsot (Financial Stability Oversight Council – FSOC)**. Az FSOC alapvető feladata, hogy „*azonosítsa azokat az Egyesült Államok pénzügyi stabilitását veszélyeztető kockázatokat, amelyek jelentős pénzügyi stressz- és válsághelyzetekből, nagy és egymással szoros kapcsolatban álló bankholding társaságok és „nem bank” pénzügyi intézmények folyamatos tevékenységéből fakadnak, vagy esetleg a pénzügyi szolgáltatási piacokon kívül merülnek fel*”.⁷ Az FSOC elnöke a pénzügyminiszter (Secretary of the Treasury), tagja számos kormányzati és szövetségi felügyeleti szerv vezető tisztségviselője, valamint egy független biztosítási szakértő is.⁸

Az FSOC feladatának teljesítése érdekében az elnök javaslatára bármikor, de legalább negyedévente ülésezik, folyamatosan figyelemmel kíséri a pénzügyi piacokat, információkat kér a tagszervektől, továbbá utasítja a törvény keretében létrehozott **Pénzügyi Kutatási Hivatalt (Office of Financial Research – OFR)**, hogy munkáját milyen elemzésekkel és információkkal támogassa. Az OFR kulcsszerepet tölt be a piacokon felépülő rendszerkockázatok monitorozásában, a piacokat érintő innovációkkal kapcsolatos kutatási tevékenységben, ezért a következő pontban bővebben is érintem a tevékenységét. Az FSOC előmozdítja a korábban meglehetősen korlátozott együttműködést és kommunikációt az USA számos felügyeleti szerve között, általános jellegű felügyeleti prioritásokat javasol a tagintézményei számára, és azonosítja a szabályozásban fellelhető hiányosságokat, amelyeknek rendszerkockázati hatásuk lehet. Számos nagy piaci szereplőnek, főként ún. „nem bank” pénzügyi intézményeknek a rendszerkockázatra gyakorolt hatását felismerve, a kongresszus felhatalmazta az FSOC-t, hogy azon „nem bank” pénzügyi intézményeket, amelyeknek az esetleges válsághelyzete az USA pénzügyi stabilitását veszélyeztetheti, a Federal Reserve Board of Governors (FRB) felügyelete alá rendelje, és meghatározza a rendszer szinten jelentős pénzügyi piaci szolgáltatókat, valamint fizetési-, elszámolási- és klíringtevékenységet végzőket.

Ezen intézményeknek a Federal Reserve System (Fed)⁹ felügyelete alá vonása rendkívül fontos intézkedésnek minősül (2.4.1 fejezetben térek ki rá), hiszen a válságot megelőzően konszolidált szinten ezeket az intézményeket jellemzően nem felügyelték (általában egyes leányintézményekre terjedt ki a felügyelés), illetve több esetben az intézmények ún. felügyeleti arbitrázs elérésére törekedtek. A felügyeleti arbitrázs az USA pénzügyi piacait felügyelő, számos felügyeleti intézmény vonatkozásában legtöbbször a funkcionális fel-

7 Dodd-Frank Act, HR 4173, Title I, „Financial Stability,” Subtitle A, „Financial Stability Oversight Council,” Sec. 112., „Council Authority”.

8 Federal Reserve, Office of the Comptroller of the Currency, Bureau of Consumer Financial Protection, Securities and Exchange Commission, Federal Deposit Insurance Corporation, Commodity Futures Trading Commission, Federal Housing Finance Agency, National Credit Union Administration. Szavazati joggal nem rendelkező, további tagok: Office of Financial Research, Federal Insurance Office, state insurance commissioner, state banking supervisor, state securities commissioner.

9 Magában foglalja az FRB-n kívül a Federal Open Market Committee-t, a tizenkét Federal Reserve Bankot, a tagbankokat és számos tanácsadó testületet.

ügyelés mentén valósult meg. Egy példa erre, hogy értékpapírok kibocsátásának engedélyezését például az intézmények a szövetségi prudenciális felügyeleti hatóságnál, és nem a Securities and Exchange Commissionnál (SEC) kezdeményezték az eljárás gyorsabb és egyszerűbb lebonyolítása céljából. Másik példa az American International Group (AIG) lehet, amely az Office of Thrift Supervision (OTS), a kisebb, takarékpénztárakhoz hasonló intézmények felügyeleti szervét választotta felügyeleti hatóságának.

Az FSOC évente jelentést készít, és beszámol a kongresszusnak. A 2011. évre vonatkozó éves jelentésében jól körülhatárolt, egyértelmű ajánlásokat tett négy fő területre vonatkozóan: a megnövekedett kockázatkezelési elvárásokra és felügyeleti súlypontok erősítésére, a piacok strukturális sérülékenységből fakadó problémák orvoslására szolgáló reformokra, a lakáspiac finanszírozásának átalakítására és a pénzügyi szabályozói reformokra; ez utóbbiak kiterjednek mind a Dodd–Frank-törvényre, mind pedig a Bázeli III. implementálásával kapcsolatos kérdésekre.

2.1.2. Pénzügyi Kutatási Hivatal (OFR)

A szabályozók, felügyelők és számos közgazdász által üdvözölt intézkedése az új törvénynek, hogy létrehozta az OFR-t¹⁰, amelynek alapvető feladata, hogy az FSOC számára információkat, adatokat és értékeléseket szolgáltatson a rendszerszintű kockázatokról, az egyes rendszerszinten jelentős intézmények rendszerre gyakorolt kockázatainak alakulásáról. Mindez kiemelt előrelépés az USA pénzügyi rendszerének felügyelete, monitorozása szempontjából, hiszen a funkcionális felügyelés elve alapján működő felügyeleti szervek rendelkeztek ugyan információval az egyes intézmények kockázatairól, azonban ezek az információk nem kerültek végső összegzésre és konszolidálásra. Számos jelentős „nem bank” pénzügyi intézmény, például a Lehman Brothers kívül esett a legnagyobb intézmények (bankholding társaságok) felügyeletét ellátó Fed hatáskörén, így a vonatkozó adatszolgáltatási kötelezettségen is.

Az OFR maga is gyűjt információkat az érintett piaci szereplőktől, valamint a korábban az egyes felügyeleti intézményeknél elszigetelten rendelkezésre álló adatokat is összegyűjti és elemzi. A rendszerszinten jelentős intézmények egymással, illetve a piac további szereplőivel fennálló, kölcsönös kapcsolatának mérése nem könnyű feladat, hiszen egyrészt a kapcsolat számos formában működhet, amelyek közül több eddig áttekinthetetlennek bizonyult a szabályozók és felügyelők számára is. Másrészt a pénzügyi piacok globális jellege tovább bonyolítja az adatok gyűjtését, összegzését, stresszteszt futtatását és értékelését, hiszen például a kiterjedt tevékenységet folytató bankholding társaságok és „nem bank” pénzügyi intézmények különböző országok piacának aktív szereplői, számos leányvállalattal és fiókkal rendelkeznek, valamint kulcsfontosságú klíring- és elszámolási funkciókat töltenek be az USA-n kívül is.

Ezen kívül kutatási tevékenységgel is foglalkozik az OFR, kockázatmérési eszközöket és modelleket dolgoz ki, s ezeken alapuló elemzéseivel támogatja mind az FSOC-t, mind a felügyeleti szerveket. Az OFR-nek jelenleg az egyik legfontosabb feladata a rendszerkockázatok mérésével kapcsolatos módszertanok kidolgozása és az erre irányuló kutatási tevékenység. Az OFR vezető közgazdászok közreműködésével eddig két munkaanyagot

10 Az OFR szervezetileg a Pénzügyminisztérium alá tartozó, független, ún. think-tank szervezet.

tett közzé, amelyek közül az egyikben összegyűjtötték a rendszerkockázat mérésére alkalmas módszertanokat¹¹, a másik pedig a kockázatmenedzsment során alkalmazott legjobb gyakorlatokkal foglalkozik.¹²

2.1.3. Rendszerszinten jelentős intézmények

Az új rendelkezések egyik legtöbbet vitatott pontja annak a megállapítása, hogy mely „nem bank” pénzügyi intézmények minősüljenek **rendszerszinten jelentős pénzügyi intézménynek (systematically important financial institutions – SIFI)**, hiszen ebben az esetben a Fed szabályozása és felügyelete rájuk is ki fog terjedni. Az FSOC-nek ennek meghatározására számos tényezőt figyelembe kell vennie, többek között az intézmény méretét, tevékenységét, annak összetettségét és koncentrációját, más hasonló intézményekkel való kapcsolatát, függőségét, a társaság eladósodottságának mértékét, a mérlegen kívüli kitettségek arányát és természetét, a rövid távú forrásoktól való függőségét. A törvény összesen 11 pontban határozza meg a figyelembe veendő szempontokat, azonban ennek a gyakorlatba való átültetése korántsem tűnik egyszerű feladatnak. Jelenleg folyik a részletszabályok nyilvános konzultációja.

A SIFI-intézményeken kívül a **rendszerszinten fontos pénzügyi piaci szolgáltatók, fizetési-, elszámolási- és klíringtevékenységet végzők (Financial Market Utility – FMU)** kijelölésére is sor kerül. A meghatározásukra vonatkozó, kétlépcsős módszertanát 2011. július 18-án tette közzé az FSOC, a konkrét intézmények kiválasztása azonban még nem történt meg. Egyértelmű azonban a pénzügyi infrastruktúrát működtető intézmények rendszerkockázati jelentősége, hiszen például a Bear Stearns 2008. márciusi csődjéig a hitelderivatívák klíringje tekintetében kulcspozíciót töltött be, a JPMorgan Chase és a Bank of New York Mellon pedig a repoügyletek klíringje tekintetében tölt be jelenleg is ilyen szerepet. Az FSOC felhatalmazta az illetékes felügyeleti szerveket (FRB, SEC – Securities and Exchange Commission, CFTC – Commodity Futures Trading Commission), hogy a kijelölendő FMU-k számára nemzetközi normákat is figyelembe vevő kockázatkezelési sztenderdeket dolgozzanak ki.

