Bujtár Zsolt

AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS

egy toxikussá vált pénzügyi eszköz méregtelenítése a XXI. században

Bujtár Zsolt

AZ ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS

PTE KIADÓ, 2021

Kiadó:
Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar

Felelős kiadó: Dr. Fábián Adrián dékán

„Az Igazságügyi Minisztérium jogászképzés színvonalának emelését célzó programjai keretében valósult meg."

© Bujtár Zsolt, 2021

Lekorálta: Dr Halász Vendel PhD
adjunktus

Minden jog fenntartva.
A kiadvány szerzői jogvédelem alatt áll. A kiadványt, illetve annak részleteit másolni, reprodukálni, adatrögzítő rendszerben tárolni bármilyen formában vagy eszközzel - elektronikus vagy más módon - a kiadó és a szerző írásbeli engedélye nélkül tilos.

All rights reserved.
No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without the priorpermission of the publisher and the author.

ISBN: 978-963-429-709-3

Nyomdai munkák:Baufirma Kft.
Felelős vezető: Győriné Simon Brigitta
Email: kodex@t-online.hu

Tartalomjegyzék

Előszó 9

1. Bevezető 11

2. Az értékpapírok létrejöttének gazdasági okai..... 17

3. Az értékpapírok jogi megközelítése 21
3.1. A kötelmi jogi aspektus 21
3.2. A dologi jogi aspektus 24

4. Az értékpapírok kialakulásának történeti gyökerei, archetípusai 31
4.1. A kötvény..... 34
4.1.1. A kötvények kockázatai..... 35
4.1.1.1. Kamatkockázat..... 35
4.1.1.2. Inflációs kockázat 36
4.1.1.3. Devizaárfolyamkockázat..... 37
4.1.1.4. Az újrabefektetési kockázat 39
4.1.1.5. A csődkockázat 39
4.1.1.6. A visszahívás kockázata 41
4.1.1.6. Értékesítési (marketability) vagy likviditási kockázat 42
4.1.1.7. Monetáris politikai kockázat..... 43
4.1.2. A kötvények főbb típusai 43
4.2. A részvények..... 44
4.2.1. A részvények főbb fajtái 47
4.2.1.1. A törzsrészvény..... 47
4.2.1.2. Elsőbbségi részvény..... 48
4.2.1.3. A kamatozó részvény..... 51
4.2.1.4. A dolgozói részvény 52
4.2.2. A részvények kockázati tényezői..... 53
4.2.2.1. A makrogazdasági kockázat 55
4.2.2.2. Az iparági kockázat..... 56
4.2.2.3. Nyersanyag árak kockázata..... 56
4.2.2.4. Címlap kockázat..... 57

4.2.2.5. Minősítési kockázat 58
4.2.2.6. Elavulási kockázat 58
4.2.2.7. Észlelési kockázat 59
4.2.2.8. Szabályozási kockázat 60
4.2.2.9. Üzleti modell kockázat 61
4.2.2.10. A robbanásszerű változás (disruptive) kockázata 61
4.2.2.11. IPO window kockázat 62
4.3. Az értékpapírosítás folyamata és az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása 63
4.3.1. Az értékpapírosítás folyamata 63
4.3.1.1. Az értékpapírosításba bevonható fedezetek köre 65
4.3.1.2. A hitelezési kockázatok áttelepítése 67
4.3.1.3. Az ügyletrészsorozatokra bontás 70
4.3.2. Az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása 71

5. Az értékpapírosítás története 87
5.1. Az értékpapírosítás korai története 88
5.1.1 A genovai compera 88
5.1.2. Az angol szuverén adósság értékpapírosítása a XVII-XVIII. században 90
5.1.3. Az értékpapírosítás korai dán modellje 91
5.1.4. A holland értékpapírosítás és nemzetközi hatásai a XVIII. században 92
5.1.5. A Luisana-i C.A.P.L értékpapírosítás 94
5.1.6. A francia államadósság finanszírozása - a svájci értékpapírosítási modell 96
5.1.7. A fedezett kötvény megjelenése Európában 98
5.1.8. Az Egyesült Államok korai értékpapírosítási hullámai 103
5.1.8.1. Az állami (hibrid) intézmények megjelenése az Egyesült Államok jelzálogfinanszírozási rendszerében 108
5.2. A modern kori értékpapírosítás története az Egyesült Államokban 116

6. Az értékpapírosítás gazdasági előnyei és a hátrányai ... 127
6.1. Az értékpapírosítás gazdasági előnyei 127

6.1.1. Az értékpapírosítás mikroszintű előnyei a kínálati oldalon 127
6.1.2. Az értékpapírosítás mikroszintű előnyei a keresleti oldalon 132
6.1.3. Az értékpapírosítás makroszintű előnyei 134
6.2. Az értékpapírosítás kockázatai mikro- és makroszinten 136

7. Az értékpapírosítás fő típusai 147
7.1. Hagyományos értékpapírosítás 147
7.1.1. A hitelminőség feljavítás (credit enhancement) 148
7.2. A CDO-k típusai 151
7.2.1. A CDO-k altípusai finanszírozási forma szerint 152
7.2.2. A CDO-k altípusai a fedezetek kockázati szintje szerint 154
7.2.3. A CDO-k altípusai a létrehozás célja szerint 155
7.2.4. A CDO-k altípusai a tőkeáttétel szerint 156
7.2.5. A CDO-k altípusai a feltöltés módja szerint 157
7.2.6. A kizárólag jövőbeli pénzáramokkal rendelkező értékpapírosítások altípusai 158
7.3. Szintetikus értékpapírosítás 160
7. 4. Eszközalapú kereskedelmi kötvény 169
7.4.1. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény működési modellje 169
7.4.2. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény szerkezete 170
7.4.3. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény konstrukció átláthatósága 173
7.4.4. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény a 2007-2009-es válság idején 175
7.4.5. A bukás okai és a megoldás 175
7.4.6. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény újraszabályozása 180
8. Az értékpapírosítás elhatárolása – alternatív pénzügyi konstrukciók 183
8.1. Értékpapír kibocsátás 183

8.2. Faktoring 186
8.3. A fedezett kötvény (covered bond) 189
8.4. Hagyományos befektetési alap 192
8.5. A tőzsdén jegyzett befektetési alapok (exchange traded funds - ETF) 194
8.6. Ingatlanbefektetési alap 199
8.7. Szabályozott ingatlanbefektetési társaság 202
8.8. Certifikátok 206

9. Az értékpapírosítás, mint árnyékbanki finanszírozási forma 211

10. Az értékpapírosítás újraszabályozása az Egyesült Államokban a 2007-2009-es subprime válságot követően . 221

11. Az értékpapírosítás európai uniós szabályozása 231
11.1. Az értékpapírosítás európai uniós szabályozásának rövid története és gazdasági alapja 231
11.2. Az értékpapírosítás meghatározása az Európai Unió jogrendszerében 234

12. Az értékpapírosítás és jogi szabályozása Kínában 243
12.1. A feljövő országok értékpapírosítási jellemzői 244
12.2. A kínai értékpapírosítás szabályozásának rövid története 247
12.3. A kínai értékpapírosítási konstrukciók 253
12.4. A kínai értékpapírosítás jövője – a szabályozás lehetséges irányai 259

13. Az értékpapírosítás hazai szabályozásának áttekintése 261

14. Záró gondolatok 273

Felhasznált irodalom jegyzéke 281

Előszó

A XXI. századra a közgazdaságtan széles körben ismerte fel, hogy a gazdasági szereplők nem minden esetben hoznak racionális döntéseket, vagy más nézőpontból vizsgálva, ezek a döntések korlátozottan racionálisak. Különösen igaz a racionális döntések hiánya az érzelmileg jelentősen túlterhelt döntési helyzetekben, amikor a csoporthoz tartozás igénye az érzelmi alapú döntéseket helyezi előtérbe. Ez az érzelmi befolyásoltság és gondolkodásunk egyszerűsítésre és támpontokra törekvő mechanizmusai a kognitív elfogultságnak a pozitív megjelenése, euforikus helyzetekben ugyanúgy tapasztalható, mint válsághelyzetekben. A wall street-i tőzsdevilág közmondása szerint éppen a félelem és a mohóság határozza meg a tőkepiacok működését, míg ezzel szemben Warren Buffet éppen a türelmet, a megfontoltságot és a kitartást teszi értékessé, amikor azt állítja, hogy a tőzsde a türelmes emberekhez csoportosítja át a forrásokat a türelmetlenektől. A pénzügyi döntések során az emberi tényezőt még a mesterséges intelligencia sem tudja teljeskörűen kiszorítani, tehát szükséges, hogy a viselkedés közgazdaságtan által feltárt kognitív és érzelmi hibákat ismerve, azokat is figyelembe véve hozzuk meg döntéseinket.

A fenti hibák megelőzéséhez a pénzügyi eszközök ismerete feltétlenül szükséges. Ez különösen igaz összetett, srtruktúrált termékek esetében, ahol minden – még a legkisebb valószínűségű - kimenetel ismerete is alapvető fontosságú. Ebben kíván a szerző segítséget és iránymutatást adni, amikor a XXI. század eddig legsúlyosabb pénzügyi válságának, a 2007-2009-es subprime válságnak a meghatározó összetevőjét, az értékpapírosítást teszi vizsgálata tárgyává. Teszi ezt történelmi példákkal és széles körű nemzetközi összehasonlításban, külön fejezetet szánva a hasonló pénzügyi eszközökkel történő összehasonlításnak is.

A téma feldolgozása azért sem egyszerű, mert közgazdasági és jogi területen egyaránt feltételezi az olvasó jártasságát.

Ugyanakkor jó eszközt nyújthat a könyv, mert szerkezetében éppen az egymásra épülő fejezetekben az alapmintául szolgáló kötvényektől és részvényektől indulva jut el a szerző a korai értékpapírosításon át a modern értékpapírosításnak a 2000-es évek elején kialakult torz rendszeréig.

Ezt követően pedig már nyilvánvalóvá válik a kérdés, hogy egy következő világgazdasági válságban betöltött hasonló szerep kialakulásának a megelőzését a jog eszközével a jogalkotó és jogalkalmazó, hogyan és milyen mértékben képes megoldani. A nemzetközi kitekintés a feljövő piacok között az értékpapírosításban is meghatározó szerepet betöltő kínai és európai uniós elemzést követően a hazai szabályozás vizsgálatával zárul.

A könyv zárására a koronavírus járvány által előidézett gazdasági válság elején került sor. A kibontakozó keresleti és kínálati válság együttes megjelenése a gazdaságpolitika új eszközeit hozhatja felszínre és Magyarországon is „vizsgázhat" az értékpapírosítás az új szerepben. Ezek a folyamatok elemzése azonban már csak egy újabb tanulmány részét képezhetik a jövőben.

1. Bevezető

Az *értékpapírosítás (securitization)*[1] mint összetett értékpapír kibocsátási folyamat, – mely szerződéses vagy értékpapír formában fennálló követelések átstrukturálását öleli fel – az egyes árnyékbanki összetevők vizsgálata során került a szerző érdeklődési körébe. Az olyan *árnyékbanki működési formák*, mint például az *ETF-k (tőzsdén jegyzett befektetési alapok), a repo ügyletek (értékpapír visszavásárlási ügyletek) és a szabályozási arbitrázs* vizsgálatát követően az eszközfedezetű kereskedelmi kötvényeket vizsgáló kutatásai során irányult a szerző figyelme az értékpapírosításra, mint a legösszetettebb árnyékbanki működési formára.

Ekkor vált a szerző számára egyértelművé, hogy az árnyékbankrendszeri működés két meghatározó jellemzője a *lejárati és likviditási transzformáció* az értékpapírosítás során valósulhat meg a legtöbb változatban. Az értékpapírosítás típusainak ugyanis széles a skálája, melyek különböző befektetői igényeknek kívánnak megfelelni. A *Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America* – amely bizottság a pénzügyi válság okait kívánta feltárni az Egyesült Államokban – jelentését[2] tanulmányozva az értékpapírosítás széles körű és jelentős negatív gazdasági hatásaival szembesült a szerző. Ezért a szerző az elméleti és történeti áttekintést követően elsőként azt a kérdést vizsgálta: vajon az értékpapírosítás előnyei felülmúlják-e a potenciális hátrányait, avagy tiltani vagy – a megfelelő

[1] Az amerikai angolban securitization míg a brit angolban securitisation elnevezés jelöli a fogalmat.

[2] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 2011. január https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2019.09.18.)

jogi keretek között – támogatni szükséges az értékpapírosítás gazdasági térnyerését?

Különösen izgalmas kérdés az értékpapírosítás szerepe a *pénzügyi innováció* tekintetében. Ha ugyanis a modern kori értékpapírosítás a pénzügyi innováció része, valamint részben eredménye is, akkor egyértelműen felmerül kérdésként, hogy vajon a jogalkotónak sikerült-e egy rövid időszak alatt kialakult (értékpapír)kereskedelmi gyakorlatot jogilag megfelelő módon szabályoznia? Elsősorban a modern értékpapírosítás bölcsőjének számító Egyesült Államok pénzügyi rendszerének szabályozása vetette fel ezt a kérdést. A felvetés azonban releváns az Európai Unió és így hazánk vonatkozó jogszabályi kereteinek kialakítása esetében, illetve az értékpapírosításban is meghatározó szerepet betöltő Kína gazdaságában is. Utóbbi esetében éppen a GDP nagyságrendjét évek óta meghaladó árnyékbankrendszer részeként az értékpapírosítás szabályozásának vizsgálata önmagában is további izgalmas kérdéseket vet fel. Így szinte adódik a kérdés, hogy az árnyékbankrendszert komplex módon létrehozó egyesült államokbeli *dereguláció* milyen mértékben eredményezte a téves belső ösztönzési rendszerek kialakulását, amelyek aztán meghatározó módon járultak hozzá az értékpapírosítás *2007-2009-es subprime válság* során betöltött szerepéhez? Ezért a könyvben vizsgált második kérdés - az értékpapírosítás típusainak és részletes működésének elemzését követően - arra irányul, hogy a jogalkotásnak és jogalkalmazásnak a válságot követően sikerült-e levonni az értékpapírosítás 2007-2009-es subprime válságban betöltött szerepének és téves belső ösztönzési rendszerének a tanulságait, és az Egyesült Államokban, az Európai Unióban és Kínában az értékpapírosítás újraszabályozása a válságot követően hatékony jogi szabályozást hozott-e létre.[3] A problémakört az értékpapírosítás tőkepiaci szabályozási

[3] Lásd SZILOVICS, Csaba: *A jó állam fogalmáról a pénzügy jogász szemével* Gazdaság és Jog 2019 27. évf. 5. szám 1-3. old. és SZILOVICS, Csaba:

témakörére alapozva vizsgálja a szerző, és a könyv egyes fejezeteiben e szempontok szerinti részletes vizsgálatára kerül sor.

A témaválasztásnak a fentieken túl további aktualitást adott az a tény, hogy 2019. január elsejétől vált hatályossá az Európai Unió értékpapírosítás szabályozására vonatkozó rendelete.[4] A magyar tőkepiaci jog is módosult, a hazai jogalkotó a tőkepiaci törvény önálló fejezetben[5] az uniós rendeleten túl önálló részletszabályokkal további jogi kereteket adott az értékpapírosításban jogilag kulcsszerepet betöltő *különleges célú gazdasági egységnek (KCGE),* mely az *SSPE (értékpapírosítási célú speciális jogalany)* magyar fordításából keletkezett. Az angol kifejezés azonban utal a széles körben alkalmazott és különösen az *Enron botrány*[6] során elhíresült *speciális célú jogalany (Special Purpose Entity - SPE)* mérlegen kívüli tételek létrehozásában történő felhasználására, mint a hagyományos értékpapírosítás egyik jellemző eszközének az eredetére. Ehhez pedig a 2015-ös brókerbotrányok[7] egyik meghatározó szereplőjének, a *Quaestor*

Gondolatok a hatékony adórendszer néhány eleméről 2019 JURA 25. évf. 1. szám 138-159. oldal

[4] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és az 1060/2009/EK és a 648/2012/EU rendelet módosításáról

[5] 2011. évi CXX. törvény a tőkepiacról XXV. fejezet

[6] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel: *Társaságok a tőzsdén* HVG-Orac 2001 Budapest 140. old.

[7] Lásd SZALAY, Gábor: *The Impact of the Lack of Transparency on Corporate Governance: A Practical Example* Corporate Law & Governance Review 2019, 1. évf. 2. szám. 21-28. old. és GÁL, István László: *A költségvetési csalás és a tõkepiaci visszaélések,* 2018, JURA 24. évf. 1. szám 31-39 old. és GÁL, István László: *Insider trading, broker scandals in Hungary and the Questor case* In: Economic Criminology Shanghai, Kína : Shanghai Academy of Social Sciences, 2017, 69-84. old.

csoportnak az SPE tagja,[8] (a *Quaestor Financial Hruria Kft.*) adja a vonatkozó hazai, időben nem túl távoli aktualitását. Az *MNB* által 2019. márciusában meghirdetett *Növekedési Kötvényprogram* a 2019. július 1-i indulásával a kötvénypiac fellendítése mellett a hazai értékpapírosítást is ösztönözni kívánja, ezzel is biztosítva az értékpapírosítás makrogazdasági előnyei elérésének a lehetőségét a hazai piaci szereplők számára, illetve a könyvnek is további aktualitást ad.

A könyv elkészítéséhez az értékpapírosítás témakörében releváns nemzetközi, különösen az európai uniós és az egyesült államokbeli, valamint a hazai jogforrásokat tekintette át a szerző. A joganyag feldolgozását az eltérő gazdasági gyakorlatok bemutatásával széles körben egészítette ki a szerző, melyhez a releváns magyar és angol nyelvű nemzetközi jogi szakirodalom került áttekintésre.

A könyv célja az értékpapírosítás jogi szabályozásának és gazdasági működési mechanizmusainak feltárása az egyes az értékpapírosítás szempontjából jelentős államok, illetve államalakulat, így az Egyesült Államok, Kína és az Európai Unió esetében. Az elemzés során az értékpapírosítás mint komplex (strukturált) értékpapírokra alapozott ügylet[9] kerül áttekintésre, és az ezen konstrukcióra vonatkozó jogelvek és jogintézmények

---

[8] Lásd KECSKÉS, András - BUJTÁR, Zsolt: *Merre tart a gazdasági jogi szabályozás a Quaestor botrány után? I.* Gazdaság és Jog 2015, 23. évf 11. szám 3-8. old. és SZALAY, Gábor – *Vállalati botrányok és esetek áttekintése különös tekintettel a felelős társaságirányítás és a transzparencia kérdéskörére (I.): A Postabank-jelenség* JURA, 2017, 23. évf. 1. szám 389-398. old. valamint FERENCZ, Barnabás: *Horpadások a karosszérián: felelős társaságirányítási kérdések az elmúlt időszak autóipari botrányainak tükrében* Debreceni Jogi Műhely 2016 13. évf. 1-2. szám

[9] Ahogy a vonatkozó 2019. január elsejétől hatályos Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és a 1006/2009/EK és a 648/2012/EK rendelet módosításáról elhatárolja.

változásai, valamint a modern értékpapírosítás jogi szabályozásának és a korai jogalkalmazásnak az összehasonlító módszerrel való elemzése valósul meg, kitérve azok gazdasági és különösen tőkepiaci jogi, valamint makroprudenciális vonatkozásaira.

Ahhoz, hogy megfelelő mélységben átlátható legyen mind az értékpapírosítás működési mechanizmusa, mind pedig annak magán- és közjogi szabályozásának aspektusai, az értékpapírok polgári jogi meghatározásából - *kötelmi* és *dologi jogi* szempontból - szükséges kiindulni. A klasszikusnak tekintett értékpapírok, így a *kötvény* és a *részvény* jogintézményeinek vizsgálata szolgálhatja továbbá az alapját a komplex, de alapvetően erre a két értékpapír típusra épülő *strukturált értékpapírok* vizsgálatának. Így a részvény és kötvény, mint jogi és gazdasági alapintézmény áttekintése és kockázatainak vizsgálata is szükséges ahhoz, hogy az ezekből felépülő konstrukciók kockázatai, működési mechanizmusai és az ezeket meghatározó jogi keretek is értelmezhetővé váljanak az e területen kevéssé otthonos szakemberek számára is. Ezen területek gazdasági és jogi elemzését követően a könyv az értékpapírosítás folyamatát, szereplőit és azok feladatait és hatásköreit, valamint az egyes főbb értékpapírosítási típusokat vizsgálja.

Az értékpapírosítás folyamatainak áttekintésekor két további szempont bevonása is szükséges: egyrészt a *hagyományos és szintetikus értékpapírosítás* elhatárolása, másrészt az értékpapírosítás makrogazdasági hatásainak elemzése, ugyanis az értékpapírosítás az árnyékbankrendszer egyik meghatározó összetevője.

Az árnyékbankrendszer működésének felismerésével a jogalkotás új dimenziója nyílt meg és a jogalkalmazásban is szükségszerűen jelentek meg olyan elemek, melyekre addig a jogalkalmazók (tőkepiaci felügyeleti szervek) nem voltak figyelemmel. Itt különösen fontos megemlíteni a makroprudencális pénz- és tőkepiaci felügyeleti eszközök megjelenését, melyek akár a pénzügyi válságok megelőzésében vagy a kialakult eszközbubo-

rékok[10] méretének csökkentésében is fontos szerepet tölthetnek be.

Az értékpapírosítások megítélése a válságot követően a jogintézmény *2007-2009-es Globális Pénzügyi Válságban* betöltött szerepe miatt alapvetően rendkívül negatívvá vált. Éppen a magyar tapasztalatok alapján kristályosodhat ki kellőképp, hogy a követelések értékpapírosítása jelentős makrogazdasági előnyökkel is járhat egy válságból való kilábalás során. Az értékpapírosítás e két arca jól érzékelhető akkor is, amikor a subprime válságot követően sem a teljes ellehetetlenítés, hanem a megfelelő korlátok közé szorítás, a transzparencia növelése és az összeférhetetlenségi helyzetek csökkentése állt mind az Egyesült Államok, mind az Európai Unió jogalkotásának homlokterében. Mindkét joghatóság esetében ezek a szempontok játszottak elsődleges szerepet 2010-ben, illetve 2014-ben is, amikor az értékpapírosítás átfogó jogi szabályozására került sor az Egyesült Államokban.

A 2010-es évek során az értékpapírosítás újraszabályozása kapcsán szükséges továbbá feltenni azt a kérdést is, hogy megfelelően hatékony jog[11] jött-e létre az Egyesült Államokban, az Európai Unióban és benne Magyarországon, illetve a második legnagyobb értékpapírosító nemzetgazdaságban, Kínában.

---

[10] Piaci eszközbuborék akkor alakul ki, amikor egy eszközosztály piaci ára annak fundamentális értékétől elszakad, mert a befektetők azt feltételezik, hogy az árak folyamatosan emelkedni fognak a jövőben is. Jó példa erre a holland tulipánőrület a XVII. században, amikor egy lakóház árát is hajlandó volt a vevő egy tulipánhagymáért kifizetni vagy az Egyesült Államok ingatlanpiaci buborékja, amely 1992-es és 2006 között alakult ki és ahol az évi 10 %-os ingatlanpiaci árnövekedést is tartósan fenntarthatónak vélték az ingatlanok vásárlói.

[11] Lásd VISEGRÁDY, Antal: *A jogi kultúra és a joghatékonyság értelmezési keretei* JURA, 2017, 23. évf. 2. szám 238-254 old. valamint a szerződési jog flexibilitása tekintetében lásd NOCHTA, Tibor – PAPP, Tekla: *Üzleti kockázat a szerződéses jogviszonyokban* 2019 29-32. old.

2. Az értékpapírok létrejöttének gazdasági okai

A bonyolult pénzügyi tranzakciók hiteles nyilvántartásának jogi formulákba öntött rögzítése és a könyvelés rendszerének kialakulása jelentős fejlettséget ért el már az ókorban.[12] A babiloniak különösen „megszállott könyvelők" voltak. Az egyiptomiak esetében pedig az állami tárolók elszámolásának ellenőrzése tette kiemelten fontossá a pontos számviteli nyilvántartást. Az ókori görögök már az i.e. 5. században is fejlett könyvelési rendszert alkalmaztak.

Az értékpapírokat alapvetően a kereskedelem finanszírozási igényei és az időben eltérő helyű vagy idejű fizetési igények hozták létre. Jól mutatja ezt az összefüggést az ókori Babilonban a korai értékpapír jellegű okiratok szerepének a térnyerése. Érdemes továbbá kiemelni, hogy a fentiekben már említett fejlett ókori görögök jogi rendszerével ellentétben a római jog fő iránya, a *ius civile*, nem hozta létre ezeket a jogintézményeket. A ius civile-nek ugyanis nem volt erre szüksége, hiszen vele együtt élt és szoros szimbiózisban működött a *ius gentium*, mely a római államon kívüli területek esetében a rendkívül fejlett kereskedelem igényei szerint jött létre. Ez a jogrendszer léte egyúttal biztosította is a római állam és birodalom tagjainak az egymás közötti, illetve a köztük és az idegenek közötti kereskedelmi és gazdasági kapcsolatok virágzását.

Fenti széles körben elterjedt nézettel szemben azonban Hamza Gábor szerint a *Lex Rhodia* mint tengeri kereskedelem szabályozásának joga bár görög mintára, de egy szerves recepció eredményeképpen került átvételre.[13]

A középkorban a városoknak a kereskedelem központjaivá válásával, éppen ezért részben a fejlett tengeri kereskedelmi

[12] Lásd WARKHAM, W. Jerry: F*inancial History of the United States Volume I From Cristopher Columbus to the* Robber Barons (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 4. old.

[13] Lásd HAMZA, Gábor: *Kereskedelmi jog és görög-római antikvitás* Állam és Jogtudomány 1983. 26. szám 451. old.

joghoz (Lex Rhodia), részben az ókori görögök, szíriaiak kereskedelmi jogi alapjaihoz kellett visszanyúlniuk, illetve létrehozniuk a polgárság önszerveződésével új jogintézményeket, melyek az ókori jogintézmények részleges újjászületésével a modern kori értékpapírok és tőkepiacok alapjait teremtették meg a XI. századtól kezdődően.

A mai értelemben vett modern értékpapírok elődjei, a váltó és a birtokosi papírok keletkezésének alapja a megfelelően fejlett okirati forgalom fejlődése és a konstitutív jellegű okiratok kialakulása volt.[14]

A különböző jogokat megtestesítő értékpapírok elődjei a bemutatóra szóló, záradékkal ellátott, okiratszerű jogintézmények voltak. Ezek között kiemelendőek a babiloniak és az egyiptomiak által az i.e. II. és III. évezredben használt, agyaglapokon található *bemutatóra szóló záradékok*.[15] Az i. e. VIII. századból származtatható *Tóbiás könyve*[16] értelmében egy húsz évre elhelyezett pénzletét esetében a követelés alapját a mindkét szerződő fél által aláírt írás[17] kettévágott fele bizonyítja. A személyes bemutatás előfutára, a *synistanai* kifejezés által jelölt az a személy, aki mindkét szerződő fél esetében lehet a helyettesítő személy, akit vagy az adós mutat be a helyette történő teljesítés esetére a hitelezőnek, vagy a hitelező mutat be hasonló céllal az adósnak.[18] Bár a ius civile nem ismerte a konstitutív okiratokat, de a *stipuláció okiratba foglalt változata (cautio)* hosszú fejlődés eredményeképpen alakult az értékpapír elődjévé, amikor a

[14] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 40. old.
[15] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 41. old.
[16] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 41. old.
[17] Biblia Szent István Társulat kiadás Tóbiás könyve 5 fejezet 1 rész.
[18] Lásd HAMZA, Gábor: Kereskedelmi jog és görög-római antikvitás Állam és Jogtudomány 1983 26. szám 459. old.

VI. századra felvette a névre szóló értékpapírok átruházásához használt, a mai forgatmányhoz hasonló alakot.

A római jogi stipuláció okiratba foglalt változatából azért alakulhatott ki a középkori germán jogban az értékpapír, mert a legtöbb germán szokásjog tiltotta a perbeli képviseletet és nem ismerte az engedményezés jogintézményét.[19] A germán magánokiratok közül a *carta*-ból kezdett kialakulni a mai értelemben vett értékpapír a jogérvényesítés szimbólumaként használt *záradékok* alkalmazásával.[20] Az *alternatív bemutatási záradékban* az első jogosultat név szerint megnevezték és a birtokost is feljogosították, a *valódi bemutatási záradék* pedig kifejezetten az okirat birtokosát jogosította fel a bemutatásra. Ezek az értékpapírok elsősorban vételár követeléseket testesítettek meg. Elterjedésükkel párhuzamosan jelentek meg a járadéklevelek, mint a kötvények egy meghatározott típusai a középkori városokban. A pénzutalásból fejlődött ki a v*áltó*, és ezt követően pedig a XVIII. századra a *részvény* vált a másik meghatározó értékpapírtípussá.[21]

[19] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 42. old.
[20] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 42. old.
[21] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 42. old.

3. Az értékpapírok jogi megközelítése

3.1. A kötelmi jogi aspektus

Az értékpapírok jogi meghatározásakor mind a kötelmi mind a dologi jogi megközelítés teljes mértékben adekvát. Az értékpapírok ugyanis a szerződések joga alapján létrejött jogintézmények, ugyanakkor az okirati forma esetében a dologhoz fűződő jog az értékpapírok alapvető jellegzetessége.

Az *értékpapír, mint kötelem, egy egyoldalú jognyilatkozat*, melynek tartalma szerint az értékpapír kibocsátója valamilyen kötelezettséget vállal vagy telepít harmadik személyre. Jellemzően saját kötelezettséget vállal, akár hitel, akár tagsági viszonyt megtestesítő értékpapír esetében, azonban harmadik személyt is kötelezhet későbbi fizetési kötelezettség teljesítésére, például az idegen váltó vagy csekk esetében.

Az értékpapír alapvetően egy *magánjogi követelés mobilizálása* céljából jött létre. A magánjogi követelések ugyanis a szerződő felek között jogviszonyban korlátozott mértékben forgalomképesek. A forgalomképesség növelése azonban szükségessé teszi a szerződésben foglalt követelések leválását az alapjogviszonyról. A leválási folyamat első lépései az *engedményezés* formájában már a korai értékpapírok létrejöttétől megvalósulhattak. Az engedményezés azonban még korántsem jelent önálló, az alapviszonytól független formai megjelenést (okirati forma), így a szerződésben foglalt követelések mobilizálása csak a két szerződő féllel üzleti kapcsolatban álló személyekre korlátozódott, illetve kiegészült egy piaci intézménnyel, a pénzváltóval, majd a későbbiekben a kereskedelmi bankkal. Ez az engedményezési folyamat különösen jól látható az *idegen váltó* példáján. Ugyanis ebben az esetben a váltó kiállítója, tehát az okirat kibocsátója egy saját szerződő partnerét kötelezi későbbi fizetésre egy vele szintén üzleti kapcsolatban álló személy felé. Azonban a forgalomképesség felé tett ezen lépés csak a kibocsátó üzleti partnerei és bankja viszonylatában értelmezhető. Az adós vé-

delme érdekében azonban számos intézkedés megmaradt, például az engedményezésről tájékoztatás és annak elfogadásának a kötelezettsége. Az idegen váltó esetében éppen a fizetésre kötelezett aláírásával fogadja el ezt a kötelezettséget. Azonban ebben az esetben is csak a fizetésre kötelezettet ismerő személyek számára biztosítja megfelelően a pontos fizetés biztonságát az elfogadott váltó. Ezt bizonyítja a számos visszaélés a váltók használata során annak „minősített esetéig", a „váltónyargalásig"[22] bezárólag. A pénzintézetek pedig a váltóleszámításkor teljes körű hitelbírálatot végeznek, hiszen a hitelkockázat átvállalására kerül sor a váltó leszámításakor.

A váltó esetében éppen a bankra intézvényezett, illetve a *bank által garantált váltó (banker's acceptance)* nemzetközi kereskedelemben történő megjelenése jelentette az áttörést a XX. század elején.[23] A bankok ezen váltóhoz kötött fizetési kötelezettségének megjelenése a bankközi piacon is széles körben elfogadott (eligible) értékpapír létrejöttét eredményezte. Olyannyira, hogy az *Egyesült Államok jegybankja, a FED* is már 1913-as megalakulásától kezdve elfogadta és (viszont) leszámította azokat, az értékpapír alacsony kockázata és forgalomképessége miatt.[24] Ezzel a banker's acceptance a monetáris politika részévé vált, és a leszámítolás a kamatlábak befolyásolásának

[22] A váltónyargalás során a fedezetlen saját váltó esedékessége egy előtt újabb fedezetlen saját váltók kibocsátására kerül sor, illetve a fedezetlen idegen váltó intézvényezettjét megbízza újabb idegen váltó kibocsátására annak adósa.

[23] Lásd LAROCHE, Robert K.: *Istruments of money markets* Federal bank of Richmond 1998 131. old.
https://www.richmondfed.org/~/media/richmondfedorg/publications/research/special_reports/instruments_of_the_money_market/pdf/chapter_10.pdf (2019.05.11.)

[24] Lásd LAROCHE, Robert K.: *Istruments of money markets* Federal bank of Richmond 1998 130-131. old.
https://www.richmondfed.org/~/media/richmondfedorg/publications/research/special_reports/instruments_of_the_money_market/pdf/chapter_10.pdf (2019.05.11.)

az eszközeként például az Egyesült Államok nemzetgazdaságában is meghatározó szerephez jutott.

A fentiek alapján megállapítható, hogy az alapjogviszonytól elkülönült, önálló életre kelt okirati forma teljeskörűen megvalósítja a benne foglalt kötelem széles körű forgalomképességét, az értékpapír által megtestesített jogok pénz- és tőkepiaci mobilizációját.

Az értékpapírok kibocsátása során a kötelezettségvállalás átruházása is megtörténik, olyannyira, hogy az értékpapír a mögöttes (alap) kötelezettség vállalást önmagában is megtestesíti. Így a kötelezett esetében a teljesítés a szerződés szerinti szerződő fél felé és az értékpapír jogszerű tulajdonosa (forgatmánnyal ellátott névre szóló vagy bemutatóra szóló értékpapír tulajdonosa) felé is megvalósulhatna, amennyiben a két fél elkülönülne egymástól például az értékpapír elvesztése esetében. Azonban csak egyszeri teljesítésre kerülhet sor azzal, hogy az eredeti követelés tulajdonosa is csak az értékpapír, mint okirat birtokában vagy dematerializált értékpapír esetében az értékpapírról kiállított letéti igazolással gyakorolhatja az értékpapír által megtestesített jogait.

Az értékpapír a vagyoni értékű jogok gyors és biztonságos mobilizálásának alapvető eszköze,[25] mely a jóhiszemű jogosultjának megfelelően erős védelmet biztosít, és amely védelem magában foglalja a kötelmi jog egyes alapelveinek az áttörését is.

Erre példa a kötelmi jogban, hogy nem jár kötelemmegszüntető hatással, ha az értékpapír jogosultja válik annak kötelezettjévé.[26] Hasonló esetre található példa az értékpapírosítás során is, amikor a hitelezett személy jelzáloghitelére, mint fedezetre kibocsátott *hitelfedezeti csere ügylet (CDS)* tulajdonosává válik a jelzáloghitel adósa immáron befektetőként. Ez a jelenség je-

[25] Lásd *Magyar polgári jog Kötelmi jog* II szerk: BENKE, József – NOCHTA, Tibor Dialóg Campus Kiadó Budapest- Pécs 2018 398. old.

[26] Lásd *Magyar polgári jog Kötelmi jog* II szerk: BENKE, József – NOCHTA, Tibor Dialóg Campus Kiadó Budapest- Pécs 2018 401. old.

lentős számban megfigyelhető volt az *2007-2009 jelzálogválság* idején az Egyesült Államokban. Ez a tény önmagában még nem lenne jogellenes, hiszen, ha egy jelzáloghitellel rendelkező magyar magánszemély a megtakarításából jelzálogkötvényt vásárol, abban az esetben sem zárható ki e tényállás fennállása. A jogellenes magatartás a CDS esetében akkor állt fenn a 2007-2009-es subprime válság idején, amikor a befektetési szolgáltató a jogosulti oldalon, az ügyfél pedig a szintetikus értékpapírosítás során létrejött ügyletrészsorozatokból vásárolva közvetve, de ezzel ellentétes, kötelezetti oldalon állt.[27] A befektetési szolgáltató ennek az összeférhetetlenségnek a tudatában és a kötelezett veszteségeivel azonos összegű profit elvárással (zéró összegű játék) létrehozott pozícióval az ügyfél érdekeivel ellentétesen - a saját érdekeit előtérbe helyezve járt el.

3.2. A dologi jogi aspektus

A dologi jog értékpapírokra vonatkozó speciális szabályainak áttekintésére leginkább a forgatható értékpapírok alkalmasak. Az értékpapír ugyanis a benne foglalt jogokat és követeléseket testesíti meg. Az értékpapír dolog jellegéből eredően pedig a tulajdonjog tárgya.