Összefoglalva elmondható, hogy a válság egyik problémakörének vélt nagy, egymással kölcsönös, szoros pénzügyi és üzleti kapcsolatban lévő „too big to fail” intézmények megnevezésére, azaz a SIFI-k és FMU-k meghatározására jelen tanulmány leadásáig még nem került sor, amely mögött többek között a módszertan komplexitásából fakadó problémák és a várhatóan érintett intézmények lobbytevékenységének felerősödése húzódnak meg.¹³

2.1.4. Megnövekedett prudenciális elvárások

Az említett, kiválasztásra kerülő SIFI-k az 50 milliárd dollár vagy azt meghaladó konszolidált mérlegfőösszeggel rendelkező bankholding társaságokkal együtt – a törvényben meghatározott kulcsterületeken – szigorúbb prudenciális sztenderdek alá esnek majd.

11 BISIAS, D.–FLOOD, M.–LO, W. A.–VALAVANIS, S. [2012]: A Survey of Systemic Risk Analytics. Office of Financial Research Working Paper #0001

12 FLANNERY, J. M.–GLASSERMAN, P.–MORDECAI, K. A. D.–ROSSI C. [2012]: Forging Best Practices in Risk Management. Office of Financial Research Working Paper #0002

13 Megjegyzem, hogy nemzetközi szinten a bázeli székhelyű Financial Stability Board 2011. november 4-i, a rendszerkockázat szempontjából meghatározó intézményeket célzó stratégiai intézkedéseiről szóló anyagában nemzetközi szinten 29 ilyen pénzügyi intézményt nevezett meg (G-SIFI).

A megnövekedett felügyeleti elvárásokra vonatkozó szabályok megalkotása jelenleg is folyik. Az FRB a szabálytervezetet 2011. december 20-án tette közzé nyilvános konzultáció céljából, mely az alábbi területeken állapít meg addicionális követelményeket:

- *Kockázatalapú tőkekövetelmény*

A javaslat szerint minden rendszerszinten jelentős intézményre kiterjedne a jelenleg csak az 50 milliárd dollár vagy azt meghaladó konszolidált mérlegfőösszeggel rendelkező bankholding társaságokra érvényes szabály: éves gyakorisággal olyan tőketervet kell készíteniük az intézményeknek, amely megfelelően előretekintő, és figyelembe veszi az intézmény kockázati szerkezetét. A tőketerv részét képezik az intézmény által futtatott stressztesztek is, amelyek az éves, felügyelet által végzett stressztesztek mellett a tőketerv megalapozottságának megítélésében kulcsszerepet játszanak. Ezen intézményeknek a bankokra jelenleg érvényes minimum tőkekövetelményeket¹⁴ meghaladó tőkét kell tartaniuk azzal, hogy a Common Tier 1¹⁵ kockázatalapú tőkerátájuknak mind stresszelt feltételek mellett, mind pedig a várt alaphelyzetben meg kell haladnia az 5%-ot. Emellett a FRB további, ún. kockázatalapú pótlólagos tőkekövetelményt tervez bevezetni a SIFI-kre, illetve azok egy csoportjára vonatkozóan a bázeli bizottság (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) megközelítését alapul véve, a BCBS által javasolt bevezetési tervnek megfelelően.¹⁶

- *Likviditás*

A szigorúbb likviditási követelmények bevezetése a tőkekövetelményekhez hasonlóan, több lépésben történik meg. A javaslat szerint az intézményeknek havi gyakorisággal belső likviditási stresszteszteket kell futtatniuk, és mérniük kell likviditási igényüket 30 napos, 90 napos és 1 éves időhorizonton a pénzügyi piacok instabilitását feltételezve. Továbbá 30 napos nettó készpénzkiáramlást kell meghatározniuk stresszelt környezetben, és ennek megfelelő likvid eszközállományt kell tartaniuk. Mindemellett finanszírozási tervet is kell készíteniük az előre nem látott eseményekre, amelyben alternatív finanszírozási forrásokat is bemutatnak. A Bázeli III. likviditási mutatók (NSFR, LCR) tesztelésüket követően központi szerepet fognak játszani az ezen intézményekre vonatkozó, megnövekedett likviditási követelmények szempontjából.

- *Partnerlimitek*

Az FRB meghatározta, hogy a szabályozás hatálya alá tartozó intézményeknek egy – nem a bankcsoporthoz tartozó – társasággal szembeni kitétsége nem haladhatja meg a jegyzett tőke és a tőketartalék együttes összegének 25%-át. Amennyiben az FRB szükségesnek ítéli a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében, a 25%-ot tovább csökkentheti. A szabályozás a korábbiakhoz képest valódi korlátozást jelent, hiszen a hitelkitétség fogalma tágan értelmezett, és kiterjed a hagyományos hitelügyleteken kívül a repo- és fordított repoügyletekre, az értékpapír-kölcsönzési tevékenységre, garanciákra, akkre-

14 Teljes tőkefelelési mutató 8%, Tier 1 tőkeráta 4%, Tier 1 tőkeáttételi mutató 4%.

15 Common Tier 1 = Tier 1 tőke – non-common tőkeelemek (pl. bizonyos elsőbbségi részvénnyek, kisebbségi részesedések leányvállalatokban, kötelezően átváltandó elsőbbségi értékpapírok stb.).

16 Az FRB és az USA más felügyeleti hatóságai együtt dolgoznak azon, hogy a Bázeli III. tőkeirányítást és a BCBS által nemzetközileg meghatározó bankok számára javasolt metodológiát és veszteségfelszámítást implementálják az Egyesült Államokban.

ditívekre, a partner által kibocsátott értékpapírokba történő befektetésekre, derivatív tranzakciókra. Ugyanakkor a szabályozás megengedi a hitelkockázat-mérséklést garanciák, biztosítékok és fedezeti ügyletek formájában. A 25%-os helyett egy 10%-os limitet javasol az FRB azon intézményeknél, amelyeknek a konszolidált mérlegfőösszege az 500 milliárd dollárt meghaladja.

- *Kockázatmenedzsment és kockázati bizottság*

A szigorúbb kockázatkezelési elvárások mellett a 10 milliárd dollárt meghaladó konszolidált mérlegfőösszeggel rendelkező, tőzsdén jegyzett bankholding társaságok és minden, az FRB felügyelete alá tartozó (kijelölésre kerülő) „nem bank” pénzügyi intézmény az igazgatóság szintjén köteles kockázati bizottságot létrehozni, amelynek feladata a társaság egészére kiterjedő kockázatkezelési tevékenység áttekintése.

- *Stresszteszt*

A stressztesztet használatát a válságot követően kiterjesztették: egyrészt a Fed számára kötelezővé tették, hogy éves gyakorisággal fel kell mérnie az 50 milliárd dollár vagy azt meghaladó konszolidált mérlegfőösszeggel rendelkező bankholding társaságok, illetve a felügyelete alá kerülő „nem bank” pénzügyi intézmények tekintetében, hogy megfelelő tőkével rendelkeznek-e a kedvezőtlen gazdasági körülmények okozta veszteségek felszívására (felügyeleti stresszteszt).¹⁷ A stressztesztet lefuttatására a törvény három – alap, kedvezőtlen és rendkívül kedvezőtlen – scenáriót határoz meg, és a stressztesztet eredményeit az európai mintához hasonlóan a Fed publikálja. Másrészt a jövőben maguk a társaságok is kötelezettek féléves gyakorisággal saját stressztesztet lefuttatására és publikálására. Az intézményi kör a „nem bank” pénzügyi intézményeken kívül kiterjed a 10 milliárd dollár vagy azt meghaladó konszolidált mérlegfőösszeggel rendelkező összes bankholding társaságra és az USA egyes államaiban alapított, de a Fed felügyelete alá tartozó bankokra is.¹⁸

- *Leverage mutató*

Amennyiben a FSOC úgy ítéli meg, hogy egy 50 milliárd dollár vagy azt meghaladó konszolidált mérlegfőösszeggel rendelkező bankholding társaság, vagy a Fed által felügyelt „nem bank” pénzügyi intézmény rendkívül nagy veszélyt jelent az USA pénzügyi rendszerére, meghatározza, hogy ezen intézményeknek 15:1 kintlévőség-tőke mutatót kell fenntartaniuk.

- *Korai korrekciós rendszer*

A pénzügyi válság egyik tanulsága az volt, hogy azon intézmények, ahol gyors és hatékony intézkedésekkel reagáltak a kibontakozó problémákra, sokkal kisebb veszteséggel vészték át a nehézségeket, mint azok, amelyeknél az intézkedések elhúzódtak. Felhasználva a válság ezen tanulságait, igen fontos eleme az új szabályozásnak, hogy a javaslat hatálya alá tartozó intézményeknek szigorú kiigazító intézkedéseket kell ten-

17 A Fed a Supervisory Capital Assessment Program (SCAP) keretében már 2009-ben is végzett stressztesztet a legnagyobb 19 bankholding társaság tőkehelyzetének elemzésére, és célja alapvetően a bizalom helyreállítása volt a hitelpiacokon. Akkor 10 bankholding társaság számára pótlólagos tőkepuffert írtak elő, a fennmaradó 9 esetben azonban erre nem került sor, mert azok tőkehelyzete stabilnak mutatkozott. A nagybankok tőkeellátottsága javult, hiszen a 2012 márciusában publikált stressztesztet eredményeként a 19 bankból 15 bank „átment a teszten”.