Alapvetően a forgalomképesség és joggyakorlás mértéke szerint három értékpapír típus különíthető el. A *bemutatóra szóló, a forgatható és a rekta- igazoló értékpapírok*[28]. Széchényi

[27] Ebben az esetben azonban a szerződő felek nem a gazdasági lehetetlenülés (clausula rebus sic stantibus elve), megvalósulására hivatkozhatnak, mert a szerződésből eredő aszimmetrikus fizetési kötelezettség esetleges megvalósulása a termék jellegéből ered és az értékpapír létrejöttekor a megkötött szerződések alapján az előre látható volt, még ha a kötelezett ennek a bekövetkezési valószínűségét rendkívül alacsonynak is értékelte és erre a fizetési kötelezettség beállására csak gazdasági válságok esetében kerül sor jellemzően. Lásd NOCHTA, Tibor: *Mennyiben szerződési kockázat a gazdasági válság?* 2011 Jog Állam Politika 3. évf. 2. szám 92-95. old.

[28] A rekta – igazoló papírok olyan névre szóló értékpapírok, melyek esetében a kötelezett az okiratban direkt (recta) meghatározott személynek köteles

László is e felosztás szerint tárgyalja a klasszikussá vált értékpapírjogról szóló átfogó munkájában[29] az értékpapírok kötelmi jogi szabályait. Széchényi is elismeri azonban, hogy a bemutatóra szóló és a *rektapapírok* esetében a dologi jogi szabályok kerülnek előtérbe a kötelemi jogi szabályokkal szemben, ezért e két értékpapírtípust a dologi jogi aspektusok vizsgálatánál tekinti át a könyv.

A forgatható értékpapírok alapvető jellegzetessége a *forgatmány*. Ez az alaptulajdonság azt foglalja magába, hogy a forgatható értékpapír kizárólag forgatmánnyal ruházható át. Ugyanakkor a forgalomképeséget éppen ez a forgatmány biztosítja, és egyben az adóst, az alap gazdasági ügylet kötelezettjét és annak jogutódját is felmenti a kötelezettségnek történő helytálláskor a jóhiszemű értékpapír tulajdonossal szemben annak vizsgálata alól, hogy vele szemben jogszerűen teljesítésre kötelezett-e. Ez a felmentés a *materiális legitimáció* alóli felmentést jelöli. E legitimációs hatás szerint az értékpapír tulajdonosa legitim követelés tulajdonosaként követeli az eredeti adóstól vagy annak jogutódjától a kötelem teljesítését anélkül, hogy ez külön vizsgálat tárgyát képezné. Ennek alapja, hogy a forgatmány biztosítja a követelés átruházásának teljes láncolatát adásvételi szerződések láncolatával bizonyítva az értékpapír feletti tulajdonszerzés jogszerűségét.

A forgatmány alapján a váltó kötelezettje a *forgatások sorozatában megjelölt papírbirtokosnak (teljes forgatmány)* vagy a megfelelő igazolás hiányában, de a jóhiszeműen szerzett jog gyakorlójaként *(üres forgatmány)* teljesít a hitelező ilyen formá-

---

kizárólag teljesíteni. Így az értékpapír átruházása csak a magánjogi kötelezettség áruházásával (engedményezés) együtt adja át a benne foglalt jogot. Így az értékpapír tulajdonosának történő teljesítéssel a kötelezett nem szabadul a kötelemből csak a valódi jogosultnak történő teljesítéssel. Fajtái azok a váltók, csekkek, névre szóló részvények, közraktári jegyek, melyeket negatív rendeleti záradékkal láttak el.

[29] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 101-105. old.

ban megjelenő jogutódjának. Az üres forgatmány megléte is alaki igazolás a tekintetben, hogy a váltó tulajdonosa jogszerűen követeli a tartozás teljesítését.

A forgatmány intézménye a váltójogban fejlődött ki.[30] Az átruházás során a követelés feletti jog megszerzésének azonban csak szükséges, de nem elégséges feltétele az értékpapír, jelen esetben a váltó átvétele. A forgatható értékpapírok esetében ugyanis egy írásbeli jognyilatkozat, a forgatás ténye is szükséges a jogátruházás teljeskörűségéhez. A forgatmány, mint írásbeli jognyilatkozat az átadó és az átvevő nevét, aláírását is tartalmazza a teljes forgatmány esetén. Az üres forgatmány csak az adós (vagy átadó) aláírását tartalmazza, az átvevőét nem, és az új birtokos a váltót anélkül forgatja tovább, hogy a saját nevét, aláírását elhelyezné rajta. Az üres forgatmánnyal ellátott váltó ezért szinte bemutatóra szóló értékpapírként funkcionál. Egy váltó életében az üres és teljes forgatmányok akár váltakozhatnak is, a váltó bármely új birtokosa függetlenül attól, hogy üres vagy teljes forgatmánnyal vette át a váltót, akár üres, akár teljes forgatmánnyal is tovább adhatja. Megjegyzendő azonban, hogy azok a váltó birtokosok, akik teljes forgatmánnyal ruházták át a váltót, kötelezetté is válnak, ugyanis a váltón szereplő kötelezettség nemcsak a váltó kiállítójától, hanem az azt teljes forgatással átruházó szereplőktől is követelhető.

Már több szó esett a forgatmányról, azonban a kötelmi jog oldaláról külön is érdemes kitérni a forgatmány két altípusának jogi vonatkozására. A forgatmány, vagy más néven *hátirat vagy rendelvény* arra szolgál, hogy az értékpapírban megtestesített jogo(ka)t a forgatmányosra ruházza át annak eredeti vagy aktuális tulajdonosa.[31] A forgatmány az értékpapírban foglalt jogok összességét átruházza, de csak abban az esetben, ha az a forgatásra jogosulttól ered. Ezért például a váltónak az a személy le-

[30] Lásd SZÉCHÉNYI, László: *A váltójog történetének vázlata* Jura 1996 1. szám 27-32. old.
[31] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 92. old.

het a jogszerű tulajdonosa, aki ezen jogát vagy az eredeti tulajdonosától vagy a váltóátruházások olyan láncolatával bizonyítja, melyek nem kerültek megszakításra. A megszakítás szempontjából a törölt átruházások olyannyira nem bontják meg a teljes láncolatot, hogy nem írottnak tekintendők.

A forgatmányok Széchényi összefoglalása alapján három fajtára bonthatók. A három altípus a következő: *rendes vagy más néven teljes hatályú, az egyszerű forgatmány vagy másnéven a nem teljes hatályú, illetve a korlátozott forgatmány.*[32] A rendes forgatmány az eddigiekben tárgyalt teljes és üres forgatmány összefoglaló elnevezése. Joghatását tekintve a teljes tulajdoni jog átadását és megszerzését az értékpapír átadásával együttesen biztosítani tudja és teljeskörűen meg is valósítja. Azonban míg a teljes forgatmány a megnevezett személyt, mint az értékpapír jogszerű tulajdonosát is igazolja, addig az üres forgatmány a papír jóhiszemű megszerzésének megdönthető feltételezésével él, hiszen például lopás esetén is az üres forgatmánnyal átvett és a tulajdonos nevére nem forgatott értékpapír tulajdonosa is élhet formailag a kötelezett féllel szemben a követelésérvényesítési jogával. A teljes forgatmány átruházására azonban csak és kizárólag újabb forgatmány segítségével kerülhet sor. Az üres forgatmánnyal rendelkező értékpapír azonban az értékpapír puszta átadásával – anélkül, hogy a tulajdonos neve szerepelne a forgatmányok sorában – is átruházható.

Az *egyszerű forgatmány nevével ellentétben csak formailag forgatmány, joghatását tekintve azonban engedményezés*. Nem véletlenül, ugyanis az egyszerű forgatmány éppen az olyan értékpapírokon szerepel, ahol az értékpapír kiállítója éppen a forgatás joghatását elkerülendő csak meghatározott személyi körre engedményezné a követelés jogát, mégpedig azáltal, hogy a forgatást a papír szövegében explicite megtiltotta. Hasonló jogha-

[32] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 93. old.

tást foglalhat magában az az egyszerű forgatmány is, mely nem forgatható értékpapírra kerül rávezetésre.

A *korlátolt forgatmány* elnevezése arra utal, hogy a forgatmánnyal átadója vagy kibocsátója csak korlátolt jogot kíván a következő vagy a kibocsátó esetén a forgatmányosok teljes körének biztosítani. A *korlátolt forgatmány három típusa a meghatalmazási, a haszonélvezeti és a zálogforgatmány*. Az egyszerű forgatmánnyal egyenértékű, és a „beszedésre érvényes" vagy „behajtás végett" vagy „meghatalmazásra" utaló bejegyzéssel ellátott váltóátruházás során az új váltóbirtokos csak ilyen meghatalmazási váltóátruházással ruházhatja át értékpapírját.

A haszonélvezeti forgatmány, mint korlátozott forgatmány esetében a forgatmányos a papírba foglalt joggal, mint követeléssel nem kizárólag annak gyümölcseit szedheti be, azaz az esedékes kamatainak és hozamainak (osztalék) beszedésére is jogosult.

A *zálogforgatmány* esetén ezzel ellentétben az értékpapírban foglalt jogok gyakorlására teljeskörűen jogosult, de a forgatmányozás során csak a meghatalmazási váltó átruházás jogát gyakorolhatja, azaz ezen átruházás olyan hatályú, mely továbbra is az új forgatmányosra, mint meghatalmazottra utal.

Fontos áttekinteni a kötelmi jog keretében a forgatmány joghatásait. Alapvetően háromféle joghatás különíthető el a forgatmányozás során. Az átruházó, az igazoló és kötelező hatások köre öleli fel a lehetséges joghatások körét.[33]

Az átruházó hatás úgy érvényesül, hogy a forgató az értékpapírban megtestesített jog mellett az okiratnak a jog érvényesítéséhez elengedhetetlenül szükséges birtokjogát is átruházza. A forgatmány azonban csak jogcímmel és átadással együttesen tölti be ezt az *átadási hatását*.[34]

---

[33] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 93. old.

[34] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 94. old.

A forgatónak, mint az értékpapír egyik vagy egyetlen átadójának kötelezettsége így kiterjed a váltó elfogadására és az abban szereplő kötelezettség kifizetésére is. Ez a kötelezettség (kötelező hatás) az értékpapírt bírtokló forgatmányos felé fennálló térítési igényét jelöli a fizetés vagy elfogadás hiányában. A forgató ez irányú kötelezettségét megelőzheti annak kizárásával, ha az értékpapírra a „kötelezettség nélkül" vagy a „szavatosság nélkül", kifejezéseket vezeti fel.[35]

A forgatmány az értékpapír jogszerű tulajdonosát a forgatmányost az értékpapír birtoklásakor igazolja. Ez a forgatmány harmadik, igazoló hatása. Ebben az esetben az igazoló hatáshoz a materiális legitimáció, egy megdönthető vélelem kapcsolódik. Ez alapján az adóst mentesítheti a kötelem alól abban az esetben, ha a forgatmányos felé teljesít, kivéve, ha súlyos gondatlansága esetén nem tudta, hogy a papír birtokosa nem materiálisan jogosult.

A forgatmány és az engedmény különbsége éppen ebben az átruházó hatásában azonosítható.

A forgatmány azonban nemcsak eltérő jogokat, de különböző kötelmeket is ró a forgatmányosra, attól függően, hogy milyen fajtájú forgatmánnyal adja át a forgatmányosa az értékpapírt az új tulajdonosának.

A *bemutatóra szóló életbiztosítási kötvény*, mint értékpapír egy érdekes példa arra, hogy bár bemutatóra szól, azonban a kötvény kötelező tartalmi elemei között szerepel a kedvezményezett megjelölése, és e jogi tény az életbiztosítási kötvény biztosítási kötelmet megtestesítő jellegéből következik.

A kötelmi jog keretében külön is érdemes kitérni arra, hogy nem minden állam jogrendszere esetében szükséges az okirati forma az értékpapírjog alkalmazásához. Például az Egyesült Államokban több szerződési és vagyonkezelési forma is érték-

[35] Lásd SZÉCHÉNYI, László*: Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 94. old.

papírnak minősül[36], mégpedig a FED, mint tőkepiaci felügyeleti szerv egyedi döntése alapján az úgynevezett Howey-teszt-ben[37] megfogalmazott kritériumok[38] mérlegelésével. Ez az értékpapírjogi megítélés különösen éles viták tárgya napjainkban a kriptovaluták megítélése során az Egyesült Államokban.[39]

[36] Securities Act of 1933 2. szakasz a 1. bek. szerint többek között értékpapírnak minősül az értékpapír alapú csereügylet (security-based swap) a bármely profitmegosztási megállapodás (any profit sharing agreement) és befektetési szerződés (investment contract) is.

[37] Lásd http://consumer.findlaw.com/securities-law/what-is-the-howey-test.html (2019.07.27.)

[38] Egy tranzakció befektetésnek minősül a fentiek szerint, ha az alábbi négy szempontnak megfelel: a) Pénz befektetésére kerül sor, b) A befektetés során a befektető eredményelvárást támaszt a tranzakcióval szemben c) A befektetés egy gazdasági vállalkozásba történik d) Az eredmény a kibocsátó vagy egy harmadik fél teljesítményének a következménye

[39] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *A kriptovaluták európai és máltai szabályozásának összehasonlítása* Európai Jog 2018. szeptember XVIII. évf. 5. szám 10. old. és SZALAY, Gábor: *A kriptovaluták nemzetközi szabályozási trendjei Kriptotőzsdék és ICO-K értékpapírjogi perspektívából* Jogtudományi Közlöny, 2019, 74. évf. 3. szám 132-133. old.

4. Az értékpapírok kialakulásának történeti gyökerei, archetípusai

Az értékpapírok két alaptípusát, a kötvényt és a részvényt, és a származtatott ügyletek korai elődjeit is érdemes külön történeti elemzés tárgyává tenni. Az értékpapírosítás során ugyanis *hitel (debt)* és *tagsági jogviszonyt (equity)* megtestesítő típusú értékpapírok kerülnek kialakításra, illetve a szintetikus értékpapírosítás során származtatott pénzügyi eszközökkel (CDS) is megtörténhet a kockázati kitettség (pozíció) kialakítása.

Az első értékpapírok és azok előfutárai a *saját és idegen váltók*, illetve *fizetési kötelezvények* létrejöttét a kereskedelmi forgalom földrajzi kiterjesztése eredményezte. Az ókori Asszíria területén pénzhelyettesítő eszközként jöttek létre a váltók előképei.[40] Ezen okiratok használatát az akkori pénz, az arany és ezüst jelentős súlya már önmagában is szükségessé tette. A veszélyes utazások esetében pedig a váltószerű működés kevésbé volt vonzó a rablók számára ellentétben az azonnal, névértéken és anonim módon használható fizetőeszközzel, az arany- vagy ezüstpénzzel. Másrészt a váltó előképeinek használata önmagában is kereskedelmi, pénzügyi szakértelmet feltételezett. Ezek a saját magára vagy más nevére kialakított fizetési ígéretek ugyanis éppen a fizetésre kötelezett megnevezésével a váltóhoz hasonló mozgását jól azonosíthatóvá és nyomon követhetővé tették, így rablás esetén - még megfelelő szakértelemmel a tarsolyban is - jelentős többletkockázatot hordozott az okirat eltulajdonítása a fémpénz megszerzésével szemben. A XI. századra megjelentek a mai váltók korai típusai. Használatuk már olyannyira a kereskedelmi gyakorlat részévé vált, hogy a bemutatóra szóló

[40] Lásd WARKHAM, W. Jerry: *Financial History of the United States* Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 5. old.

idegen váltó, mint fizetési eszköz használatát a helyi bíróságok is elismerték a jogalkalmazásuk során.[41]

Meglepő módon a *határidős származtatott értékpapír ügyletek* sem kizárólag a modern kor találmányai. Az előkép ebben az esetében az ókori Mezopotámia területén az átruházható, a rabszolgák adásvételére vonatkozó, halasztott fizetésű szerződések voltak, melyek esetében a pénzügyi teljesítés ezüstpénzzel történő teljesítés formájában is elfogadott volt. Egyiptomban, az Arab-félszigeten és Indiában már az i. e. 12. században is működtek olyan intézmények, melyek az adott kor színvonalán a mai határidős tőzsdék működéséhez hasonlítottak.[42] A modern kori származtatott határidős tőzsdék a kínai középkori határidős rizstőzsdék működési modelljét vették mintának.

A *határidős ügyletek* létrejöttét azonban nem a kereskedelem sajátosságai, hanem a mezőgazdasági termények a piacon töténő koncentrált szezonális megjelenése (nyár-ősz) és ezzel szemben az e termékek iránti folyamatos (négy évszakos) kereslet okozta árfolyamsokkok tették szükségessé.

A származtatott ügyletek esetében meglepő módon az ókori görögöknél már egyfajta *tőkeáttételes ügylet*[43] alkalmazására is sor került. Ahogy azt Arisztotelész feljegyezte[44] i. e. 300-ban, *Thálész* versenytárs hiányában megszerezte Thiosz és Miletosz összes olívaolaj sajtoló üzemének a használati jogát. Mivel abban az évben nagyon nagy olívatermés volt, és Thálész a teljes

---

[41] Lásd WARKHAM, W. Jerry: *Financial History of the United States Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons* (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 6. old.

[42] Lásd WARKHAM, W. Jerry: *Financial History of the United States Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons* (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 6. old.

[43] A tőkeáttétel a saját tőke, hitel vagy származtatott eszköz segítségével történő megtöbbszörözése. Hatására a saját befektetés hozamának többszörösét érheti el a befektető, de ugyanígy a vesztesége is többszöröződik.

[44] Lásd WARKHAM W. *Jerry: Financial History of the United States Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons* (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 6. old.

feldolgozó piac feletti rendelkezett, az olívaolaj sajtolók használati díját a többi piaci szereplő számára már saját belátása szerint határozhatta meg a termés betakarítását követően.[45] A feldolgozási árak magas szinten tartásával az olivaolaj piaci árát így tartósan magas szinten tudta tartani. Hasonló történik az árak esésére játszó (short pozíciót kialakító) modern kori spekulánsok kiszorításakor *(short squeeze)* is.[46] Ezekben az esetekben is a magas ár fenntartásával a short pozíció zárására és a veszteségek realizálására kényszerítik a short spekulánsokat.

Az első határidős tőzsde Japánban, Oszakában a XVII. században szintén a mezőgazdaság, mint meghatározó termelési ág hatására alakulhatott ki, mégpedig a mezőgazdasági termékek közül a nemzeti étel, a rizs piacán.[47]

Az i.e. 2. században a római birodalomban már a szerződések áruba bocsátására (aukció keretében) és a szerződésbeli jogok kikényszerítésére is lehetőség volt.[48] Ezzel az értékpapírosítás alapjellemzőjének, a szerződéseken alapuló követelések tömeges megvásárlásának a jogi alapjai már ebben az időpontban is rendelkezésre álltak.

---

[45] Lásd BOYLE, James E.: Specualtion and the Chicago Board of Trade Macmillan Company 1920 New York 144. old.

[46] Az aranypiacon 1869. szeptember 24-én, a „fekete pénteken" valósult meg a short squeeze jelensége. Lásd http://www.history.com/news/the-black-friday-gold-scandal-145-years-ago (2018.06.18.). Az ezüstpiacon pedig 1980 március 27-én, az „ezüst csütörtök" napján került sor hasonló eseményre. Lásd http://www.businessinsider.com/hunt-brothers-trying-to-corner-silver-market-2016-5 (2019.11.12.)

[47] Lásd BAKKEN, Henry M: *Futures Trading - Origin, Development and Present Economic Status*
http://farmdoc.illinois.edu/irwin/archive/books/Futures_Seminar_V3/Futures Seminar V3_Bakken.pdf 8-9. old. (2019.12.29.)

[48] Lásd WARKHAM, W. Jerry: *Financial History of the United States Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons* (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 13. old.

4.1. A kötvény[49]

A *kötvények* olyan értékpapírok formájában megjelenő adósság jellegű kötelezettségvállalások, mely kötelezettségek alapján a kibocsátó azt vállalja, hogy a kibocsátáskor rendelkezésére bocsátott tőkét a lejáratkor vagy ütemezetten, a kötvény tulajdonosának visszafizeti és a kötvényben vállalt ütemezés szerinti kamatfizetéseket határidőre teljesíti, a kötvényben vállalt egyéb kötelezettségek teljesítésével együtt. *Egyszerű vagy közönséges kötvény* néven meghatározott kötvénytípusról beszélhetünk (plain vanilla bond), ha a kibocsátó egyéb kötelezettséget nem vállalt. Ebben az esetben ez a kötvény a kötvények alaptípusát testesíti meg. A *lejárat* az az időpont, amikor a kötvény utolsó tőkeösszege esedékessé válik. Ez a tőkeösszeg megegyezik a névértékkel, ha a teljes tőkeösszeg kizárólag a lejáratkor kerül visszafizetésre, azaz, ha a futamidő alatt nem történt tőketörlesztés. A *névérték* azért különösen fontos, mert ez a kötvényből eredő tőkekötelezettség pontos értéke, amitől a kibocsátáskori árfolyam eltérhet lefelé is, azaz a névérték alatt is sor kerülhet kötvénykibocsátásra. (Ellentétben a részvénykibocsátással, ahol a névérték alatti kibocsátás nem történhet meg – éppen a hitelezők érdekeinek védelmének okán.) A mindenkori piaci (másodlagos forgalomban kialakuló) árfolyam ennél a névértéknél magasabb vagy alacsonyabb, esetleg azzal megegyező értékű lehet.

A kötvények, mint a legősibb klasszikus értékpapírok története is több ezer éves múltra tekint vissza. Az első kötvények i.e. 2400-ban jelentek meg az ókori Mezopotámiában. Ezek a kötvények jólteljesítési garanciát biztosítottak a termény szerződéses értékének nemfizetése esetére a szerződési értékhatárig.[50]

---

[49] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 126-130. old.

[50] Lásd CUMMANS, Jared: *A Brief History of Bond Investing* 2014 okt. 1. http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/ (2019.11.28)

Érdemes megjegyezni, hogy ekkor a fizetőeszköz Mezopotámiában a gabona volt.

A XI. században Velence városállam a háborúk finanszírozására bocsátott ki kötvényeket.[51]

Az első állam általi kötvény kibocsátásra 1694-ben került sor. Az angol állam ekkor a háborús költségek fedezetének biztosítására alkalmazta a forrásbevonásnak ezt a formáját.

A kötvények esetében az értékpapírosítás szempontjából releváns általános és vállalati kockázati tényezőket érdemes röviden áttekinteni, mivel az értékpapírosított követelések speciális, e célra létrehozott vállalkozásai (SPE) többségében kötvény jellegű értékpapírokat bocsátanak ki (kisebb mértékben equity és mezzazine[52] értékpapírok kibocsátása mellett), melyek kamatfizetéseinek fedezetét a mögöttes követelésportfolió pénzáramai biztosítják.

A kötvények, mint értékpapírok a tulajdonosaik számára a többi értékpapírtípustól eltérő, speciális kockázattal bírnak.

4.1.1. A kötvények kockázatai[53]

4.1.1.1. Kamatkockázat

A *kamatkockázat* a fix kamatozású kötvények árfolyamának a piaci kamatok mozgásával ellentétes mozgásában jelenik meg. Ahogy ugyanis nőnek a piaci kamatok, azzal ellentétes irányban csökken a kötvény árfolyama és fordítva. Ennek az a magyarázata, hogy a fix kamat mellett csak az árfolyam változása követheti le a piaci kamatok változását. Az ellentétes irányú össze-

[51] Lásd WARKHAM, W. Jerry: F*inancial History of the United States Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons* (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York 13. old.

[52] A mezzazine ügylet egy hibrid finanszírozási forma, amely mind az adósságkötelezettség jellegű hitelre jellemző, mind tagsági jogokat megtestesítő (equity) jellegű tulajdonságokkal rendelkezik.

[53] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 130-133. old.

függés (fordított arányosság) oka pedig az, hogy az összhozam a teljes hátralévő futamidőre vetítve kerül meghatározásra. Azonban a kamat előre meghatározott (fix) jellege miatt csak az árfolyam mozdulhat el, mint változtatható érték a hozamnak megfelelő irányba. Így a magasabb piaci kamat miatt a potenciális veszteséget az árfolyam csökkenésével kell kompenzálni a kötvény tulajdonosának, hiszen egyébként a magasabb kamatozású, hasonló lejáratú, újonnan kibocsátott kötvényt vásárolná meg a befektető. Ha a piaci kamatszint csökken, akkor viszont vonzóbbá válik a fix magas kamatozású kötvény, amiért magasabb árfolyamot hajlandó a befektető fizetni, hiszen a piacon csak alacsonyabb kamatozású, újonnan kibocsátott, hasonló lejáratú kötvényt tudna csak vásárolni.

Mindez annak a befektetőnek, aki a teljes futamidő alatt szeretné megtartani a kötvényét nem jelent többletkockázatot. Aki viszont a kötvényét a futamidő közben bármely okból értékesíteni szeretné, annak számára a kamatkockázat fontos és mérlegelendő tényező. Ha ugyanis időközben csökkent a piaci kamat, akkor kötvényét csak árfolyamveszteséggel tudja értékesíteni a befektető. Nem minden kötvény jelent azonban egyforma kitettséget[54] a kamatkockázattal szemben. Egyrészt a kötvényekhez kapcsolódhatnak olyan jogok, melyek a befektetők kockázatát csökkentik, másrészt a kötvények futamideje önmagában is növeli a kamatkockázatot, hiszen minél hosszabb egy kötvény futamideje annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy a piaci kamatok változni fognak a futamidő során.

4.1.1.2. Inflációs kockázat

Az *inflációs kockázat* az a bizonytalansági tényező, mely azt a kockázatot számszerűsíti, amely szerint a befektető a kötvény által biztosított hozamokból nem lesz képes az infláció hatását

[54] A kitettség (exposure) az a maximális mérték, amekkora mértékű veszteséget az adott piaci eszköz teljes értékvesztése esetén a kitettséggel rendelkező intézmény elszenvedhet.

ellensúlyozni. Ha az infláció magasabb lesz a kötvény hozamánál, akkor az adott kötvénytulajdonos háztartás vásárlóereje az infláció értékével csökkeni fog, azaz kevesebb szolgáltatást és kisebb mennyiségű árut tud igénybe venni a megtakarításaiból. E kockázatot a befektető az inflációhoz kötött, változó kamatozású kötvénnyel tudja fedezni, hiszen e kötvénytípus esetében a teljes futamidő alatt éppen az inflációt meghaladó (a kamatprémiumnak megfelelő) hozamot fog elérni.

4.1.1.3. Devizaárfolyamkockázat

A *deviza árfolyamkockázat* jellemzően a nemzetközi kötvénykibocsátások kockázata, arra az esetre vonatkozik, amikor bár vonzó a nemzetközi kibocsátásból származó magas hozam, de a kötvény kamatfizetései esetében és a tőketörlesztések során a nemzeti valutára történő visszaváltáskor ugyanazon összegű külföldi valutáért kevesebb saját nemzeti fizetőeszközt eredményez. Ez akkor fordul elő, amikor a nemzeti valuta felértékelődik vagy a másik szemszögből nézve a magasabb hozamú külföldi valuta leértékelődik. A *carry trade*[55] *valuták*[56] esetében ez

[55] Ha például svájci frank (CHF) hitelt vesz fel 0,1 százalék kamat mellett egy befektető egy százezer CHF értékben azt átváltva 285 HUF/CHF árfolyamon, azaz 2,85 millió HUF befektethető eszközhöz jut. A HUF összeget kihelyezi 2,5 %-os 5 éves magyar államkötvénybe. Ha ezt tízszeres tőkeáttétellel teszi a befektető, 2,4 % x 10, azaz éves 24 %-os kamatnyeresége van. Ha a magas kamatozású forint több mint 2,4 %-kal értékelődik le a svájci frankkal szemben, akkor már a pozíció veszteséges és egy 5 %-os leértékelődésnél, azaz 301 HUF/CHF árfolyamnál a befektető pozíciója már 24 % veszteséget mutat.

[56] A carry trade valuták a 2000-2010-es években a svájci frank, a japán yen, a dán korona volt a hitel oldalon, a nullához közeli hitelkamatlábak és a kihelyezés valutanemei a feljövő piaci valuták közül a török líra és a magyar forint volt. A 2010-es évektől a magyar forint már hitel oldali szerepet tölt be az alacsony kamatszint miatt.

különösen jellemző kockázat.[57] Ebben az esetben ugyanis egy hosszabb időszak alatt jelentős hitelpozíciókat alakítanak ki a befektetők az ilyen alacsony kamatozású dervizákban, mely összegeket magas hozamú devizákba helyezik ki. Ha azonban a kiinduló deviza elkezd leértékelődni, mert az adott gazdaság makrogazdasági mutatói negatív irányban változnak meg, akkor a jelentős, a pozitív kamatkülönbözetet meghaladó árfolyamveszteségeket realizálhatnak a befektetők.

A devizaárfolyamkockázat azzal csökkenthető vagy eliminálható teljesen, ha az adott külföldi devizanemben a fizetési kötelezettségnek megfelelő nagyságú vagy azt meghaladó bevétele származik a kötvénykibocsátónak. Ez az úgynevezett természetes fedezete a deviza pozíciónak.[58] Ez alapján szinte zéróhoz közeli devizaárfolyamkockázata van az Apple Inc.-nek az EUR-ban kibocsátott kötvényei esetében, hiszen európai piacon megvalósuló I-phone eladásokból származó EUR bevételei fedezhetik az EUR kötvényeiből eredő fizetési kötelezettségeket. Az már pusztán gazdasági kérdés, hogy az így befolyt forrásokból saját részvényt vásárolva jól járnak-e az Apple tulajdonosai. Az Apple Inc. viszont, ha USD kötvénykibocsátást eszközölt volna, akkor 2015 szeptemberében 2,07 %-kal magasabb kamat mellett tudott volna a részvény visszavásárlásokhoz forráshoz[59] jutni az

[57] Lásd KENT, Daniel – HODRICK, Robert J. – LU. Zhongjin: *The Carry Trade: Risks and Drawdowns* National Bureau Economic Research Working Paper Series Working paper 20433 2014. augusztus 2. old.

[58] A különböző pénzügyi eszközökkel a nem természetes devizakitettség is részben vagy teljesen lefedhető. Ennek azonban két hátránya van, egyrészt költséggel jár, másrészt nem biztos, hogy van tökéletes fedezeti (hedge) pozíció az adott valutanemben a teljes összegre és a teljes kitettségre. Ha ez nem valósul meg, akkor, ha csak részlegesen is, de a kibocsátó deviza árfolyamkockázattal rendelkezik a továbbiakban is.

[59] Az Apple Inc. ugyanis 200 milliárd USD forrással rendelkezett 2018 elején Európában, de adóokok miatt ezt nem kívánta az Egyesült Államokban felhasználni 2018-ig, hiszen, abban esetben az írországi 4,5 %-nál jóval magasabb kétszámjegyű társasági adó mellett kellene társasági adót fizetnie. Az

USD kötvény kibocsátásával.[60] Megállapítható tehát, hogy az Apple Inc. jól döntött az ilyen irányú deviza pozíció kialakításával.

4.1.1.4. Az újrabefektetési kockázat

Az *újrabefektetési kockázat* során az a bizonytalanság jelenik meg a befektető számára, hogy korántsem biztos, hogy a kamatfizetés, tőketörlesztés és az esetleges árfolyamnyereség a kibocsátáskori hozam mellett újrabefektető lesz-e. Ha ez nem valósul meg, akkor a kötvénykibocsátáskor kitűzött és elvárt hozam nem érhető el: az ügyfél csak ennél a hozamnál alacsonyabb hozamot tud elérni az újabb befektetésén. A megoldás a diszkontkötvény vagy a kamatos kamatozású kötvény választása lehet, ebben az esetben nincs időközi *cash-flow*[61] a futamidő alatt, így nincs újrabefektetési kockázat sem. A változó kamatozású kötvények esetében már reális újrabefektetési kockázattal számolni, de csak az újabb kamatperiódus indulásáig, ha a kamatcsökkenés folyamatos, akkor az újrabefektetés kockázata a teljes időszak alatt fennáll, bár periódusonként csökkentett mértékben. A csökkenés ugyanis minden esetben csak követi a korábbi csökkenést, akár részben akár teljesen, így amíg a csökkenő trend meg nem áll, addig a kockázat fennáll és a hozamcsökkenés is megvalósul.

4.1.1.5. A csődkockázat

A *csődkockázat* annak a kockázata, hogy a kibocsátó nem lesz képes fizetni a kötvény kamatait vagy a kötvényből keletke-

---

Egyesült Államokban a 2018-as évtől hatályos társasági adócsökkentés hatására ez a döntés módosult a kedvezőbb adókulcs miatt.

[60] Lásd http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-10/apple-said-to-market-euro-bonds-adding-to-53-billion-debt-binge (2019.07.18.)

[61] A cash-flow pénzáramot jelent - az adott pénzügyi eszköz egyes pénzmozgásait jelöli a pénzügyi eszköz teljes futamideje alatt.

ző tőkefizetési kötelezettségeit.[62] Az egyes államok által kibocsátott kötvényeket a piac definíciószerűen *kockázatmentesnek* tekinti. A valóság azonban az, hogy tizenkét állam kivételével már az államok döntő többsége nem kockázatmentes kibocsátó. Ugyanis mindössze egytucat állam kivételével a többi részben, de fizetési késedelembe esett, illetve átmeneti csődvédelmet kért nemzetközi vagy belföldi hitelezőivel szemben. A minden szempontból jó adósnak számító szuverén adósok az alábbi államok: Kanada, Dánia, Finnország, Belgium, Malajzia, Mauritius, Új-Zéland, Norvégia, Szingapúr, Svájc és Anglia. Az Egyesült Államok esetében három technikai jellegű nemfizetésre is sor került. 1790-ben átvállalta a szövetségi állam néhány tagállam kötvénykötelezettségét, mivel azok azonban 1800-ig nem voltak esedékesek, azért úgy tűnhetett, hogy a konverziót követően 10 évig felfüggesztésre került a kamatfizetés. Az 1930 előtt kibocsátott államkötvények esetében az Egyesült Államokban a kötvénytulajdonosok kérhették az aranyban történő törlesztést is (ekkor még élt az aranystandard rendszer így az arany ára USD-ben rögzített volt), azonban ezt a jogot Roosevelt elnök a Kongresszus egyetértésével 1934-ben felfüggesztette.[63] A harmadik alkalommal pedig technikai okok miatt három lejáró államkötvény törlesztése 1979-ben néhány napot késett, amit az Egyesült

[62] A csődkockázat természetes személyekre is értelmezhető lásd SZUCHY, Róbert: *A magáncsőd intézményének lehetősége a magyar polgári jogban.* 2013 Grad-Gyenge. Anikó (szerk.) Szociális elemek az új Ptk-ban pp. 143-165. old.

[63] A *Gold Reserve Act of 1934* megszüntette a papírpénzek aranyra történő átváltásának a lehetőségét az Egyesült Államokon belül. Az átváltást csak a külföldi államokkal szemben vállalta az Egyesült Államok egészen 1974-ig. Ekkor az USA dollár aranyhoz történő kötésének utolsó eszköze is megszűnt és az arany árfolyam a szabadpiacon a kereslet és kínálat hatására alakult. Ezzel a Bretton Woods-i pénzrendszer – mely, éppen ezen az USD-hez, mint világpénzhez kötve működött – mint nemzetközi pénzrendszer megszűnt.
Lásd https://www.federalreservehistory.org/essays/gold_reserve_act
(2019.05.04.)

Államok Pénzügyminisztériumának az elszámolási részlegének a hibája okozott.[64]

4.1.1.6. A visszahívás kockázata

A *visszahívás kockázat* a kibocsátó részéről érvényesített előtörlesztési lehetőség alkalmazásának a valószínűsége a kötvények esetében. Ezzel a jogával a kibocsátó csökkenő kamatok esetében kíván jellemzően élni. Ekkor a befektető három okból is hátrányos helyzetbe kerül. Az első tényező, hogy a visszahívható kötvény cash-flow (pénzáram) eloszlása a visszahívhatóság miatt nehezen meghatározható. A második tényező, hogy ha visszahívásra kerül a kötvény a csökkenő kamatok miatt, akkor a befektető *újrabefektetési kockázata* is megnő, hiszen éppen a csökkenő kamatok miatt került sor a visszahívásra. Ezért a befektető szinte bizonyosan csak alacsonyabb kamatszint mellett tudja újrabefektetni a visszahívott kötvény tőkeértékét. A harmadik tényező, mely a visszahívható kötvények tulajdonosait hátrányosabb helyzetbe hozza, mint az ilyen joggal nem rendelkező kötvények tulajdonosait, az az, hogy kisebb az árfolyamnyereség lehetősége. A befektetők ugyanis tisztában vannak azzal a ténnyel, hogy bár vonzó a magasabb visszahívható fix hozamú kötvény fix magasabb kamata, mint az alacsonyabb aktuális piaci kamat, de ez nem a futamidő végéig, hanem csak rövid ideig, a hamarosan, nagy valószínűséggel bekövetkező visszahívásig áll fenn. A hosszú lejáratú vállalati és önkormányzati kötvények döntő többsége az Egyesült Államokban visszahívható. De csak meghatározott időszak eltelte után. Azonban amennyiben a piaci kamatok magasabbak, mint a kibocsátáskori kamatok, akkor nem várható visszahívás, hiszen ekkor kedvezőbb az alacsonyabb kamatozású így alacsonyabb forrásköltségű kötvény fenntartása a kibocsátó számára.

---

[64] Lásd FOX, Eric: *7 Things You Didn't Know About Sovereign Debt Defaults*, 2011.09.27. lásd www.investopedia.com/financial-edge/0911/7-things-you-didnt-know-about-sovereign-debt-defaults.aspx. (2019.05.04.)

A *jelzálogokkal fedezett kötvények* esetében azonban a jelzálog adósok előtörlesztése is kiszámíthatatlanabbá teszi ez a kötvényfajta cash-flow struktúráját. Az adósok a csökkenő kamatok esetében jellemzően refinanszírozzák a korábbi magasabb kamatozású jelzáloghiteleiket, azaz olcsóbb hitelt vesznek fel és abból törlesztik a korábbi jelzáloghitelüket. Azonban, ez csak egyik oka az előtörlesztésnek, a másik ok lehet a magánszemélyek esetében a munkahelyváltás során a költözés miatti előtörlesztés vagy éppen a magáncsőd miatt nem fizetés, illetve a munkahely elvesztése és a megfelelő pénzügyi tartalék hiánya miatt. Ez utóbbi esetek változatlan vagy emelkedő kamatszint mellett is előfordulhatnak, így a jelzálogokkal fedezett kötvények cash-flow-ja különösen nehezen modellezhető megfelelő pontossággal.

4.1.1.7. Értékesítési (marketability) vagy likviditási kockázat

Az *értékesítési vagy likviditási kockázat* azt a bizonytalanságot öleli fel, melynek során a befektető azt kockázatot mérlegeli, hogy a kibocsátási árfolyamon milyen eséllyel tudja a futamidő során értékesíteni a kötvényét. Ennek a kockázatnak leginkább számszerűsíthető formája a kötvényre jegyzett vételi és eladási árfolyam különbsége. Minél nagyobb ez az *árfolyamkülönbözet (spread)*, annál nagyobb a likviditási, azaz a kibocsátási árfolyamhoz közeli értékesítés bizonytalansága. Az árfolyamkülönbözet a piaci árjegyzők versenyével csökkenhet, ez azonban csak részben, de sohasem teljesen csökkenti a kockázatot. Azokat a befektetőket, akik a teljes futamidő alatt megtartják a kötvényeiket, ez a kockázat érdemben nem érinti.

4.1.1.8. Monetáris politikai kockázat

A monetáris politika eszköztárának a *mennyiségi*[65] *és minőségi lazítással*[66] történő bővítése új kockázatok megjelenését eredményezte a kötvények számára. A jegybankok a mennyiségi és minőségi lazítás során ugyanis olyan mértékben bővítették értékpapír-portfoliójukat államkötvényekkel és vállalati kötvényekkel, hogy azok piacra dobása jelentős kínálati nyomást helyezhet a kötvénypiacra. Ha ehhez még újabb növekvő államkötvény kibocsátás is párosul a növekvő költségvetési hiány miatt, akkor ez a kockázat akár önmagában is egy *likviditási válságot* okozhat.

4.1.2.A kötvények főbb típusai[67]

Az *1970-es évek két olajválsága* és az azt követően kialakult jelentős infláció hatására a fix kamatozású kötvények mellett egyre szélesebb körben terjedtek el a változó kamatozású kötvények is. Erre az időszakra tehető a változó kamatozású kötvények mellett a diszkont árfolyamon, azaz a névérték alatt kibocsátott kötvények megjelenése is. E mellett a kötvénypiac két új típust is létre hozott ebben az időszakban. Az egyik a *beépített opciókkal rendelkező kötvény (bonds with embedded options)*, mely a tőkepiac válasza volt a befektetők körében a kötvények vonzerejének megőrzésére. A másik új kötvénytípus, az

[65] A *mennyiségi lazítás (quantitative easing)* során a jegybank azonos kockázatú pénzeszközök vásárlásával növeli a saját portfoliójában lévő értékpapírok mennyiségét azzal a céllal, hogy azokat hosszabb ideig a mérleg eszközei között tartsa.

[66] A *minőségi lazítás (qualitative easing)* során a jegybank növekvő kockázatú pénzügyi eszközök (állampapírok mellett vállalati kötvények majd jelzálogfedezetű értékpapírok és esetleg részvények, ahogy azt a Bank of Japan is több alkalommal tette) vásárlásával növeli a saját portfoliójában lévő értékpapírok mennyiségét azzal a céllal, hogy azokat hosszabb ideig a mérleg eszközei között tartsa.

[67] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 134-148. old.

eurodollár kötvény[68] pedig az olajexportból befolyó devizabevételek számára kínált vonzó befektetés lehetőséget.

4.2. A részvények[69]

A részvény - a kötvényhez hasonlóan - klasszikus értékpapír. A külső forrásbevonás a nyilvánosan vagy zártkörűen működő részvénytársaságok esetében is új részvények kibocsátásával történhet. Ebben az esetben a *törzsrészvény*[70] vagy elsőbbségi vagy dolgozói vagy ezen típusokból akár többfajta jogot is megtestesítő részvény kibocsátásával tud a részvénytársaság friss tőkét bevonni. A törzsrészvény a társaság működése során a tulajdoni hányad arányában a nettó (a költségek levonása és az adók kifizetése utáni) a közgyűlés által megszavazott jövedelemhányadra (*osztalékra*) és a társaság megszűnésekor pedig a társaság eszközeinek arányos részére (*likvidációs hányadra*) jogosítja fel a mindenkori tulajdonosát. Ha feltételezzük, hogy egy társaság egymillió darab törzsrészvényt bocsátott ki eddig összesen, akkor, ha egy befektető egy darab törzsrészvénnyel rendelkezik a társaságban, akkor a társaság nettó jövedelmének egy milliomod része illeti meg az adott üzleti évet követően. A társaság megszűnését követően a hitelezők kielégítése után a részvénytársaság fennmaradó eszközeinek szintén egy milliomod része illeti meg.

---

[68] Az USA dollárban kibocsátott, az Egyesült Államok és a kibocsátó gazdasági entitás saját joga szerinti államon kívül piacra kerülő kötvények. Az USD relatíve magas kamata miatt volt vonzó az 1970-es években, azonban a szigorúbb szabályozás az Egyesült Államokban a kedvezőbb megítélésű európai piacok felé terelte az ebben a devizanemben keletkezett olajbevételeket.

[69] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 167-172. old.

[70] Lásd MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University 70. old.

A törzsrészvények periodikus jellegű jövedelemhez juttatják a tulajdonosaikat *osztalék* formájában. A törzsrészvény hosszú távú lejárat nélküli pénzügyi eszköz. A társaság közgyűlése, mint a társaság legfőbb döntéshozatali szerve dönt a törzsrészvények után fizetendő osztalék mértékéről, meghatározva, hogy egy darab részvényre, mekkora összegű osztalékot fizet. Az osztalék egy üzleti évre vonatkozik és a társaság előző évi eredménye alapján kerül meghatározásra, de akár a korábbi évek eredményéből is sor kerülhet osztalék kifizetésre. Lehetőség van osztalékot nemcsak készpénz, hanem részvény formájában is fizetni. Ebben az esetben is a közgyűlés arról dönt, hogy hány darab részvény után jár egy újabb részvény azon tulajdonosoknak, akik már rendelkeznek az esemény (E-nap) azaz osztalékfizetés megfeleltetési napján[71] a társaság részvényeivel.

A részvénytulajdon szavazati jogokat is biztosít a tulajdonosának, mely jogokat a társaság közgyűlésein gyakorolhat a részvényes, ahol a társaság vezető tisztségviselőiről, az osztalékról, valamint a társaság átalakulásáról vagy más társasággal történő egyesüléséről, szétválásról, vagy egy másik társaság az adott társaságra vonatkozó felvásárlási ajánlatáról döntenek.

A részvénytulajdon fő hátránya a hitelezői jogviszonnyal szemben, hogy a társaság megszűnésekor csak maradvány jogosítványokkal (residual claimant)[72] azaz a *likvidációs hányadra* vonatkozó joggal ruházza fel a tulajdonosát. Ez azt jelenti, hogy a társaságnak először az összes hitelező felé kell a tartozásait kiegyenlítenie és csak azt követően tudja a fennmaradó összeget a részvénytulajdonosoknak kifizetni. Ugyanakkor a részvénytu-

[71] A megfeleltetési nap az az időpont, amikor az elszámolóház leltárt tart, azaz egyezteti az adott társasági eseményre vonatkozóan azt, hogy az adott értékpapírból a letétkezelőnél vezetett értékpapírszámlán mekkora mennyiség van, tehát az egyes ügyfelek (befektetési szolgáltatók, illetve azok ügyfelei) számláján hány darab található az adott értékpapírból.

[72] Lásd MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University 70. old.

lajdonos kifejezett előnyére szolgál a hitelezőkkel szemben, hogy a társaság eredményességének növekedéséből és eszközeinek felértékelődéséből közvetlenül is részesedni tud, hiszen a részvényesként tulajdonosi jogosítványai vannak. Így egy új gyógyszer engedélyezése vagy egy részleg leválasztása (spin-off)[73] és az önállósult részleg sikeres tőzsdei bevezetése közvetlenül is megjelenik - szinte az információ piacra kerülésével együtt - az adott anyacég részvény árfolyamában. Ha ennek a tranzakciónak tartós hatása van a társaság nettó jövedelemtermelő képességére, akkor az akár az osztalék nagyságának a növekedését eredményezheti középtávon, ha azokat az egyes közgyűlések megszavazzák.

A hitel jellegű és a részvény jellegű pénzügyi eszközök piaca eltérő nagyságú és bár a részvénypiacokról több hírt hallhat az átlag befektető, ez alapján azt gondolva, hogy az jóval nagyobb, mint a hitelpiac, ez nem így van. Hiszen még az olyan fejlett részvénypiaci kultúrával rendelkező gazdaság (ahol relatíve magas részvényhányad a megtakarításokon belül a többi befektetési eszközzel szemben), mint az az Egyesült Államoké esetében sem éri el a részvénypiacok *kapitalizációja*[74] (össz pia-

[73] A leválasztás (spin-off) során a gazdasági társaság egy önállóan is életképes része önálló társaságként működik tovább. Jellemző, hogy tőzsdei társaság leválasztott részlege is tőzsdei bevezetésre kerül. Ha nem nyilvános a társaság, akkor valószínűleg a leválasztott és újonnan létrejött gazdasági társaság részvényei sem kerülnek bevezetésre a tőzsdére. Csak az Egyesült Államokban évente átlagosan 50 leválasztásra kerül sor. A példák közül csak néhány: Expedia spinoff-ja 2012-ben Tripadvisor névvel, vagy az EBay spinoff-ja, a Paypal - ugyanebben az évben. 2013-ban a Sears Canada a Sears társaságról vált le hasonló módon.

[74] Egy részvénypiac *kapitalizációja* egyenlő az adott tőzsdére bevezetett részvények darabszáma szorozva az adott napi záróárfolyamukkal. Jellemzően nem a teljes részvényhányad kerül bevezetésre a tőzsdére, mert a nagyobb tulajdonosok, akik alapították vagy irányító részesedését szereztek időközben a társaságnál dönthetnek úgy, hogy a részvényeiket nem fogják a tőzsdén értékesíteni, így az összes részvénynél kisebb mennyiség került csak bevezetésre. Egy adott értékpapírtípus adott sorozatából az össznévérték és a tőzsdé-

ci értéke) a hitelpiacok nagyságát. Az Egyesült Államokban a részvénypiac kapitalizációja 1990 és 2010 között négy és húsz ezermilliárd USD között mozgott és például 2010-ben 17,2 ezer milliárd USD[75] volt, míg a hiteleszközök nagysága 2010-ben, ennek több, mint kétszerese, 43 ezer milliárd USD volt.

4.2.1. A részvények főbb fajtái[76]

4.2.1.1. A törzsrészvény

A *törzsrészvény vagy más néven közönséges részvény (common stock)* a részvények alaptípusa. A tagsági jogokat megtestesítő értékpapír tulajdonosaként a részvénytulajdonos jogosult a társaság közgyűlésén részt venni és részvényeivel arányos számú szavazattal a társaság stratégiai döntéseit alakítani. E mellett a törzsrészvényes legfontosabb joga, hogy a társaság eredményeiből jogosult osztalék formájában részesedni.

A társaságok osztalékpolitikája a gazdasági társaság életciklusától és működési modelljétől függően jelentős eltéréseket mutathat. A pénzügyileg stabil mérleggel rendelkező, de már jelentős növekedési potenciál nélkül működő gazdasági társaság a megtermelt profit egy jelentős részét kifizeti osztalék formában a részvénytulajdonosok számára. Ezzel továbbra is vonzóvá tudja tenni magát a befektetők számára. A magas osztalék ugyanis kiszámítható jövedelmet biztosít a részvényes számára még akár gazdasági visszaesések esetén is.

Ezzel ellentétben a nagy növekedési potenciállal bíró és így jellemzően nagy adósságteherrel küzdő vállalkozások jóval nagyobb kockázatot jelentenek a befektetők számára. Azonban a

---

re bevezetett értékpapír mennyiség aránya százalékban kifejezve a *nyilvános közkézhányad*.

[75]Lásd MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University 70. old.

[76] Lásd KECSKÉS. András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 169-172. old.

magas kockázat - siker esetén - már jelentős árfolyamnyereséget is biztosíthat, de ugyanígy a jelentős árfolyamveszteség lehetőségével is számolniuk kell a részvénytulajdonosoknak. A kisebb kockázatú, alacsonyabb növekedési potenciállal és kisebb adósággal működő, vagy éppen adósság nélkül magas működési bevételt elérő társaságok számára az osztalékfizetés nagysága és viszonylagos kiszámíthatósága (az osztalékról a társaság éves közgyűlése évente hoz döntést) biztosíthatja egy szélesebb, stabil – jellemzően - intézményi tulajdonosi kör kialakításának a lehetőségét. Ezek a társaságok a hétköznapi életben is jól felismerhetők. Ez utóbbi társaságok köre ugyanis jelentős átfedést mutat a közüzemi szolgáltatók körével. E körben az áram- és gázszolgáltatók mellett a vezetékes majd a mobil telekommunikációs szolgáltatók is megjelentek. A fintech és insurtech[77] forradalom eredményeképpen várható, hogy a forradalmi változást túlélő kereskedelmi bankok és biztosítótársaságok is a közüzemi szolgáltatók közé fognak kerülnek. Az önvezető vagy osztott használatú (shared service) személygépkocsik és haszonjáművek elterjedésével pedig a járműgyártók is közüzemi szolgáltatóvá válhatnak. Ezzel a kereskedelmi bankok és biztosítótársaságok, valamint a járműgyártók is jóval kisebb volatilitás mellett kiszámítható nyereséget biztosítva, de a korábbinál jóval alacsonyabb növekedési potenciállal fognak várhatóan működni - középtávon.

4.2.1.2. Elsőbbségi részvény

Az *elsőbbségi részvény* a törzsrészvényekben foglalt jogokhoz képest biztosít többletjogokat. Amíg a törzsrészvény egy részvény egy szavazat elven biztosít szavazati jogot, addig a

[77] Lásd PALKÓ, István –THURZÓ, Ádám Pál: *Az internetnél is nagyobb dobás forgatja fel hamarosan az életünket* lásd www.portfolio.hu/finanszirozas/biztositok-penztarak/az-internetnel-is-nagyobb-dobas-forgatja-fel-hamarosan-az-eletunket.5.274395.html (2019.01.24.)

szavazat elsőbbségi részvények ezt a szabályt írják felül azzal, hogy egy szavazat elsőbbségi részvényhez többszörös szavazati jogok kapcsolódnak. A *szavazat elsőbbségi részvény* így tulajdonosának egyedül biztosítja azt a jogot, hogy meghatározott számú törzsrészvényes szavazatával egyenlő nagyságú voksot adjon le a társaság közgyűlésén. Azért, hogy hogy a törzsrészvényesek szavazati jogai ne legyenek a korlátlanul felülírhatók a *szavazatelsőbbségi részvényesek* által, a társasági jog korlátozza a részvénytársaságok által kibocsátott *szavazatelsőbbségi részvények* arányát az alaptőkén belül. Így, ha például a részvények darabszámának a 10 %-a ötszörös szavazatelsőbbséget biztosító részvény lenne, a törzsrészvényesek hiába rendelkeznének az összrészvények 50 %-ával ők is csak 50 % szavazatot tudnának még egy teljesen egységes szavazás esetén is elérni a társaság közgyűlésén.

Éppen egy hasonló eset történt akkor, amikor a Snap Inc. (2016-ot megelőzően Snapchat Inc.) 2017-ben a New York-i Tőzsdére (New York Stock Exchange) történt tőzsdei bevezetése olyan törzsrészvényekre vonatkozóan történt, amelyekhez nem tartoztak szavazati jogok, így a szavazatelsőbbségi részvényesek egy szűk csoportja szinte teljes kontrollt gyakorolhat a társaság vezetése felett. Az elsődleges nyilvános kibocsátás (Initial Public Offering – IPO) tájékoztatója az intézményi befektetők legnagyobb megdöbbenésére, azt tartalmazta, hogy a társaság csak a szavazati joggal nem rendelkező részvényeket vezet be a tőzsdére.[78] A infokommunikációs szolgáltatásokat nyújtó társaság ugyanis három részvényosztállyal rendelkezik. Az A részvényosztály részvényei kerültek bevezetésre a tőzsdére, melyekhez nem kapcsolódnak szavazati jogok. A B részvényosztály a társaság ügyvezetése és a korai részvényesek számára biztosít szavazati jogokat egy részvény egy szavazat

[78] Lásd AITKEN, Roger: *Snap's 'Long-Term' Investment Value & Share Structure Seriously Questioned*
www.forbes.com/sites/rogeraitken/2017/03/12/snaps-long-term-investment-value-share-structure-seriously-questioned/#45e70c1d9af0 (2019.05.30.)

elven. A C részvényosztály tízszeres szavazati jogokat biztosító elsőbbségi részvényei pedig kizárólag a két alapító Bobby Murphy és Evan Spiegel tulajdonában kerültek, így a két alapító a szavazatok 88,5 %-át birtokolja. A sikeres bevezetés ellenére a társaság egy szomorú eredményt azért elkönyvelhetett, a részvényosztályok ilyen meghatározása miatt, mégpedig azt, hogy az S&P 500 index esetében döntés született arról, hogy a több részvény osztállyal rendelkező társaságok nem kerülhetnek a jövőben a tőzsdeindex tagjai közé.[79] Ez egyben azt is jelenti, hogy a Sanapchat és a hasonló részvénystruktúrát alkalmazó társaságok részvényei iránti kereslet a jövőben az egyre jelentősebb szerepet betöltő tőzsdeindexekbe fektető alapokkal csökken.

Az *osztalékelsőbbségi részvényesek* a többletjogot, időbeli elsőbbség formájában gyakorolják az osztalék tekintetében a többi részvényessel szemben. Abban az esetben, ha a társaság az adott év és az előző évek nyereségéből nem tud minden olyan részvényesének, aki osztalékra jogosult, osztalékot fizetni, akkor az osztalékelsőbbségi részvényesek előnyben lesznek, hiszen ebben az esetben is ezen részvények tulajdonosai mindenképpen hozzájutnak az osztalékhoz. Ha az *elsőbbségi részvényesek* a *törzsrészvényeknél* magasabb osztalékot biztosítanak tulajdonosuknak, akkor a többletjog a magasabb osztalékra vonatkozik a törzsrészvényesekkel szemben.

A társaság működése során az ügyvezetés meghatározó szerepet tölt be a társaság tulajdonosai által felvázolt vízió megvalósításában. A stratégia kidolgozásában és végrehajtásában aktívan résztvevő *vezető tisztségviselők megválasztására vonatkozó elsőbbségi jog* ezért különösen fontos. Az ilyen elsőbbségi jogokkal felruházott részvény tulajdonosa így bár egy megbízó-ügynöki kapcsolatban áll az ügyvezetéssel, de ennek ellenére is

[79] Reuters: *S&P 500 to exclude Snap after voting rights debate* lásd https://www.cnbc.com/2017/08/01/sp-500-to-exclude-snap-after-voting-rights-debate.html (2019.05.30.)

tartósan képes a tulajdonosi érdekek minél kisebb áttételekkel történő megvalósítására a felelősség delegálása mellett. Ugyanis azzal, hogy a vezető tisztségviselőt az elsőbbségi részvényes jelölheti ki annak visszahívása esetén is újra ő(k) jelölheti(k) az újabb vezető tisztségviselőt. Ez a javaslat vonatkozhat a visszahívott vagy más vezető tisztségviselő jelölésére egyaránt. Ez a bizalmi jogviszony erős kötődést és magas szintű lojalitást alakíthat ki az elsőbbségi részvényes és az így jelölt vezető tisztségviselő között.

A *likvidációs hányad elsőbbségére vonatkozó részvény* pedig már a gazdasági társaság megszűnésére számítva is ad többletjogot a tulajdonosának. Ha ugyanis a részvénytársaság felszámolás során fejezi be a tevékenységét, akkor szinte minimális az esély a részvénytőkéből való részesedésre. Azonban még végelszámolás esetén sem biztos, hogy minden részvényesnek jut a társaság - a tartozások kifizetése után fennmaradó - tőkéjéből. Aki viszont likvidációs hányadra vonatkozó elsőbbségi joggal rendelkezik, az, ha marad felosztható vagyon, akkor a törzsrészvényeseknek történő kifizetés előtt részesül abból, így jóval nagyobb eséllyel jut részére a fennmaradó vagyonból, mint a törzsrészvényeseknek.

4.2.1.3. A kamatozó részvény

A *kamatozó részvény* tulajdonosa az osztalékhoz való jogon (amennyiben a részvénytársaság az adott üzleti év után osztalék fizetéséről döntött) túl, a társaság által előre rögzített, a névértékre vetített éves kamatra is jogosult. Ez a társaság korai működési szakaszában a kockázati tőkebefektetések esetén lehet például fontos. Ezzel a részvénnyel ugyanis a kockázati tőkés a befektetett tőkére vetítve a piaci átlagot jelentősen meghaladó hozamot tud igénybe venni. Erre azért lehet szükség, mert nem biztos, hogy a társaságból való kilépés (exit) megvalósulhat az előre tervezett módon és időben. Ha elmarad a tőzsdei bevezetés vagy az alapító tulajdonos nem lesz elég tőkeerős a kockázati

tőketulajdonos kivásárlásához, akkor ez a befektetett tőke a kamatjövedelmen kívül hosszú ideig nem biztosít egyéb jövedelmet a tulajdonosának. A társaság csődje esetében pedig a teljes befektetett tőke is elveszhet.

A másik lehetőség e részvényfajta alkalmazására az az eset, amikor a családi tulajdonban lévő gazdasági társaság egy tőzsdére lépést követően is kiszámítható jövedelmet kíván biztosítani az alapító család tagjainak úgy, hogy a jelentős növekedési periódusban lévő társaság esetében is ez a lehetőség garantált lehessen. Ebben az esetben a társaság a növekedés finanszírozására a saját források mellett idegen forrásokat is bevon, így nagy valószínűséggel akár hosszabb ideig sem fizet osztalékot a törzsrészvények után.

4.2.1.4. A dolgozói részvény

A *dolgozói részvény* egy speciális jogi tényre alapozva jött létre. Míg a többi részvényes jellemzően – néhány alapító, cégvezető kivételtől eltekintve – nem alkalmazottja a társaságnak, addig a dolgozói részvény éppen azon a jogcímen kerülhet a munkavállalók tulajdonába, hogy azok az adott részvénytársaságnál meghatározott ideje munkavállalóként dolgoznak. Ezzel a társaság a tulajdonosi érdekeltség megteremtésére használja fel a kedvezményesen vagy akár ingyenesen a dolgozók részére juttatott dolgozói részvényeket. Ez azonban egyben felveti az érdekkonfliktus lehetőségét is. A dolgozók ugyanis alapvetően a folyó bevételeikből tartják el magukat és családjaikat, így fennáll a veszélye, hogy amint megnyílik az értékesítés lehetősége, azonnal eladják a részvényeiket. Ezzel egy jelentősebb árfolyamesést is okozhatnak, de ami még fontosabb, a hosszú távú tulajdonosi érdekeltség sem valósulhat meg a továbbiakban. Erre a megoldás lehet az Egyesült Államokban az az 1974-től hatályos[80] lehetőség, hogy a munkavállalók nyugdíjba vonulásukig a társa-

[80] Lásd Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) 201-204. szakaszai

ság részvényesei legyenek, majd a nyugdíjba vonuláskor a munkáltató gazdasági társaság, az általa megvásárolt részvények ellenértékével biztonságos nyugdíjas éveket biztosíthat a volt alkalmazottnak. A problémát azonban ebben az esetben az okozza, hogy csőd esetén, illetve csalás (Enron[81], Worldcom) során[82], az így felhalmozott, a társaság mérlegében szereplő részvényvagyon, részben vagy egészben elértéktelenedhet vagy a hitelezők követeléseinek kielégítésére, vagy a társaság ügyvezetése által felhasználásra kerül a társaság nehéz anyagi helyzetében vagy arra történő hivatkozással.

A másik probléma a részvények méltányos és arányos elosztásának a hiánya. Ez akkor okozhat nehézséget, ha az éves jövedelem és az eltöltött évek alapján kerül elosztásra a dolgozói részvényvagyon, akkor az ügyvezetés, akár a társaság többségi tulajdonának megszerzésére is felhasználhatja ezt a nagyobb tulajdoni arányt, kivásárolva alacsony áron az alacsonyabb beosztású munkavállalók kisebb részvénycsomagjait. Erre az esetre számos példa volt a rendszerváltást követően Magyarországon a kedvezményes hitelekkel (egzisztencia hitel – kárpótlási jegy felhasználásával) kombinált munkavállalói résztulajdonosi program (MRP) keretében is.

4.2.2. A részvények kockázati tényezői[83][84]

A részvények kockázatait alapvetően két részre oszthatjuk a társaságtól független *piaci vagy rendszerszerű (szisztematikus)*

[81] Lásd SZALAY Gábor: *Vállalati botrányok és esetek áttekintése különös tekintettel a felelős társaságirányítás és a transzparencia kérdésköreire (I.): A Postabank jelenség*. JURA 2017 23. évf. 1. szám 394. old.

[82] Lásd SZILOVICS, Csaba Az adótervezéstől az adócsalásig Magyar Jog 2013, 60. évf. 7. szám 407-415. old.

[83] Lásd https://www.investopedia.com/articles/stocks/11/risks-every-stock-faces.asp (2019.04.28.)

[84] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 172-176. old.

kockázatok[85] és a társaság működésével közvetlen kapcsolatban álló kockázatok, melyeket összefoglalóan *nem szisztematikus kockázatnak*[86] nevezünk.

A *szisztematikus kockázatok* a pénz- és tőkepiacokra általánosan és teljeskörűen ható változások. Ezek közül a legfontosabb az adott nemzetgazdaság növekedési kilátásai és az inflációs környezet. A legfontosabb tényező, mely e két makrogazdasági mutatóval közvetlen kapcsolatot mutat, a kamatszintek változása. Ha az adott nemzetgazdaság kamatszintje változik, akkor az minden gazdasági szereplő tevékenységére hat, de ez különösen igaz a hitellel rendelkező gazdasági társaságokra. Amikor a jegybank a rövid távú kamatokat meghatározó jegybanki alapkamatot megemeli, akkor a bankok is megemelik az újonnan kihelyezett és a már meglévő hitelek kamatait, ha ez utóbbiak változó kamatozású hitelek. Így egy kamatemelési ciklus (kamatemelések sorozata) a korábban felvett hitelek visszafizetését megdrágítja vagy akár lehetetlenné is teszi, azaz egyes társaságok csődjét eredményezheti. Ezzel ellentétben a kamatcsökkentések sorozata az eladósodott vállalkozások pénzügyi terheit csökkenti, gazdasági mozgásterét növeli. Ez alapján a kamatcsökkentés az eladósodott vállalkozások számára kedvező, de vajon igaz-e ez minden vállalkozásra? Korántsem biztos. Hiszen lehetséges, hogy éppen azért kerül sor a kamatcsökkentésre, mert a gazdasági növekedés megtorpant. Ekkor viszont egyes iparágak termékei és szolgáltatásai iránt szinte egységesen csökkenhet a kereslet. Ez a hatás pedig ellensúlyozhatja vagy teljesen le is ronthatja a kamatcsökkentés pozitív hatásait.

A *rendszerszerű kockázatok* ellen a megoldás az eszközosztályok közötti *diverzifikáció*. Ez azt jelenti, hogy a készpénz, a

[85] A szisztematikus vagy rendszerszerű kockázat az adott pénzügyi eszköz piacára jellemző kockázat, mely minden pénzügyi eszközt érint az adott piacon. Ez a kockázat nem csökkenthető más ugyanezen piacon lévő eszközbe történő befektetéssel, kizárólag más piacon működő eszközök vásárlásával.

[86] A nem szisztematikus vagy egyedi kockázat csökkenthető több, az adott piacon elérhető pénzügyi eszköz portfolióba történő rendezésével.

részvények, a kötvények és az alternatív befektetések (tágabb értelemben a devizák, nyersanyagok, ingatlan befektetések, és azok intézményesített befektetési formái a nem hagyományos befektetési alapok (ETF-k, hedge fundok) és kockázati tőkelapok) között célszerű a befektetésre szánt összeget a felhalmozási célok futamidejét figyelembe véve megosztani.

4.2.2.1.A makrogazdasági kockázat

A *makrogazdasági kockázat* az adott nemzetgazdaság gazdasági mutatóinak negatív változásait foglalja magában. Egy nemzetgazdaságban a gazdaságpolitika két fő része: a monetáris és a költségvetési politika együttesének hatására a gazdasági növekedés közép és hosszú távon jelentősen változhat. Ha egy gazdasági társaság csak az adott nemzetgazdaságon belül fejti ki a tevékenységét, akkor egy gyenge gazdaságpolitika akár jelentős veszteségeket is eredményezhet. Erre sajnos jó példa Venezuela és Puerto Rico csődközeli helyzete, illetve tényleges csődje. A két nemzetgazdaság a 2010-es évek közepén a jelentős gazdasági lehetőségek ellenére (olajkincs, illetve kedvező földrajzi elhelyezkedés, külföldi tőkevonzó képesség) a rosszul megválasztott gazdaságpolitikai mix hatására jelentős károkat okozott az ott élők és az ott működő társaságok számára. Míg egy stabilan jól teljesítő gazdaságpolitika még a nemzetközi válságokkal szemben is számottevő védelmet nyújthat az adott gazdaság szereplői számára[87], addig rosszul megválasztott gazdaságpolitika a világgazdasági növekedésből még az átlagos növekedés lehetőségét sem biztosítja.

[87] Lásd LENTNER, Csaba: *A magyar gazdasági válság és válságkezelés néhány történeti és nemzetközi aspektusa*, Pénzügyi Szemle 2010, 55. évf. 3. sz. 561-584. old. és LENTNER, Csaba – ZÉMAN, Zoltán: *Handling Crisis – Role in the Economy*, Moderni Veda 2016, 2016. évf. 3. szám, 45-58. old.

4.2.2.2. Az iparági kockázat

Az egyes gazdasági szektorok eltérő szabályozottság és különböző társadalmakban eltérő megítélés alá eshetnek. E tények hatására jelentős különbségek alakulhatnak ki az egyes gazdasági ágak, szektorok és alszektorok tőke-, és adminisztratív költségeiben. A korábbi alacsonyabb elvárások e területeken gyorsan változhatnak például egy vállalati botrány hatására is.[88] Ekkor a korábbi kedvező helyzet jelentősen változhat negatív irányban. Hasonló hatással lehet egy-egy iparágra a társadalomban a közgondolkodás változása vagy a technológiai változás. A környezettudatos gondolkodás elterjedése számos kevéssé környezetkímélő vagy nagy energiafelhasználású gazdasági ágat, új környezetkímélő technológiák bevezetésére kényszeríthet. E technológiaváltás azonban jelentős kutatási és fejlesztési kiadásokkal jár és az új technológiák akár újabb kockázatokat jelenthetnek, már csak az újdonság jellegük miatt is. A fentiekre szinte komplex példa lehet a dízel-motorokkal működő autók gyártása körüli botrány és a megoldás pedig a még bizonytalan kimenetelű hibrid vagy elektromos meghajtású autók bevezetése a tömegtermelésbe a 2010-es évek második felétől.

4.2.2.3. Nyersanyag árak kockázata

A nyersanyag árak változása nemcsak a nyersanyag kitermeléssel foglalkozó vállalkozásokat érintik. A nyersanyag árak jelentős és tartós esése az alacsonyabb közüzemi számlákon keresztül a fogyasztók háztartási kiadásain keresztül is érezhető. A csökkenő energia számlák hatására több szabadon elkölthető pénz marad a háztartásoknál, akik így többet fogyasztanak. A nyersanyag árak emelkedése éppen ellentétes hatást eredményez. Ami ugyanis kedvező a nyersanyag kitermelő társaságok-

[88] Lásd FERENCZ, Barnabás: *A Volkswagen dieselgate botrány* Controller Info 2017, 5. évf. 3. szám, 12-17. old. és FERENCZ, Barnabás:*Megmérettettél és a környezetre károsnak találtattál - a Volkswagen-botrány egyes jogi kérdései* JURA 2016 22. évf. 1. szám 194-201. old.

nak, az kedvezőtlen a fogyasztási cikkek gyártóinak. Az emelkedő közüzemi költségek miatt kevesebb jut ugyanakkora bérből a fogyasztásra. Ezzel tovább csökken a vásárolható termékek mennyisége, ha az energiaárak növekedése tartós marad, akkor annak hatása beépül az inflációs várakozásokba és az árnövekedés miatt még kevesebb fogyasztási cikkre lesz elég ugyanakkora szabadon felhasználható jövedelem. Ez a negatív folyamat a háztartásokban a fogyasztási cikkeket gyártó és a szolgáltatásokat nyújtó vállalkozások számára is csökkenő keresletet és így csökkenő bevételt eredményezhet.

4.2.2.4. Címlap kockázat

A *címplap kockázat (headline risk*) azt a kockázatot foglalja magában, melynek során egy társaság piaci megítélése egy vagy több meghatározó jelentőségű médiumban megjelent negatív hír hatására jelentős mértékben romlik. A média ugyanis széles körű nyilvánosságot biztosít a negatív híreknek, ezáltal szenzációként tálalva a társasággal kapcsolatos negatív hírt.

Ez történt a német fintech cég, a Wirecard AG esetében, amikor a Financial Times-ban megjelent információk miatt a társaság részvényei 2019 tavaszán jelentős árfolyamesésbe kezdtek, olyannyira, hogy a német tőkepiaci felügyelet a társaság részvényeire a short ügyletek kötését is megtiltotta átmenetileg.[89]

Ennek a negatív publicitásnak azonban a társaság megítélésében a megfelelő súllyal történő kezelése csak hosszabb idő alatt alakul ki. A 2001-es new york-i World Trade Center ikertornyai ellen intézett támadás, vagy egy súlyos nukleáris baleset a társaságok széles körét érinthetik. Azonban ezt a publicitást gyors és hatékony PR és CSR stratégia megvalósításával akár a társaság előnyére is lehet fordítani.

[89] Lásd McCRUM, Dan: *What are the Wirecard allegetions*? Financial Times 2019. május 17 https://www.ft.com/content/12d751e8-6c0c-11e9-80c7-60ee53e6681d (2019.05.24.)

4.2.2.5. Minősítési kockázat

A nemzetközileg elismert hitelminősítő társaságok (a három legnagyobb egyesült államokbeli hitelminősítő a Standard & Poor's,[90] Moody's,[91] és a Fitch Ratings[92]) nemcsak az egyes értékpapírok kibocsátásakor, hanem a kibocsátott értékpapírok futamideje alatt is folyamatosan minősítik a társaságok hitelképességét. Erre az újraminősítésre, a jellemzően évente vagy félévente történő felülvizsgálat során kerül sor. Ekkor a társaság korábbi minősítésének javítása, negatív irányba történő besorolása vagy a korábbi minősítés fenntartása akár pozitív vagy negatív kilátással történhet. Ez utóbbi irányultsággal kilátásba helyezi a hitelminősítő a minősítés változásának a várható irányát, ha a minősítésben megjelölt kockázatok megvalósulnak vagy éppen ennek ellentéteként a gazdaságpolitika sikeresen kezeli azokat.