18 Ez utóbbiak esetében éves gyakorisággal kell a tesztet lefuttatni.

niük, amennyiben – pénzügyi mutatók alapján mért, illetve előrejelző rendszereken (stresszteszt) alapuló – pénzügyi helyzetük romlást mutat. A kezdeti intézkedések főleg a felvásárlások és akvizíciók (M&A¹⁹), valamint a tőkefelosztás korlátozására, az eszközök növekedésének megakadályozására, a későbbiek pedig tőke-helyreállítási tervre, tranzakciós limitekre, a vezetőség cseréjére és az eszközök értékesítésére vonatkoznak.

A fentiekén túl szigorúbb követelmények érintik az intézmények közzétételi kötelezettségét és a feltételes tőkét (contingent capital) is.

Problémaként merült fel a „too big to fail” intézmények számának esetleges további növekedése, illetve hasonló méretű intézmények kialakulása. Erre válaszul a szabályozók előírták, hogy a bankholding társaságok és „nem bank” pénzügyi intézmények M&A-tevékenységükről előzetes bejelentési kötelezettséggel tartoznak az FRB-nek, amennyiben a felvásárolni kívánt „nem bank” pénzügyi intézmény konszolidált mérlegfőösszege a 10 milliárd dollárt meghaladja. Explicit limit vonatkozik arra az esetre, ha a felvásárlás eredményeként létrejövő intézmény összes kötelezettségeink összege meghaladja az USA összes pénzügyi intézménye²⁰ kötelezettségeinek 10%-át.

2.1.5. Rendezett felszámolási eljárás

Az egyik legfontosabb intézkedés a válságot követően az ún. **rendezett felszámolási eljárás (orderly liquidation authority – OLA)**, amelynek a megalkotásával a törvényhozók az esetlegesen bedőlő, rendszerszinten jelentős intézményeknek a rendszerre gyakorolt negatív hatását kívánták minimalizálni. Az intézkedés lényege, hogy a csődgondnok szerepét a Szövetségi Betétbiztosítási Társaság (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) tölti majd be, amely számos tekintetben diszkrecionális intézkedéseket²¹ tehet a pénzügyi piacok védelmének megőrzése érdekében. Az érintett intézmények köre tágan értelmezendő, és a bankholding társaságokon kívül kiterjed a rendszerszinten jelentős, ún. „nem bank” pénzügyi intézményekre, például nagy befektetési bankokra²², hedge fundokra és hasonló, pénzügyi szolgáltatási tevékenységet nyújtó társaságokra, amennyiben az FSOC ezen intézményeket a Fed felügyelete alá rendelte. Az, hogy egy fizetéseképtelen vagy csődközelbe került intézményt a rendezett felszámolási eljárással számolnak fel, illetve alakítanak át, a pénzügyminiszter határozza meg a Fed és az FDIC²³ közös javaslatára, de mindenképpen teljesülnie kell azon feltételnek, hogy a csődhelyzet bekövetkezésének megelőzésére a magánszektor bevonásával nincs lehetőség.

Az FDIC elsősorban azt tartja szem előtt, hogy egy rendszerszinten jelentős intézmény felszámolása és átalakítása során a pénzügyi stabilitás biztosított legyen. A rendezett felszámolási eljárással szemben elvárás, hogy a működés átmeneti fenntartására likviditást biztosítson addig, amíg az eszközöket nyílt ajánlattételi eljárással a magánszektorból származó

19 Mergers and acquisitions (összeolvadás és felvásárlás)

20 Összes bankformában működő intézmény, thrift és „nem bank” pénzügyi intézmény.

21 Pl. megszabhatja a hitelezők kifizetésének sorrendjét.

22 A befektetési bankok csak nevükben bankok, ezek az intézmények befektetési szolgáltatási tevékenységeket végeznek, és nem tartoznak az FDIC-betétbiztosítással védett intézmények közé (l. 2. lábjegyzet).

23 A rendezett felszámolási eljárás bizonyos esetekben kiterjedhet bróker-dealerekre is, ezért ebben az esetben az FDIC helyett az SEC vesz részt a javaslatételben.

piaci szereplők részére nem értékesítik. Az értékesítés során a legfontosabb szempont, hogy az eszközök (esetenként illikvid eszközök) értékesítése a lehető legkisebb negatív változást eredményezze azok értékében. Ennek biztosítására az FDIC ún. átmeneti pénzügyi társaságot (bridge financial company) hozhat létre, amelyben a felszámolás alatt álló társaság meghatározott eszközei és kötelezettségei átmeneti időre átadásra kerülnek addig, amíg egy privát intézménnyel (pl. bankkal) az eszközök és kötelezettségek átvételéről/megvételéről meg nem állapodnak.

A válságot követően egyértelműen megfogalmazták, hogy egy vagyongondnokság alá helyezett intézmény esetleges csődjének megelőzésére, vagy a már bekövetkezett csőd során felmerülő veszteségek fedezésére az adófizetők pénzét felhasználni nem lehet. Ezekben az esetekben az egyik lehetséges finanszírozási forrás a **Rendezett Felszámolási Alap (Orderly Liquidation Fund)**, amelyet a Treasury, azaz a pénzügyminisztérium kezelésében állítottak fel. Az alap pénzeszközökkel való feltöltésére az FDIC hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat bocsát ki a pénzügyminisztérium felé a gondnoksága alá vont intézmény konszolidált eszközállományán alapuló limitek figyelembevételével. Az igénybe vett összeg visszafizetése pedig visszafizetési terv alapján, elsősorban az adott intézmény eszközeinek értékesítéséből származó bevételből történik.

A rendezett felszámolási eljárás lefolytatása szorosan összefügg a törvény által előírt, a rendszerszinten jelentős intézményekre kiterjedő azon kötelezettséggel, amely szerint megoldási tervet (resolution plan)²⁴ kell kidolgozniuk arra az esetre, ha csődbe mennének. A Fed és az FDIC hangsúlyt helyez arra, hogy a tervek megfelelően figyelembe vegyék az egyes intézmények (mérlegszerkezetének és tevékenységének) sajátosságait, továbbá egy tényleges csődhelyzet esetén valós megoldási alternatívaként szolgáljanak.

Az egyik legjelentősebb különbség tehát a csődtörvényben alkalmazott, valamint a rendezett felszámolási eljárás között, hogy az FDIC ez utóbbi esetben jogosult igénybe venni forrásokat a Rendezett Felszámolási Alapból.

2.2. Volcker-szabály

Saját számlás kereskedési tevékenység és hedge fundokba²⁵, valamint private equity fundokba²⁶ történő befektetés korlátozása

A pénzügyi szolgáltatásokat modernizáló, 1999-ben elfogadott Gramm–Leach–Bliley-törvény – amely tulajdonképpen hatályon kívül helyezte az 1929–33-as gazdasági válságot követően megalkotott, a kereskedelmi bank és a befektetési banki tevékenységek elkülönítésére vonatkozó szabályokat –, jelentős következményekkel járt, hiszen a legtöbb kereskedelmi bank a törvény elfogadását követően rövid időn belül már kiterjedt befektetési banki tevékenységekkel rendelkezett.

Bár a bankok és „nem bank” pénzügyi intézmények a válság alatt és azt követően is hangoztatták: saját számlás kereskedési tevékenységük nem volt olyan mértékű, hogy az

24 Temetési tervként (funeral plan) is hivatkoznak rá.

25 A hedge fundok olyan a feltüyeleti szerveknél jellemzően nem regisztrált, magán befektetési alapok, amelyeket szofisztikált intézményi befektetőknek vagy kis számú, vagyonos magánbefektetőnek értékesítenek, és különféle kereskedési és befektetési stratégiák alapján szerveződnek, jelentős tőkeáttételt is alkalmazhatnak.

26 Magántőke-befektetési társaság

szerepet játszott volna a globális pénzügyi piacokon kialakuló válságban, valójában azonban ezek az intézmények olyan mértékű pozíciókat vettek fel főként eszközökkel fedezett értékpapírokban, derivatívákban, amelyek jelentősen befolyásolták kockázati szintjüket, és hozzájárultak ahhoz, hogy az egyes intézményeket végül közpénzből kellett megsegíteni. Richardson, Smith és Walter [2010] munkájából idézve azonban: „*Ha szemügyre vesszük a 4 legnagyobb bank 2009. évi mérlegét – JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo –, azok összesen 1,1 ezer milliárd dollár összegű, értékesítés céljából tartott értékpapírállományt tartalmaztak.*”²⁷ Paul Volcker, korábbi Fed elnök, a róla elnevezett szabály megalkotója is osztja ezt a véleményt, és hozzáteszi: „*A saját számlás kereskedési tevékenység nem egy olyan alapvető kereskedelmi banki szolgáltatás, amelynek az adófizetők támogatását kell élveznie.*”²⁸

A hedge fundok a bankszektorhoz oly módon kapcsolódtak, hogy számos intézmény igyekezett kiaknázni a hedge fundok által biztosított előnyöket (nem tradicionális befektetési stratégiák nyújtotta hozamelőnyök, tőkeáttétel, minimális felügyeleti elvárások). A privát tőkealapokba áramló források mintegy 10%-a származik a bankszektorból. Általánosságban elmondható, hogy a hedge fundok jelentős mértékű likviditást biztosítanak mind a pénzügyi-, mind a tőkepiacok számára, egyes hedge fundok azonban – túlzott tőkeáttételük folytán – veszélyt is jelenthetnek. Már említést tettem arról, hogy a Bear Stearns befektetési bankot tulajdonképpen két magas tőkeáttétellel működő hedge fundjának összeomlása döntötte be 2008 folyamán, és a pénzügyi válság során számos további hedge fund is áldozatul esett a rendkívüli piaci volatilitásnak. Figyelembe véve, hogy a hedge fundokba történő befektetés átlagos időtávja 1–3 év, és hogy a befektetés készpénzzé tehető ugyan, de bizonyos korlátozásokkal, valamint, hogy a hedge fundok befektetései a befektető által kevésbé kontrollálhatók, jelentős mértékű kockázatokat hordozhatnak.