4.2.2.6. Elavulási kockázat

Egy társasági üzleti tevékenysége során a piac számára kínált termékek és szolgáltatások jelentős mértékben elavulhatnak. A közlekedés példáján jól látható, hogy például a vasúttársasá-

[90] A Standard & Poor's jogelődjét John Poor 1914-ben alapította, jelenlegi formájában 1941 óta működik. Ekkor egyesült a Standard Statistics információs és minősítő társasággal, 1960-as években pedig a McGraw Hill kiadó társaság tulajdonába került.

[91] 1909 John Moody alapította a Moody's-t részvény és kötvényminősítések tájékoztató anyagainak előállítására. 1962-ben a felvásárolta a Dun and Bradstreet hitelminősítő társaság, majd a Dun and Bradstreet 2000-ben leválasztotta és bevezette a Moody's-t a New York-i tőzsdére. 2007-ben a leválasztott társaságot további két részre bontotta a tulajdonos Dun and Bradstreet: a Moody's Investor's Service-re és a Moody's Analytics-ra osztották fel a korábbi céltársaságot. A Moody's Investor's Service a hitelminősítő tevékenységet kizárólagos letéteményese lett, míg a Moody's Analytics jogelőd társaság az összes egyéb tevékenységet vitte tovább.

[92] A Fitch Ratings 1924-ben több kisebb hitelminősítő (IBCA, Duff and Phelps és Thomson Bankwatch) egyesülésével jött létre.

gok a XIX. században milyen fontos szerepet töltöttek be az Egyesült Államokban, majd ezt követően az újabb technológiai fejlesztések egyre kisebb szerepet szánnak már a hagyományos vasúttársaságoknak legalábbis a klasszikus értelemben (hiszen a nyeregvasutak vagy a mágneses pályákon történő személyszállítás éppen a megújult vasúti közlekedés reneszánszát jelenthetik). A légiforgalom tömegszerű megjelenése is újabb kihívás elé állította, mind a személy- mind az áruszállításban működő társaságokat.[93]

Az internet alapú szolgáltatásokra alapozva pedig az Über, Lyft, Taxify, Yandex és a többi versenytársaik jelentenek komoly kihívást a taxiszolgáltatók számára. Így a közlekedési iparág egyes üzleti modelljei folyamatosan elavulnak, ami azonban új lehetőségeket is teremthet a megújulni képes vállalkozások számára például az internetes vásárlások óriási tömege éppen az áruszállítás reneszánszát jelentheti az iparág számára, ami például az Amazon és az Alibaba előnyére szolgálhat.

4.2.2.7. Észlelési kockázat

Az *észlelési kockázat* az a működésben rejlő, visszaélésekhez kapcsolódó kockázat, melynek során a társaság működése során kialakult visszaélések már olyan mértéket öltenek, melyek nemcsak a társaság eredményes és hatékony működésének átmeneti visszaesését eredményezik, hanem a társaság létét is veszélyeztetik.[94] Ezen visszaélések korai feltárását a könyvvizsgálók, a belső ellenőrzés és a minőségbiztosítás szakemberei való-

[93] A közlekedési eszközök mint a lízingpiacon meghatározó szerepet betöltő eszközök esetében a kockázatok telepítésének és viselésének szabályozása különösen fontos. Lásd NOCHTA, Tibor: *A lízingszerződés* 1995, JURA 2. évf. 1. szám 19-20. old.

[94] Lásd SZUCHY, Róbert: *Verseny, szabályozás és a hatékonyság – A hatékonyság szerepe az Európai Uniós összefonódás-ellenőrzési rendszere tükrében*. 2010 Ünnepi tanulmányok Sárközy Tamás 70. születésnapjára pp. 425-449. old.

síthatják meg.[95] A társaság fenntartható és hatékony működését biztosító felelős társaságirányítási elvek tartós és súlyos megszegése[96], akár visszafordíthatatlan folyamatot indíthat el a társaság működésében. Erre számos példa között említhető az Enron, a Bear Stearns, az indiai Satyam[97] vagy éppen a hazai környezetben a brókerbotrányok befektetési szolgáltató szereplői (Quaestor csoport, Buda- Cash Zrt stb.).[98]

4.2.2.8. Szabályozási kockázat

Az egyes iparágak szabályozási környezete éppen többek között a fenti visszaélések hatására jelentős mértékben változhat.[99] Ezek a szabályozási változások a kisebb hatékonyságú, kevésbé tőkeerős társaságokat olyan szükséges, de drága adminisztratív nyilvántartási feladatok elé állíthatják, aminek már a társaság a megfelelő tőke és kapacitás hiányában nem tud megfelelni.

---

[95] Lásd NOCHTA, Tibor: *A könyvvizsgálói felelősségről.* 2014 (L)ex Cathedra et Praxis 339-350. old.

[96] Lásd SZUCHY, Róbert: *A gazdasági társaságok társadalmi felelősségvállalása* In: Szalma, József (szerk.) A Magyar Tudomány Napja a Délvidéken, 2013 Újvidék, Szerbia : Vajdasági Magyar Tudományos Társaság, (2014) 287-307 old.

[97] Lásd KECSKÉS, András - BUJTÁR, Zsolt: *Egzotikus problémák a társaságok irányítási rendszerében* JURA 2015, 21. évf. 2. szám 165-166. old.

[98] Lásd SZALAY, Gábor: *Múltbéli csalárd ügyek áttekintése jelenkori problémák tükrében – a transzparencia hiányának következményei.* Controller Info 2018 4. évf. 3. szám 31. old. és SZILOVICS, Csaba: *A Magyar Alkotmánybíróság határozata a Quaestor-károsultak kárrendezését biztosító követeléskezelő alap létrehozásáról* Kodifikáció és Közigazgatás, 2015, 4. évf. 2. szám 70-75 old. és a rendszerváltozás után jelentősebb magyar „brókerbotrányokat" lásd még Gál István László: A tőkepiac büntetőjogi védelme Magyarországon Pécs, 2019 215-220. old.

[99] Lásd SZUCHY, Róbert: *Az intelligens energetikai rendszerek szabályozási kérdései* 2018, Egyes modern technológiák etikai, jogi és szabályozási kihívásai KGRE ÁJK 179-198. old. és SZUCHY Róbert: *Az Európai Unió összefonódás-ellenőrzési rendszere a jogbiztonság tükrében* 2010 Gazdaság És Jog 18. évf. 7-8 32-40. old.

4.2.2.9. Üzleti modell kockázat

Az egyes társaságok üzleti modelljét a gazdasági és társadalmi valamint a technológiai változások is jelentősen befolyásolhatják. Erre mindenki számára jól ismert példa az internet megjelenése az üzleti életben. Manapság már nem lehet sikeres egy gazdasági társaság, ha nincs honlapja, de ez csak a felszín, hiszen jelentős mennyiségű adat kerül *internet alapú felhő szolgáltatásokon* keresztül tárolásra távol a társaság székhelyétől. Ezzel az üzleti élet mind működés mind adatfeldolgozás és tárolás területén jelentős modellváltást igényel a gazdasági társaságoktól.

4.2.2.10. A robbanásszerű változás (disruptive) kockázata

A megbontó innováció vagy kreatív rombolás kifejezések egyaránt plasztikusan leírják a drasztikus, a status quo-t megkérdőjelező *robbanásszerű (disruptive) változásokat*. Ezekhez a jelentős változásokhoz a gazdasági társaságok többsége csak hosszabb-rövidebb idő alatt képes alkalmazkodni. Amikor azonban hirtelen és jelentős változások történnek a hosszú évek alatt kialakult szervezetek piacain, a piaci szervezetek, azaz a gazdasági társaságok egy része nem tud megfelelően gyorsan alkalmazkodni a változásokhoz és lassan kiszorulnak az adott piacról. Az ilyen robbannásszerű változások ugyanis jelentősen eltérnek a már működő gazdasági modelltől és az egyes gazdasági szereplők ezt a *különösen új (out-of-box) gondolkodást* nem tartják relevánsnak és a késői alkalmazkodás már olyan lemaradást eredményezhet, amelyet már nem lehet behozni az új versenytársakkal szemben. Az ilyen típusú változásra példa lehet az elektronikus autók megjelenése, de korábban a mobil telefonok megjelenése vagy az okos telefonok elterjedése is hasonló folyamat volt. A legnagyobb problémát az alkalmazkodási képesség hiánya vagy alacsony szintje okozza e kockázat kezelése során, hiszen az új kreatív üzleti modell felismerése bevezetése és annak hatása az üzleti eredményekre csak lassan valósulhat

meg. Ez idő alatt az új, disruptive versenytársak piaci előnyt élveznek és ezzel magasabb profitrátát elérve tartósan kedvező piaci pozíciót alakítanak ki, ami a későn alkalmazkodó társaságok számára behozhatatlan hátrányt és jelentős pénzügyi veszteséget is okozhat.[100]

4.2.2.11. *IPO window*[101] kockázat

A részvénytársaságok elsődleges nyilvános kibocsátása[102] jelentős többletköltséggel és számos számszerűsíthető és kevésbé megfogható azonnali előnnyel (és jó néhány hátránnyal is) jár. Azonban a nyilvános kibocsátás és az azt követő tőzsdei bevezetés esetében az időzítés is fontos szerepet kap. A jól időzített kibocsátás tartósan és jelentősen képes a társaság tőzsdei kapitalizációjának növelésére, míg egy rossz időzítés éppen ellentétes hatást fejt ki. Mivel jellemzően a felügyeleti engedély egy évre vonatkozik, ha ezen időszak alatt nem alakul ki az adott iparág és a tőkepiacok tekintetében megfelelő pozitív piacra lépési lehetőség, a részvény kibocsátója jelentős

[100] Lásd SZUCHY, Róbert: Az európai versenyszabályozás és versenypolitika, különös tekintettel a gazdasági erőfölénnyel való visszaélés tilalmára. 2012 Studia Caroliensia 67-75. old.

[101] Az *IPO window* az a viszonylag rövid, néhány hétre kiterjedő időszak, amikor a tőzsdék nemzetközi, nemzetgazdasági, valamint iparági környezete, illetve megítélése is a legoptimálisabbá teheti a tőzsdei bevezetés időzítését. Erre jó példa a Beyond Meat Inc. tőzsdei bevezetése 2019 májusában, amikor a klímaváltozás miatt a húsmentes ételek iránti kereslet megnövekedett és az értékpapírpiacok egy 10 éves növekedés újabb felszálló ágába kerültek. Lásd SHANKER, Deena - MULVANY, Lydia – HYTHA, Mike: *Beyond Meat Just Had the Best IPO of 2019 as Value Soars to $3.8 Billion* http://fortune.com/2019/05/02/beyond-meat-ipo-stock-price/ (2019.05.24.)

[102] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel: *A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előnyei és hátrányai*, Miskolci Jogi Szemle 2013, 8. évf., 2. szám. 137-149. old. és KECSKÉS András - Halász Vendel: *Ajánlati struktúra a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásoknál* Jogelméleti Szemle, 2013, 14. évf.: 2. szám, 44-49. old.

kapitalizációs veszteséget könyvelhet el önmagában e kockázat megvalósulása miatt.

4.3. Az értékpapírosítás folyamata és az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása[103]

4.3.1. Az értékpapírosítás folyamata

Az *értékpapírosítás* meghatározásakor azért szükséges körültekintően eljárni, hogy megfelelően széles körű elhatárolás lefedje az értékpapírosítás rendkívül változatos formáit, ugyanakkor a folyamat pontos elhatárolását is lehetővé tegye: mind jogi, mind gazdasági szempontból.

Az értékpapírok a kötelmi (szerződéses) jogviszonytól való leválása és „önálló életre kelése" után az értékpapírosítás a forgalomképesség növelésének újabb eszköze lehet, különösen, ha jelzáloghitelek értékpapírosítását tartja mintaként a szeme előtt a definíció. Ez alapján a dimenzió alapján vizsgálva az értékpapírosítást a pusztán a forgalomképességi transzformációra fókuszálva születhetett az a leegyszerűsítő meghatározás, mely szerint, az *értékpapírosítás* az illikvid eszközök átalakításának folyamata piacképes (likvid) értékpapírokká.[104] A megközelítés ebben az esetben, azért sem megfelelően pontos, mert már a hitelek másodlagos piaca is ezzel ellentétes példát mutat számos állam esetében. Mégpedig azt a működési modell, amelyben önálló szerződéses jogviszony alapján is kialakulhat likvid másodlagos piac - megfelelő piaci és jogszabályi környezetben anélkül, hogy az egyes követelésekből képzett portfoliók értékpapírosítására sor kerülne. Ez utóbbi értékpapírosítás alapfeltéte-

[103] Lásd BUJTÁR, Zsolt *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unió*ban Európai Jog 2019. március 19. évf. 2. szám 1-11. old.

[104] Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 8. old.

le egy megfelelő piaci és szabályozási környezet, amelyben a követelések jogosultjai a kötelezettek beleegyezése nélkül szabadon adhatják el a követeléseiket, azzal ellentétes szerződéses kikötés hiányában, ahogy azt az Európai Unió esetében, döntésében azt *Európai Unió Bírósága* 2018 augusztusában megerősítette.[105] Azonban ebben az esetben is felmerül a *roncsautó elméletben*[106] leírt jelenség megvalósulása a gyakorlatban. Az elméletet a másodlagos hitelpiacra alkalmazva az eredeti követelések jogosultja részéről az információs többlet rosszhiszemű felhasználása a rossz hitelek nagyobb arányban történő átadását eredményezi a követelés vásárlók részére, és a jobb minőségű adósok hitelei nagyobb arányban maradnak az eredeti hitelező társaságnál. Ezzel a megvásárolt követelés portfolió kockázata nem reprezentatív, éppen ellenkezőleg a rosszabb minőségű hitelek felülreprezentáltak abban.

A klasszikus értékpapír formában a fedezett kötvény kibocsátás megvalósításával létezik egy alternatív megoldás, de amint azt későbbiekben a könyv tárgyalja, ez az értékpapír transzformáció nem tudja helyettesíteni az értékpapírosítást – az értékpapírosításra jellemző több meghatározó tulajdonság hiányában. Ezek között az alapvető hiányosságok között a fedezet-

---

[105] Lásd Judgment Of The Court (Fifth Chamber) 7 August 2018 Joined Cases C-96/16 and C-94/17,REQUESTS for a preliminary ruling under Article 267 TFEU, from (i) the Juzgado de Primera Instancia No 38 de Barcelona (Court of First Instance No 38, Barcelona, Spain), made by decision of 2 February 2016, received at the Court on 17 February 2016; and (ii) the Tribunal Supremo (Supreme Court, Spain), made by decision of 22 February 2017, received at the Court on 23 February 2017, in the proceedings Banco Santander SA v Mahamadou Demba Mercedes Godoy Bonet (C-96/16), and Rafael Ramón Escobedo Cortés v Banco de Sabadell SA (C-94/17)

[106] A Nobel-díjas amerikai közgazdász, *George Ackerlof* vizsgálta a *kontraszelektív döntések (adverse selection)* hatását, és nevezte el *roncsautó problémának* azt a használt autók piacán kialakult helyzetet, amikor a vevők és az eladók információs egyenlőtlensége a piac torzulásához vezet. Lásd ACKERLOF, George: *The Market for „Lemons": Quality uncertainty and the Market Mechanism* The Quaterly Journal of Economics 84. évf. 3. szám 1970. augusztus 489-490 old.

ként szolgáló követelések pénzáramainak az újraelosztásának (ügyletrészsorozatok kialakítása) hiánya, valamint a kötvény kibocsátójának és a kötvény megítélésének az azonossága a legfőbb probléma, amire csak az értékpapírosítás tud megfelelő választ adni.

Az *értékpapírosítás* az Egyesült Államokban az 1980-as évektől alakult ki a modern formájában. Ekkortól, olyan, megfelelő pénzárammal rendelkező követelések kerültek át kontraktuális jogviszonyból értékpapír formába, mely folyamat során az eltérő kockázatú követelések eltérő típusú kockázati besorolásokkal rendelkező piacképes értékpapírokban testesülnek meg. Mindez a folyamat pedig jellemzően egy, az *értékpapírosítás* céljára kizárólagosan létrehozott értékpapírosítási célú speciális célú jogalany (Special Purpose Entity - SPE),[107] és annak létrehozójától elkülönült SPE bevonásával, a követelések az SPE részére történő átadásával és azok fedezetére, az SPE által kibocsátott értékpapírok eladásával történt. A követelések a korai időszakban jelzálogkölcsönök voltak, ezt követően azonban az autókölcsöntől, a diákkölcsönökön át, a vevőkövetelésekig a követelések rendkívül széles körét fogták át a pénzügyi innováció dinamikus fejlődésének köszönhetően. A pontos definíció megalkotása során három, jól elkülöníthető jellemző azonban egyértelműen beazonosítható az *értékpapírosítás* folyamatában.

4.3.1.1. Az értékpapírosításba bevonható fedezetek köre

Az első és legfontosabb jellemző a fedezetként bevonható követelések körének a meghatározása. Ezek azon követelések lehetnek, melyek akár *közvetlenül a követelésekből*, akár *szinte-*

[107] A továbbiakban a szerző az SPE, az SPV (Special Purpose Vehicle) az SSPE (Securitizing Special Purpose Entity) és ez utóbbi magyar jogi megfelelője a KCGE szakkifejezéseket szinonimaként használja, kivéve, ha azt jelezve, eltérő jelentéstartalommal kívánja felruházni.

tikus módon (derivatívák[108] segítségével) biztosíthatják az értékpapír kibocsátója által a pénzügyi kötelezettségeknek megfelelő *pénzáramo*k[109] összességét. A *pénzáramok* léte azért fontos, mert az értékpapírosítás során létrejött értékpapírok jellemzően, de nem kizárólag adósságjellegű (kisebb részben equity és mezzazine jellegű is) kötelezettséget megtestesítő kötvény típusú értékpapírok megjelenését eredményezik a pénz- és tőkepiacon. A *kötvény* típuson belül is a *kamatozó jelleg* a meghatározó, a diszkont formában kibocsátott és csak a futamidő végén kamatot egy összegben fizető kötvényekkel ellentétben. Ezért kerülnek a különböző kölcsön típusú követelések a legtöbbször az értékpapírosított portfoliókba. A különböző kölcsönök ugyanis folyamatos, időszakhoz kötött kamat- és akár tőketörlesztési kötelezettséggel biztosítják az időszakonként kamatfizetésekhez és tőketörlesztésekhez szükséges pénzeszközöket, azaz a szükséges *pozitív pénzáramokat*. Itt érdemes kiemelni, hogy éppen az így kibocsátott eltérő kockázati besorolású kötvények fizetőképességét erősíti az equity típusú kockázatot jelentő értékpapírok egyidejű kibocsátása a követelésportfolió fedezetére, mely értékpapírok tulajdonosai a nemfizetés esetén az első nemfizető hitelek veszteségeit vállalják magukra, hiszen a részvényekhez hasonló az osztalék jellegű hozam nem garantált, csak annak lehetősége adott.

Felmerül a kérdés, hogy ha az equity típusú ügyletrészsorozat ilyen magas kockázatú értékpapír, mely befektető vásárolja azt meg? A piaci bizalom kiépítésében fontos szerepet

---

[108] A derivatívák vagy másnéven származtatott eszközök a mögöttes eszközök árfolyam illetve pénzmozgásait követik le közel teljes körűen. Amennyiben a származtatott eszköz tőkeáttétellel is rendelkezik, akkor a tőkeáttételnek megfelelő a mögöttes termék árfolyam- illetve pénzmozgásainak az áttétel nagyságának megfelelő többszörös nagyságrendben valósul meg.

[109] A pénzáramok, azon a pénzmozgások összeségét jelölik, amely egy követelés akár szerződéses akár értékpapír formában fennálló időtartama alatt a két szerződő fél kötelezettségeinek eleget téve, egymással szemben pénzformában ténylegesen teljesít.

játszik, ha az értékpapírosítást kezdeményező tulajdonába kerül ez az equity típusú értékpapírosított követelés csomag. A nagy gazdasági növekedés illetve alacsony hozamkörnyezet időszakában a magas kockázatot vállaló intézményi befektetők, hedge fundok[110] és a nyugdíjmegtakarítást kezelő vagyonkezelők a hosszú lejáratú kötelezettségek fedezeteként – az adott portfolió kiegészítő elemeként - is vonzónak találhatják ezt a befektetési formát.

4.3.1.2. A hitelezési kockázatok áttelepítése

Az é*rtékpapírosítás* második jól elhatárolható jellemzője az a folyamat, melyben a hitelezési kockázatok áttelepítésére kerül sor az értékpapír létrehozójától egy független harmadik személyre, egy speciális célú jogalanyra, az *SPE-re*. Az európai joganyagba éppen a 2019. januárjában hatályba lépett EU 2017/2402 rendelettel[111] került be az *értékpapírosítású célú speciális jogalany (Securitisation Special Purpose Entity - SSPE)* fogalma. Ez az elnevezés az Egyesült Államok értékpapírosítási gyakorlatából származik, de attól eltérően került meghatározásra, ugyanis az Egyesült Államokban az SPE az értékpapírosítás-

[110] A fedezeti alap (hedge fund) olyan piaci befektetési forma, mely akár piac meghatározó tendenciáival szemben is képes jelentős hozamot nyújtani nagy kockázat mellett, jellemzően tőkeerős ügyfelek számára. Befektetési politikája nem korlátozódik egyetlen befektetési formára sem, az alapkezelő a saját megtakarításait is az alapban kezeli, tehát ügyfeleivel azonos típusú és azonos mértékű kockázatot vállal. Az alap kezelése során a nagy kockázatú (jellemzően derivatív) elemek alkalmazása is elfogadott, széleskörű gyakorlat. Ugyanakkor az alap fedezeti tevékenységet csak a profit megóvása érdekében folytat, a tőke-kockázat azonban emelt szintű, ennyiben a fedezeti alap elnevezés félrevezető is lehet.

[111] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és az 1060/2009/EK és a 648/2012/EU rendelet módosításáról 2. cikk 2. pont

ban is használt speciális célú jogalany elnevezése. Az Egyesült Államokban még az *SPV (Special Purpose Vehicle)* fogalom használatával találkozhat az olvasó az értékpapírosítás vizsgálata során. A magyar joganyagba történő átültetés során[112] ez a jogalany a különleges célú gazdasági egység (KCGE) elnevezést kapta és annak fogalmi használatát vezette be a Tpt.[113] módosítását eredményező pénzügyi salátatörvény[114], amely átvette a hazai szakirodalomban is - a pontosabbnak tűnő értékpapírosítási célú speciális jogalany fogalmi meghatározását tartalmilag – de eltérő formában.

Az SPE-be történő követelés-csomag elkülönítésére azért van szükség, hogy az *értékpapírosítást kezdeményező* jogalanynak a késedelmes vagy nemfizetési kockázata vagy akár a fizetésképtelenségi kockázata elkülönüljön a követelés portfolió ilyen típusú kockázataitól. Ebben az esetben ugyanis kizárólag a (feljavított) követelés portfolió kockázatát futja a követelések terhére a KCGE által kibocsátott értékpapírok tulajdonosa. Éppen az utóbbi, portfolió szintű nemteljesítési kockázatok csökkentésére került kialakításra az úgynevezett *hitelminőség javítási (credit enhancing)* technika. A speciális banki garanciák[115] és követelés többlet fedezettségi jogintézmények az értékpapírosítás során az elfogadott gyakorlat részévé váltak,[116] melyek még

[112] 2018. évi CXXVI. törvény a pénzügyi közvetítőrendszert érintő egyes törvények jogharmonizációs célú módosításáról 2. §. b. a Tpt. 1 § a pontját egészítette ki.

[113] 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

[114] 2018. évi CXXVI. törvény a pénzügyi közvetítőrendszert érintő egyes törvények jogharmonizációs célú módosításáról

[115] A banki garancia az a pénzintézet által vállalt kötelezettségvállalás, ahol bank a késedelmes vagy nemfizetés esetén belép kötelezettként és ezzel biztosítja az előzetesen várható pénzáramok késedelem nélküli teljesülését.

[116] A fedezetértékelési arányszámnak vagy biztonsági sávnak (haircut) az a többletfedezet nevezzük, amit a követelések esetleges nemfizetése esetére többlet követelés-állományként elvár a követelés portfolió jogosultja annak kötelezettjétől. Ezzel a többletfedezettséggel is csökkenthető a késedelmes vagy nemfizetés kockázata, azaz a pénzáramok elvárt teljesítése.

az átmeneti késedelmes fizetéstől is megóvhatják az értékpapír tulajdonosát és egyben az equity típusú értékpapírok tulajdonosainak is kedvezőbb kockázati pozíciót eredményeznek. Azonban *rendszerszintű kockázat* esetében, amikor az azonos típusú kötelezettségek jelentős nemfizetési hulláma söpör végig egy piaci szegmensben és az átcsap egy másik kevésbé kockázatos követelés-szegmensre is, akkor már ezek a többlet garanciális elemek sem képesek a teljes portfolió leértékelődését ellensúlyozni, és ez ellen a makroszintű kockázat ellen védelmet biztosítani. Ebben az esetben ugyanis a követelés portfólió jelentős része nemfizetővé válik, azaz a legnagyobb kockázatú értékpapíroktól indulva sorrendben az egyre kisebb kockázatú értékpapírok is nemfizetővé válnak a tömeges követelés nemteljesítések hatására.

Itt érdemes megjegyezni, hogy mind az *intézményi befektetők* mind az értékpapírok hitelminősítését végző három nagy, egyesült államokbeli *hitelminősítő társaság* (Standard & Poor's, Moody's és a Fitch Ratings) azzal a feltételezéssel élt a 2000-es évek első évtizedében az Egyesült Államokban, hogy a megfelelő szintű területi kockázatmegosztás lehetővé teszi ennek a kockázatnak is kiküszöbölését a portfólió elv alapján.[117] Azonban éppen a makrogazdasági szintű kockázat volt az a tényező, mely rendszer szinten nemcsak az Egyesült Államok, de a világgazdaság pénzügyi rendszere esetében is jelentős nemfizetések sorozatát indította el a 2007-2009-es válság során, bebizonyítva, hogy a portfolió elv geográfiai dimenziójú alkalmazása önmagában nem elégséges e kockázat teljes körű kizárására.

[117] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 January 2011 120-122. old. https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2019.01.16.)

4.3.1.3 Az ügyletrészsorozatokra bontás

A harmadik fontos jellemző az értékpapírosítás folyamatában az *ügyletrészsorozatokra bontás (tranching)*. Ez az a specialitás, amely az értékpapírosítás sajátja a klasszikus értékpapírokkal (kötvény, részvény) szemben, és amely a speciális ügyféligényeket kielégítő strukturált finanszírozási formák[118] részévé teszi az értékpapírosítást. Az *ügyletrészsorozatokra bontás* segítségével ugyanis a követelések eltérő minősége alapján eltérő kockázati jellemzőkkel rendelkező ügyletrészsorozatok jönnek létre. Így lehetővé válik egy *KCGE* esetében is több, ügyletrészsorozatonként eltérő kockázati profillal rendelkező értékpapír kibocsátása. Ezen ügyletrészsorozat kialakítás további eredménye, hogy ahogy egy kibocsátó jogalany esetében általában, ebben az esetben is igaz, hogy a kibocsátó több értékpapírtípusban is eszközölhet kibocsátást. Ez pedig meg is valósul a kötvény, a részvény (equity) és ezek egyfajta mixeként értelmezhető mezzazine értékpapírok kibocsátása során. A *tranching* során ügyletsorozatonként eltérő mértékben, de a teljes portfolió esetében teljeskörűen is megvalósul a hitelezési kockázat átadása a hitelezőtől az értékpapír tulajdonosa felé.

A szintetikus értékpapírosítás során a kezdeményező gazdasági társaság tőkeáttételes pozíciókkal vagy anélkül biztosítja a hitelkockázati kitettség kialakítását, így biztosítva az értékpapírosításban résztvevő fél számára a hitelkockázat nyújtotta pénzáramok megvalósulását, anélkül azonban, hogy sor kerülne tényleges hitelügyletek átadására. A hagyományos értékpapírosításnál ezzel szemben a követelésállomány és annak teljes pénzárama, valamint kockázatai is átkerülnek a kezdeményező társaságtól független külső gazdasági entitásba. Ezzel kettős cél valósul meg: a jó minőségű követeléseken elérhető gazdasági haszon

[118] A strukturált eszközök olyan összetett, jellemzően intézményi befektetők, nagyvállalatok részére kínált személyre szabott pénzügyi termékek, melyek esetében több pénzügyi termék, illetve szerződés együttesen biztosítják a szerződő fél speciális pénzügyi igényeinek a kielégítését.

így növelhető, a rossz minőségű portfolió esetében a követelés portfolió átadásával tőke szabadítható fel a klasszikus hitelezési tevékenységek végzésére.

4.3.2. Az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása

Egy gazdasági jelenség, technika szabályozásakor a definíció, a pontos el- és lehatárolás különösen fontos. Ennek alapvetően két oka van. Elsődleges ok az a cél, hogy a jogszabály, illetve a jogszabályok összessége a jog eszközével a valós gazdasági tevékenységet és annak a társadalomban a jogalkotó által elvárt formában történő megvalósulását érhesse el. Ha több jogforrás alapján történik a szabályozás, akkor különösen fontos az egységes fogalmi meghatározás, hogy a törvényalkotó és a jogalkalmazó hatóságok azonos célok mentén dolgozva elérhessék a társadalmilag hasznost cél. A pontos meghatározás szükségességének második oka éppen ebben fogható meg. Az üzleti életben számos esetben előfordult már, hogy a szabályozás tárgyai, például pénzügyi szolgáltatók az egyes felügyeleti szervek között választva a kisebb szigort helyezték előtérbe, ami éppen a jogszabálykövető magatartás kikényszerítése ellen hatott. Az árnyékbankrendszer egyik aspektusa pedig éppen ez a működési mechanizmus, a *szabályozási arbitrázs*, ahol az egyes üzleti szereplők a számukra előnyösebb: olcsóbb vagy kisebb adminisztrációval járó felügyeleti szervet választják, illetve a kedvezőbb tevékenységi kör keretében végzik üzleti szolgáltatásokat. Ez a szabályozási arbitrázs különösen az értékpapírokkal kapcsolatos tranzakciók során jelentős, tekintettel arra, hogy a jogalkotók számos korlátozást vezettek be a betétek kamatainak szabályozása során, illetve az értékpapírok szabályozása nem egységes az egyes joghatóságok esetében (lásd Howey teszt az USA-ban).[119] Az *értékpapírosítás* meghatározásakor továbbá

[119] Lásd KECSKÉS, András – BUJTÁR, Zsolt: A kriptovaluta ökoszisztéma európai uniós és a svájci szabályozásának összehasonlítása Jura 2018 24. évf. 2. szám 432. old.

szükséges alaposan megvizsgálni a szerteágazó tevékenységet, azért, hogy megfelelően széles körű elhatárolás lefedje az értékpapírosítás rendkívül változatos formáit, ugyanakkor a folyamat pontos lehatárolását is lehetővé tegye mind jogi, mind gazdasági szempontból.[120]

A definíció meghatározásakor célszerű a lehető legkorábbi meghatározásokig, mint gyökerekhez visszanyúlni. Az egyik első konkrét személyhez köthető definíció John S. Reed a Citigroup elnökének a Kellogg Graduate School of Mangement előtt elhangzott előadásában hangzott el, mely szerint az értékpapírosítás: a kevésbé hatékony és magasabb költséggel működő közvetítőrendszerből egy hatékonyabb tőkepiaci finanszírozásra történő áttérés igénybevételét foglalja magában.[121] Ezzel a meghatározással az értékpapírosítás színterét és az eszközrendszerét a szerzőnek sikerült jól megfognia, azonban a konkrét elhatárolás az árnyékbankrendszeri tevékenységektől, melyek lejárati, likviditási illetve kockázati transzformációt is magukban foglalhatnak, nem történt meg. Ezzel az értékpapírosítás az értékpapírok kibocsátásától és szélesebb értelemben a befektetési alapoktól a *tőzsdén jegyzett befektetési alapokig (ETF)* még nem került fogalmi elhatárolásra. A Consize Oxford Dicionary [122] szerint értékpapírosítani annyi tesz, mint forgalomképes érékpapírokká konvertálni (egy eszközt különösen egy hitelt), azzal a céllal, hogy más befektetők számára értékesítve azt készpénzhez jusson (*az eredeti követelés jogosultja – a szerző*). Amihez szükséges hozzátenni, hogy az értékpapírosítást kezdeményező jogalany is így jut készpénzhez, azt követően, hogy az SPE az értékpapírosítást kezdeményezőtől az ügyletrészsorozatok kialakításával jött értékpapírokat a befektetők felé értékesíti.

---

[120] Lásd FERENCZ, Barnabás: *Interdiszciplinaritás a kereskedelmi jogban: A jog és a közgazdaságtan összefüggései* JURA 2016 22: évf. 2. szám 248-253. old.,

[121]Lásd KENDALL, Leon T. – FISHMAN, Michael J.: *A primer on securitization* The MIT Press Cambridge MA, London England 1998 2. old.

[122] Lásd https://en.oxforddictionaries.com/definition/securitize (2019.02.14.)

A folyamat tekintetében érdemes tovább pontosítani az eszközök származását pénzáramainak időbeli meghatározottsága tekintetében. Így juthat el a szerző a következő megközelítés alkalmazásához: az értékpapírosítás ebben a meghatározásban „egy olyan folyamat, ahol a harmadik személyek pénzáramai vagy követelései - legyenek azok, jelenbeliek vagy jövőbeliek, beazonosításra kerülnek -, majd összevonásra és az eredeti jogalanytól elkülönítve, értékpapírok formájában kerülnek a befektetők részére kibocsátásra".[123] Ennek a megfogalmazásnak a jogi relevanciája abban fogható meg, hogy a kezdeményező harmadik fél követeléseinek értékpapír formába történő átalakítására képes a korábbiakban csak a saját követelései átalakításával szemben, ahogy az a klasszikus értékpapír, a kötvény esetében a jellemző. A másik jogilag releváns újdonság a megfogalmazásban az a tény, hogy a kezdeményezőnek lehetősége nyílik arra, hogy olyan értékpapírt bocsásson ki, mely csak a követelés minőségétől függ és elválik a saját kockázatától, illetve egy más szemszögből tekintve pedig a kibocsátott értékpapír tekintetében a kibocsátást szervezőjének (értékpapírosítást kezdeményezőjének) a kockázata az újonnan kibocsátott értékpapírok esetében már kevéssé vagy egyáltalán nem lesz releváns. [124] Ezt a kockázati szint elkülönülést (többségében pozitív irányban) különösen a portfolió-eszközök értéket feljavító intézkedések széles köre (garanciák, kezességek) és az equity típusú értékpapírok veszteségfelszívó képessége valós érték alapon növelheti egy piaci összeroppanásig releváns módon, bár azt követően már nem. Ezt az eltérő kockázati minősítést érdemes elhatárolni a hitelminősítők - és különösen a CDS-ek minősítése során - a túlzottan bo-

[123] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 9-10. old.
[124] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 10. old.

nyolult és nehezen átlátható struktúrák mögé rejtett, de valódi értéket nem tartalmazó felminősítésétől.[125]

Ha azonban az értékpapírosítás fogalmának az első írott sajtóban történő megjelenését is megvizsgáljuk az nagy valószínűséggel már 1977-re datálható. Ebben az évben a Wall Street Journal Heard on the Street rovatában Ann Morton kérdezte a Salomon Brothers legendás értékpapír kereskedőjét, Lewis Ranieri[126]-t, hogy miként nevezi az első jelzálogköveteléseken alapuló értékpapírkibocsátást. Ranieri az értékpapírosítás elnevezést használta, majd amikor az újságíró visszahívta, hogy nincs ilyen kifejezés a szótárban és mondjon egy pontosabb kifejezést a fenti folyamatra, arra Ranieri azt válaszolta, hogy nem tud más szót, ami jobban leírná, amit a fentiek kapcsán végeznek, ezért használja ezt a kifejezést. Mire a Wall Street Journal a kifejezést használva megjegyezte, hogy ez egy a Wall Street által kiagyalt elnevezés, de valójában ilyen szó nincs is.[127]

A SIFMA,[128] mint vezető tőkepiaci önszabályozó szervezet szerint *az értékpapírosítás egy olyan folyamatra utal, ahol a jól tervezhető pénzáramokkal rendelkező eszközök a pénzügyi piacokon adható vehető értékpapírokká kerülnek átalakításra*.[129] Jól látható, hogy a forgalomképessé tétel szempontjából történik

---

[125] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1248-1256. old.

[126] Lewis Raineri a Salomon Brothers jelzálogpiaci kötvény osztályának első vezetője lásd LEWIS Michel: *Liar's Poker rising through the wreckage on Wall Street* Penguin Books New York 1989 134. old

[127] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1256. old.