A fentiekre a törvény a „Volcker-szabály” néven ismertté vált, a törvény 619. paragrafusában lefektetett saját számlás tevékenység és a hedge fundokba, valamint magántőkebefektetési társaságokba történő befektetés korlátozásával válaszolt. A szabályozás előírta, hogy FDIC-betétbiztosítással rendelkező betétgyűjtő intézmények alapvetően nem folytathatnak saját számlás kereskedési tevékenységet (proprietary trading)²⁹, valamint nem fektethetnek be és nem tulajdonolhatnak hedge fundot vagy magántőke-befektetési társaságot. Az alapokkal kapcsolatos korlátozás az intézmények Tier 1 tőkerátájához kötött, annak 3%-át a részesedés mértéke nem haladhatja meg.³⁰ A szabályozás kiterjed a helyi bankokra, függetlenül attól, hogy a kereskedés, illetve a befektetés helyileg hol történik, másrészt külföldi bankokra is, esetükben azonban csak az USA-ban végzett tevékenységre. Számos kivételt tesz a törvény, például a kereskedési tevékenység korlátozása nem vonatkozik a kormány által kibocsátott kötelezettségekre (pl. államkötvények, kormányhivatalok kötelezettségvállalásai, állami és önkormányzati kibocsátók papírjai), a bankok jegyzési garanciavállalása és az árjegyzői (market making) tevékenység keretében történő vételi és eladási megbízásokra.

27 ACHARYA, V. V.–COOLEY, F.T.–RICHARDSON, M.–WALTER, I. [2010]: Regulating Wall Street. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey

28 <http://news.businessweek.com/article.asp?documentKey=1376-LZCAQ10YHQ0X0178KTAHJITTP087NMC-CRVNIOT6T> (letöltve: 2012. 04. 09.)

29 Olyan tevékenység, amelynek során a pénzügyi intézmény saját nevében, saját javára köt ügyletet.

30 3% alatt immateriálisnak minősül.

A saját számlás kereskedési tevékenység korlátozása a Fed által felügyelt „nem bank” pénzügyi intézményekre közvetlenül nem terjed ki, azonban ezen intézmények ilyen irányú tevékenységét az explicit tiltás helyett a Fed által kivetendő, magasabb tőkekövetelménnyel és számszaki limitek bevezetésével korlátozzák majd.

A Volcker-szabály a Dodd-Frank Act egyik legtöbbször vitatott pontja, ami egyrészt a hosszú bevezetési időnek köszönhető, hiszen az intézményeknek 2019 júliusáig van lehetőségük arra, hogy a készleten lévő illikvid papiroktól megszabaduljanak, és a fent említett követelményeknek eleget tegyenek. Az implementálással kapcsolatos, másik fő probléma kör az árjegyzői tevékenység keretében végzett ügyletekhez kapcsolódik, hiszen kevésbé likvid termék esetében a közvetítő gyakran akarata ellenére is hosszabb távon kitett lehet az instrumentum birtoklásából adódó kockázatoknak. Mindez spekulációra adhat okot, és a felügyeleti szervek számára kihívás lesz annak a megítélése, hogy a saját számlát terhelő tranzakciók valóban milyen mértékben és milyen várakozások mellett kapcsolódnak ügyfelekkel lebonyolítandó tranzakciókhoz.³¹

A legnagyobb piaci szereplők (Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Bank of America) bírálják a szabálytervezetet, arra való hivatkozással, hogy az növeli a kockázatokat, és hozzájárul az ügyfeleknek felszámított díjak emelkedéséhez. A szabályozás okozta megnövekedett terhekre hivatkoznak a regionális bankok, amelyek a korlátozás alá eső, átlagos kereskedési eszközállomány megemelését javasolják 1 milliárd dollárról 5 milliárd dollárra. A kanadai bankok, a kanadai kormány és az Európai Unió is aggályát fejezte ki, hiszen az amerikai állampapírok mentesülnek a korlátozás alól, míg a külföldi állampapírok nem.³²

2.3. Árnyciklusrendszer³³

2.3.1. Hedge fundok

Az előző fejezetben a bankok hedge fund befektetéseinek korlátozását mutattam be, ebben a fejezetben pedig a szektorra a válságot követően kiterjesztett szabályozásról szólok.

A hedge fund szektor a válságot követően is markáns része a pénzügyi piacoknak.³⁴ Az amerikai pénzügyi kultúrában ezek az intézmények a pénzügyi innovációk vezérfutárainak számítanak, így tulajdonképpen – összhangban az SEC hatékonyan működő tőkepiacok támogatására irányuló céljával – rendkívül alacsony szintű felügyeleti követelményeket élveztek. A hedge fundok megcélzott ügyfélszegmense nem a kisbefektető, hanem vagyonos magánszemélyek és intézményi befektetők, így a hedge fundok alapvetően nem sértették az SEC másik, talán az előzőnél is fontosabb küldetését, a kisbefektetők védelmét. A hedge fundokba történő befektetés meghatározott összeghatárokhoz kötött³⁵, a befektetők száma

31 Például jelentős pozíciók felhalmozása jövőbeni ügyfélkereslet reményében.

32 <http://news.businessweek.com/article.asp?documentKey=1376-LZCAQ10YHQX0178KTAHJITTP087NMCCRVNIOT6T> (letöltve: 2012. 04. 09.)

33 Shadow banking system

34 A BarclayHedge adatai szerint 2011. 4. negyedév végén 1640,6 milliárd dollár volt világszerte a hedge fundok által kezelt eszközérték, ami nem tartalmazza az 509,7 milliárd dolláros hedge fund alapok alapjai által kezelt értéket. Összességében tehát több mint 2 ezer milliárd dollár értékű befektetést kezelnek világszerte, aminek egy jelentős része az Egyesült Államokban koncentrálódik. L. http://www.barclayhedge.com/research/money_under_management.html (letöltve: 2012. 04. 09.)

35 A minimum összeghatár jellemzően 250 000 dollár és 1 millió dollár között mozog.

korlátozott, és eddig a hedge fundok nyilvános ajánlattétel formájában nem gyűjthettek befektetéseket, nem toborozhattak befektetőket.³⁶

A Dodd–Frank-törvény a korábban meglehetősen áttekinthetetlen „iparágot” felügyeleti látókörbe terelte azzal, hogy regisztrációs és jelentési kötelezettségeket írt elő a hedge fundok számára befektetési tanácsot nyújtó tanácsadók (investment adviser), illetve a hedge fundokat kezelő portfóliómenedzserek számára. Az SEC által elfogadott végleges szabályok értelmében azon tanácsadók, akik kizárólag hedge fundok vagy magántőke-befektetési alapok részére adnak tanácsot, illetve kezelnek vagyont, és a teljes kezelt vagyon meghaladja a 150 millió dollárt, regisztrálniuk kell az SEC-nél. Az egyes államok értékpapír-felügyeleti is nagyobb szerephez jutnak a jövőben, hiszen 25 és 100 millió dollár közötti kezelt vagyon esetén a menedzsereknek az egyes államok megfelelő hatóságánál kell regisztrálniuk. A regisztráció során szolgáltatandó adatok köre széles, és ezek egy része nyilvánosságra is kerül. További követelmény a compliance eljárásrend és etikai kódex kialakítása, valamint Chief Compliance Officer kinevezése.

Másrészt az SEC kibővült jogköre kapcsán a jövőben jogosult („amennyiben szükséges és megfelelő a közérdek szempontjából”)³⁷ adatokat kérni a befektetési tanácsadóktól az alapokra vonatkozóan, többek között az egyes alapok vagyona, tőkeáttétele, partnerkockázati kitettsége, befektetési stratégiája, kereskedési és befektetési pozíciói és az eszközök értékelési szabályai tekintetében. Ezeket az információkat a tanácsadóknak és menedzsereknek folyamatosan rendelkezésre kell tartaniuk, és egy helyszíni vizsgálat során vagy az SEC kérésére ezeket rendelkezésre kell bocsátaniuk. Mínderre a rendszerkockázatok pontos felmérése céljából van szükség, amely információt az SEC az FSOC-val is megoszt.

2.3.2. OTC-derivatívák

Acharya, Brownless, Engle, Farazmand, Richardson [2010] hangsúlyozta, hogy az intézmények egymással szembeni derivatív ügyleteiből és bankközi kötelezettségeiből fakadó kitettségeik részletes, pontos feltérképezése alapvető fontosságú az intézmények egymással való kapcsolatának meghatározása szempontjából. Az OTC-derivatívák fontos szerepet töltenek be a bankok működésében több szempontból is, hiszen például a kamatderivatívák, kamatswapok lehetővé teszik a bankok számára eszköz- és forrásoldali kamatkitettségük harmonizálását; vagy például a FX-swapok, amelyek az eszközök és források devizaszerkezetének összehangolásában hasznosak. A bankok és „nem bank” pénzügyi intézmények azonban a kockázatmenedzsment mellett profitszerzés céljából szintén nyitnak ilyen pozíciókat, és a derivatív termékek széles skáláját kínálják az ügyfeleknek is. Az ebből fakadó kockázatot diverzifikációval vagy más szolgáltatókkal, partnereikkel vagy anyaintézménnyel kötött ügyletekkel igyekeznek lefedezni. Ez a tevékenység az Egyesült Államokban gyakorlatilag néhány nagy pénzügyi intézmény tevékenységéhez köthető, és rendkívül koncentrált. Emiatt az Office of the Comptroller of the Currency (OCC³⁸) 2008. második negyedéves – a bankok kereskedési és derivatív ügyleteire vonatkozó – jelentésében már ag-

36 2012. április 5-én Barack Obama elnök aláírta a JOBS törvényt, amely ezt a korlátozást megszüntette.