[128] A SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association) a globális tőkepiac vezető szereplőinek 2006-ban létrejött az Egyesült Államokban Washington D.C. szeékhelyű szervezete, melynek elődje az 1912-ben alakult Investment Bankers Association of America. Az Egyesült Államok tőkepiacán a vagyonkezelők által a vagyonkezelésben a bevételek 75 %-a, a kezelt vagyon 50 %-a képviselteti magát a szervezetben.

[129] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 14. old.

ebben az esetben is a megközelítés. A vagyonkezelőket tömörítő szervezet egyértelműen a hangsúlyt az értékpapír formában jól kereskedhető (likvid) eszközökre helyezi.

Az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának a bankfelügyeleti szerve (Office of the Comptroller of the Currency - OCC)[130] a fogalmat, mint egy *strukturált folyamatot tekinti, melynek során a hitelek és más követelések kamatai újracsomagolásra kerülnek, jegyzési garanciával látják el őket és eszközfedezett értékpapírként kerülnek eladásra*. Ez a megközelítés pedig azért kifejezetten hasznos, mert a strukturált eszköz jelleg bemutatása mellett az ügyletrészsorozat kialakítás és a hitelminőség javítás egyaránt része a meghatározásnak.[131]

Az egyetlen pontos definíció melletti voks helyett azonban még a szerző érdemesnek tart egy folyamat-orientált megközelítést mindenképpen megemlíteni. Ez pedig Jonathan C. Lipson által egy, a definíció meghatározásának szentelt teljes tanulmányban szintetizált fogalom meghatározás. A fogalom meghatározás szerint *a valós értékpapírosítás (true securitization) során egy SPE az elsődleges fizetési jogokat megvásárolva az értékpapírosítás kezdeményezőtől jogilag elhatárolt csődbiztos alapba helyezve egy olyan közvetlen vagy közvetett értékpapír kibocsátást eredményez, melynek értéke a megvásárolt jogok által határozódik meg*.[132]

Jonathan C. Lipson 2012-es tanulmányának a részletes ismertetése helyett érdemes néhány fontos sarokpontot kiemelni az értékpapírosítás általa kialakított meghatározása tekintetében.

---

[130] Az OCC-t (Office of the Comptroller) 1863-ban hozták létre az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának részeként. Felelős a szövetségi szinten engedélyezett bankok működéséért, ehhez olyan erős jogosítvánnyal rendelkezik, hogy akár az adott szövetségi bank engedélyét is visszavonhatja.

[131] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 14. old.

[132] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1271. old.

A definíció szabályozás szempontjából is fontos, mégpedig azért, hogy a hagyományos és a szintetikus értékpapírosítás jól elhatárolható módon elválasztásra kerüljön. Az Egyesült Államokban az első értékpapírosításra vonatkozó komplex szabályozásra 2004. decemberében került sor Regulation AB néven.[133] Ennek keretében a 2006. január elsejei hatállyal az eszközfedezetű értékpapírok a SEC[134] felé történő regisztrációs, közzétételi és kommunikációs, valamint időszakos jelentési kötelezettségét szabályozta a jogalkotó. Ebben a dokumentumban az értékpapírosítás, mint eszközfedezett értékpapír önálló követelések vagy vagyoni eszközök pénzáramait foglalja magában - legyenek azok fix lejáratúak vagy feltöltődőek - , melyek saját joguk alapján készpénzzé alakulnak át egy meghatározott időszakon belül és a hozzájuk kapcsolódó egyéb jogok is az értékpapírokból keletkezett kötelezettségek teljesítését szolgálják.[135] A különbség alapvetően az elsődleges, készpénzáramot generáló eszközök és az attól eltérő készpénz mozgáshoz nem kötött, szintetikus értékpapírosítás formájában fogható meg. A SEC célja ugyanis éppen az volt már a 2004-es szabályozás (Regulation AB I) esetében is, hogy a szintetikus értékpapírosítási tranzakciók esetében szélesebb körű tájékoztatási kötelezettséget ír elő a piaci szereplők számára, mint amit a valódi vagy más néven hagyományos értékpapírosítás szereplői számára.[136] Azonban éppen az Egyesült Államokban alkalmazott másik szabályozási definíció arra mutat példát, hogy miért szükséges a pontos szabályozás. A 2010-ben elfogadott Dodd-Frank törvény által használt értékpapírosítás definíció ugyanis nem kellően pontos

[133] Lásd https://www.structuredfinanceinsights.com/resources-17.html (2019.02.19.)

[134] Securities and Exchange Commission – SEC az Egyesült Államok értékpapír és tőkepiaci felügyeleti szerve.

[135] Lásd SEC 17 CFR Parts 210, 228. et. al. Asset-Backed Securities, Final rule Release Nos 33-8518; 34-50905 2005. január 7 11. old.

[136] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1260. old.

fogalmazást alkalmazott és így a szabályozási arbitrázs lehetőségét kínálja az erre a megoldásra különösen fogékony pénzügyi szféra szereplői számára. A Dodd-Frank törvény a Securities Exchange Act of 1934 módosításával az alábbi definíciót használta, mely szerint egy eszközfedezett értékpapír: *egy olyan fix hozamú vagy másfajta értékpapír mely olyan saját magát megszüntető (self liquidating) eszközökkel (beleértve a kölcsönt, a lízingügyletet, jelzálogügyletet a fedezett és fedezetlen követeléseket) fedezett, melyek lehetővé teszik az értékpapír tulajdonosának a hozamok realizálását elsődleges az eszközök pénzáramából, beleértve*

a) a fedezett jelzálogkövetelést (CMO),
b) a fedezett adósságkövetelést (CDO)
c) a fedezett kötvénykövetelést (CBO),
d) az eszközfedezetű értékpapírokra alapított fedezett adósságkövetelést (ABS CDO)
e) és a fedezett adósságköveteléseken alapuló fedezett adósságkövetelést (CDO^2)
f) valamint azokat az értékpapírokat melyeket a SEC e törvény e szakaszának megfelelően eszközfedezetű értékpapírnak nyilvánít.[137]

A fenti definíció több szempontból is érdekes, önmagában is, mint elhatárolási forma és mint az értékpapírosítás egyik meghatározása is. Az elhatárolás tekintetében jól látható, hogy a jogalkotó korántsem érzi pontosnak a meghatározást, ezért külön ki is fejti, hogy mely értékpapírosítás során keletkezett értékpapírok tartoznak szükségszerűen a törvény hatálya alá. Ugyanakkor a definíció megpróbálja a nem taxatív részben a hagyományos és szintetikus értékpapírosításra is kiterjeszteni a törvény hatókörét azzal, hogy fix kamatozású értékpapírokat jelöl meg, itt a kötvény típusú értékpapírra utalva, majd a mezzazine és equity típusú értékpapírokat pedig a másik, rendkívül szélesre tárt fogalomkör keretébe próbálja beilleszteni.

[137] Securities Exchange Act of 1934 3. szakasz 79. bekezdés

Ezzel viszont amennyiben a tőzsdei értékpapír alapú határidős ügyleteket (security futures product) nem határozná meg külön bekezdés[138], akkor akár egy másik értékpapír típus is ebbe a körbe tartozhatna. Az önmagát megszüntető eszköz fogalma valószínűsíthetően a lejárattal rendelkező eszközre utal, ami azért érdekes, mert egyfajta olyan automatizmust feltételez, mely tulajdonsággal csak a napjainkban az intézményesülés színterére lépő okos szerződések bírnak, mégpedig a teljesítés által vagy anélkül, de meghatározott idő után automatikusan megszűnő szerződéses kötelezettségekkel történő rendelkezés előre programozott és így emberi beavatkozás nélküli megvalósulásával. Lipson szerint ez az önmagát megszüntető forma a pénzpiaci alapok portfolió eszközeire is utalhatna, az a tény azonban, hogy a fedezett kötvényt is magába foglalhatja éppen az SPE-re történő utalás hiányában a jogalkotó hibájaként róható fel.[139] A definíció erőssége azonban, hogy a szintetikus értékpapírosítás eredményeképpen létrejött egyes értékpapírokat (ABS,CDO,CDO^2) explicite is kiemeli a meghatározás során ezzel tárva széles az értékpapírosítás e definícióját. Ezzel a szabályozási arbitrázs lehetőségét viszont leszűkíti a piaci szereplők számára.

Az üzleti életben jelentős szakmai múlttal és elismeréssel rendelkező jogász kettős Joseph Shenker és Anthony J. Coletta[140] egy első látásra rendkívül pontos és jól körülhatárolt meghatározást hozott létre még 1991-ben.[141] A definíciójuk szerint:

---

[138] Securities Exchange Act of 1934 3. szakasz 56. bekezdés

[139] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization,* 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1258. old.

[140] Joseph C Shenker 2010- től a Sullivan and Cromvelle LLP elnöke és partnere, míg Anthony J. Colletta a new york-i székhelyű ügyvédi iroda partnere 2014-től.

[141] Lásd SHENKER, Joseph C., COLLETTA, Anthony J.: *Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers* 69 Tex. L. Rev. 1369 (1991) 1374-1375. old.

a.) az *értékpapírosítás olyan tagsági jogot vagy adósságkötelezettséget megtestesítő értékpapír értékesítése, mely tulajdonrészt képvisel vagy annak fedezeteként szolgál egy elkülönített jövedelemtermelő képességgel rendelkező eszközportfolióban*.

b.) az *értékpapír egy strukturált ügylet eredményeképpen jön létre, és amely csökkenti vagy megszünteti az eredeti eszköz tulajdonlásával járó kockázatot vagy annak fedezetére nyújtott kölcsön hitelkockázatát, és*

c.) amely lehetővé tesz egy likvidebb eszköztulajdonlást vagy adósságviszonyt, mint az eredeti eszközök tulajdonjoga, illetve az azok fedezetére nyújtott kölcsönügylet, amelyet az eredeti hitelező az adós fél számára biztosított.

A definíció jól tükrözi a gyakorlatias megközelítést azzal, hogy a strukturált ügyleteken belül határozza meg az értékpapírosítás folyamatát. Ugyanakkor két jelentős hiányossága is van a definíciónak, melyek az Enron botrányban alkalmazott csalások és a CDO ügyletek mibenlétének az elemzése során azonosíthatók be. Az Enron botrányok során az SPE-k rendkívül széles körű és kiterjedt alkalmazására került sor, melynek során látszólag a hitelkockázatok csökkentése valósult meg, így formailag ezen ügyletek is az értékpapírosítás fenti módon meghatározott fogalomkörébe tartoznak. Meg kell jegyezni, hogy az Enron-botrány napvilágra kerülését követően számos mértékadó médium használta is a fogalmat az SPE bevonásával alkalmazott Enron csalásrendszerre.[142] Azonban ekkor egy szűkebb és valószínűleg tévesen értelmezett fogalmi körben csak mint fedezeti technikát határozták meg az értékpapírosítást, melynek alkalmazása során az eszközök portfolióba rendezése és azok fedezetére kötvény kibocsátásra kerül sor, úgy hogy a kötvények fedezetéül a mögöttes eszközök jelen és jövőbeli pénzáramai szolgálnak.

[142] Lásd KYLE, Richard- KOSIBA, Melissa: Securitization: A Platform to Debate Accounting The CPAjournal online 2005 https://www.questia.com/magazine/1P3-909245421/securitization-a-platform-to-debate-accounting (2019.02.21.)

Az Enron csalás felfedezése előtt még ezt a technikát, mint az energia erőforrások értékpapírosítását a pénzügyi szakma is elismerte. [143] Azonban, ha fenti fedezeti technikaként megfogalmazott értékpapírosítás fogalmat vizsgáljuk, akkor jól látható, hogy annak lényege vész el, ugyanis nem jönnek létre új hitelkockázati besorolással rendelkező értékpapírok, azok különböző ügyletrészsorozat kialakítása során történő csoportba rendezésével és az azokhoz rendelt garancia-elemek alkalmazásával. Pontosan ez történt az Enron csalások esetében. A cél látszólag az volt, hogy jobb hitelképességű társaságok jöjjenek létre, de valójában ugyanazt a készpénzáramot mozgatta az Enron csoport vezetése az SPE-k között, így növelve azok látszólagos hitelképességét és a társaság eredményességét. A valóságban azonban éppen az így igénybe vett hitelekből eredő kötelezettségek teljesítésére nem állt megfelelő készpénzáram a társaság rendelkezésére.[144]

A példa nagyon hasonlít a Quaestor csoport SPE alkalmazására. A Quaestor csoport esetében a Quaestor Financial Hruria Kft volt a maga tízmillió HUF tőkéjével az az SPE, amely a tíz majd később folyamatosan emelkedő végül hetven milliárd HUF kötvényprogramot lebonyolította a cégcsoport finanszírozása céljából. Az SPE mint egy kizárólag e célra létrehozott jogalany közbeiktatása valószínűsíthetően egyfajta szabályozási arbitrázs volt, hiszen így a hatályos jogszabályok alapján a Quaestor Financial Hruria Kft. nem, mint befektetési szolgáltató, hanem mint tőkepiaci szereplő tartozott felelősséggel. Ez azt is magában foglalta, hogy a társaság tevékenységének ellenőrzését és a kötvényből befolyt pénzek csoporton belüli felhasználását kizárólag a cégbíróság végezhette, így arra a tőkepiaci felügyelet

[143] Lásd HARELL, Charles. E. - RICE, James L.- SHERER, Robert: *Securitization Energy, Oil and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques* 52 Bus. L. 1997 885, 890, 893, 906-908 old.
[144] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re. Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1268-1271. old.

hatásköre nem terjedt ki a cégcsoport elleni felszámolás elrendelésig - azaz a teljes működés időtartama alatt.

A Shenker/Coletta definíció egy olyan nem valós tartalmú CDO gyakorlatot is magában foglal, mely jelentős piaci manipuláció gyanúját is feltételezheti, azáltal, hogy a CDO-k szintetikus létrehozása során a közvetlenül a 2007-2009-es jelzálogpiaci válság előtti időszakban már egy olyan piaci szegmens alakult ki, amelyik célja a piac mesterséges fenntartása volt a díjbevételek kizárólagos növelése céljából. A 2007-es évben az Egyesült Államokban ugyanis egyre jelentősebbé vált a CDO-kon belül a más CDO-k egyes ügyletrészsorozataiból származó nagy kockázatú, elsősorban mezzanine ügyletrészsorozatok arányának növekedése. A mezzanine ügyletrészsorozatok vásárlói az értékpapírosítások kezdeményezői a nagy befektetési bankok lettek. Ezt a tényt bizonyítja, hogy az Egyesült Államokban 2006 utolsó negyedéve és a válság kitörése előtti hónap, 2007 augusztusa között ezen nagy kockázatú CDO ügyletrészsorozatok vásárlói 80 %-ban már ezek a pénzintézetek voltak.[145] Az egyes CDO-kon belül a más CDO-kból vásárolt nehezen értékesíthető ügyletrészsorozatok aránya hét százalékról a duplájára, tizennégy százalékra emelkedett 2003-ról 2007-re.[146] A racionalitásnak teljesen ellentmondó és láthatólag öncélú folyamat egyetlen mozgatórugója az újabb CDO létrehozásával és értékesítésével járó jelentős akár öt százalékos díj realizálása volt. Az így létrehozott CDO-k értékesítésére pedig azért volt szükség, hogy ezzel biztosítható legyen a likvid másodlagos piac látszata. Azonban a CDO értékesítésével, a jellemzően 5-30 %-kal túlértékelt áron történő vásárlás, csak pillanatnyi veszteséget okozott, hi-

[145] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1267. old.
[146] Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1267. old.

szen a CDO piac összeomlásáig szinte szívásos[147] volt a piac, azaz nem győzték a keresletet kielégíteni az értékpapírosítást generálók, és így gyorsan sikerült, akár magas áron is vásárolt ügyletrészsorozatokkal megtűzdelt portfoliójú CDO-kat értékesíteni. Ezzel azonban már nem a garanciaelemekkel feljavított, magasabb minősítésű értékpapírok jöttek létre, hanem éppen ellenkezőleg egy túlárazott és a valódi, piaci befektetőknek nehezen értékesíthető portfolióelemek újrahasznosítása és újraértékesítése történt. Hasonlóan az Enron csaláshoz, ebben az esetben sem valós hitelkockázat átadása valósult meg. Nem került sor ezen típusú CDO-k létrehozásakor az értékpapírosítással szemben támasztott alapkövetelménynek az ügyletrészsorozat kialakítás során és a garanciális elemek alkalmazásával a hitelminősítés valós feljavítására. A tényleges hitelminőség javítást alkalmazó értékpapírosítással szemben e visszaélésszerű folyamat során a befektetők, mint az értékpapírosítás végfelhasználói nem valós befektetési céllal, hanem azzal a szándékkal vásároltak az értékpapírosítás ügyletrészsorozataiból, hogy így a többi piaci szereplő visszaélés áldozata vagy legalábbis elszenvedője legyen.

Az értékpapírosítás klasszikus vagy másnéven hagyományos formájára egy jó példa található az Európai Parlament egyik tájékoztatójában.[148] E szerint az értékpapírosítás egy olyan finanszírozási technika, melynek során az egyes homogén jövedelemgeneráló eszközök – melyek önmagukban nehezen értékesíthetők – portfolióba szervezve egy harmadik személy számára eladásra kerülnek és így az a harmadik személy ezek fedezetére értékpapírokat bocsát ki, melyeket a piacon értékesít. A definí-

[147] A pull vagy szívásos piacon túlkereslet alakul ki ezért a kínálati oldal - az ár vagy egyéb tényezők számára kedvező alakításával - az egyensúlyi piacnál kedvezőbb helyzetbe kerül.

[148] Lásd DELIVORAS, Angelos: Understading Securitization Background – benefits – risks European Parliament 2015 október PE. 569.017 http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA%282015%29569017_EN.pdf (2019.01.11.)

ció hibája lehet azonban, hogy az újrastrukturálást, ügyletrészsorozat kialakítást és hitelminőség javítást nem tartalmazza, ezért akár egy befektetési alap vagy egy certifikát is a definíció részét képezheti.

Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról [149] definiálja a hagyományos és a szintetikus értékpapírosítás fogalmát. E szerint a „*hagyományos értékpapírosítás az értékpapírosított kitettségek gazdasági átruházásával járó speciális értékpapírosítás*". „*Ez az értékpapírosítás pedig a kezdeményezőtől az értékpapírosított követelések tulajdonjogának egy különleges célú gazdasági egységre*" (Special Purpose Entity – SPE) „*való átruházásával vagy különleges célú gazdasági egység által közvetett részesedésen keresztül történik*". Mindezt pedig úgy, hogy „*a kibocsátott értékpapírok a kezdeményező intézmény számára nem jelentenek fizetési kötelezettséget*." A specialitás pedig éppen abban rejlik, hogy a hagyományos értékpapírosítás fogalmát a korábban éppen speciálisnak tekintett külső különleges célú intézmény (SPE) bevonásával megvalósítva határolja el a jogalkotó.

Az érdekesség abban áll, hogy így egyfajta árnyékbankrendszeri tevékenységet szabályoz a jogalkotó. Az árnyékbankrendszer nemzetközi meghatározása szerint[150] a befektetési banki tevékenységek számos eleme éppen azért tekinthető értékpapírosításnak, mert a fenti példákban említett kötvény és részvény kibocsátásokkal vagy különböző kollektív befektetési formák (hagyományos befektetési alapok és tőzsdén jegyzett befektetési

[149] Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és az 648/2012/EU rendelet módosításáról 5. fejezet 1. szakasz 242. cikk 10. pontja

[150] A bázeli székhelyű a G20 országokat tömörítő Financial Stability Board definíciója alapján. Lásd BUJTÁR Zsolt - KECSKÉS András: *Az árnyékbankrendszer jogi szabályozása az Egyesült Államokban és az Európai Unióban* 2017, 23. évf. 1. szám 266. old.

alapok (ETF) valamint hedge fundok) bevonásával alakít ki olyan lejárati és likviditási transzformációkat, melyet a hagyományos bankrendszer végez a betét- és hitelműveletek során.[151] Az SPE bevonásával is hasonló tevékenység történik, azonban ebben az esetben egy másik jogi entitás bevonásával, így egyrészt nő az ügyletek komplexitása már-már az átláthatatlanság szintjéig, másrészt új kockázatok jelennek meg a számos új szereplő bevonásával.

Az EU rendelet szerint a szintetikus értékpapírosítás pedig „*olyan értékpapírosítás, amelynél a kockázati transzfer hitelderivatívákkal vagy garanciákkal valósul meg, és az értékpapírosított kitettségek*[152] *a kezdeményező intézmény kitettségei maradnak*."[153]

Ezzel a meghatározással a két - hagyományos és szintetikus – értékpapírosítás közötti alapvető különbség is jól elhatárolható. Egyrészt a követelések kockázati megosztása másrészt a kitettség fennmaradása a megkülönböztetés alapja.

A fenti szempontok összegzésével megállapítható, hogy az *értékpapírosítás*:

a) meghatározott követelések portfoliójából vagy annak fedezetével

[151] Lásd LENTNER, Csaba ; SZIGETI, Cecília ; BORZÁN, Anita: *New Dimensions of Banks Social Responsibility* In: Szente, Viktória; Szendrő, Katalin; Varga, Ákos; Barna, Róbert (szerk.) Sustainable economics, community strategies : abstracts of the 3rd International Conference of Economic Sciences Kaposvár, Magyarország : Kaposvár University, Faculty of Economic Science, 2011 29-48. old.

[152] A kitettség (exposure) az a maximális mérték, amekkora nagyságú veszteséget az adott pénzügyi eszköz teljes értékvesztése esetén a kitettséggel rendelkező befektető elszenvedhet.

[153] Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és az 648/2012/EU rendelet módosításáról 5. fejezet 1. szakasz 242. cikk 11. pontja

b) közvetlenül külső, független jogalany (*KCGE*) bevonásával megvalósított vagy strukturált ügyletek (derivatívák és garanciák) bevonásával létrehozott
c) kockázati szintek szerint eltérő értékpapírok kibocsátása és azok fedezetéül pénzáramok végleges átadása,
d) melynek során a hitelezői kockázat átadásra kerül az értékpapírok tulajdonosai részére (*hagyományos értékpapírosítás*)
e) vagy pedig részben vagy teljesen a hitelezői kockázat átadása nélkül a strukturált ügyletek keretében történik a követeléseikéhez hasonló pénzáramok generálása és átadása a befektetők részére (*származtatott értékpapírosítás*).

Így jól elhatárolható, hogy melyek azok a strukturált pénzügyi eszközök[154], amelyek több értékpapír együttes használatával alakítanak ki akár szerződéses formában[155], akár értékpapír formában, és nem tartoznak az értékpapírosítás szűken értelmezett, a fentiekben meghatározott definíciója szerint az értékpapírosítás fogalomkörébe.

A hagyományos értékpapírosítás során tehát a követelések tényleges és teljes körű átruházása megtörténik, míg a szintetikus értékpapírosítás során a kezdeményező intézmény követelései megmaradnak, mindössze egy származtatott ügyletekből létrehozott a követelés portfolió kockázatához hasonló kitettség létrehozására kerül sor.

---

[154] A strukturált pénzügyi eszközök a befektetők vagy a kibocsátó speciális igényeinek minél szélesebb körű kielégítésére létrehozott összetett pénzügyi eszközöket foglalják magukban. Lásd KOTHARI Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 13. old.

[155] Az Egyesült Államokban alkalmazott értékpapír jog szerint a szerződés vagy szerződések összessége is tekinthető értékpapírnak, ha az vagy azok összessége megfelel az 1946-os *SEC vs. Howey* perben meghatározott Howey teszt kritériumainak.

5. Az értékpapírosítás története

Az értékpapírosítás napjainkra a nemzetközi gazdaság egy meghatározó pénzügyi technikájává, és a tőkeallokáció egyik jelentős eszközévé fejlődött. A gazdaságban betöltött szerepét jól illusztrálja az a tény, hogy egy olyan átfogó folyamat, mint a globalizáció egyik alrendszerének, a *pénzügyi eszközök széles körű alkalmazásának (financialization)* a meghatározó elemévé *vált*.[156] A globalizáció, mint a gazdaság nemzetközivé válásának folyamata a pénzügyi eszközök alkalmazásán túl a *termék standardizálttá válásával (commoditization)* járt együtt. A globalizáció részeként említhető a privatizáció és a piaci korlátok megszüntetése, valamint a vagyoni eszközök likviddé tétele. A pénzügyi eszközök széles körű alkalmazása pedig az értékpapírosítás mellett a közvetítőrendszer súlyának csökkentését, illetve a vagyoni eszközök likviddé tételét is magában foglalja.[157] Az értékpapírosítás, mint a pénzügyi eszközök széles körű térnyerésének egyik meghatározó részeleme, a pénzügyi szektor térnyerése az egyes nemzetgazdaságokban különösen az Egyesült Államokban (de 2018-ra már Kína esetében is) szembeötlő módon jelentkezett az 1980-as évektől. Az Egyesült Államokban 1980 és 2000 között a pénzügyi szektor gyorsabban nőtt, mint a GDP, így súlyaránya 5 %-ról 8 %-ra emelkedett a GDP-n belül. Ennél is látványosabb a pénzügyi szektor profit részesedésének növekedése a vállalati szektor összprofitján belül: 1980-ban ez a részarány 15 % volt, míg 2006-ra már 27 %-ra nőtt. A pénzügyi szektor által az Egyesült Államokban felhalmozott adósságállomány 1980 és 2007 között 3 billió USD-ről 36 billió USD-re nőtt. Ezzel az Egyesült Államok GDP-jének a 270 %-ára nőtt az adósságállomány az 1980-as 130 %-ról. A pénzügyi szektor

[156] Lásd ENGELEN, Ewald: *The case for financialization.* Competition and change 12. évf. 2. szám 2008. június 111-119. old.
[157] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 2-4. old.

tagjainak összefonódása és a szektor egyfajta belterjességére, valamint a gazdaságban betöltött szerepét meghaladó nagyságára utal, hogy az Egyesült Államokban a pénzintézetek 1978-ban még csak 100 USD-ból 13-at vettek kölcsön egy másik pénzintézettől és nem a pénzügyi szektoron kívüli szereplőtől, addig 2007-ben már ez az érték 100 USD-ból 50 USD-ra nőtt.[158]

5.1. Az értékpapírosítás korai története

5.1.1 A genovai compera

Az első európai minta az 1200-as évekből eredeztethető Genovából, ahol a nemesek hitelt vehettek fel a helyi kolostoroktól a jobbágyaik jövőbeli kötelezettségeinek terhére (használati jogdíj – cens) ahelyett, hogy a földjeiket kellett volna jelzálogfedezetként felajánlaniuk. A hitelezők pedig jogot formálhattak arra, hogy a nem fizető követelések fedezetéül szolgáló kötelezettségek forrásául szolgáló földek tulajdonjogát megszerezzék. A *cens*-hez hasonlóan működött a *compera*, mely egy közösség szindikált[159] forrásgyűjtését tette lehetővé. A genovai compera működésének kezdetei is egészen a 12. századig nyúlnak vissza. Ekkora a compera egy önálló jogi személyiséggel rendelkező

[158] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 January 2011 64-66. old. https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2018.01.16.)

[159] A *szindikált hitel* olyan sokszereplős hitelnyújtás, ahol a hitelezők fenntartják jogot a hitel átruházására, míg a klubhitel olyan sokszereplő hitel, ahol a hitelezők nem kívánják a hitel futamideje alatt a hitelt átruházni. A szondikált hitel két típusa közül a *nyílt szindikálás* esetén a hitelfelvevő megbízza a szervező bankot a konzorcium alakításával, míg a *rejtett szindikálás* során a szervező bank az adós tudta nélkül von be társhitelezőket. Lásd https://www.napi.hu/jogi_tanacsado/a_szindikalt_hitelezes_szabalyai.164972.html (2020.01.08.)

formává vált, mely önálló bevételei felett rendelkezett és vagyonkezelők irányították a működését.[160] Ha a comperának szüksége volt új források bevonására az adóbevételeinek terhére hitelt tudott felvenni. Ez az adóbevétel fedezetként történő bevonása volt a *comperisti* jogintézménye. A compera tagsága először önkéntes volt, később kötelezővé vált. Egy befektető 100 líránként egységnyi részesedést szerzett a comperában. A döntés közös volt a tekintetben, hogy melyik adóbevétel kerüljön felhasználásra a kölcsön adósságszolgálatának teljesítésére, azaz az egyes kamat és tőkefizetések fedezeteként történő felhasználásra. A legfontosabb hasonlóság a modern kori értékpapírosítás és a compera gyakorlata között az ügyletrészsorozatokra bontás intézményének, valamint a másodlagos piacnak a megjelenése volt a compera tekintetében . Az egyes ügyletrészsorozatok önálló másodlagos piaccal rendelkeztek, olyannyira, hogy fedezetként szolgáltak adó és kölcsönügyletek mögött. 1407-ben pedig egy nagyobb compera-ból jött létre a Bank San Giorgio, ezzel egy jelentős fedezeti portfolió alakult ki, amely kezelésének a költségeit eloszthatták egymás között a tulajdonosok, és így évi 8-10 százalékos hozamra tehettek szert. Azonban, mint az adóbevételek beszedése általában, az állami kormányzás helyzetével összefüggésben változó minőségben valósulhattak meg már ekkor is. Ezért a Bank San Giorgio kihasználva piaci fölényét más comperát is magában olvasztott, mégpedig a saját új részvényeivel fizetve a compera korábbi tulajdonosainak, fedezetként pedig a compera jövőbeli pénzáramaira vonatkozó jogokat használta fel. Ezzel is az értékpapírosítás egyik korai, jövőbeli hozamok értékpapírosítási típusát valósította meg már a XV. század elején. A Bank San Giorgio erőforrásait olyan szinten ki tudta használni, hogy a háború idején az egyes önkormányzatok a földjeiket fedezetként és a pénzáram forrásaként a bank rendelkezésére bocsátották, hogy az kölcsönt

[160] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 51. old.

adva az önkormányzatnak a háborús kiadásokat finanszírozni tudja.[161]

Hasonlóan az 1200-as években, de Észak-Franciaországban működött a *bail a rente* jogintézménye, mely egy földbérleti jog eladása volt, ezzel a föld nyomott áron történő készpénzes eladását meg lehetett előzni, a jövőbeli pénzáramok diszkont értékét pedig annak vevője biztosította a jog eladójának.[162]

5.1.2. Az angol szuverén adósság értékpapírosítása a XVII-XVIII. században

Az értékpapírosítás egy korai példája volt Anglia szuverén adósságainak az értékpapírosítása 1694 és 1720 között.[163] Az értékpapírosítás alapját, az a tény jelentette, hogy a Kilencéves háború (1688 -1697) miatt eladósodott Anglia, az egyébként kevéssé likvid távol-keleti gyarmati koncessziókból befolyó jövedelmek diszkontálására és a növekvő államadósság finanszírozására meglehetősen merev értékpapír kibocsátásokat valósított meg. 1693-tól hosszú lejáratú, amortizálódó (évi tőketörlesztésű) államkötvényeket bocsátott ki az angol állam, melyek azonban nem voltak elég vonzóak a befektetők számára a hosszú lejárati idő és a visszaválthatóság hiánya miatt. Három gazdasági társaságot vont be az angol állam az állampapírok értékpapírosítási folyamatába, ezek a *Bank of England, a South Sea Company és az East India Company* voltak. Az értékpapírosítás pedig abban a formában zajlott le, hogy az angol állam adósságait egy-egy gazdasági társaságba vonták össze, aztán a fenti társaságok az államadósságok mint portfolió szintű fedezet

[161] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52. old.

[162] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 109. old

[163] Lásd QUINN, Stephen: *Securitization of Sovereign Debt: Corporations as a Sovereign Debt Restructuring Mechanism in Britain*, 1688-1750, 2006 szeptember Department of Economics, Texas Christian University, Fort Worth, Texas 7-12 old.

terhére részvényeket bocsátottak ki. Ezen belül is két különböző struktúra volt a jellemző attól függően, hogy új vagy már korábban kibocsátott államadósság finanszírozását szolgálta. Az első esetben az állam által újonnan kibocsátott államkötvényeket a három gazdasági társaság egyike jegyezte le, majd az adósságért tulajdonrészt (debt for equity) értékesítve finanszírozták a társaságok az államadósság növekedését. A meglévő államadósság átstrukturálására is lehetőség volt a fenti három gazdasági társaság bevonásával. Ez a folyamat részben a rövidebb lejáratú adósságok hosszabb lejáratú adósságá alakításában jelent meg, részben pedig a magasabb fix kamatozású adósságok alacsonyabb kamatozásúvá történő átalakítását foglalta magában. Az értékpapírosítási folyamat éppen a három versenyző gazdasági társaság tévesen kialakított belső ösztönzési rendszere következtében a *South Sea Bubble* néven elhíresült eszközbuborék kipukkanásával ért véget. A három gazdasági társaság ugyanis állami monopoliumokat kapott az államadósság növekvő finanszírozásáért cserébe, ezzel elérve azt a célt, hogy a jelentősen eladósodott angol államot is finanszírozzák a társaságok. A XVIII. század második felétől az eszközbuborék kipukkanásával, illetve ezt követően a visszaváltható és így kevéssé merev állampapír kibocsátások előtérbe kerülésével, valamint az angol állam megnövekedett nemzetközi hitelképessége miatt már lehetővé vált az értékpapírosítás nélküli közvetlen államadósság finanszírozás.[164]

5.1.3. Az értékpapírosítás korai dán modellje

Az értékpapírosítás újkori története egészen 1700-as évekig vezethető vissza. Kopenhágában a XVIII. században két jelentős tűzvész pusztított: 1728-ban az első és 1795-ben a második. Az

[164] Lásd QUINN, Stephen: *Securitization of Sovereign Debt: Corporations as a Sovereign Debt Restructuring Mechanism in Britain*, 1688-1750, 2006. szeptember Department of Economics, Texas Christian University, Fort Worth, Texas 16-17, 26-42. old.

utóbbi tűzvészt követően még ugyanebben az évben jött létre az első olyan jelzáloghitelintézet, mely jelzálogkövetelések összegyűjtését követően bocsátott ki kötvényeket, mely értékpapírok pénzügyi fedezete a jelzálog alapú követelések pénzáramai voltak. Erre azért volt szükség, mert az újjáépítéshez minél szélesebb körű összefogást és így fedezetet kerestek a jelentős jelzálogállomány összegyűjtésével. Azonban ahhoz hogy ez a típusú értékpapírkibocsátás a fedezett kötvény az értékpapírosítás történetének része lehessen, arra is szükség volt, hogy a dán jelzálogjog az Egyesült Államokéhoz hasonlóan[165] egy átcsatornázó típusú (pass through) finanszírozást tegyen lehetővé azzal, hogy a jelzálogkövetelésekből befolyó pénzáramok biztosítják a kötvénykibocsátásból eredő kötelezettséget teljesítésének a fedezetét.[166] Azonban ezek a kötelezettségek a pénzintézet mérlegében, de annak fizetésképtelenségi kockázatától elkülönítve (külön törvényi szabályozás által) kerültek egy *fedezeti alapba (cover pool).* Ez a gyakorlat azóta is fennmaradt Dániában olyannyira, hogy ezen értékpapír kibocsátások jellemző nagysága egy és tíz milliárd USD közé esik. A jelentős nagyságrend miatt a jelzálogkövetelés portfolió 3 év alatt folyamatosan épül ki, ez idő alatt lehetőség van az újabb hitelkövetelések bevonására a fedezetek közé.[167]

5.1.4. A holland értékpapírosítás és nemzetközi hatásai a XVIII. században

A holland gazdaság az angolhoz hasonlóan, ugyancsak a kelet-ázsiai gyarmatosítás során egy, az értékpapírosítás technika

[165] Az Egyesült Államok és Dánia jelzálogkötvénypiacának összehasonlításáról lásd még FRANKEL, Allen – GYNTELBERG, Jacob – KJELDSEN, Kristian – PERSSON, Mattias: The Danis Mortgage market https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0403h.pdf (2020.01.08.)