37 Dodd–Frank-törvény, Section 404.

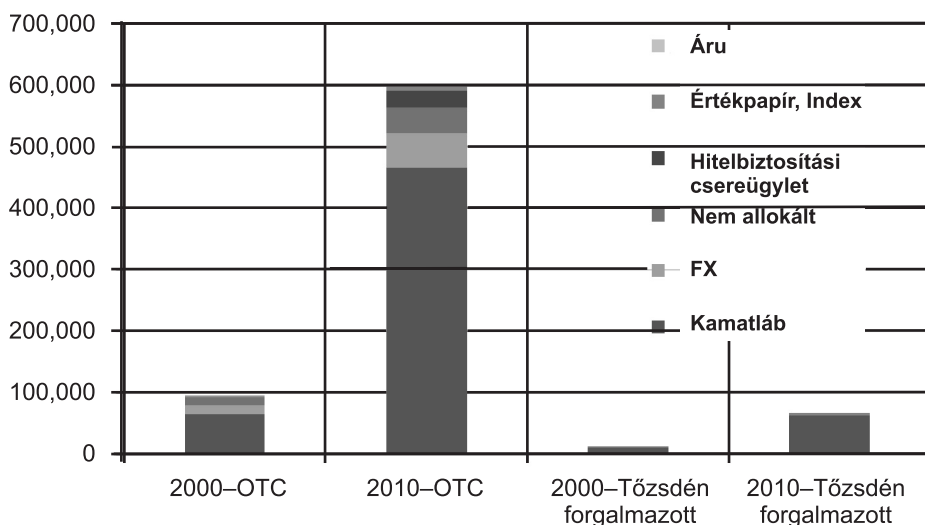
38 A szövetségi jog alatt alapított, az USA egész területére kiterjedően tevékenységet végző kereskedelmi bankok felügyeleti szerve.

gályát fejezte ki a koncentráció miatt, hiszen „az öt legnagyobb kereskedő³⁹ a szerződésállomány 97%-át uralta”.⁴⁰ A koncentráció 2008 óta változatlanul magas, és az 5 legnagyobb bank piaci részesedése mindössze 1% ponttal 96%-ra csökkent.⁴¹

Bár az ügyletek egy részét korábban is tőzsdén kötötték, a derivatívák forgalmának legnagyobb része a szabályozott piacokon kívüli (OTC) piacokon valósult meg a 1. grafikon szerint.

1. grafikon

OTC és tőzsdén kereskedett derivatívák névértéken (Mrd USD)



Forrás: BIS, FSOC Annual Report 2011, Financial Developments, 77. o.

A tőzsdén forgalmazott derivatívákkal ellentétben, ezeknél az ügyleteknél elszámolóház nem kapcsolódik be az ügyletbe, így az árfolyam-különbözet napi számítására és elszámolására az elszámolóház által nem kerül sor, a pozíciókockázatok figyelése egyedileg történik. Központi klíring hiányában ez a piac kevésbé átlátható volt, és a felügyeleti szervek meglehetősen kevés információval rendelkeztek róla.

Az OTC-derivatívákat érintő legjelentősebb változások az alábbi témakörök köré csoportosíthatók:

- *Fogalmi meghatározások tisztázása*

Az OTC-derivatív piacra a válságot követően kiterjesztett szabályozás célja, hogy a korábbi túlzott kockázatvállalást megakadályozzák, a kockázatkezelést erősítsék és a piacot

39 Az öt legnagyobb kereskedő 2008. II. negyedévében: JPMorgan Chase, Bank of America, Citibank, Wachovia, HSBC Bank.

40 Az adatok rendszerszintű összegzésének hiányát támasztja alá az is, hogy az OCC jelentésében felhívta a figyelmet arra, hogy az adatok nem tartalmazzák többek között pl. az igen jelentős OTC-derivatív kitétséggel rendelkező befektetési bankok által kötött ügyleteket.

41 Az OCC 2011. év végi adatai szerint az imént felsorolt öt nagybank közé bekerült a Goldman Sachs (a Wachovia helyett).

átláthatóvá tegyék. Az OTC-derivatívákon belül elsősorban a swapügyletekre, az ezen a piacon résztvevőkre, a kötési helyszínekre, az elszámolásukra, a kapcsolódó adatszolgáltatásra és a nyilvánosságra hozatalra koncentrálna a törvény, amely számos új fogalmat vezet be ebben a tekintetben. A „swapok” a CFTC, míg az „értékpapír-alapú swapok” az SEC hatáskörébe tartoznak. Sor került a fogalmi meghatározások tisztázására is – főként a hitelbiztosítási cserügyletnek (credit default swap – CDS) a válságban játszott rendszerkockázati szerepe folytán –, és kimondták, hogy egy szerződés milyen feltételek mellett minősül biztosítási szerződésnek. A szállítási forwardügyletek kívül esnek a törvény swapdefinícióján.

- *Központi klíring és ügyletkötési helyszínek*

További változások a swapügyletek körében, hogy az SEC és a CFTC meghatározza és időszakonként felülvizsgálja azon swaptípusokat, amelyek a jövőben egységesen központi klíring alá esnek. Azon termékek esetében, amelyekre a központi klíringkövetelmény vonatkozik, szabályozott tőzsdén vagy swap-végrehajtási helyszínen kell az ügyletkötést lebonyolítani.

- *Meghatározó piaci szereplők regisztrálása*

A törvény által meghatározott azon intézmények csoportjának, akik meghatározó szereplők a swappiacon, a jövőben a megfelelő felügyeleti szervnél (SEC és a CFTC) regisztrálniuk kell. A klíringházaknak is regisztrálniuk kell a felügyeleti szerveknél, és általánosságban véve, a jövőben szigorúbb adatszolgáltatási, kockázatkezelési és likviditási követelmények vonatkoznak rájuk.

- *Margin- és biztosítéki követelmények*

A törvény felhatalmazta az említett felügyeleti szerveket, hogy árkülönbözeti követelményeket határozzanak meg azon swapügyletekre vonatkozóan, amelyek nem vesznek részt központi klíringben. Ezen ügyletek vonatkozásában az SEC és a CFTC már saját hatáskörében szabályozta, hogy milyen mértékű biztosítékot kell a piaci szereplőknek ilyen ügyletek esetén a partnerektől beszedni, és meghatározta az elfogadható – az árkülönbözeti követelményeket kielégítő – biztosítékok formáját is. A készpénzen és néhány likvid értékpapíron (főleg állampapírokon) kívül a további biztosítékok haircutok alkalmazásával vehetők figyelembe. A kereskedelmi kockázatok fedezésére vonatkozó ügyleteik során a végfelhasználók várhatóan nem esnek majd a margin- és biztosítéki követelmények alá, de rájuk várhatóan a központi klíringkötelezettség sem vonatkozik majd.

- *Piaci transzparencia*

A swappiacok átláthatóbbá tétele céljából a törvény megköveteli, hogy legalább egyik, a swapügyletekben részt vevő félnek jelentenie kell a tranzakcióra vonatkozó adatokat egy ún. swapadattárházba, illetve ennek hiányában közvetlenül a felügyeleti szerveknek. A jelentéstételi kötelezettség az FX-swapokra és a forwardügyletekre is vonatkozik.

2.3.3. Értékpapírosítás

Az „originate-to-distribute” modell kapcsán alapvető problémaként merült fel, hogy az értékpapírosításban résztvevő, hitelek keletkeztető és azokat egy SPV (special purpose vehicle – speciális céllal létrehozott intézmény) számára átruházó „originator” (leggyakrabban bank) nem volt érdekelt a becsomagolt eszközökkel szemben minőségi követelményeket

támasztani, hiszen az átadást követően ezek az eszközök a folyósító intézmények tőkáját tovább már nem terhelték, tulajdonképpen az árnyékbankrendszer részévé váltak. Számos esetben azonban az értékpapírosítással a mérlegből kiemelt eszközökből – a tömegesen nem teljesítő jelzáloghitelekből – fakadó veszteséget a credit enhancement⁴² (garanciavállalási kötelezettségek, Letter of Credit, tranching) folytán végül a keletkeztető intézmények viselték, akik viszont erre tőkét nem képeztek. *Berndt és Gupta* 2008-as munkaanyagában rámutatott arra, hogy a másodlagos piacon értékesítésre került hitelek adósai rosszabbul teljesítenek más banki adósoknál. Felismerésük alapján az említett közzéadók javaslatot tettek arra, hogy a bankok és egyéb intézmények által keletkeztetett hitelek értékesítése korlátozásra kerüljön, mégpedig oly módon, hogy ezek az intézmények a hitelek meghatározott részét saját könyveikben tartsák meg.

- *Hitelkockázat megtartása*

Meghatároztak egy minimális 5%-os küszöbértéket, amelyet a keletkeztető intézménynek mint érdekeltséget meg kell tartania az értékpapírosított portfólióból. A mögöttes logika tulajdonképpen a biztosítási önrészhez hasonlítható, és csak azon jelzáloghitelekre vonatkozik, amelyek nem érnek el egy törvényben meghatározott, minőségi követelményt (Qualifying Residential Mortgages). A jó minőségű ügyleteknek számos követelménynek kell megfelelniük, amelyek közül az egyik a 20%-os önerő az ügyfél részéről. A törlesztőrészlet – ügyféljövedelem arányát is korlátozták, és az ügyfélnek nem lehet 60 napot meghaladó fizetési késedelme az elmúlt 24 hónapban. Nem kell a keletkeztetőnek az 5%-os hitelkockázatot megtartania, amennyiben az ügyletek megfelelnek a fenti feltételeknek.

- *Nyilvánosságra hozatal, due diligence és adatszolgáltatási kötelezettség*

A másik jelentős változás az értékpapírosított eszközökre vonatkozó közzétételi kötelezettségekben rejlik, hiszen a szabályozás a korábbiaknál szélesebb körű közzétételi kötelezettséget ír elő az eszközzel fedezett értékpapírok kibocsátóinak. Minden eszközzel fedezett értékpapír kibocsátása esetén nyilvánosságra kell hozni például az értékpapírosításban részt vevő közvetítők és keletkeztetők nevét, a részükre járó díjak mértékét és az egyes értékpapírosztályok (tranches) mögött álló eszközökre vonatkozó információkat is. Ez utóbbi kötelezettség jellemzően a poolban szereplő egyes eszközök szintjén értelmezendő, és azt a célt szolgálja, hogy a hitelminősítő intézményektől függetlenül a befektetők is elvégezhesék a kockázatok felmérését.

2.3.4. Pénzpiaci befektetési alapok

Az *Előzmények* pontban már utaltam arra, hogy a pénzpiaci alapoknak igen jelentős szerepük volt a válság alakulásában. Az alapok az Egyesült Államokban az 1970-es években kezdtek gomba módra szaporodni, válaszul a bankbetétek után járó kamatok felső határának jogszabályi korlátozására. A pénzpiaci alapok olyannyira bekerültek a befektetői köztudatba, hogy miután a bankbetétekre vonatkozó kamatplafont eltörölték, piaci részesedésük nem csökkent, sőt jelentősen nőtt, és 2008-ban 3500 milliárd dollár körül alakult. Az alapok hátránya a bankbetétekkel szemben azonban az volt, hogy ezekre a befektetésekre a betét-

⁴² Az értékpapírosítás folyamatának egyik kulcsfontos eleme, az értékpapírosított portfólió hitelminősítésének fokozására koncentrálnak megfelelő technikák alkalmazásával.

biztosítás nem terjedt ki. A Lehman Brothers bukását követően így tehát nem csoda, hogy a már említett Primary Reserve Fundot megrohanták a befektetők.

A pénzügyminisztérium gyors és hatékony válaszlépéseket tett. Egyrészt az alapokra irányuló befektetői rohamot megelőzve, átmeneti időre (2008 szeptemberétől 2009 szeptemberéig) kiterjesztette a betétbiztosítás rendszerét az összes pénzügyi befektetési alapon lévő részesedésre is. Másrészt a Fed közreműködésével olyan likviditási lehetőséget alakítottak ki a kereskedelmi bankok számára 2008 szeptemberében, amelyből azok vásárolhattak jó minőségű, eszközökkel fedezett kereskedelmi papírokat (asset backed commercial paper) az alapoktól, áthidalva ezzel az alapok eszközoldali „beragadását”. Így az átmenetileg illikvid piac likviditását nagymértékben támogatták.

A repopiacok nagy szereplői közül a befektetési alapokkal kapcsolatban a törvény csupán a befektetési alapok hirdetési tevékenységére, valamint a kisbefektetők pénzügyi műveltségének felmérésére vonatkozóan írta elő tanulmányok készítését. 2010 márciusában azonban az SEC új szabályokat fogadott el a pénzügyi alapokra vonatkozóan, amelyek főként a mindenkori likviditás biztosítása céljából az alapok befektetési lehetőségeire irányultak. Az SEC által kiadott új szabályozás többek között kiterjedt a portfólióban tartott papírokkal szemben támasztott likviditási követelményekre, a befektetések átlagos lejárat korlátozására, a befektetések minőségére, a megnövekedett adatszolgáltatási kötelezettségre, valamint a rendszeres, időszakos stressztesztek elvégzésére. Az új szabályozás értelmében azon pénzügyi alapoknak, amelyeknek a nettó eszközértéke névérték alá csökkent, megengedi a kifizetések időleges felfüggesztését, hogy az alap befektetéseit rendezett módon értékesíteni lehessen.

2.4. A felügyeleti szervek jogkörének változása

2.4.1. Fed

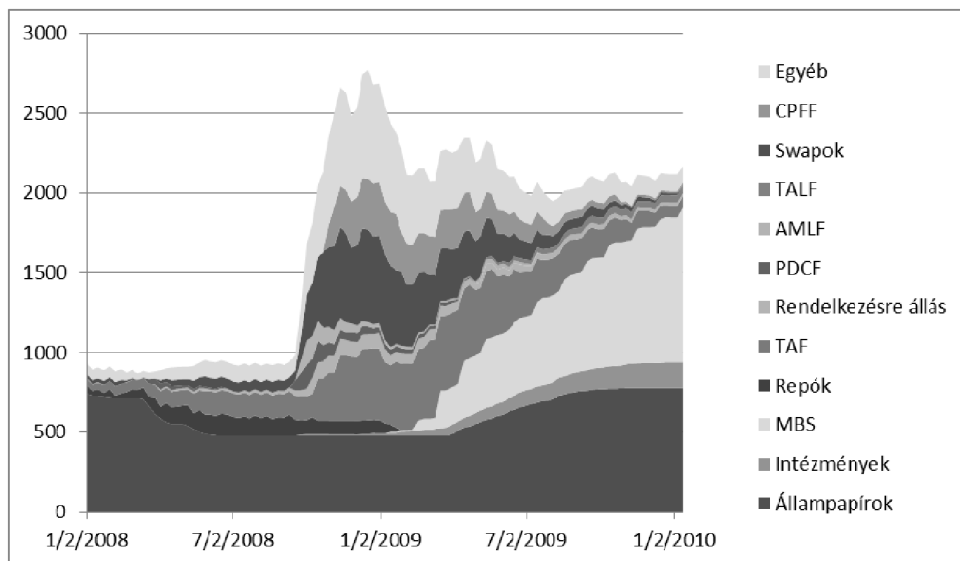
A változások alapjaiban érintették az USA szabályozó- és felügyeleti rendszerét, az egyes intézmények hatáskörét és feladatait. Az FRB-t érintő egyik alapvető változás, hogy céljai közé bekerült a pénzügyi stabilitás, amelynek megerősítésére az FRB-n belül létrehoztak egy új, a felügyelési tevékenységért felelős elnökhelyettesi pozíciót. A válság alatt és azt követően folyamatos bírálat érte a Fedet amiatt, hogy miért nem tett lépéseket a nagy „nem bank” pénzügyi intézmények (pl. Lehman Brothers) romló pénzügyi helyzete láttán; a Fed azzal védekezett, hogy erre nem volt meg a felhatalmazása. Mindezt a Dodd–Frank-törvény orvosolta azáltal, hogy a bankholding társaságok mellett a Fed ellátja a rendszerszinten jelentős „nem bank” pénzügyi intézmények felügyeletét is. További feladata, hogy kidolgozza és közlétegye az ezen intézményekkel szembeni megnövekedett prudenciális elvárásokra vonatkozó javaslatát, amelyről a 2.1.4 pontban szoltam.

Kibővült a Fed jogérvényesítési jogköre is, hiszen ha egy felügyelete alá tartozó bankholding társaság vagy „nem bank” pénzügyi intézmény leányvállalata (pl. broker-dealer) nem felel meg a jogszabályi elvárásoknak, vagy jelentős kockázatot hordoz az USA pénzügyi piacára nézve, a Fednek joga van írásban intézkedésre javaslatot tenni a leánybank (leányvállalat) elsődleges felügyeletét ellátó felügyeleti szervnek, és amennyiben az nem teszi meg a szükséges intézkedéseket 60 napon belül, a Fednek joga van annak megtételére.

A Fednek jelentős szerepe volt a válság kimenetelének enyhítésében és a partnerkockázat továbbterjedésének megakadályozásában azzal, hogy a központi bankra vonatkozó törvényben (Federal Reserve Act) akkor még biztosított, rendkívüli válsághelyzetben alkalmazható hitelezési lehetőségével élve, számos „nem bank” pénzügyi intézménynek (pl. Bear Stearns, pénzpiaci befektetési alapok) is nyújtott pénzügyi segítséget. Később a Fed olyan lehetőségeket is bevezetett, amely az eszközzel fedezett értékpapírok piacának befagyását igyekezett áthidalni. A következő grafikon jól szemlélteti a válság kritikus időszakában és az követően a Fed által alkalmazott eszközöket és azok alakulását. Mindez más megvilágításban a nehéz helyzetbe került intézmények megsegítéseként került értelmezésre, ami másrésztől éles kritikákat váltott ki. *Goodfriendet* [2010] idézve: „A Fed hitelezési politikájának implicit fiskális természetéből következően nem meglepő, hogy a legutóbbi gazdasági válság során a Fed által alkalmazott, kiterjedt hitelezési politika konfliktust váltott ki a kongresszussal.”⁴³

2. grafikon

A Fed mérlege: eszközök⁴⁴ (Mrd USD)



Forrás: Federal Reserve, FSOC Annual Report 2011, Financial Developments 46. o.

43 GOODFRIEND, M. [2010]: Central Banking in the Credit Turmoil: An assessment of the Federal Reserve practice. August 30, 2010 Bank of England Publications URL: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/events/cbs_cew2011/paper_goodfriend2.pdf (letöltve: 2012. 03. 07.)