[166] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 127-128. old

[167] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 128. old

elődjének tekinthető megoldást hozott létre. A Deutz and Co. először 1692-ben bocsátott ki olyan forgalomképes okiratokat, melyekhez az osztrák uralkodó számára nyújtott hitel fedezeteként felajánlott higanybányák jövőbeli bevételei biztosították a kötelemből eredő kötelezettségek pénzügyi fedezetét. Ezt követően 1753-ban az értékpapírok kibocsátása – több hasonló jövőbeli pénzáram fedezetére kibocsátott értékpapír tranzakciót követően – a nyugat-indiai gyarmatokon az ültetvény tulajdonosoknak nyújtott jelzálogkölcsönök fedezetével valósult meg. A kölcsön fedezetéül szolgáló ültetvényről befolyó kávé és cukor bevételek biztosították az értékpapírokból eredő kötelezettségeinek a pénzügyi fedezetét. A Deutz and Co. ebben az esetben kettős szerepet töltött be. Egyrészt finanszírozóként, másrészt lebonyolító ügynökként is a tranzakciók szerződő felei között szerepelt. A kötvény kibocsátásával a társaság előfinanszírozta a később folyósítandó jelzáloghiteleket. Az ügynöki szerepkört pedig azáltal töltötte be, hogy előírta és ellenőrizte a fedezetként szolgáló áruk Hollandiában történő értékesítését. Az éves hozam 5-6 százalékos szint között mozgott, ami vonzóvá tette az értékpapírosítás e korai formájának az átvételét a brit tulajdonban lévő nyugat-indiai ültetvényeken is. A holland korai értékpapírosítás e szakaszának lezárása az értékpapírosítás egy új arcát is bemutatta azzal, hogy az 1790-es években a nem teljesítő kötvényeket a hitel fedezetéül szolgáló ültetvényekre vonatkozó tulajdonjogra kellett azok tulajdonosainak átváltaniuk.[168]

Egy a XVIII. század végén jelentős értékpapírosítási forgalmat lebonyolító holland társaság a *Dutch Hope Company* vezet át az Egyesült Államokba, a holland társaság ugyanis ügynökként járt el 1833-ban a *Citizen's Bank of Lousiana* által értékpapírosított követelések fedezetével kibocsátott kötvények forgalmazása során. Ez volt az az időszak az Egyesült Államok történetében, amikor a rabszolgákra is lehetett zálogjogot beje-

[168] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52-53. old.

gyezni, amely jog fedezetére aztán értékpapír kibocsátására került sor. A folyamat akképpen zajlott, hogy a kölcsönfelvevőknek először a *Consolidated Association of the Planters of Louisana (C.A.P.L.)* részvényeire kellett pályázniuk. A sikeres pályázó pedig a C.A.P.L részvényesként a saját földjei és rabszolgáinak fedezetére, a felajánlott jelzálog piaci értékének a feléig a piacinál olcsóbb kamatozású forráshoz juthatott társaságtól.[169] A forrás pedig a jelzálogok fedezetével a társaság által kibocsátott kötvényekből állt rendelkezésre. A társaság részvényesei az így elért olcsó forrást újabb magas hozamú, spekulatív eszközökbe fektethették, például a hitelből föld vagy rabszolga vásárlására fordíthatták.[170] Az adminisztráció gyengeségei miatt számos esetben ugyanarra a fedezetre többszöri hitelfelvételre került sor. A konstrukció belső gyengeségét pedig az okozta, hogy a társaság a részvényessel, mint ügyféllel szemben nem-, vagy késedelmes fizetés esetén is kisebb szigorral járt el, mint a nem részvényes késedelmes adóssal szemben.

5.1.5. A Luisana-i C.A.P.L értékpapírosítás

A fenti értékpapírosítási konstrukció két szempontból volt releváns a modern értékpapírosítás tekintetében. Egyrészt a kockázatok átadása, illetve megosztása oldaláról az egyes érintett szereplők esetében. Másrészt a rosszul felépített szabályozás, illetve a szabályozás hiánya egy torz belső ösztönzési rendszer felé sodorta e korai értékpapírosítás résztvevőit, ami pedig az értékpapírosítás torz felhasználását és a piac összeomlását eredményezte, hasonlóan a 2007-2009-es subprime válsághoz. A kockázatok megosztását is érdemes áttekinteni ebben az esetben,

[169] Lásd BAPTIST, Edward E.: Toxic Debt, Liar Loans, and Securitized Human Beings The Panic of 1837 and the fate of slavery http://www.commonplace-archives.org/vol-10/no-03/baptist/ (2019.03.01.)
[170] Lásd BAPTIST, Edward E.: Toxic Debt, Liar Loans, and Securitized Human Beings The Panic of 1837 and the fate of slavery http://www.commonplace-archives.org/vol-10/no-03/baptist/ (2019.03.01.)

ugyanis a C.A.P.L. sikeresen lobbizott a Louisana-i törvényhozásnál, hogy 2,5 millió USD kötvényre vállaljon a szövetségi állam garanciát, az állampolgárok „*hűsége és hitele" („faith and credit")* alapján. Ezzel az állami garanciával a londoni Barings Bank már előfinanszírozta angol fontban a C.A.P.L. kötvénykibocsátást és a kibocsátott értékpapírok londoni piacra történő bevezetését. Ezzel a finanszírozói szerepet betöltő kötvénykibocsátó, a C.A.P.L. közvetlen kockázata - egyfajta értékpapírosítási feljavítással – közvetve átadásra került a Louisana-i állampolgárok felé, a közvetlen kockázatmegosztás pedig a rabszolgák felé, hiszen az ő munkájuk gyümölcse volt a hitelek visszafizetésének a közvetlen garanciája. Ha ugyanis a rabszolgatartó nem teljesített, akkor a rabszolga került, mint fedezet végrehajtásra, és így végül a kölcsön folyósítójának a tulajdonába.[171] Louisana a gyapot spekuláció hazájává vált azzal, hogy a szövetségi állam összesen 46 millió USD összegben vállalt garanciát a különböző, az állam területén működő hasonló módon kibocsátott kötvényekre. Ezzel Louisana a korszak legjelentősebb mértékben külső forrásból finanszírozott állama lett. A spekuláció során a rabszolgákat értékpapírosító kötvények vásárlásával a kötvényvásárló a rabszolgatartásból szerzett hasznot. A túlzott eladósodást az a tény pedig tovább táplálta, hogy a helyi politikusok a társaságok vezető tisztségviselői közé választva maguk is eladósodtak, azonban az általuk nemfizetővé vált kölcsönök behajtása kevésbé volt szigorú, mint az átlagos ügyfelek esetében.[172] Ezzel a társaságok rossz hitel állománya is jelentősen duzzadni kezdett. Azonban, mint minden eszközbuborék esetében, a valóságtól elrugaszkodott árak egy idő után nem fenntarthatóak, így ebben az esetben is az eladósodott ültetvényesek a magas áron értékelt rabszolgák fedezetére túlzott kockázatot vállalva tönkrementek. Az értékpapírosítás ezen

[171] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52-53. old.
[172] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52-53. old.

rossz belső ösztönzési rendszere az immorális fedezetekre építve már ekkor is azt bizonyította, hogy a piac önmagában nem képes önszabályozó módon a válságok megelőzésére, hiszen az egyensúlyi árak elszakadva a piaci racionalitástól, csak az összeomlást követően kerülnek vissza - jelentős társadalmi veszteséget követően – a racionálisan elfogadott szintekre.

5.1.6. A francia államadósság finanszírozása - a svájci értékpapírosítási modell

Hasonlóan morálisan megkérdőjelezhető üzleti gyakorlat alakult ki a francia és svájci történelem során, a XVIII. század végén. 1770-es években genfi bankárok az úgynevezett *„trente demoiselles de Geneve" („harminc hölgy Genfből")* modellel álltak a nagyközönség elé. A modell gazdasági alapja a francia állam által kibocsátott államkötvény volt, mely örökjáradékot biztosított tulajdonosának élete végéig. A francia állam így jutott forráshoz a kötvény vásárlóitól a háborús költségeinek a finanszírozásához. Azonban arra is lehetőség volt, hogy ne a kötvény vásárlója, hanem más kiválasztott személy élvezhesse a teljes hátralévő élete során a járadékszolgáltatást. Fiatal lányok, akik már túlélték a magas csecsemőhalandóság kockázatát és a kor legveszélyesebb betegségét a kanyarót is, hosszabb járadékidőszakra biztosíthattak maguknak jövedelmet - egyfajta hozományként - életük során, mint az idősebb polgárok, így magasabb megtérülést biztosítva az örökjáradékos kötvény jogosultjának. A svájci bankárok éppen ezért választottak 30 fiatal lányt, akinek a javára, mint kedvezményezettek javára életjáradékot biztosító kötvényt vásároltak a francia kormánytól. Az ekkor még jellemzően alacsony várható élettartam miatt azonban a hozományokat a svájci pénzemberek összevonták egy portfolióba, így egyetlen leány korai halála még nem jelentette az örökjáradék forrásának az elapadását, ugyanis az örökjáradék csak az egy főre jutó fejkvóta alapján és arányosan csökkent az elhalálozottak fejkvótájával. A 30 fős hölgykoszorú esetében

egy leány halálával a tőke, így a jövőbeni pénzáramok forrása is csak 29/30-ára csökkent. Az így befolyó járadékokat aztán egy alapban, annak fedezetével részedési jegyek formájában tovább értékesítették az alap összértéket meghaladó árfolyamon. Így az olcsón vásárolt kötvényhozamot magasabb áron sikerült tovább értékesíteni a svájci befektetőknek. A járadékok összege és az értékesítési ár különbsége egyfajta árrésként a svájci bankároknál csapódott le. Ezzel a francia állam a magas, akár éves 10 %-os járadék mellett tudott a már említett hétéves háború költségeire újabb forrásokat bevonni a svájci bankárok segítségével.[173] A konstrukció azonban nem volt tökéletesen kockázatmentes a svájci befektetőknek. A francia állam ugyanis az 1789-es forradalom után már nem tudott a kötelezettségeinek eleget tenni, majd csak elértéktelenedett francia frankban fizetett, a svájci bankároknak azonban svájci valutában kellett volna a befektetők felé teljesíteni, így azok tönkre mentek. Ezzel a túlzott kockázatvállalás egy korai példája is megvalósult. A befektetők egy jelentős része ugyanis egy garantált hozamú befektetésként[174] értelmezte a konstrukciót a francia állam részvétele miatt, és sem az államcsőd[175] lehetőségével és annak következményeivel, sem az árfolyamkockázattal nem számoltak. A konstrukció érdekessége továbbá, hogy az uzsorakölcsönökre vonatkozó sza-

[173] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 56. old.

[174] A garantált befektetés az állam garanciájára utal azt feltételezve, hogy az állam vagy annak meghatározó képviselője hasonlóan a FED-put esetében az amerikai jegybank (Allen Greenspan és Ben Bernanke elnöksége alatt) védelmet nyújt a nagyobb veszteség ellen akár a veszteségeket szétterítve az adófizetők között és megmentve a felelőtlen befektetőket a kockázattal arányos veszteség elszenvedésétől.

[175] Az államcsőd esetében az állam devizaadósságai a hitelezőkkel történő megegyezést követően átütemezésre kerülnek és a fennálló adósságok felülbélyegzésére (haircut) is jellemzően sor kerül, mely tranzakció keretében az eredeti tőketartozás csökkentésre kerül. Így a devizahitelező egy hosszabb lejáratú és kisebb névértékű kötelezettség kedvezményezettje lesz az eredeti adósságköveteléshez viszonyítva.

bályok legálisan kikerülhetővé váltak, mivel a francia állam a hatályos francia jog szerint az annuitásból fakadó kötelezettségen túl semmilyen többlet kifizetést (tőke és kamat) nem teljesített.[176]

5.1.7. A fedezett kötvény megjelenése Európában

A német és francia korai értékpapírosítási modell a dánhoz hasonló *fedezett kötvényt* a XIX. században már egy újabb jellemzővel bővítette a korábbi értékpapírosítási modelleket, mégpedig az állam központi akaratának a megjelenítésével. Ezeknél a korai modelleknél ugyanis az állam szerepe vagy finanszírozóként vagy szabályozóként valósult meg. 1870-re ugyanis mindkét államban egy központi értékpapírosításért felelős állami szervezet felügyelte a kisebb vagy regionális jelzálogbankok jelzáloghitelezési tevékenységét. Ezzel megteremtették a későbbi amerikai hibrid (állami és magán) tulajdonú jelzáloghitelintézetekéhez hasonló, jelentős állami szerepvállalás mintáját. A német és francia jelzáloghitelezés ugyanakkor alapvetően el is tért az Egyesült Államokban jellemző, nem visszterhes értékpapírosítástól, mely az eszközfedezett értékpapír jellegéből ered és a common law rendszerében működik. A két európai példa ugyanis éppen a visszterhesség miatt vonzó és biztonságos a befektetők számára. Ebben az esetben ugyanis a kibocsátó bank a felelős a jelzálogportfolió nemfizetése esetén, és az értékpapír jogosultja követelését bírósági úton is érvényesítheti. Amennyiben pedig a kibocsátó jelzálogbank felszámolásra kerülne, a jelzálogfedezetet felajánló és nemteljesítő adóstól közvetlenül is követelhető a teljesítés. Az adós csődje esetében pedig a fedezetül szolgáló ingatlan elárvereztethető és a vételár a követelés teljesítésére közvetlenül is felhasználható. Európába e

[176] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 56. old. és RAJAM, Raghuram G.: *Fault Lines How hidden structures still threaten the world economy* Princeton University Press 2010 138-139. old.

két országában csak a követelésportfolió fedezetére történő *fedezett kötvény (covered bond)* értékpapír kibocsátás valósult meg az értékpapírosítás során. Azonban e konstrukció keretében nem kerül sor az ügyletrészsorozatok kialakítására és a harmadik személy jogalany kibocsátó (SPE) bevonására sem, és ezért a hitelkockázatok átadására sem. Ezzel a *skin in the game elv*[177] szerint a közvetlen kockázatközösség is fennmaradt a befektetőkkel, és a hiteladminisztrációt végző szervezet is a hitelező bank maradt: annak teljes szakértelmével - a morális kockázat és a kontraszelekció megelőzését biztosítva. A modern értékpapírosítás kialakulása és a *Pfandbriefe*, a korai német értékpapírosítási előd között hasonlóság is felfedezhető, mégpedig az, hogy mindkét esetben turbulens időszak előzte meg a jogintézmény kialakulását, mind az Egyesült Államokban, mind Európában.[178]

Poroszországban a hétéves háború lezárását követően hároméves fizetési moratóriumot kaptak a földbirtokosok és parasztok a háború alatt túlfinanszírozott kölcsöneikre vonatkozóan. A túlfinanszírozást két tényező okozta, egyrészt az, hogy a finanszírozás alapja a legutolsó, a háborús inflácó miatti magas terményár volt, másrészt az, hogy a fnanszírozási hányadot is a

[177] A skin in the game a tulajdonosok vagy meghatározó vezetők saját kockázatvállalása egy üzleti tranzakcióban vagy az általuk tulajdonolt vagy irányított gazdasági társaságban, mely a saját pénzügyi elköteleződésükre, illetve elköteleződésük mértékére utal. A szólás alapja egyes források szerint Warren Buffett, az omahai bölcsként is ismert világhírű és egyik leggazdagabb filantróp, befektetési szakember kezdeti saját befektetése az általa irányított, illetve kezelt társaságokba, melyek közül a legismertebb a Berkshire Hathaway. Más források szerint William Shakespeare A velencei kalmár című drámájában Shylock által Antoniótól mint kezestől, fedezetként kért egy font saját húsára utal, melyet arra az esetre kért, ha akiért kezességet vállalt, amennyiben Bassano nem lett volna képes a kölcsönét visszafizetni. Lásd ECKSTEIN, Asaf: Skin in the Game for Credit Rating Agencies and Proxy Advisors: Reality Meets Theory 2017, 7 Harv. Bus. L. Rev. 221-269.old.

[178] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 57. old.

korábbi 50 %-os érték fölé emelték. Ezt követően sem állt azonban helyre a hitelpiaci egyensúly, mert az adósok jelentős része tönkre ment a háború után, ezért új jelzáloghitelezési rendszer felállítására volt szükség. Ekkor Poroszországban a jelzálogpiacon a magas kockázat miatt még a korábban 2-3 %-ról 10 %-ra emelkedett kamat mellett sem volt vonzó kölcsönt adni a mezőgazdasági szektorban.[179] Az első javaslat Diedrich Erns Bühringtől, egy berlini kereskedőtől érkezett Nagy Frigyes császár felé, amit az uralkodó hivatalban lévő pénzügyminisztere, von Hagen 1767-ben első alkalommal el is utasított. Bühring jól ismerte a holland gyarmatok finanszírozására a fentiekben említett értékpapírosítási folyamatot, mivel Amszterdamban váltókereskedelemmel foglalkozott, és hasonló módon pontosan átlátta a brémeni bemutatóra szóló *jelzálogfedezetű kötvények (Handfeste Urkunden)* működését is, hiszen a német városban nőtt fel. A két értékpapírtípus olyan mintául szolgált számára a tartományi jelzálogbank rendszer kialakításához, melynél jobbat abban az időben nem sikerült létrehozni.[180] Bühring elképzelése alapján tartományi jelzáloghitelintézeteket hoztak volna létre, melyek részére a területen élő nemesség teljes földállományát kötelező jelleggel be kellett volna adni. A jelzáloghitelintézet a földek piaci értékének a feléig bemutatóra szóló fedezett kötvényt bocsátott volna ki 4 %-os kamat mellett és 4,5-5 %-os jelzáloghitelt nyújtott volna a hozzá forduló kölcsönfelvevőknek. Ezzel a jelzáloghitelintézet működése biztos alapon állt volna, hiszen megfelelő fedezet és közös kockázatvállalás mellett került volna sor a jelzálogalapú kölcsönök folyósítására. A jelzáloghitelintézet így a kötvények pontos kamatfizetését és az értékpapírok készpénzzé tételét, azaz átváltását is garantálni

[179]Lásd National Bureau of Research: *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective* szerk. WHITE Eugen N. – SNOWDEN, Kenneth The University of Chicago Press 2014 307. old.

[180] Lásd National Bureau of Research: *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective* szerk. WHITE Eugen N. – SNOWDEN, Kenneth The University of Chicago Press 2014 309-310. old.

tudta volna. Gyakorlatilag ez az elképzelés valósult meg. A hivatalban következő porosz pénzügyminiszter, Casimir von Cramer ugyanis már magáévá tette Bühring elképzelését és azt javasolta, hogy az összes nemesi tulajdonban lévő földeket egy hitelintézetbe vonják be. Azonban nem a Cramer által javasolt teljes poroszországi, hanem a *Bühring* által felvázolt *tartományi típusú jelzáloghitelintézeti forma* valósult meg. Első jelzáloghitelintézet Sziléziában 1769-ben jött létre és a következő évben már az első Pfandbriefe is kibocsátásra került.[181] Nagy Frigyes 200 ezer tallért adott 2 % -os kamatra induló tőke hozzájárulásként a sziléziai pénzintézetnek.[182]

Hasonló módon működött a *Raiffeisen elv* a szövetkezeti hitelezés területén egy évszázaddal később Németországban.[183] A tagok azonos összeget helyeztek el a pénzintézetnél és ezért kölcsön igényelhettek, amelyet azonban az összes többi tag kötelezettségvállalása garantált. A tagi vagyonok értékelését nemcsak Földművelésügyi Minisztérium szakemberei, de a választott tagok is szigorúan felügyelték éppen a visszaélések elkerülése és a megfelelő fedezet biztosítása érdekében. A Pfandbriefe esetében a fedezeti elvek szoros megtartása és betartatása, valamint a közös felelősségvállalás olyan bizalmat ébresztett az így fedezett jelzálogkötvények iránt, hogy a német államkötvényekhez hasonlóan, névértéken cseréltek gazdát a másodlagos piacon.[184]

A két, porosz és német korai értékpapírosítási rendszer a későbbi értékpapírosítások *aszimmetrikus információ* elosztásából eredő problémáit is sikeresen kiküszöbölte. Egyrészt a *roncs-*

---

[181] Lásd National Bureau of Research: *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective* szerk. WHITE Eugen N. – SNOWDEN, Kenneth The University of Chicago Press 2014 307. old.

[182] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 58. old.

[183] Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 59. old.

[184] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 59. old.

problémát (lemon problem) azzal sikerült megelőzni, hogy a teljes tartományi földállomány bevonásra került és a tagok kezességet vállaltak az egyes tagok kölcsöneiből eredő kötelezettségek teljesítéséért. Másrészt a *kontraszelekció (adverse selection)* megvalósulását, amely ebben az esetben a túlértékelt fedezetek elfogadásában jelentkezhetett volna, a fedezet értékelésével foglalkozó személyek személyes felelősségvállalásával azonban sikerült ezt kiküszöbölni.[185] A későbbiekben a porosz fedezett kötvény lett a minta a kontinentális Európa és ennek keretében a már tárgyalt dán modell számára is. A német struktúrát honosította meg Louis Francois Wolowski[186] Franciaországban Credit Foncier elnevezéssel 1852-ben és állami monopólium formájában részvénytársaságként.[187] Bár bürokratikusnak és Párizs központúnak ítélték a szervezetet, ennek ellenére 1893-ban a New York-i jelzáloghitel intézetek közül 28-at is megelőzött a Credit Foncier üzleti aktivitás tekintetében.[188] Így a francia befektetők is egyre inkább az egzotikusnak tűnő, északamerikai piacon fektették be pénzüket. Ezzel a kontinentális Európa és az Egyesült Államok értékpapírosítása gyakorlata üzletileg is összekapcsolódott.

---

[185] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 59. old.

[186] Louis Francois Wolowski (1810 -1876) lengyel születésű francia állampolgár író, közgazdász politikus. 1871-től a francia Nemzetgyűlés tagja 1875-től szenátor. Annak ellenére, hogy alapvetően liberális gondolkodású közgazdász volt kiemelkedő szerepet játszott a szocális törvényhozásban. A Crédit Foncier újítása volt továbbá az azonos összegű, annuitásos hiteltörlesztés bevezetése.

[187] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 61. old.

[188] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 61. old.

5.1.8. Az Egyesült Államok korai értékpapírosítási hullámai

Az Egyesült Államokban a jelzáloghitelintézetek fejlődésének az 1870-es évektől összesen négy hulláma volt, ahol a magán jelzálogintézetek egyre erősödő szerepe figyelhető meg 1870-es években, valamint az 1880-as, 1920-as és 1970-es években. Az Egyesült Államokban a jelzálogügyletek értékpapírosításának az elsődleges mozgatórugói az egyes régiók közötti jelzáloghitelezés nagyságbeli különbsége, és a régiók közötti ebből fakadóan eltérő likviditás kiegyenlítése voltak.

Az 1870-es és 1880-as jelzálog értékpapírosítási hullám jelentős hasonlóságot mutat a 2007-2009-es subprime válsághoz azok értékpapírosítási gyakorlata és szabályozási környezete tekintetében.

Az alapvető különbség a két értékpapírosítási korszak között a fedezetek tárgya volt. Az 1870-es és 1880-as években a mezőgazdasági termelésbe vont földek képezték a jelzáloghitelek fedezetét, míg a 2000-es évek elejétől a lakóingatlanok. A hasonlóság azonban az ügynök-megbízó probléma esetében jelentős volt. Az 19. század végén a nyugati államok mezőgazdasági termelésbe vonták a korábban szabadon lévő területeket. A földek megműveléséhez azonban számos esetben hiányzott a megfelelő szakértelem. A fedezetek értékelését többségében nem megfelelő szakemberek végezték a hitel minél előbbi folyósítását biztosítva, amely megbízotti tevékenység a 2000-es évek elejének a hitelvizsgálat során tapasztalt visszaéléseire hasonlított. A hitelező pénzügyi intézmények a hitelkockázat értékpapírosítás során történő átadása miatt ez utóbbi időszakban sem jártak el megfelelően prudens módon. Így fordulhatott elő, hogy dokumentumok hiányában és jövedelem nélkül is nagy számosságban kerültek jóváhagyásra jelzáloghitelek a XXI. század elején.

1868-ban az életbiztosítók is jogosítványt kaptak New York 50 kilométeres körzetében a jelzáloghitelekbe történő befektetésekre, mely lehetőség 1876-ban szomszédos államok területére

is kiterjesztésre került.[189] Ezzel az AIG[190] mint biztosító az értékpapírosítás során a CDS-ek kiírójaként (kötelezettjeként) betöltött kvázi biztosítási funkciója - amely valójában nem biztosításként működött a tartalék képzés hiányában -, mutat jelentős hasonlóságot az 1870-es 1880-as évek gyakorlatával. A jelzálogintézetek ugyanis közvetítői szerep mellett garantőri feladatok is elkezdtek betölteni a XIX. században hasonlóan az AIG gyakorlatához. A garanciából eredő kötelezettségeket portfolióba rendezve kötvények kibocsátására került sor a garanciát biztosító jelzálogok fedezete mellett. 1881-ben bocsátotta ki az *Iowa Loan and Trust Company* az első ilyen fix kamatozású, hosszú lejáratú adósságlevelet jelzálogfedezettel, azaz egy jelzálogfedezetű kötvényt.[191] A hitel adminisztráció minősége azonban olyan alacsony szintű volt ekkor, hogy a fedezetül szolgáló jelzálogportfolió egyes elemeinek a kötvényekhez történő hozzárendelése sem történt meg. Így a fedezetek hasonlóan a CDS-ek esetében a 2000-es évek elején (ahol központi szerződő fél hiányában nem volt átlátható, hogy ugyanarra a jelzálogportfolióra ki és hány CDS-t kötött) a mögöttes termékek átláthatatlan nyilvántartására épültek. Végül a jelzáloghitelezés 27 szövetségi államra és már 50 USD címletekben is elérhetővé vált, ezzel széles körre kitárva a potenciális befektetők körét.

Ahogy a szerző a fentiekben tárgyalta, az európai (francia) befektetők is vonzónak találták a magas hozamú egyesült álla-

[189] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 63. old.

[190] Az AIG American Insurance Company Inc. biztosító társaságot Cornelius Vander Starr 1919-ben Sanghajban (Kína) alapította, és csak 1926 -ban nyitotta meg a társaság első egyesült államokbeli irodáját. 2015-ben 130 országban több mint 88 millió ügyfele volt. 2015. március 31-én a társaság tőzsdei kapitalizációja 75,04 milliárd USA dollárra emelkedett. Az S&P 500, a legnagyobb kapitalizációjú egyesült államokbeli tőzsdén jegyzett társaságokat tömörítő index tagja.

[191] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 65. old

mokbeli jelzálogügyleteket, mint ahogy azt a keleti parti északamerikai befektetők is tették. Azonban az Atlanti-óceán egyik partján sem értettek a befektetők sem az értékpapírosításhoz, sem a mezőgazdasághoz, de még a vasútépítési láz túlfűtöttségét sem értékelték megfelelő óvatossággal. Így történhetett meg, hogy a rendkívül laza szabályozás és a csalások széles körű elterjedésével párhuzamosan az 1880-as évek közepére kibontakozó mezőgazdasági válság hatására számos jelzáloghitelintézet tönkrement. A helyzet konszolidálására a jelzálogintézetek kísérletet tettek a fedezetül szolgáló mezőgazdasági területek tulajdonosainak bérlővé tételével, azonban ezt az egyes szövetségi államok törvényhozó testületei és a Legfelsőbb Bíróság sem támogatta, így 1893-as évre a jelzálogkötvények döntő többsége nemfizetővé vált.[192] A fentiek alapján jól látható a hasonlóság a XIX. századi és 2007-2009-es subprime válság között az Egyesült Államokban. E hasonlóságot az a gyakorlat alapozta meg, mely a megfelelő szabályozás hiányában alakult ki mindkét korszak értékpapírosítása során. A hasonlóság a gyenge ügynök - megbízó jogviszony miatt létrejött alacsony minőségű fedezetek nagyszámában érhető tetten, valamint az értékpapírosítók kockázatvállalásának hiányában, mely utóbbi mindkét esetben egy hasonló, torz belső ösztönzési rendszert alakított az Egyesült Államokban. Ez a motivációk eltorzított rendszere már önmagában is jelentős mértékben hozzájárult az értékpapírosított jelzálogkövetelések piacának összeomlásához mindkét értékpapírosítási időszakban, amit csak felerősített a befektetők viselkedésében a kockázattudatosság alacsony szintje[193] és ebből következő pánikszerű magatartása.

---

[192] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 66-67. old

[193] Lásd SZÍVÓS Alexander: *A pénzügyi kultúra* https://arsboni.hu/a-penzugyi-kultura/ (2019.12.11.) és SZÍVÓS Alexander: *MIFID rezsim és az abban bekövetkező változások* http://scriptura.pte.hu/?p=425 http://scriptura.pte.hu/wp-content/uploads/2018/01/Sz%C3%ADv%C3%B3s-Alexander.pdf (2019.12.11.)

Sajnos a XIX. századi példából nem építkezett a XX. századi jelzáloghitelintézeti szabályozás az Egyesült Államokban. Az 1929-33-as gazdasági válság után új alapokra helyezve, részben állami tulajdonú jelzáloghitelintézetek bevonásával új modell indult a lakossági jelzáloghitelezésben. A modell célja lakosság a kevésbé tehetős, minél szélesebb köre számára elérhető pénzügyi feltételekkel saját tulajdonú lakások biztosítása, melyhez állami kezességvállalás és refinanszírozás új intézményei biztosították a megfelelő finanszírozási forrást. Az 1920-as években két újabb értékpapírosítási előzmény jelent meg az Egyesült Államok tőkepiacán. Az egyik a *garantált jelzálogrészjegy (guaranteed mortgage participation certificate)* volt, mely különböző egyesült államokbeli városok lakóingatlanjaiból befolyó pénzáramokból nyújtott részesedést az értékpapírosításban résztvevők számára. A másik újítás pedig az önálló kereskedelmi ingatlanok fedezetére kibocsátott jelzálogkötvények köre volt. Az utóbbi konstrukciót, mely az ingatlanokra bejegyzett jelzálog fedezetére alapult, létrehozójáról Simon Straus Poroszországból emigrált üzletemberről *Straus kötvénynek* nevezték el. A kötvény első helyi zálogjog bejegyzésével biztosította a befektetők számára a megfelelő fedezetet és kis címleteikkel és magas kamataikkal (a 6 százalékos kamat a kereskedelmi bankok betéti kamatának a duplája volt) váltak vonzóvá a befektetők széles körében. Olyannyira népszerűvé vált ez a finanszírozási forma, hogy 1925-re a vállalati kötvénykibocsátások 23 százalékát ez a kötvénytípus tette ki.[194] Az 1929-33-as gazdasági világválság azonban a túlfűtött kereskedelmi ingatlan piacot is összeroppantotta. Ekkor már létezett szövetségi jelzálogbank rendszer – melyet 1916-ban hozott létre a Kongresszus – azonban sem ez a jogintézmény, sem az 1928-ban létrehozott *New-York-i Ingatlantőzsde* a kevés bevezetett termékével és alacsony

[194] Lásd GOETZMANN N. William – NEWMAN Frank: *Securitization in the 1920's* NBER Working paper No. 15650 2010. január, 8. old. https://www.nber.org/papers/w15650.pdf (2019.03.21.)

forgalmával nem tudta megakadályozni az ingatlanpiac ezen szegmensének az összeomlását. [195] A modern értékpapírosítás Egyesült Államokbeli közvetlen előfutára azonban az *eszközfinanszírozási részjegy (equipment trust certficiate)* volt. A pénzügyi eszköz ipari eszközök finanszírozását szolgálta, a speciális jellemzője az volt, hogy homogén eszközökre vonatkozó követeléseket vont portfolióba fedezetként, azokat egy trust intézménybe helyezte és azok hozamai szolgálták az értékpapírosított követelések fedezetéül. A későbbiekben az értékpapírosítási típus fejlett formája (enhanced equipment trust certificate) széles körben elterjedt a repülőgép parkok lízingfinanszírozása során.[196]

A nagy gazdasági világválságot követően a Straus kötvényeken elszenvedett jelentős veszteségek miatt a pénzintézetek vonakodtak kereskedelmi célú ingatlanok fedezetére történő jelzáloghitelezéssel foglalkozni, a magas munkanélküliség miatt pedig a lakóingatlanok fedezetével finanszírozott jelzáloghitel szintén jelentős kockázatot hordozott magában a finanszírozó pénzintézet számára. Ezért szükségessé vált az állami beavatkozás a jelzáloghitelezés kockázatainak csökkentése érdekében. Ezt a célt a folyamatba bevont állami intézmények részben a jelzáloghitelezés fellendítésével részben a jelzáloghitelek értékpapírosításával létrejött értékpapírok másodlagos piacának az újraindításával érték el.

E folyamat részeként több hullámban három állami, részben állami, illetve vegyes tulajdonú (hibrid)[197] pénzintézet alapításá-

[195] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 68-69. old

[196]Lásd BOWERS, William C.: *Aircraft Lease Securitization: ALPS to EETCS* http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/bowers2.html (2019.03.20.)

[197] A hibrid szerep jelen esetben, abban a tényben nyilvánul meg, hogy a gazdasági társaságok célja az Egyesült Államok jelzálogpiacainak támogatása, de mivel önálló, a szövetségi költségvetéstől elkülönült gazdasági társaságként piaci alapon működnek, a profit maximalizálása is kiemelten fontos cél számukra. Így egy közcél, a lakáshoz jutás segítése és egy magán cél, a profit maximalizálás kettőssége jellemzi a társaságokat.

ra került sor a lakossági jelzáloghitelezés fellendítésére az 1930-as évektől az 1970-es évek elejéig terjedő időszakban.

5.1.8.1. Az állami (hibrid) intézmények megjelenése az Egyesült Államok jelzálogfinanszírozási rendszerében

Az első állami intézmény az Egyesült Államokban az az állami jelzálogbiztosítási rendszer volt, melynek középpontjában a *Federal Housing Administration (FHA)* állt. Az 1934-ben létrehozott szervezet a lakóingatlanok jelzáloghitelezési kockázatát vállalta magára állami kezességvállalás formájában, ezzel jelentősen csökkentette a lakás célú ingatlanok jelzáloghitelezésével foglalkozó pénzügyi szolgáltatók hitelezési kockázatát. Ezt követően a *Federal National Mortgage Association (FNMA)* népszerű nevén *Fannie Mae* 1938-ban már az elérhető lakhatáshoz és fenntartható lakástulajdonhoz, mint állami célhoz biztosított folyamatos állami forrást, így a piaci szereplők támogatása is közvetve megvalósult a lakossági jelzáloghitel piac forrás oldalú fellendítésével. A Fannie Mae működése során a másodlagos piacon FHA által garantált jelzáloghiteleket vásárol és ezzel a lépésével nemcsak forrást biztosít az újabb jelzáloghitelek kihelyezéséhez a lakóingatlanokat finanszírozó jelzáloghitelintézeteknek, de a jelzáloghitelek kamatait is nyomás alatt tartja és egyre kedvezőbb, alacsonyabb jelzáloghitelkamatokat biztosít a hitelfelvevők számára. 1968-ban a költségvetési szempontok miatt a társaságot részvénytársasággá alakították át. E lehetőséggel élve a továbbiakban a társaság már a tőkepiacról vont be forrásokat az állami finanszírozás helyett. Az új magántulajdonú Fannie Mae (melynek részvényeit bevezették a New York-i tőzsdére[198]) pedig az állam által nem garantált jelzáloghitelek finanszírozására is felhatalmazást kapott. Ezen belül azonban csak azokra a lakossági jelzáloghitelekre, amelyek megfeleltek meghatározott hitelbírálati minőségi szempontoknak

[198] Lásd Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 100. old.

(conforming mortgages).[199] Azonban az állami szerepvállalás továbbra sem csökkent ezen jelzálog-finanszírozási szegmensben, ugyanis ugyanebben az évben egy újabb szövetségi intézmény a *Government National Mortgage Association (GNMA - Ginnie Mae*) mint állami tulajdonú részvénytársaság jött létre. Egy harmadik jelzálogfinanszírozást támogató állami intézmény a *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC - Freddie Mac)* pedig úgy jött létre, hogy az 1968-as Housing Act szétválasztotta a meglévő Ginnie Mae-t két társaságra és abból a Ginnie Mae mellett a *Freddie Mac* kiválásával egy újabb társaság is megalapításra került. Az újonnan létre jött Freddie Mac célja - a Fannie Mae-hez hasonlóan - a másodlagos jelzálogpiac fellendítése volt. A létrejöttének pedig a konkrét oka a takarékszövetkezetek jelzáloghitelezési tevékenységének a támogatása volt, azáltal, hogy a hosszú lejáratú lakossági jelzáloghiteleket a Freddie Mac megvásárolta tőlük. E lehetőséggel élve a takarékszövetkezetek újabb hiteleket tudtak kihelyezni és az emelkedő pénzpiaci kamatok mellett nem kellett a meglévő alacsonyabb kamatozású jelzáloghiteleken egyre növekvő veszteséget elkönyvelnieük. A továbbiakban a Fannie Mae és a Freddie Mac egymással is versenyezve, de az előbbi magántulajdonban, utóbbi állami tulajdonú részvénytársaságként működött. Annak ellenére, hogy explicit állami garancia csak a Freddie Mac esetében állt fenn, a befektetők implicit módon azt feltételezték, hogy a Fannie Mae esetében továbbra is fennáll az állami garancia, azaz az állam teljes bizalma és hitelképessége (full faith and credit).