44 Rövidítések magyarázata az ábrában: CPFF – Commercial Paper Funding Facility, TALF – Term Asset-Backed Securities Loan Facility, AMLF – Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, PDCF – Primary Dealer Credit Facility, TAF – Term Auction Facility, MBS – Mortgage Backed Securities, Intézmények – közvetlen követelések a következő intézményekkel szemben: Fannie Mae, Freddie Mac és a Federal Home Loan Bank.

Ebből a megfontolásból az új törvény jelentősen szűkítette a Fed „lender of last resort” hatáskörét a „nem bank” pénzügyi intézmények irányában, mivel válsághelyzet során az ezen intézmények számára nyújtandó hitelek esetében előírta a pénzügyminiszter jóváhagyását, és kikötötte, hogy a Fed az egyes intézmények pusztá megmentésének szándékával nem bocsáthat rendelkezésre likviditást. Az ügyletek mögé pedig megfelelő biztosítékot kell letennie az igénylőnek. Más közgazdászok (*Cooley, Schoenholtz, Smith, Sylla, Wachtel* [2010]) bírálták a szabályozókat e változtatás kapcsán, mivel szerintük nincs magyarázata annak, hogy a Fed miért tenne különbséget bank és „nem bank” pénzügyi intézmény között, amennyiben azok jelentős veszélyt jelentenének a pénzügyi rendszer számára. Sőt, az is előfordulhat szerintük, hogy a „nem bank” pénzügyi intézmények pusztán a Fed által válsághelyzetben biztosított hitellehetőségek miatt alakulnak át bankká (bankholding társasággá) csakúgy, mint a Goldman Sachs vagy a Morgan Stanley a válság tetőpontján, 2008-ban. Ezért az említett közgazdászok olyan eljárás kialakítását javasolják, amely egyrészt biztosítja a politikai elszámoltathatóságot, másrészt nem korlátozza a Fed azonnali beavatkozási lehetőségét.

A transzparencia erősítése jegyében a központi banki tevékenység ellátása tekintetében a korábbinál lényegesen több információt kell közzétennie a Fednek. A közzétételi kötelezettség nemcsak a válsághelyzet során az egyes intézményeknek biztosított likviditásra, azok részleteire és feltételeire terjed ki, hanem a hagyományos jegybanki finanszírozásra és a nyílt piaci műveletekre is. A nyilvánosságra hozatalra számottevő időbeni eltéréssel, a tranzakciók függvényében egy, illetve két éves időeltolódással kerül majd sor.

2.4.2. FDIC

Az FDIC-nak kulcsszerep jutott a rendszerszinten jelentős pénzügyi intézmények felszámolásában, hiszen annak lebonyolítása és a részletszabályok kialakítása az ő feladata. Az FDIC egy olyan szövetségi felügyeleti szerv, amely egyrészt ellátja az egyes államokban működő bankok (state bank) felügyeletét, másrészt kezeli a betétbiztosítási alapot, és vagyongondnokként részt vesz a bedőlt bankok felszámolásában. A rendezett felszámolási hatóság, az OLA fogalmát a Dodd-Frank Act iktatta ugyan törvénybe, de a válságot megelőzően hasonló feladatokat már ellátott az FDIC a csődbe került bankok felszámolása során. Ez a folyamat azonban annál komplexebb, és megindításához a pénzügyminiszter, a Fed és az FDIC közös egyetértése szükséges. A folyamat sikeres lebonyolításában kulcsszerep jut a SIFI-k által kialakítandó, válsághelyzetben alkalmazott megoldási tervnek, amelyben transzparensten meg kell határozniuk, hogy mely entitások választhatók le a csoportról, és mely eszközök és kötelezettségek milyen módon likvidálhatók.

Az eljárás keretében az FDIC garanciákat nyújthat, egyéb kötelezettségeket vállalhat, azonban csak olyan mértékben, ameddig azok visszafizetését biztosítottnak látja. 2010 augusztusában az FDIC igazgatótanácsa létrehozta a **Komplex Pénzügyi Intézmények Hivatalát (Office of Complex Financial Institutions)**, amely az említett rendezett felszámolási hatósággal kapcsolatos funkciókat látja el, valamint folyamatosan áttekinti és nyomon követi a 100 milliárd dollár eszközértéket meghaladó bankholding társaságok és rendszerszinten jelentős intézmények tevékenységét.

Szintén a rendezett felszámolási eljáráshoz kapcsolódó új jogköre az FDIC-nek a rendszerszinten jelentős intézményekre vonatkozó, ún. „back-up” vizsgálati és jogérvényesítési jogkör, amelynek értelmében a FRB mellett az FDIC is végezhet vizsgálatokat megfelelő koordináció mellett.

A betétbiztosítási alap kezelésében is nagyobb teret kapott az FDIC abból a célból, hogy pénzügyi krízishelyzet esetén is képes legyen fenntartani a betétbiztosítási alap pozitív egyenlegét, és ne válsághelyzetben kelljen a tagintézményekre további befizetéseket róni, mélyítve a ciklikusságot. 2010 decemberében a betétbiztosítási alap elvárt megtakarítási rátáját ezéért az FDIC 2%-ban határozta meg, szemben a korábbi 1,15%, illetve későbbi 1,35%-kal, és hosszú távú stratégiát dolgoz ki a betétbiztosítási alap menedzselésére.

2.4.3. SEC

Az Értékpapír- és Tőzsd felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) fő küldetése – a két előbb említett (Fed, FDIC) szövetségi felügyeleti szerv „safety and soundness” prudenciális felelősségével szemben – elsősorban a kisbefektetők védelme, valamint a megfelelően, tisztességesen, hatékonyan és átláthatóan működő tőkepiacok biztosítása. Az SEC felügyeli az értékpapírpiacokon tevékenykedő fő szereplőket, elsősorban az értékpapírtőzsdét, befektetési bankokat, befektetési vállalkozásokat (broker-dealers), befektetési tanácsadókat és befektetési alapokat.

A három szövetségi felügyeleti intézmény közül az SEC-re ruházta a legtöbb új feladatot a törvény; ezek esetenként szervezeti változásokat is vonnak maguk után. A privát alapok (hedge funds – private equity funds) első ízben kerülnek felügyeleti látókörbe, az ezekkel kapcsolatos regisztrációs feladatok és az adatszolgáltatás feldolgozása, illetve ezen alapok felügyelete, esetenként helyszíni vizsgálata az SEC hatáskörébe tartozik. A hedge fundokkal kapcsolatos új követelményekről a 2.3.1 pontban tettem említést. A törvény a swappiacok szabályozása és az eszközökkel fedezett értékpapírok (asset backed securities) kibocsátásával kapcsolatos, megnövekedett adatszolgáltatási és közzétételi kötelezettség monitorozása szempontjából ugyancsak jelentősen kiterjesztette az SEC felelősségét. További új szabályalkotási, vizsgálati és jogérvényesítési jogkör kapcsolódik a hitelminősítő intézetek éves vizsgálataihoz kapcsolódóan is.

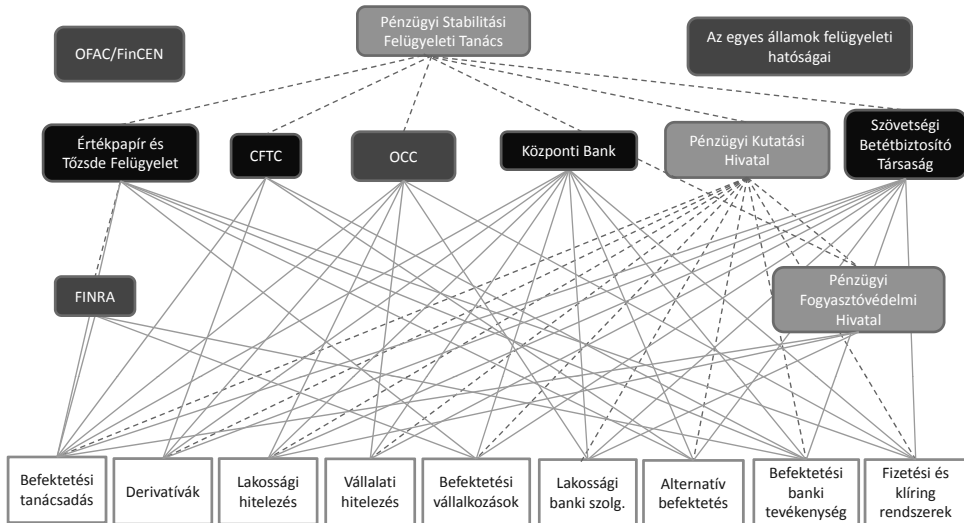
A felügyeleti intézmények komplex rendszere az Egyesült Államokban⁴⁵

A hálón fennakadva

Ki mit vizsgálhat

Pénzügyi felügyelet: régi új régi, új hatáskörrel Érintett területek és szolgáltatások

Hatáskör: Joga van vizsgálni — Információt kérhet - - - - -



Forrás: JPMorgan Chase

3. ÖSSZEĞZÉS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK

A 2300 oldalas Dodd–Frank-törvény az 1929–33-as gazdasági válság óta az Egyesült Államok legátfogóbb és legkomplexebb pénzügyi szektort érintő szabályozása, amely mintegy 67 tanulmány és 200 részletszabály kialakításával bízta meg a felügyeleti szerveket. Jelen tanulmány a bankszektort, illetve az árnyékbankrendszert érintő intézkedéseket mutatta be.