Az egyre szélesebb intézményi befektetői kör nem az egyes jelzáloghiteleket vásárolta meg, hanem azok portfoliójának fedezetére kialakított értékpapírokat. Ezeket az értékpapírosításokat úgynevezett pass-through formában „átcsatornázták" egy

[199] Lásd EKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 58. old.

harmadik személy közvetítő gazdasági társaságon. Ez a konstrukció a *jelzáloggal fedezett értékpapír (Mortgage Backed Security- MBS)* volt, melyet elsőként a Ginnie Mae bocsátott ki, a saját maga által felvásárolt és a másik két állami jelzálogfinanszírozó által garantált jelzálogok fedezetére, azok jövőbeli pénzáramát fedezetként használva az így létrejött értékpapírból eredő kötelezettségek teljesítésére. Mindezt a Ginnie Mae egy további garanciaelemmel ellátva valósította meg, mégpedig azzal, hogy garantálta is az így keletkezett kötelezettségek kifizetését a jelzáloghitel portfolió nemteljesítése esetére. Ezzel megszületett az első modernkori értékpapírosítási ügylet 1970-ben.[200,201] Az MBS befektetőknek azonban két jelentős kockázattal kellett számolniuk. Az egyik az előtörlesztési kockázat volt, a piaci kamatlábak változása miatt, a másik veszélyforrás pedig az egyes jelzálogportfolió elemek nemfizetési kockázata volt. A befektetőknek az utóbbi kockázattal azonban egyrészt az állami jelzálogintézetek (értékpapírosításból eredő kötelezettségekre kiterjedő) portfolió szintű garanciavállalása, valamint a FHA egyedi (a portfolióban szereplő lakóingatlanokra vonatkozó jelzáloghitelekre fennálló) kezességvállalása miatt nem kellett érdemben foglalkozniuk. Az állam ugyanis így kétszeresen is garantálta a követeléseiket. A kamatkockázat kezelése azonban sürgető kérdéssé vált, hiszen az emelkedő kamattrend idején a korábbi alacsonyabb fix kamatozású jelzáloghitel portfólió leértékelődött, míg a csökkenő kamattrend esetében a jelzálogadósok maguk is kihasználva az alacsonyabb kamatokat előtörlesztették hiteleiket. Ennek eredményeképpen azonban ezek az előtörlesztett jelzálogportfolió-elemek csökkentették az értékpapírosításba vont portfolió nagyságát, így az ebben a formában előtörlesztett pénzösszeget már nem tudta a befektető ugyan-

[200] Egyes szerzők szerint 1969 augusztusában lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017. 70. old

[201] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 329. old.

olyan hozamszinten újrabefektetni és így hozamveszteséget kellett elkönyvelnie.

A megoldást a problémára a *szekvenciális kifizetésű fedezett jelzálogkövetelés (Sequential Pay Collateralised Mortgage Obligation)* konstrukció létrejötte jelentette. Az új értékpapírosítási formula ugyanis lehetővé tette az értékpapírosítás folyamatában több, a befektetők eltérő lejárati igényeinek megfelelően eltérő lejáratú értékpapír *osztályonként bontásban (multi-class) történő kibocsátását* ugyanazon jelzálogportfolió fedezetére. A rövid lejáratú igényeket azok az ügyletrészsorozatok tudták kielégíteni, melyeket *tervezett lejáratú osztály (planned amortization class – PAC)* vagy más néven *célzott lejáratú osztály (target amortization class - TAC)* névvel kerültek meghatározásra.[202] A befektetők igényeinek megfelelően vízesésszerűen a rövidebb futamidejű osztálytól a hosszabb felé haladva növekvő lejáratú fedezett jelzálogkötvények jöttek létre, így elégítve ki a befektető igényeket. A tőketörlesztés vagy mértékben, vagy kielégítési sorrend (a kielégítési sorrendben az előresorolttól a hátrafelé sorolt irányában) szerint történik, míg a kamatok az adott osztályban szereplő mögöttes jelzálogügyletek kamatfizetései szerint az adott osztályon belül elosztva kerülnek kifizetésre.

A gyakorlatban ez úgy valósult meg az első 1983-ban a Freddie Mac által kibocsátott 1 milliárd USD tőkeösszegű értékpapírosítási tranzakció során, hogy az három osztályból állt. Az első osztály 3,2 a második 8,6 a harmadik 20,4 éves maximális súlyozott futamidővel jött létre. Ez a *maximális súlyozott futamidő* az egyes tőketörlesztések súlyozott átlagának kiszámításával jött létre. A jelzáloghitelintézet aztán az egyes a mögöttes jelzálogportfoliókból az erre elkülönített törlesztési alapba

[202] Lásd EKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 60. old.

(sinking fund)[203] befolyt tőketörlesztések féléves kifizetéseiből először a teljes első osztály, majd a teljes második osztály törlesztését bonyolította le, és csak, ha azok teljes törlesztésre kerültek, indította el a harmadik osztály félévenkénti tőketörlesztését. A növekvő kockázat miatt a hosszabb futamidő növekedésével párhuzamosan a kamatfelár[204] is növekedett, így a 3, 7, és 20 éves államkötvény 10,3; 10,6 és 10,9 százalékos kamatszintjéhez egyre növekvő 33, 53 és 90 bázispontos[205] kamatfelárak kerültek kialakításra.[206] Annak ellenére, hogy a konstrukció gyorsan népszerűvé vált és 1986-ra már 50 milliárd USD –re nőtt a kibocsátott értékpapírosított állomány[207] és új intézményi befektetőket életbiztosítókat és nyugdíjalapokat valamint külföldi befektetőket is sikerült megnyerni, korántsem bizonyult teljes körű megoldásnak, mégpedig azért, mert a kibocsátó adósság típusú kötelezettsége volt az értékpapírosítási technika e formája. Ebből következően a kibocsátásokkal egyenes arányban nőtt a kibocsátók eszközállománya, hiszen nem eszköz eladás történt. Így nemcsak új forrásokat kellett bevonni az egyes kibocsátásokhoz ahelyett, hogy a korábban bevont tőkét használta volna fel a kibocsátó ismételten az egyes értékpapírosításokhoz, de a kibocsátások számának és értékének növekedésével nőtt a kibo-

[203] A sinking fund egy olyan elkülönített pénzalap, melyet a kötvény vagy elsőbbségi részvénykibocsátó abból a célból hoz létre, hogy ebből a forrásból, a kötvényeket vagy elsőbbségi részvényeket a lejárat elől a másodlagos piacról visszavásárolhassa.

[204] Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011 102. old.

[205] A bázispont a százalékos változás kifejezésnek pontos eszköze. Alkalmazásával a változás relatív és abszolút értéke nem keverhető össze. Az 1 %-os pozitív változás 1 % kamatszintről értelmezhető 1,01 %-ra vagy 2 %-ra történő kamatváltozásként is a 100 bázispont pozitív irányú változás azonban egyértelműen jelöli az 1 %-ról a 2 %-ra történő elmozdulást.

[206] Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011 102. old.

[207] Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011 102. old.

csátó eladósodottsága is. Ez utóbbi pedig önmagában megemelte a kibocsátás kockázatát és csak egyre magasabb kamat melletti kibocsátást tett lehetővé, függetlenül a fedezetek minőségétől.

A megoldást a *real estate mortgage investment conduit (REMIC)* hozta az előtörlesztési, azaz kamatkockázatára és az adósságmutató romlására egyaránt, úgy, hogy a kibocsátó lekötött tőkéjének növekedése helyett egy közvetítő társaság, a conduit[208] biztosítja az értékpapírosítás megvalósulását. A REMIC lehetőségét az *1984 –es SMMEA (Secondary Mortgage Market Enhancement Act)* teremtette meg azzal, hogy a jelzálogfedezetű értékpapírok befektetői körét szélesre tárta. Az 1986. évi Adóreform törvény pedig kedvező adózási környezetet teremtett az Egyesült Államokban a REMIC számára.[209] A REMIC 1987. évi indulásával az egyes altípusainak széles köre alakult ki. A REMIC segítségével ugyanis több osztályból álló (több ügyletrészsorozatra bontott) értékpapírosításra nyílt lehetőség, amely a REMIC számára egyre növekvő népszerűséget biztosított. Ez a lehetőség 6 év alatt, 1993-ra 320 milliárd USD összegű REMIC kibocsátást eredményezett. A jellege miatt számos esetben a REMIC-t és a CMO-t felcserélve egyenértékű fogalomként kezeli a szakmai közönség. A REMIC altípusok köréből kettőt külön is érdemes kiemelni. Az egyik a *floaters* a másik pedig az *IOs Interest* Only) REMIC ügylet. Az első, az 1986-ban útjára indult alkategória neve a *változó kamatozás (floating rate)* elnevezésből ered és azt biztosította a változó kamatozású kötelezettségekkel[210] rendelkező pénzintézetek

[208] A conduit szó eredeti jelentése cső formájú közvetítő eszköz. A pénzügyi szférában a piacképes értékpapírokkal finanszírozott közvetítő társaság fedi le legjobban az elnevezés tartalmát.

[209] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 73. old

[210] Ekkoriban a pénzintézetek az Egyesült Államokban jellemzően LIBORhoz (London Interbank Offered Rate – londoni bankközi kamatláb), kötötték kötelezettségeik, azaz a forrásaik bázis kamatait. Azonban más bázisokat is használtak a pénzintézetek báziskamatlábként: így a forrásköltséget (cost of fund index), a különböző azonos lejáratú államkötvénymutatót

számára, hogy változó kamatozású eszközbe fektethessenek a *floating REMIC* segítségével. Azonban ahhoz, hogy egy jelzáloghitel portfolió egy ilyen osztályt vagy más néven ügyletrészsorozatot tudjon biztosítani a befektetői számára, szükséges ennek a floating REMIC komplementerének a *nem-floating REMIC* altípusnak a létrehozása is, ugyanabból az értékpapírosításra felhasznált jelzáloghitel portfolióból, hogy eképpen a maradék portfolió elemek értékpapírosítása is megtörténhessen.

Az *IO csak kamatozó, interest-only* elnevezés rövidítése, mely *csak kamatokat fizető REMIC ügyletrészsorozatot* jelöl. Ez utóbbi konstrukció emelkedő kamatok idején volt kedvező a befektetők számára, hiszen az emelkedő kamatok esetében a minél gyorsabb kamatfizetések így kisebb kamatveszteséget eredményeznek. A nagyobb összegű kifizetésre, a tőketörlesztésre ezen ügyletrészsorozat esetében nem kerül sor. Ahhoz, hogy a tőketörlesztések pénzáramai ne torlódjanak fel, a jelzáloghitelportfolión belül szükségessé vált *csak tőketörlesztést biztosító (principal only – PO) osztályok*, más néven ügyletrészsorozatok létrehozására az IO-k okozta pénzáram eltérítés kiegyensúlyozására. A fentiekből jól látható, hogy egyre szélesebb, ugyanakkor egyre speciálisabb igényeket kielégítő REMIC altípusok jöttek létre. A specializáció azonban a kereslet csökkenésével járt együtt, hiszen ilyen speciális igényeket egyre kevesebb pénzintézet vagy csak néhány hedge fund kívánt igénybe venni.[211] 1994-ben a FED kamatemelései és a fentiekben említett túlzottan egzotikussá váló és így a másodlagos piacon is alacsony likviditás mellett forgalmazható REMIC konstrukció összeomlását eredményezte.[212] Az összeomlás azért volt

(Constant Maturity Treasury - CMS) és nagy összegű forgalomképes letéti igazolások (certficate of deposit) hozamát is.

[211] Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapúr 2011 107. old.

[212] Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapúr 2011 108-109. old.

drámai, mert a befektetők hasonlóan a 2007-2009-es subprime válsághoz, nem mérték fel megfelelően az esetleges jelentős kamatemelések kockázatának valamint a likviditás szűkülésnek az együttes hatását. Így a *fix kamatozású (inverse floater) REMIC* árfolyama szinte felére, kamata közel nulla szintre csökkent. Jól látható, hogy a kockázatok, melyek az összeomlás előtt még a hozamok növelésével vonzóvá teszik az egyes REMIC altípusokat, azok egyoldalú, egy célt szolgáló struktúrája éppen válság idején, a teljes pénzügyi termék iránti keresletet drasztikusan visszavetheti. A hitelből vásárolt kockázatos eszközök kényszerlikvidálásai[213] pedig könnyen a szektor egészében egy Minsky pillanatot[214] idézhetnek elő. Ezért halasztott el a jogalkotó egy fontos lehetőséget, amikor nem vette észre ezt a kínálkozó lehetőséget a piac szigorúbb szabályozására, és így a subprime válság során megismétlődhetett a hasonló értékpapírosítási szabályozási hibákból eredő nagyobb nagyságrendet elérő pénzügyi válság.

---

[213] A kényszerlikvidálás az a folyamat, melynek során az ügyfél előzetesen engedélyt ad a pozíció zárására arra az esetre, ha a szükséges fedezetet nem tudja határidőre biztosítani, azért, hogy további veszteségek ne halmozódjanak fel a pozíció tartásával.

[214] A Minsky pillanatot *Paul McCulley* úgy határozta meg, mintegy olyan időpillanat, amikor az üzleti és hitelciklusban az eszközértékek hirtelen nagymértékű zuhanásba kezdenek. Ez azért történhet meg, mert ezt megelőző hosszú időszakban a befektetések értéknövekedése egyre növekvő mértékű - hitelből történő - spekulációhoz vezet. A fedezetként felajánlott eszközök árcsökkenése azonban a befektetőket csapdába ejti azzal, hogy a befektetett eszközök által generált cash-flow már nem elég a hitelszerződésből eredő tőke és kamatfizetési kötelezettségek teljesítésére. E folyamat hatására a hitelezők kénytelenek felmondani a hitelszerződéseket. A befektetők ezért a kevésbé kockázatos eszközeiket is piacra dobják, annak érdekében, hogy fizetni tudják az egy összegben esedékessé vált teljes tőketartozást. A piacon nagy mennyiségben felkínált eszközökre azonban ekkor nincs megfelelő vételi ajánlat, azaz kereslet, és ezért egy erőteljes piaci áresés kezd kialakulni - egészen a piactisztító árak kialakulásáig, mellyel párhuzamosan jelentősen csökken a piaci likviditás és megnő az igény a készpénz iránt.

Az állam által indukált és az 1929-33-as világválságot követően a három állami jelzálogintézet által támogatott és újraélesztett lakossági jelzálogpiac mellett a magántulajdonú pénzintézetek piaca is - éppen az állami minta alapján - jelentős fejlődésnek indult.

5.2. A modern kori értékpapírosítás története az Egyesült Államokban

Az 1970-es évek második felében a Salamon Brothers kötvénypiac részlegén új csoport jött Lewis Ranieri vezetésével. Ranieri, a modern értékpapírosítás atyjának nevezett kötvénykereskedő nagy mennyiségben kezdett 1977-től jelzáloghiteleket felvásárolni „átcsomagolni" és nemzetközi ügyfeleinek értékesíteni.[215] Ebben az évben még csak 15 szövetségi állam ismerte el legálisan működő befektetésként az értékpapírosítás során létrejött jelzálogfedezetű értékpapírokat. Azonban Ranieri aktív lobbitevékenységének eredményeképpen az összes szövetségi állam hamarosan lebontotta a jogi és adózási akadályokat a jelzáloghitelek értékpapírosítása előtt. A másik fontos jogi szabályozási változás már említett *1984 – es SMMEA (Secondary Mortgage Market Enhancement Act)*, mely nemcsak kitárta az ajtót a befektetők széles köre előtt, de lehetőséget nyújtott a magántulajdonú jelzáloghitelintézeti tevékenységet végző pénzügyi intézmények számára is az előzetes regisztrációra (shelf registration).[216] Ezzel a magántulajdonú háttérrel rendelkező jelzálogintézetek által indukált értékpapírosítással létrejött köt-

[215] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 72. old

[216] Az előzetes regiszráció a SEC Rule 415 szerinti szabályozás, mely alapján az Egyesült Államok értékpapír kibocsátóinak a tényleges nyilvános kibocsátást két évvel megelőzően lehetősége van a kibocsátási engedély megszerzésére a SEC-nél. Azonban a kibocsátás tényleges megvalósulásáig a negyedéves és éves jelentési kötelezettség követelményének a potenciális kibocsátónak már folyamatosan eleget kell tennie.

vénykibocsátások versenyhátránya megszűnt a három nagy állami jelzáloghitelintézettel szemben, mely utóbbiak számára a teljes regisztráció mentessége biztosított volt.[217] A *Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC)* 1987-es megjelenése[218] adózási szempontból egy további versenyhátrányt küszöbölt ki a magántulajdonú jelzálog értékpapírosítók számára.[219] Ez a hátrány a kötvény osztályokba sorolás során az az adófizetési kötelezettség volt, mely az equity típusú sorozatra vonatkozott, amely a kötvényosztályokba sorolás után maradék elven megmaradt, és a kötvény kibocsátó saját kockázatát (skin in the game) foglalta magába. Azonban a REMIC, mint harmadik személy jogalany ezt a maradékrészt is átvette, hiszen ez nem egy kötvénykibocsátás már, hanem ügyletrészsorozatokra (osztályokra) bontott értékpapírosítás volt e tekintetben is. A fentiek alapján pedig jól látható, hogy az egyre egzotikusabb REMIC altípusok, illetve azok komplementerei a maradék elven fennmaradó jelzáloghitelkövetelés pénzáramokat is könnyedén fel tudják szívni.[220]

A hitelminősítők szintén megtalálták a módját annak, hogy módszertani oldalról megerősítsék a *nem állami (non-agency)* vagy más néven *magántulajdonú (private label)* jelzáloghitelintézeti kibocsátások piacát. Az egyre inkább hátrébb sorolt (alárendelt) osztályok, illetve ügyletrészsorozatok esetében ugyanis részletes, szorzószámok szerint meghatározott módszertant dolgoztak ki a hitelminősítők a felmerülő lehetséges veszteségek semlegesítéséhez szükséges *hitelminőség feljavítás (credit enhancement)* tekintetében. Ez a módszertan tette azt is lehető-

[217] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 330. old.
[218] Az 1986-os adótörvény módosítás (Tax Reform Act of 1986)
[219] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 10. old.
[220] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 330. old.

vé, hogy a prime és az alatti Alt A minősítésnél[221] is gyengébb subprime jelzáloghitelkövetelések fedezetére kibocsátott értékpapír esetében is elérhetővé váljon a legmagasabb minőséget képviselő AAA minősítés. 1988-ban a *Moody's hitelminősítő társaság* vezetésével a hitelminősítők további kedvező lehetőséget biztosítottak az értékpapírosító pénzügyi intézmények számára a jövedelmezőbb piaci helyzet elérésében. Korábban ugyanis az alacsonyabb rendű és így hátrébb sorolt (junior) osztály az értékpapírosítónál kellett, hogy maradjon, annak nem befektetői kategóriába történő sorolása miatt. Azonban a Moody's ezt a gyengébb minőségű osztályt kétfelé osztotta egy mezzazine, B minősítésű kategóriára és egy junior kategóriára. Így az előbbi befektetői kategóriába történő minősítéshez nem volt szüksége hitelminőség javításra, csak a lejáratok szétválasztására. A mezzazine kategóriába 10 évnél rövidebb, gyors kifizetésű pénzáramokból álló jelzáloghitelkövetelések kerültek a továbbiakban. Az így fennmaradt csökkentett nagyságú új junior ügyletrészsorozat, pedig a leghosszabb lejáratú követeléseket tartalmazza. Ezzel az új minősítési módszertannal az értékpapírosított jelzálogkövetelések nagyobb része vált értékesíthetővé, ezzel növelve az értékpapírosítást kezdeményező jutalékbevéte-

[221] A prime és az Alt A minősítés alapja az Isaac FICO and Co által meghatározott lakossági adósminősítési rendszer, mely esetében az 500 és 800 közötti pontszámot elérő ügyfelek kaphattak prime minősítést. Az Alt A kategória a még 500 pont feletti, de gyengébb minőségű, és így azt sem az állami sem a magán jelzáloghitelintézetek már nem fogadták el, mint megfelelő minősítésű (conforming) hitelt. Mégpedig azok dokumentációs problémái miatt, mert például nem rendelkezett biztosítással, vagy a jelzálog fedezetéül szolgáló ingatlan tulajdonosa nem a volt hitel adósa volt, vagy túl magas volt a hitel/fedezet arány az adott jelzáloghitel tekintetében. A subprime minősítés pedig ennél gyengébb (B/C) minősítésű vagy hitelmúlt nélküli vagy gyengébb (500 pont alatti FICO érték) minősítésű adós jelzáloghitele volt. Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 336. old.

lét és csökkentve *saját kockázat vállalásának a mértékét (skin in the game).*[222]

A kereskedelmi célú ingatlanok értékpapírosítási gyökerei az 1980-as évek közepéig, az Egyesült Államok *takarékszövetkezeti válságáig (savings and loans crisis)* nyúlnak vissza. A takarékszövetkezetek a hosszú lejáratú lakossági jelzáloghitelekre alapozták üzleti modelljüket. E modell lényege a fix kamatozású hosszú lejáratú hitelek kihelyezése, melyet rövid lejáratú betétekből finanszíroztak a takarékszövetkezetek. A modell a viszonylag stabil és alacsony kamatszintek idején jól működött. Azonban a volatilis vagy emelkedő kamattrend esetében a modell csak a kamatkockázat lefedezésével[223] működhet profitábilisan. Erre azonban akkor még nem voltak felkészülve a takarékszövetkezetek az Egyesült Államokban. A két olajválság okozta sokk hatására megemelkedő termék és szolgáltatás árak az 1980-as évek elejére kétszámjegyű inflációt eredményeztek. Ennek hatására a pénzpiaci és a betéti kamatok is emelkedésnek indultak így a takarékszövetkezetek a korábban alacsony fix kamat mellett kihelyezett hiteleiken jelentős veszteségeket szenvedtek el. Ezért a takarékszövetkezetek a kereskedelmi célú, nagyobb méretű és így nagyobb nyereségpotenciál tömeggel kecsegtető ingatlanpiac felé nyitottak az üzleti tevékenységükben. Azonban ezzel az új piaci szegmensre koncentráló ügyleteikkel nemhogy a korábbi veszteségeiket nem sikerült ellensúlyozni, de olyan újabb súlyos veszteségeket szenvedtek el, amivel már kezelhetetlenné váltak a veszteségeik és a takarékszövetkezetek egy része tönkre is ment ennek következtében. A betétbiztosítási rendszer a betéteseket részben megvédte a veszteségektől, azonban a krízist túlélő takarékszövetkezetek és a felszámolásra került takarékszövetkezetek is jelentős veszteséget

[222] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 330. old.

[223] A kamatkockázat fedezésére a legismertebb megoldás a kamatfedezeti csereügylet, ahol a fix kamatozású ügylet pénzáramát cserélik át a változóéra vagy éppen fordítva.

felhalmozó jelzáloghitelportfolióval rendelkeztek immáron nemcsak magán ügyfelek lakóingatlanjaira bejegyzett fedezetekkel rendelkező jelzáloghiteleken, de a kereskedelmi célú ingatlanokon is. Ezt a jelentős jelzálogportfoliót kellett mobilizálni ahhoz, hogy a veszteségnövekedést megállítsák a takarékszövetkezeti szektorban, illetve a felszámolásokat lebonyolító szövetségi állam képviseletében eljáró társaság piacra dobhassa ezen hiteleket, a fedezetéül szolgáló ingatlanokkal együtt. A *Resolution Trust Corporation-t (RTC)* 1989-ben pontosan erre a célra hozták létre. A társaság a csődbe ment takarékszövetkezetek eszközeit vette át, hogy azokat - anélkül, hogy közvetlenül az ingatlanpiacra eladói nyomást kifejtene - értékesítse a befektetőknek. A megoldás kulcsa az értékpapírosítás technikája volt. Ezzel az RTC megteremtette a kereskedelmi célú jelzáloghitelek értékpapírosításának az alapjait, melyet a piaci szereplők fejlesztettek tovább.[224]

A három állami alapítású jelzáloghitelintézet szinte minden szabályozási feltétel alól mentességet kapott. A teljes adómentesség mellett nem kellett tőketartalékot sem képezniük a hiteleik és a kezességvállalásaik után, állami garanciával, illetve annak vélelmével rendelkeztek így a költségnövelő, *hitelminőség feljavító* intézkedésekre sem volt szükségük. A magántulajdonú, nem állami alapítású jelzáloghitelintézetek azonban ezekkel az előnyökkel nem rendelkeztek. E tény ellenére mégis a fenti kedvező jogszabályi változások mellett is adódott lehetőség a magántulajdonú jelzáloghitelintézetek esetében is az állam által nem támogatott jelzáloghitelek értékpapírosítására. A nem támogatott hitelek egy típusa ugyanis az óriás jelzáloghitel (jumbo mortgage) volt, mely fogalom a piac nagyobb összegű ügyleteinek elnevezésére szolgált. Azonban a nagyobb ügyletnagyság ellenére egészen 1995-ig nem sikerült a magán szektornak az

[224] Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 62. old.

állami jelzáloghitel intézetek értékpapírosításait túlszárnyalni. Történt mindez annak ellenére, hogy folyamatos volt a termékinnováció a magánszektorban is, és az értékpapírosítást támogatta a tőkekövetelményekre vonatkozó *Bázel I. szabályozás* is.[225] A termékinnovációk kiterjedtek a már említett REMIC altípusokra, valamint a fedezetként szolgáló követelések körének bővítésére is. Az innováció így kiterjedt a géplízing, és az autóhitel értékpapírosítások 1985-tól történő elindulására, a hitelkártya követelések 1987-től megvalósuló értékpapírosítására végül 1993-tól kezdődően a diákhitelek értékpapírosítására. Ezzel párhuzamosan a pénzügyi szektor az Egyesült Államokban az 1980-as évek folyamán kifejlesztette a jelzálogfedezetű kereskedelmi kötvény conduit konstrukciót is. Az innováció hatására a magántulajdonú pénzintézetek gondozásában megvalósuló értékpapírosítások globális szinten is kezdtek elterjedni.[226]

Mielőtt azonban a modern kori értékpapírosítás történelmi áttekintését is lezárná a szerző, egy fontos szabályozói környezeti tényezőt szükséges megvizsgálni, ez pedig a fentiekben említett *Bázel I. szabályozás* hatása az értékpapírosításra, és különösen a magánkézben lévő pénzintézetek esetében. Az új szabályozás 1988-ban került elfogadásra és 1992-ben került bevezetésre szerte a világon, így az Egyesült Államokban is. Az 1987-es fejlődő piaci válság tanulságait levonva és a hasonló válság megelőzését tűzte ki célul a bankok nemzetközi felügyeletét koordináló csúcsszervezet. A Bázel I. szabályozás 8 %-os tőkemegfelelési rátát írt elő a pénzintézetek számára (a korábban jellemzően elfogadott 7,25 %-os szintet megemelve)[227] és a tőke

[225] Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 62-63. old.

[226] Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 63. old.

[227] Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence Ofcapital Measurement And Capital Standards

50 %-a legalább alapvető tőkeelemnek (core capital vagy más néven tier 1) kellett ezen belül is lennie. Ez a tőkefedezet képzési kötelezettség 12,5-szeres tőkeáttételt feltételez. Azonban további eltérést tett lehetővé a lakossági jelzáloghitel esetében, ahol 50 %-kal csökkenti a 8 % -os tőkeképzési kötelezettséget.[228]Az állami készfizető kezességgel rendelkező lakossági jelzálogfedezetű kötvények esetében pedig az 50 %-nál is kedvezőbb 20 %-os azaz az 50 %-ra vetítve 1,6 %-os tőkeképzési kötelezettség volt az előírás.[229] Az értékpapírosítás során az egyes eltérő tőkekövetelmények lehetőséget nyújtottak arra, hogy a pénzintézetek a hitelkockázatok telepítése és a hitelminőség feljavítási eszközök alkalmazásával valamint a speciális célú jogalanyok bevonásával, mint például az *értékpapírosítás*[230] jelentősen alacsonyabb tőkeképzési követelményeknek tegyenek eleget.[231] Ez a szabályozási arbitrázs azért jöhetett létre, mert 1988. előtt mind a lakossági jelzáloghitelek mind a *mérlegen kívüli tételek (off balance sheet items)* esetében alacsony bedőlési múlt volt tapasztalható, így ezek esetében az értékpapírosítás adta ezen lehetőségek kihasználására a nemzetközi bankfelügyeleti szabályozás nem volt felkészülve.[232] A Bázel I. szabályozás

---

https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf 1988. július Bázel 28. old. (2019.04.02.)

[228] Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence Ofcapital Measurement And Capital Standards https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf 1988. július Bázel 12. old. (2019.04.02.)

[229] Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 64. old

[230] Lásd JONES David: *Emerging problems with Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues* Journal of Banking Finance 2000 24. szám 42. old.

[231] Lásd JONES David: *Emerging problems with Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues* Journal of Banking Finance 2000 24. szám 40-41. old.

[232] Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement And Capital Standards

az 1980-as évek latin-amerikai adósságválságára adott elsődleges válasz volt. A szabályozó szervezet maga is elismeri, hogy az országkockázatot mint a hitelkockázat egyik, de nem kizárólagos aspektusát helyezte a szabályozás fókuszába.[233]

A pénzintézetek tőkekövetelményeire vonatkozó felügyeleti szabályok változása azért is releváns, mert azok bevezetése előtt a pénzügyi szektor a forrásgyűjtésre, elsősorban betétek bevonására koncentrált a versenytársakkal vívott küzdelemben.[234] Ezt követően az új szabályozás a pénzügyi szolgáltatóknál az eszközeik kockázatainak kezelésére helyezte a hangsúlyt. Azonban az eltérő eszközosztályok jelentősen eltérő tőkekövetelményei és azok esetenként bináris (0 vagy 100 % tőkeképzési kötelezettségei) kimenetei a könyvvizsgálók részéről egy torzított ösztönző rendszert[235] eredményezett. Tette ezt azáltal, hogy az eszközkockázatok valós kezelése helyett, azok azonos kockázati szint melletti alacsonyabb tőketartalékképzését helyezte a figyelem középpontjába. Ebben a hagyományos értékpapírosítás mind a visszterhesség nélküli kockázat átadással, mind pedig az SPE bevonásával a pénzügyi rendszer kockázatait növelte ahelyett, hogy csökkentette volna azokat a jogalkotó szándékának megfelelően. Történt mindez úgy, hogy a jogalkotó hosszú évekig nem is vett tudomást ezen *szabályozási arbitrázs* alkalmazásának kiterjedt mértékéről. Azonban az értékpapírosítás nemzetközi - és különösen az egyesült államokbeli - fellendüléséhez ez a lehetőség jelentős mértékben hozzájárult.

---

https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf 1988. július Bázel 12. old. (2019.04.02.)

[233] Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement And Capital Standards https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf 1988. július Bázel 9. old. (2019.04.02.)

[234] Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 64. old

[235] Lásd JONES David: *Emerging problems with Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues* Journal of Banking Finance 2000 24. szám 45. old.

A korai és modern kori értékpapírosítások története a fentiek alapján számos tanulsággal szolgál. A louisana-i C.A.P. L. modell kettős tanulsága az, hogy előrevetítette az állam szerepvállalásainak a kockázatait, valamint a nem megfelelő pénzügyi tudással rendelkező befektetők tömeges megjelenésével jelentkező lehetséges problémákat. Hasonlóan a szuverén államadósság értékpapírosítása az angol és francia korai példái esetében már az Egyesült Államok hibrid jelzálogintézeteinek működése során felmerülő problémák egy részét is jól előre jelezték. Azzal, hogy az állam a piaci folyamatokba piaci szereplőként beavatkozik szükségszerű a beavatkozás lehatárolása, hogy ne keltse az állam a korlátlan piaci kereslet látszatát vagy a piaci szereplők egy része vagy többsége ne kizárólag a piac megmentőjeként tekintsen (tévesen) az államra. A befektetői kockázatvállalás mindkét esetben jól láthatóan túlzott volt, és már ekkoriban is eszközbuborék kialakulását majd a későbbeikben a piac összeomlását eredményezte.

A dán illetve német fedezett kötvény éppen ellenkezőleg egy nagyon jól működő jogintézmény példáját adja a történelmi kitekintés során. A fedezett kötvény esetében a pénzintézet mérlegében elkülönített eszközökkel két fontos kockázati tényező együttes kezelésére kerülhet sor. A pénzintézet kockázatközössége fennmarad a befektetőkkel a teljes értékpapír futamidő alatt, valamint a pénzintézet az értékpapírosítás után is ellátja a hiteladminisztrációs feladatokat, így az esetleges követelések átstruktúrálását is szakszerűen el tudja végezni. A kockázatközösség miatt a fedezett kötvény jobb minőségű és alacsonyabb kockázatú értékpapír, mint a hasonló, de ezekkel a jellemzőkkel nem rendelkező értékpapírosítási konstrukciók. A befektetők kockázata a futamidő során így tartósan alacsonyabb marad a szakszerű hiteladminisztráció megvalósulásával. A fedezett kötvény azonban nem tekinthető értékpapírosításnak a modern kori értelemben, mert sem a hitelkockázatok átadását, sem ügyletsorozatok kialakítását nem teszi lehetővé. Ez utóbbi két jellemző

azonban éppen a modern kori értékpapírosítás elengedhetetlen összetevője.

A továbbiakban a szerző napjainkig tartó történeti áttekintést ad az egyes jelentős államok illetve államalakulatok értékpapírosítási szabályozásáról.

6. Az értékpapírosítás gazdasági előnyei és a hátrányai

6.1. Az értékpapírosítás gazdasági előnyei

6.1.1. Az értékpapírosítás mikroszintű előnyei a kínálati oldalon

Az értékpapírosítás előnyei az egyes szereplők tekintetében meglehetősen szerteágazóak. A kínálati oldal szereplői az értékpapírosítás esetében azok a gazdasági aktorok, akik az értékpapírosítás megvalósulásában az értékpapírosítás kibocsátás időpontjáig bezárólag aktív szerepet töltenek be. Így az érintett személyi kör része az eredeti követelések jogosultjai, az értékpapírosítást kezdeményezők, a szponzorok és az értékpapírosítási folyamatban résztvevő befektetési szolgáltatók. A pénzintézetek és nem pénzügyi szolgáltatók, mint az eredeti követelések jogosultjai a követeléseik eladásával jelentős tőkét tudnak felszabadítani további követelések létrehozására, azaz a hitelezési tevékenységük bővítését az értékpapírosítási technika alkalmazásával alapvető módon tudják segíteni. Ezzel az értékpapírosítás folyamata jelentősen javíthatja az eredeti követelések jogosultjának a pozícióját, nemcsak hitelezési források felszabadításával, hanem a kockázatok kezelése területén is. A pénzintézetek esetében tovább javítható az *eszköz-forrás megfelelőség* is az értékpapírosítási technika bevonásával, azzal ugyanis, hogy a rosszul fizető vagy nemfizető hitelektől is meg lehet ezen a módon szabadulni, jelentős céltartalék szabadulhat fel. Így a felszabadult tőke további hitel kihelyezés lehetőségét biztosítja a pénzintézet számára.

Az értékpapírosítási tranzakció létrehozója, azaz *az értékpapírosítást kezdeményező,* - a befektetési bankok, illetve befektetési szolgáltatók köre - többletdíjbevételre tehet szert a *KCGE* létrehozását követően az értékpapírosított követelések eladásával, az értékpapír kibocsátásával és a kibocsátott értékpapírok

értékesítésével. Az értékpapírosítás során a követelések megszerzésének összes költsége és az értékpapírosított formában történő átalakítás során elért értékesítési bevétele közötti különbség az *értékpapírosítási felár*, melyre az értékpapírosítást kezdeményező, mint haszonra tehet szert.[236]

A *szponzor*, - mely szintén egy részben újabb intézményi befektetői kört az alapkezelőket és letétkezelőket is magában foglalhatja - a másodlagos piacon a - már említett módon árjegyzőként – az értékpapírosított követelések vételi és eladási árfolyamának a különbségét realizálja többletbevételként.

A fenti tőkepiaci szereplők az értékpapírosítás kínálati oldalának elsődleges résztvevői. A *mikroszintű megközelítés* mellett azonban, éppen a 2007-2009-es világválság tanulságaként szükséges a makroszintű megközelítés is.

E szerint a megközelítés szerint az adott nemzetgazdaság és nagyobb gazdasági szuprarégió számára a gazdasági növekedés további motorja lehet az értékpapírosítással felszabaduló tőke, illetve az átlagos 8 %-os tartalékképzést meghaladó mértékű, akár egy gazdasági cikluson belül többször is megvalósuló hitelkihelyezések többlete, ahhoz viszonyítva, mintha nem lenne lehetőség értékpapírosításra az adott gazdasági makroegységben.