Az USA-ban a pénzügyi válságra tett válaszlépések közül a bankszektort érintő, prudenciális jellegű intézkedések azt a célt szolgálták, hogy a dereguláció éveiben elsődlegessé vált piaci önszabályozó mechanizmussal szemben megerősítsék és kiterjesszék a felügyeleti szervek szerepét a pénzügyi piacokon. A megtett intézkedések összefoglalhatók a fő témakörök mentén, amelyek közül talán az egyik legfontosabb, hogy a korábban

45 OFAC Office of Foreign Assets Control
 FinCen Financial Crimes Enforcement Network
 CFTC Commodity Futures Trading Commission
 OCC Office of the Comptroller of the Currency
 FINRA Financial Services Regulatory Commission

hiányzó, rendszerkockázatokra koncentrááló makroprudenciális látásmódot megteremtették, és felügyeleti látókörbe vonták az árnyékbankrendszer egyes elemeit, így a felügyeleti szervek, illetve az FSOC átfogó képpel rendelkezhet a piacokról. Ennek eredményeként az USA felügyeleti rendszere átalakult, kibővült, az egyes intézmények hatáskörei megváltoztak. Szigorodtak tovább a rendszerszinten jelentős intézményekkel szemben támasztott prudenciális elvárások, amelyek az intézmények tőkéjét érintő Bazel III. új minőségi és mennyiségi követelményeivel és likviditási sztenderdjeivel együtt jelentősen befolyásolják majd a figyelembe vehető és rendelkezésre álló tőkét, hatékony tökemenedzsmentet követelve az intézményektől. Esetenként a törvényhozók explicit tiltással igyekeztek korlátozni a betétbiztosítással rendelkező intézmények kockázatosnak vélt tevékenységét, és megővni a betétbiztosítási alap tartalékait.

A változások az intézmények számára, főként a „too big to fail” intézmények esetében, vélhetően a jövedelmezőség csökkenését vonják maguk után, egyrészt az implementálással kapcsolatos adminisztrációs és egyéb megnövekedett költségek (pl. betétbiztosítási díjak), valamint a tőkére vonatkozó, új előírások miatt. Másrészt a változások várhatóan a bankok bevételeire, a bevételi források diverzifikációjára is hatással lesznek az új limitek és befektetési korlátok formájában.

Az intézkedések jelentős része magukat az intézményeket is saját üzleti modelljeik áttekintésére, esetenként ártértékelésére készíti majd. A bankszektorban (legalábbis a betétbiztosítással fedezett intézmények esetében) várhatóan ismét a tradicionális banki tevékenységek kerülnek előtérbe, teret engedve kisebb piaci szereplőknek a specializálódásra, a piaci részek betöltésére. Elvárás a bankokkal, főként a nagy, globálisan működő, rendszerszinten is jelentős intézményekkel szemben, hogy a komplexitás mértékét olyan szinten tartsák, amelynek áttekintésére és irányítására vezetői szinten képesek; másrészt a korábbinál sokkal tudatosabban készüljenek fel egy esetleges válsághelyzet megoldására és kezelésére.

A válaszlépések számos szabályozói rést bezártak, érdekellentétet megszüntettek, a piacokat átláthatóbbá tették, csökkentették az egyes intézmények rendszerkockázatoknak való kitettségét: összességében tehát számos, az Előzmények pontban a válság okaiként bemutatott hiányosságra reagáltak.

A változások azonban nem érintettek két olyan kulcsterületet, amelyeknek a megoldása sürgető feladat a piacok stabilitásának megteremtése érdekében. Az egyik a repopiacok köre, amelyeknek a megreformálását a szabályozók egy piaci szereplőkből álló bizottságra bízták, ez azonban eddig nem tudott sikereket felmutatni. A háromoldalú repopiac átalakítása kiemelt feladat lenne, hiszen a napi elszámolás zökkenőmentes lebonyolítása céljából a klíringbankok forgalmazóknak nyújtott, nagy összegű, napon belüli hitelei jelentős rendszerkockázatot hordoznak. Hasonlóképpen érintetlenül hagyták a szabályozók a jelzáloghiteles-piacon tevékenykedő, kvázi állami intézményeket, amelyek tevékenységükkel nagyban hozzájárultak a válság elmélyítéséhez. Mindkét terület komplex, átfogó változásokat igényel; ennek a megoldása az elkövetkezendő időszak feladata lesz az Egyesült Államokban.

Rövidítések jegyzéke

FSOC	Financial Stability Oversight Council
OFR	Office of Financial Research
FRB	Federal Reserve Board of Governors
Fed	Federal Reserve System
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
SEC	Securities and Exchange Commission
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
OTS	Office of Thrift Supervision
AIG	American International Group
SIFI	Systematically important financial institutions
FMU	Financial market utilities
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
OLA	Orderly liquidation authority

IRODALOMJEGYZÉK

- ACHARYA, V. V.–COOLEY, F. T.–RICHARDSON, M.–WALTER, I. [2010]: Regulating Wall Street. John Wiley & Sons. Inc. Hoboken, New Jersey.
- ACHARYA, V.–SCHNABL, P.–SUAREZ, G. [2010]: Securitization without Risk Transfer. AFA 2010 Atlanta Meetings Paper. 2011. október 20. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364525 (letöltve: 2012. 01. 26.)
- ANDERSON, D.–BUEHLER, K.–CESKE, R.–ELLIS, B.–SAMANDARI, H.–WILSON, G. [2011]: Assessing and addressing the implications of the new financial regulations for the US banking industry. McKinsey & Company, March 2011. URL: http://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/Risk/Working%20papers/25_Assessing_Addressing_Implications.ashx (letöltve: 2012.03.26.)
- BCG [2010]: Boston Consulting Group: U.S. Securities and Exchange Commission Organizational Study and Reform. 2011. március 10. URL: <http://www.sec.gov/news/studies/2011/967study.pdf> (letöltve: 2012. 03. 21.)
- BERNDT, A.–GUPTA, A. [2008]: Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit. Carnegie Mellon University–Tepper School of Business, Case Western Reserve University–Department of Banking & Finance URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1290312 (letöltve: 2012. 03. 22.)
- BRICE C. L. [2010]: Dodd-Frank Regulation of Hedge Funds and Derivatives. 2010. szeptember 10. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1679187 (letöltve: 2011. 12. 26)
- CARNELL, S. R.–MACEY, R. –MILLER, P. G [2009]: The Law of Banking and Financial Institutions. Aspen Publishers.
- COPELAND, A.–MARTIN, A.–WALKER, M. [2011]: Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market. Federal Reserve Bank of New York Staff Report Nr. 506, 2011. július. URL: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr506.html (letöltve: 2012. 01. 26.)
- Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act – Pl. 111–203 (HR 4173), 2010. július 21.
- FDIC [2010]: Statement of Sheila C. Bair, Chairman of the Federal Deposit Insurance Corporation on Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, September 30, 2010. URL: http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=45e59c62-8c3b-46c3-8b1c-745da53d5c87 (letöltve: 2012.03.20.)
- FDIC [2011]: The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act. FDIC Quarterly 2011 Volume 5, Number URL: http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2011_vol5_2/lehman.pdf (letöltve: 2012. 03. 20)

- FED [2011]: Enhanced Prudential Standards for Large BHCs and Nonbank Financial Companies Designated for Consolidated Supervision Proposed Rule 2011. December 20. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2012-01-05/pdf/2011-33364.pdf> (letöltve: 2012. 01. 30.)
- FSOC [2011]: Financial Stability Oversight Council 2011 Annual Report, URL: <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/FSOCAR2011.pdf> (letöltve: 2012. 03. 30.)
- GOODFRIEND, M. [2010]: Central Banking in the Credit Turmoil: An assessment of the Federal Reserve practice. August 30, 2010 Bank of England Publications URL: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/events/ccbs_cew2011/paper_goodfriend2.pdf (letöltve: 2012. 03. 07.)
- GORTON, G.–METRICK, A. [2010]: Regulating the Shadow Banking System, September 1, 2010. Yale School of Management; National Bureau of Economic Research URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1676947 (letöltve: 2012. 02. 21.)
- OCC [2008]: OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities Second Quarter 2008 URL: http://www.occ.treas.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq_208.pdf (letöltve: 2012. 01. 03.)
- OCC [2011]: OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities Fourth Quarter 2011 URL: <http://www.occ.treas.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq411.pdf> (letöltve: 2012. 03. 24.)
- Preqin [2011]: Preqin Global Investor Report, Hedge Funds. URL: http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Global_Investor_Report_Hedge_Funds.pdf (letöltve: 2012. 03. 19.)
- PRICE, A. D. [2010]: Sifting for SIFI. Federal Reserve, Region Focus. Second Quarter 2011, URL: http://www.richmondfed.org/publications/research/region_focus/2011/q2/pdf/federal_reserve.pdf (2011. 01. 29.)
- SCOTT, S. H.–GELPERN, A. [2011]: International Finance. Transactions, Policy and Regulation. Thomson Reuters/Foundation Press
- Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates [2010]: The Dodd-Frank Act – Commentary and Insights, July 12, 2010 http://www.skadden.com/cimages/sitefile/skadden_insights_special_edition_dodd-frank_act1.pdf (letöltve: 2012. 03. 07.)
- The Financial Crisis Inquiry Commission [2011]: Final report of the National Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States. Official Government Edition, 2011. január. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (letöltve: 2012. 03. 05.)
- WALLISON, J. P. [2011]: Dissent from the Majority Report of the Financial Crisis Inquiry Commission. American Enterprise Institute for Public Policy Research, 2011. január 14. URL: <http://www.aei.org/files/2011/01/26/Wallisondissent.pdf> (letöltve: 2012. 03. 05.)
- <http://news.businessweek.com/article.asp?documentKey=1376-LZCAQ10YHQ0X01-78KTAHJITP087NMCCRNVNIOT6T> Letöltve: 2012.04.09.
- http://www.barclayhedge.com/research/money_under_management.html (letöltve: 2012. 04. 09.)