A kínálati oldalon még a *roncsautó elmélet* és *kontraszelekció* megvalósulásának kérdéskörével szükséges foglalkozni.[237] Az eredeti követelések jogosulti oldalán álló pénzintézetek számára a hitelezés során az ügyfeleik egy része nemfizetővé válik,

---

[236] Az értékpapírosítási felár „az értékpapírosított kitettségek pénzügyi terheinek beszedéséből befolyó összeg és az értékpapírosított kitettségekkel kapcsolatos egyéb díjbevétel, a költségek és ráfordítások levonása után" létrejött pozitív egyenleg lásd Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról 242. cikk 1. pont

[237] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 21. old.

akár saját hibájából akár önhibáján kívül. Az így létrejött nemteljesítő hitelek alapján a nemfizetés időtartamának növekedésével egyre nagyobb összegű céltartalékot kell a hitelintézetnek képeznie. Azért, hogy a hitelintézetek ezt a profitcsökkentő, illetve nagyobb tőkelekötést eredményező hatást elkerüljék, megpróbálják kiszűrni az egyes hitelkérelmek közül a nagyobb valószínűséggel nemfizetővé váló ügyfelekét azokat, akik finanszírozása már aránytalanul nagy kockázattal járna. Sőt a már kihelyezett hitelek esetén is ellenőrzik - *hitelmonitoring* során - a nemfizetés kockázatának a növekedését, és ha szükséges, beavatkoznak a hitelképesség megőrzése érdekében, például a meglévő hitel olyan átalakításával, mely kisebb terhet jelent rövid távon az ügyfél számára. Egy recessziós időszakban azonban szükségszerűen megnő a nemfizető ügyfelek aránya, ezért az értékpapírosítással lehetőség nyílik arra, hogy ezen ügyfelekkel szemben fennálló követelések is átadásra kerüljenek a befektetők számára, alacsonyabb áron és magasabb kockázat mellett az alacsonyabb minősítésű, vagy a hitelminőség feljavítással - akár kiváló minősítésű ügyletrészsorozatok részeként.

Ezzel a pénzintézet nemcsak a jó minőségű, hanem a banki átlagnál nagyobb mennyiségű rossz hiteleit is át tudja adni a kockázatkedvelő befektetők számára.[238] Ez a lehetőség a fentiekből következően a legnagyobb nemfizető adósállományt felhalmozó hitelintézet számára jelenti a legnagyobb előnyt. Ez már előrevetíti a roncsautó problémát, azaz a rosszabbul működő, nagyobb nemfizető követelést felhalmozó pénzintézetek kedvezőbb helyzetbe kerülhetnek, mint a prudens hitelezést megvalósító versenytársaik.

A *kontraszelekció* az értékpapírosított követelések esetében úgy valósulhat meg, hogy a fedezetül szolgáló követelésportfolióban a piaci átlagot jelentősen meghaladó nemfizető vagy potenciálisan nemfizető adósok, illetve követelések aránya alakul-

[238] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 21. old.

hat ki. Egy transzparens értékpapírosítási piac működésével a *kontraszelekció* azonban jelentősen csökkenthető. A jól működő értékpapírosítási piac ugyanis a banki átlag feletti nemfizető adóssal rendelkező pénzintézetek követeléseit csak rosszabb minősítéssel vagy nagyobb mértékű hitelminőség feljavítással és rosszabb áron fogadja el, ezzel ösztönözve a hitelező pénzintézetet a prudens(ebb) hitelezési politika kialakítására és fenntartására. Ezzel a *kontraszelektív hitelezési politikát* folytató pénzintézet számára már rövid távon sem vonzó a nem megfelelően prudens hitelezés fenntartása, így az értékpapírosítás árazása ösztönzi a jó minőségű hitelek folyósítását.

Az Egyesült Államok és az Európai Unió hatályos szabályozása (ahogy azt a szerző a későbbiekben tárgyalja) a 2007-2009 es subprime válságot követően, - felismerve annak fontosságát - közvetlenül is elvárásokat fogalmazott meg a követelések eredeti jogosultjai tekintetében a múltbéli követelés portfolió, illetve a fennálló értékpapírosítások minőségére vonatkozó adatok nyilvánosságra hozatalát és a befektetők folyamatos tájékoztatást. (Az Európai Unió ezt a kereskedési adattárak felé történő strukturált adatszolgáltatás formájában írja elő).[239]

Az értékpapírosítás másik jelentős érintett személyi köre a nem-pénzintézeti vállalkozások köre. E személyi kör számára az értékpapírosítás előnye, hogy a követelések mobilizációjával és egy likvidebb piac létrejöttével a követelések értékesítésének a költsége is csökkenthető.[240] Ugyanis egy kevésbé likvid piacon a vételi és eladási árfolyamok különbsége mindig nagyobb, mint egy likvidebb piacon. Másrészt a likvidebb piac több tőkét, így nagyobb keresletet képes vonzani, mint a kevésbé likvid, a keresleti oldal növekedése pedig az árakra - jelen esetben a követelés portfoliók értékpapírosított áraira is - pozitív hatással van,

[239] Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról

[240] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 10. old.

ami önmagában is további értékpapírosításra ösztönzi a követelésportfoliók tulajdonosait. A nem-pénzintézeti vállalkozások számára a követelések értékpapírosítása akár egy első lépcső is lehet a tőkepiaci finanszírozás irányába, hiszen ekkor a még minősítés nélküli társaság egy magas minősítésű értékpapírcsomagot helyezhet el a piacon a hitelminőség javítás alkalmazásával. Amennyiben pedig alacsonyabb a társaság hitelminősítése, az értékpapírosítás során, a hitelminőség feljavításával egy magasabb minősítést elérve olcsóbb forráshoz juthat, mint annak alkalmazása nélkül. Ezzel a vállalkozás további két szempontból előnyösebb helyzetbe kerülhet, egyrészt a finanszírozási forrásainak a körét bővítheti egy újabb formával, másrészt - éppen ezért - a hitelezési tevékenység finanszírozása egy diverzifikáltabb formát ölt. [241]

Amennyiben az értékpapírosítást elvont értelemben vizsgáljuk, azaz abban a formában kerül a vizsgálat tárgyává, hogy az eredeti követelés tulajdonosa átruházza tulajdonjogát és mint a követelés kezelői jogát, mint a hitel adminisztrátora birtokolja a továbbiakban ezzel Indira Gandhi kapitalizmus képe sejlik fel, mely szerint a kapitalista már nem az erőforrások tulajdonlását, hanem azok vagyonkezelését végzi.[242] Arra a kérdésre, hogy vajon mivel magyarázható ez a tendencia? A válasz egyértelmű: tőkearányosan így érhető el a legnagyobb haszon, így valósulhat meg a legmagasabb szinten a profitmaximalizálás.

[241] Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old

[242] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 27. old.

6.1.2. Az értékpapírosítás mikroszintű előnyei a keresleti oldalon

A keresleti oldal szereplői jellemzően az intézményi befektetők, akik portfoliójukba illesztik az értékpapírosítás során létrejött forgalomképes értékpapírokat.

A keresleti oldalról tekintve az értékpapírosítás legfontosabb előnye az *ügyletrészsorozatok kialakítása* és *hitelminőség feljavítás* eszközeivel történő kockázat újraelosztás lehetősége. Az ügyletrészsorozatok kialakítása során ugyanis az egyes portfolióelemek, illetve azok pénzáramai a befektetők számára a kockázati szintek szinte teljes skáláját biztosítani tudják. A valóban legjobb, AAA minősítési ügyletrészsorozattól kezdve a maradék elven létrejött az értékpapírosító számára a nemfizetés kockázatát időrendi sorrendben elsőként lekövető equity típusú[243] ügyletrészsorozatig. A befektetők így a portfolió elv alkalmazásával, széles körből választhatnak a kezelési szabályzatuk[244] által meghatározott eszközosztály limitek adta korlátoknak megfelelően vagy egy fedezeti alap[245] esetében, akár szinte bármilyen korlát nélkül, csak a létesítő okirat által meghatározott szabályok szerint. Az intézményi befektetők számára tehát az értékpapírosítás biztosíthatja kockázatosabb befektetések elérhetőségét, és rajtuk keresztül a lakossági ügyfelek számára is a kisebb összegű megtakarításokkal is jelzáloghitelpiaci vagy egyéb

[243] Az equity típus itt az a követelésállomány csomag, mely egyébként az értékpapírosítást kezdeményezőnél maradna, hogy a teljes portfolió jó minőségében érdekelt legyen. (lásd skin in the game)

[244] A befektetési alapok kezelési szabályzata szigorú limiteket határoz meg az egy vagyoneszköz osztály és egy kibocsátó felé fennálló kitettség esetében.

[245] A fedezeti alapok esetében mivel az alternatív befektetési alapok közé tartoznak, lehetőségük van több éves visszaváltási moratóriumot is meghatározni és teljes diszkrecionális befektetési politikát folytatni, mely tényezők alapján az alap kezelője szinte teljes szabad kezet kap a befektetési politika kialakítása és megvalósítása terén. Ráadásul a passzív tulajdonosi jogok gyakorlása csak a lábbal való szavazást azaz a visszaváltást teszi lehetővé, de a vagyonkezelő visszahívását már nem.

jól kiszámítható pénzáramokkal rendelkező követeléspiachoz való hozzáférést is.[246]

A hitelminőség feljavítás két fontos előnyét is érdemes kiemelni. A befektetők esetében az egyik az új jobb minőségű eszközökhöz való hozzáférés lehetősége, ami az értékpapírosítás, illetve azon belül a hitelminőség feljavítás nélkül nem valósulhatott volna meg. A másik fontos előny, hogy a feljavítás egyfajta biztonsági hálóként tud - a szélsőségesen negatív helyzetek kivételével – működni. A leminősítések kockázata is kisebb, hiszen erre csak a mögöttes portfolió teljes iparágának a megítélésének a jelentős romlása és a hitelminőség javítást nyújtó társaság csődje, illetve pénzügyi helyzetének jelentős romlása esetén kerül sor.[247]

Az értékpapírosítás legfontosabb előnye kétségkívül az, hogy a gazdaság számára olyan többletfinanszírozást nyújt, amely a pénzintézetek hitelezési lehetőségeit érdemben bővíti. Ennek feltétele a megfelelően prudens jogalkotás és jogalkalmazás, és az ezt támogató szabályozói környezet. Így a gazdasági növekedés egyik fontos motorja lehet nemcsak a fogyasztói és a vállalati hitelezés, de még az export tevékenységek ösztönzése és az innováció területén is. Ez utóbbiak esetében az értékpapírosítás az exportbevételekre vonatkozó követelés portfoliók fedezetével történik, míg az innováció esetében a védett szellemi tulajdonból befolyó jövőbeli jogdíjak értékpapírosításával valósulhat meg a kutatás fejlesztés ösztönzése. A kutatás fejlesztés ösztönzése esetében a saját jövőbeli források megelőlegezése biztosíthat a jelenben újabb finanszírozási lehetőséget az innovatív kutatások számára.

---

[246]Lásd NÁDASDY Bence: *Értékpapírosítás: miért értékpapírosítanak a bankok?* Hitelintézeti Szemle 3. évf. 2. szám 2004 34-36. old.

[247] Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old.

6.1.3. Az értékpapírosítás makroszintű előnyei

Az értékpapírosítás makroszintű előnye a fentiekben említett gazdaságösztönző hatások mellett az is, hogy a válság esetén egy olyan válságkezelő eszköz piacát erősíti meg vagy hozza létre, mely éppen a pénzintézetek hitelezési aktivitásának csökkenésekor biztosít további makroszintű válságenyhítési, beavatkozási lehetőséget a monetáris hatóság számára. Az MNB a vállalati kötvénypiac likviditásának növelésére tett intézkedései a 2019. március 27-én bejelentett és 2019. július elsejével induló *Növekedési Kötvényprogram (NKP)* is ezt a célt szolgálja Magyarországon, külön is nevesítve az értékpapírosítást és annak ilyen jellegű pozitív hatását.[248] Történt mindez ahhoz hasonlóan, mint amikor a FED,[249] jegybanki végső menedék hitelező[250] szerepében azért tudott számos szegmensben - a likviditás összeomlásának a megelőzésének a céljával - 2008-ban vevőként fellépni, mert a pénzpiaci alapok, az eszközfedezetű kereskedelmi kötvények esetében is megfelelően likvid piac alakult ki a 2000-es években az Egyesült Államok pénz- és tőkepiacain. A 2001-2002-es minirecesszió idején az Egyesült Államokban

[248] Lásd Magyar Nemzeti Bank: *A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői* 2019 24. old. https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2019-evi-sajtokozlemenyek/a-novekedesi-kotvenyprogram-elinditasanak-jegybanki-szempontjai-es-a-konstrukcio-fobb-jellemzoi (2019. 04.03.)

[249] Federal Reserve System(FED) az Egyesült Államok jegybankja. A Federal Reserve Act hozta létre 1913. december 23-án, az 1873-as, 1884-es, 1890-es az 1893-as, az 1896-os és az 1907-es sorozatos bankpánikokat követően. Működése során hármas célnak kell megfelelnie. A jogszabályok az árstabilitást, alacsony hosszú távú kamatszint fenntartását és a teljes foglalkoztatottság elérését jelölték ki az Egyesült Államok jegybankjának legfontosabb feladataiként.

[250] A végső menedék hitelező (Lender of Last Resort – LOLR) szerep azt a jegybanki feladatot foglalja magában, hogy a monetáris hatóság dönthet arról, hogy az átmeneti likviditási válságba került pénzintézet számára a bankpánik időszakában korlátlan likviditást nyújt-e és ha igen milyen feltételekkel (kamat, fedezet).

éppen a hitelkártyakövetelések növekvő volumene növelte a fogyasztást, mellyel a gazdasági visszaesés időtartama és mélysége is csökkenthetővé vált.[251] Hasonló szerepet töltött be 2002-es évben az autóhitelek növekvő értékpapírosítása, mely folyamatban az értékpapírosítás az autóértékesítések növelésével támogatta a válságból való gyors kilábalást.[252] Kína esetében is megfigyelhető volt egy hasonló mechanizmus a 2007-2009-es világválság idején, az egyre növekvő volumenű értékpapírosítással, egy anticiklikus gazdaságpolitikával tudta elérni a válság széles körű negatív hatásainak az enyhítését. Ennek az eszköznek segítségével - és több más anticiklikus gazdaságpolitikai eszköz együttes alkalmazásával - gyakorlatilag a kínai gazdaságot elkerülte a 2007-209-es világgazdasági válság.[253]

Nemzetgazdasági szinten további két előnyt érdemes kiemelni. Az egyik előny, hogy az állami projektek finanszírozásának a köre az értékpapírosítással is bővíthető, a másik előny pedig az, hogy az állami beavatkozással a lakáspiac esetében is hasonló bővülés érthető el.[254] Míg az előbbi esetében az állammal szemben fennálló követelések értékpapírosításával az állam juthat forráshoz, a lakáspiacon történő megjelenéskor pedig egy elkülönített állami alap pénzösszegének az értékpapírosítás keretében történő többszöri felhasználásával érhető el többlet eredmény. Ezáltal ugyanis több jelzáloghitel helyezhető ki ugyanakkora központi forrásból, ezzel biztosítva a jelzáloghitelezés ol-

[251] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 28. old.
[252] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 28. old.
[253] A 2008 február 4-én kínai bankfelügyelet felhívása (Notice of China Banking Regulatory Commission on Further Improving the Management of Credit Assets Securitization Business) Lásd FUCHITA Yasuyuki, HERRING Richard J., LITAN Robert E. - *Prudent Lending Restored_ Securitization After the Mortgage Meltdown* Brookings Institution Press 2009 300. old.
[254] Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old

csóbb, állami forrását. Az állami alap, illetve a forrás felhasználása során biztosított állami kezesség pedig önmagában is olcsóbb forrás szerzését biztosítja, ahhoz képest mintha azokat a forrásokat nem állami piaci szereplők saját minősítésük alapján vennék igénybe a tőkepiacról.[255]

6.2 Az értékpapírosítás kockázatai mikro- és makroszinten

Az értékpapírosítás esetében annak összetett jellege és a folyamatban résztvevő számos gazdasági szereplő együttműködése jelentős kockázatot is hordoz magában. E potenciális kockázatokat az egyes mikroszintű szereplők szintjén, valamint makrogazdasági szinten is szükséges pontosan meghatározni, hogy a jogalkalmazó tőkepiaci felügyeletet ellátó intézmények megfelelőképpen fel tudjanak készülni egy válsághelyzet kezelésére. A társadalmi szinten elvárható reális cél az értékpapírosításból származó kockázatok olyan szintű kezelése, mely az értékpapírosításból eredő válság kialakulását megelőzi vagy legalábbis annak mértékét jelentősen tompítja. E kockázat különösen azért hangsúlyos, mert az értékpapírosítás egy árnyékbanki tevékenység is, és maga az árnyékbanki tevékenységek felfedezésének újdonsága (alig több mint 10 éves múlt) a jogalkotók számára önmagában is jelentős kihívást jelent.[256] Ezért az értékpapírosí-

[255] Lásd LÁSZLÓ, Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old

[256] Hasonlóan jelentős kihívás a jogalkotó számára az új intelligens energetikai rendszerek valamint a blokklánc technológia szabályozása lásd SZUCHY, Róbert: A Blockchain technológia alkalmazása a kötelmi jogban In: Csitei, Béla - Dr. Certicky, Mário (szerk.) Az önvezető járművek és a kontraktuális felelősség. Jogértelmezési nehézségek a személyszállítási szolgáltatási és a bérleti szerződések körében Miskolc, Magyarország: Magánjogot Oktatók Egyesülete, (2020) 75-83. és SZUCHY, Róbert: *Az új technológiák hatása az energiajogra* In: Homicskó, Árpád (szerk.) Technológiai kihívások az egyes jogterületeken Budapest, Magyarország : Károli Gáspár Református Egyetem Állam- és Jogtudományi Kar, (2018) 203-216. old.

tás árnyékbanki jellegét és az árnyékbanki működés specialitásait egy külön fejezetben elemzi a későbbiekben a szerző.

Az értékpapírosítás folyamata összetett, számos szereplővel, akik közötti munkamegosztás pontos definiálása és így az egyes felelősségi területek egyértelmű elhatárolása különösen fontos, nemcsak a munkamegosztás, de a kockázatok megfelelő felmérése és folyamatos kezelése során. E mikroszintű, azaz a résztvevő gazdasági szereplők szintjén jelentkező kockázat éppen - a szerző véleménye szerint – a modern kori értékpapírosítás *fintech jellegének*[257] köszönhető. Az értékpapírosítás során ugyanis az egyes pénzintézeti funkciók kiszervezésére, külső szereplők által történő megvalósítására kerül sor. Az erre specializálódó pénzügyi szolgáltatók hatékonyabb forráselosztást tesznek lehetővé, ugyanakkor a feladat komplexitása miatt a megfelelő kockázatkezelés hiányában a félresiklott értékpapírosítás akár egy pénzügyi válság kialakulását is elősegítheti. Különösen igaz ez a hipotézis abban az esetben, amikor sem a jogalkotó sem a jogalkalmazó nem készült fel a megfelelő tőkepiaci jó gyakorlatok és a szokásjog hiányában a hatékony jog alkalmazására.[258] Ennek a megfelelő jogi szabályozásnak a hiányában, (melyet csak részben magyarázhat az értékpapírosítás árnyékbanki jellege) tölthetett be meghatározó szerepet a jelzálogügyletek és azon belül is a subprime ügyletek értékpapírosítása az Egyesült Államokban a 2000-es évek elején. E szerepkör téves belső ösztönzési rendszerét és a hatékony jogi szabályozás hiá-

[257] Fintech a pénzügyi technológia azon új része, amelyik a XXI. század elején jelent meg. Eredetileg a lakossági és kereskedelem finanszírozással foglalkozó pénzügyi vállalkozások háttér részlegeiben alkalmazott eljárásokra utalt. A 2000-es évek első évtizedétől kezdve a gyűjtőfogalom a pénzügyi szektorban alkalmazott technológiák olyan széles körére kiterjedt, mint a pénzügyi tudatosság és oktatás, vagy a kereskedelmi és befektetési banki tevékenységei, sőt még a kriptovaluták által alkalmazott eljárások is.

[258] Lásd VISEGRÁDY, Antal: *A jog hatékonyságának problémái* Magyar Jog 1995 1. szám 6-16. old. és VISEGRÁDY Antal: *A jog hatékonyságának normatív alapjai* In: Kondorosi, Ferenc; Visegrády, Antal - A jog kultúrája és etikája 2014, 184-188. old.

nyát jól jellemzi a 2007-2009-es subprime válság mélysége és időbeli lefutása.

Az *értékpapírosítás* a 2007-2009-es gazdasági világválságban betöltött negatív szerepére vonatkozóan az Egyesült Államok a pénzügyi válságot vizsgáló bizottságához hasonló következtetésre jutott a Duke University professzora, *Steven L. Schwarcz jogászprofesszor*[259] is, aki az értékpapírosítás, a subprime válságot megelőző években az Egyesült Államokban bekövetkezett torzulásait öt pontban foglalta össze.[260]

Az első meghatározó probléma Schwarcz szerint[261] az *értékpapírosítás* során a *jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használatából* eredt.[262] E problémakör lényege abban foglalható össze, hogy a befektetők a jelzáloghitelek kockázatait nem megfelelő módon mérlegelték. Ugyanis a nem megfelelő körültekintéssel kiválasztott értékpapír fedezetek – különösen a jelzáloghitelek esetében – a szükséges likviditás hiányában már nem biztosítanak azonnal értékesíthető fedezeteket - jelentős veszteségek realizálásának lehetősége nélkül. A likviditás csökkenése és az árak esése ezért szükségszerűen vezethet pánik kialakulásához, mely a piaci árak összeomlását eredményezheti, ahogy az történt 2008 és 2009 folyamán. A folyamatot egyéb-

[259] Schwarcz, Steven L. 1974-ben szerzett jogi diplomát a Duke University-n. Azóta folyamatosan a Duke University-n tanít, 1996 ás 2004 között a jogi kar professzora. 2004-től az üzleti jog Stanley A. Star professzora, szintén a Duke University-n. Fő kutatási területei: a strukturált ügyletek, az értékpapírosítás, a tőkepiaci jog és a tőkepiacok szabályozása. Alapítója és első igazgatója a Duke University Global Capital Markets Center-nek. 1974-től 1989-ig a Shearman & Sterling munkatársa majd partnere a nemzetközi és vállalatfinanszírozás, valamint az értékpapírosítás és reorganizáció területén. 1989-től a Kaye, Scholer, Fierman, Hays& Handler, New York partnere 1996-ig majd speciális tanácsadója 2007-ig a Structured Finance Practice Group-ban.

[260] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds,* 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.

[261] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds,* 39 J. Corp L. 129 2013 133-134. old.

[262] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019 március, XIX. évf. 2. szám 1-11. old.

ként a fentiekben ismertetett *Minsky pillanatként* leírt mechanizmus kiterjesztőleg kezeli bármely eszközbuborékkal érintett eszközosztály esetében. A problémafelvetés azonban elvezet a megfelelő portfoliókezelés és a *makrogazdasági perspektívában történő értékpapírosítás szabályozásának szükségességéhez*. Jelen esetben a portfoliókezelés szakszerűsége arra utal, hogy a jelzáloghitelek megfelelő minősége és árazása mellett szükséges a nagyobb követelés portfoliók részeként kezelni, megosztva az értékpapírok kockázatát a makrogazdaság szektorai között.

A második torzulás az a *téves értékpapírosítási modell*,[263] melynek az a célja, hogy a követelések létrehozására, azok tovább értékesítése céljából kerüljön elsősorban sor (*originate to distribute model*).[264,265] A modern kori értékpapírosítás előtti, hagyományos hitelezési modell (*originate to hold model)* az értékpapírosítás hiányában a hitelezőt az adóssal szemben felelős magatartásra készteti - a szerződés megkötése előtti időszaktól egészen annak lezárásáig és viszont. A tovább-értékesítési céllal kihelyezett hitelek esetében a reális (fizetőképes) hiteligényeket meghaladó mértékben generált hitelszerződések esetében az erkölcsi kockázat[266] mind a hitelező mind az adós részéről

[263] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds,* 39 J. Corp L. 129 2013 134-136. old.

[264] Az originate to distribute modellben a követelések létrehozásának célja az értékpapírosításhoz szükséges követelések generálása, azonban a cél miatt a hitelkockázatok várható átadásával a hitelek minősége az egyre szűkebb jól fizető adós miatt jelentősen csökken. Így alakulhatott ki egy önálló a jól fizető adósoknál (prime) gyengébb hitelképességgel rendelkező kötelezetti szegmens a subprime adósok köre.

[265] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019 március, XIX. évf. 2. szám. 1-11. old.

[266] Az erkölcsi kockázat (moral hazard) az a kockázat, mely úgy valósulhat meg, hogy ha a szerződő felek a szerződést rosszhiszeműen kötötték meg vagy a szerződéshez szükséges információk közül nem megfelelő vagy félrevezető információval látták el a másik felet és a szerződés aláírását követően a szerződésben rögzített kötelezettségek tartalmától szándékosan a másik fél kárára eltérnek, azaz nem teljesítik a tőke és kamatfizetési kötelezettségüket vagy elvonják a fedezet(ek)et. Az erkölcsi kockázat leggyakrabban a hitel-

fennállhat. Ha ugyanis a hitelező nem vizsgálja megfelelő alapossággal az adósok hitelképességét, úgy a hitelező részéről valósul meg az erkölcsi kockázat. Az adósok kihasználva a „laza" (túlzottan nagy kockázatot vállaló) hitelezési gyakorlatot, nem létező személyek nevében vagy nem megfelelő ingatlanfedezetre és a hiteltörlesztéshez szükséges pénzáramok hiányában is vehetnek fel hiteleket. Azonban ebben az esetben fontos hangsúlyozni a torzulás jellegét azzal, hogy az értékpapírosítás meghatározó hányadában a követelést biztosító szerződés már az értékesítés szándékával kerül megkötésre, így a szabályozás akkor éri el a célját, ha megfelelő módon képes az erkölcsi kockázatok csökkentésére elsősorban a hitelezői oldalon. A szigorúbb, prudensebb hitelezés az adósi oldalon is a csalások alacsonyabb szintjét eredményezheti már önmagában is, hiszen a következetesebb hitelképességvizsgálat a csalás kockázatának növelésével csökkenti a csalások vonzerejét, így az ilyen típusú visszaélések előfordulási arányát is. Érdemes megjegyezni, hogy a csalások számának jelentős növekedése önmagában is utal a túlzott mértékű hitelezés gyakorlatára, és éppen a növekvő visszaélés szám jelzi jól előre a hitelválság kialakulásának valószínűségét.

Az értékpapírosítást torzító harmadik tényező[267] *a hitel adminisztrációt végző szervezetek működése során felmerülő ösz-*

szerződések esetében fordul elő. A közgazdaságtanban az erkölcsi kockázat azt jelenti, hogy az egyik fél a másik fél terhére vállal túlzott kockázatot. Ez úgy is megvalósulhat, ha az egyik fél tevékenységeinek hatására a másik fél pénzügyi pozíciója gyengül egy tranzakció megkötését követően. Erre példa lehet a további nem megalapozott eladósodás vagy a fedezetek további megterhelése harmadik fél által, mely terheléshez akár a hitelező rosszhiszeműen is hozzájárulhat azért, hogy az adós későbbi fizetésképtelenségét kihasználja egy opciós vételi jog gyakorlásával.

[267] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* Európai Jog 2019. március, XIX. évf. 2. szám. 1-11. old.

szeférhetetlenség helyzetek kialakulása.[268] Az összeférhetetlenség abból a tényből ered, hogy a követelés eredeti tulajdonosa ebben az esetben már nem érdekelt a teljes futamidő alatt a szerződés szerinti teljesítésben. A megfelelő teljesítést biztosító hitelbírálati és hitelkockázatkezelési feladatokhoz megfelelő személyi apparátussal és szakmai felkészültséggel az eredeti követelés jogosultja rendelkezik, hiszen éppen a potenciális adós általi erkölcsi kockázat megelőzésére hozta létre ezen infrastruktúráját. Azonban az *értékpapírosítás* során a követelés eredeti jogosultja átadja részben vagy teljesen a követelés hitelkockázatát ezzel a követelés hátralévő futamideje alatt az értékpapír tulajdonosa számára lesz meghatározó érdek a hitel teljes körű adminisztrációjának a biztosítása. Miután az értékpapírok tulajdonosai, mint intézményi befektetőként nem rendelkeznek a fentiekben említett hiteladminisztrációs infrastuktúrával, ezért harmadik személyt bíznak meg a hitelek teljes körű adminisztrációjával. A harmadik fél azonban már nem a hitelszerződésből eredő kötelezettségek határidőre történő visszafizetésében, hanem az azokhoz kapcsolódó adminisztratív feladatok minél olcsóbb és egyszerűbb elvégzésében érdekelt. Mivel a tartósan késedelmes vagy nemfizetés esetében a *hitelek átsruktúrálása*[269] reális alternatíva a hitelszerződés felmondásával szemben, e lehetőség megfelelő helyzetben történő alkalmazása a hitelkockázattal rendelkező fél alapvető érdeke. Azz értékpapírosítás, mint bonyolult és sokszereplős folyamat során azonban a hiteladminisztrációt végző szolgáltatók a *hitelek átstruktúrálása* he-

[268] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds,* 39 J. Corp L. 129 2013 136-137. old.

[269] A *hitelek átstrukturálása* során a korábbi hitelszerződés feltételeinek újra tárgyalása történik, így többek között a futamidő, a tőketörlesztés és esetlegesen a késedelmi kamatok és fedezetek újraértékelésére kerül sor. Majd a szerződő felek konszenzusos akaratának rögzítésére kerül sor az eredeti szerződés lezárásával és új szerződés kötésével. Így a nemteljesítő szerződésből egy jól teljesítő induló követelés lesz, amely tény mindkét fél számára kedvezőbb hitelfelvételi és tőkehelyzetet eredményezhet.

lyett inkább az egyszerűbb és gyorsabb zálogjog érvényesítési folyamatot választják. Ezzel ugyanis kevesebb munkára és kisebb érdek összehangolási tevékenységre van szükség. Így azonban a végső megoldás alkalmazása, a szerződés felmondása és a zálogjogok érvényesítése már a nemfizetővé vált hitelek esetében lezárja az utat az átstrukturálás előtt, és egy hosszabb, de már nem a *hiteladminisztrátor* által végzett folyamat által véglegesen rögzíti a nemfizetés tényét. Ezzel a döntéssel az értékpapírosított követelések tulajdonosa, az intézményi befektető számára az értékpapírosítás során létrejött értékpapírban foglalt késedelmes vagy nemfizetés kockázata jelentősen növekszik, különösen, ha az tömeges gyakorlattá válik. Ezen a torzító hatás kiküszöbölése érdekében célszerű azt mérlegelni, hogy az eredeti követelés jogosultja, hogyan és milyen mértékben vegyen részt a *hiteladminisztrációban,* illetve a befektetők érdekeltsége kialakítása a korai beavatkozásban és átstrukturálásban hogyan biztosítható. E probléma megoldása jól körvonalazható a fedezett kötvény esetében, ahol az eredeti hitelezőnél marad a hitelkockázat és a hitelmonitoring is. Ez az érdekazonosság tette a fedezett kötvényt évszázadokon keresztül válságállóvá. Ez a megoldás azonban az értékpapírosítás esetében nem alkalmazható, így az optimális megoldás az eredeti hitelező hitelmonitoringgal történő megbízása harmadik fél igénybevétele helyett. Ezáltal az eredeti követelés jogosultjának az ügyfélismerete (KYC) és a hitelbírálat során megszerzett információi is hasznosíthatóvá válnak az értékpapírosítás teljes futamideje alatt.

Matematikai modellek túlzott használata,[270] azért jelenthetett alapvető torzulást a subprime válságot megelőző időszak értékpapírosítási gyakorlatában az Egyesült Államokban,[271] mert bár a számítógépes kapacitások exponenciálisan fejlődnek, azonban a válságok előrejelzése továbbra sem megoldott sem a

[270] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds,* 39 J. Corp L. 129 2013 137-139. old.

[271] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019. március, XIX. évf. 2. szám.1-11. old.

matematika, sem a közgazdaságtan teljes eszköztárát felvonultató befektetési bankok és pénzügyi kutatóintézetek, sem az elemzőházak számára. A matematikai modellek az ügyletsorozatokra bontás során a különböző kockázati osztályba sorolást jelentős mértékben támogatják. Azonban a modellek jellemzően múltbeli adatokra építve határozzák meg az egyes változók (kockázati tényezők előfordulási valószínűségének) értékeit. Ennek a módszertannak éppen ezért az a legnagyobb hibája, hogy nem tudja előrejelezni a likviditási és hitelválságok kialakulását. Bár számos *előrejelző makroindikátor*[272] széles körű használata elfogadott a pénz és tőkepiacokon, azonban éppen az emberi tényező miatt nem vagy csak nagy bizonytalansággal jelezhető előre egy ilyen gazdasági válsághelyzet kialakulása. A válságok kialakulásakor a *fekete hattyú történések*[273] a kirobbantó okok, az igazi casus belik, melyek éppen ebbéli jellegüknél fogva nem előre jelezhetők matematikai modellek alapján. Az *értékpapírosítás* esetében a pontos modellek kialakítását tovább nehezítik a követelésportfoliók összetett kockázati jellemzői és az ezek szegmentálásával az ügyletsorozatok kialakításának folyamatában létrehozott többszörösen összetett értékpapírok viselkedése. Ezért fordulhatott elő, hogy számos esetben maga az *intézményi befek-*

[272] Az előrejelző makroindikátor olyan makrogazdasági mutató, amely az adott nemzetgazdaság üzleti ciklusban elfoglalt helyét jelzi előre. Ilyen makrogazdasági mutató az üzleti és fogyasztói bizalmi index valamint a tőzsdeindex is.

[273] A *fekete hattyú elméletet* Nassim Nicholas Taleb pénzügy professzor, korábbi tőzsdei kereskedő, a 2007-2009-es pénzügyi válságot követően hozta létre. Az elmélete szerint a fekete hattyú események nem kiszámítható gyakorisággal és váratlanul jelennek meg. Annak ellenére, hogy nem előrejelezhetők, katasztrófális a hatásuk. Időrendben az alábbi események sorolhatók e teóra szerint fekete hattyúnak: 1998-ban az LTCM fedezeti alap bukása, a 2001-es dotcom válság, a 2007-2009-es másodlagos jelzálogpiaci válság, és a 2008-as zimbabwei infláció, ez utóbbi esetében az áremelkedés elérte a 79,6 milliárd százalékot. Lásd TALEB, Nassim Nicholas: *The Black Swan The Impact of Highly Improbable* 2007 Random House New York 2007 282. old.

tető sem tudta pontosan az értékpapír működését felmérni,[274] így alaposan feltételezhető, hogy a hitelminősítők modelljében a matematikai modellek sem voltak e tekintetben megfelelő iránymutatást nyújtó eszközök.

A 2007-2009-es válság értékpapírosítási gyakorlatában az ötödik meghatározó torzító tényező[275] a *hitelminősítők túlzott szerepvállalása volt*. A túlzott szerep kettős értelemben is megvalósult. Egyrészt a *hitelminősítők szerepének túlértékelése* a befektetők és az értékpapírosítást kezdeményezők részéről azzal, hogy az értékpapír kibocsátás feltételéül szabták a piaci szereplők az egy vagy két hitelminősítő kiemelkedő befektetői kategóriájú (AAA, AA) minősítését. A fenti matematikai modellre kizárólagosan alapozott hitelminősítések éppen azt a kockázatot nem tudták számszerűsíteni, amely a jelzálogpiac széles körű visszaeséséből eredt, mivel a matematikai modelljük csak stagnálást feltételezett. *A hitelminősítők tevékenységének torzító hatását azok oligopol piaci helyzete*[276]és az előfizetéses rendszer helyett a *kibocsátók általi díjfizetés modellje* (issuer pay)[277] tovább erősített. Ez utóbbi a második meghatározó összetevője a hitelminősítők túlzott szerepvállalásának. Ugyanis azáltal, hogy a kibocsátó fizet: a pártatlan minősítés lehetősége jelentősen

[274] Lásd UBS AG v HSH Nordbank AG https://www.nzdrc.co.nz/site/commercialdisputes/files/Court Decisions//UBS AG v HSH Nordbank AG [2009] EWCA Civ 585.pdf (2019.12.16.) I. 6. 2. old.

[275] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019. XIX. évf. március 1-11. old.

[276] Az oligopol piaci helyzet olyan monopolpiaci helyzet, ahol nem egy, hanem néhány piaci szereplő meghatározó piaci részesedéssel rendelkezik, így az általuk kínált termékek vagy szolgáltatások árára és minőségére jelentős hatással bírnak.

[277] A kibocsátó általi fizetés rendszere azért lehet aggályos, mert így a hitelminősítés során a megrendelő a saját igényeinek megfelelő, kiemelkedő befektetői minősítést várhatja el a fizetés ellenértékeként, ha nem kapja meg, akkor pedig más szolgáltatót kereshet, így az objektív hitelminősítés elve sérülhet.

szűkül. Mivel a kibocsátó akár az adott hitelminősítői megbízásait, de a jövőbelieket mindenképpen a versenytársak felé csatornázhatja át, biztosíthatja, hogy a számára kedvező, jó hitelminősítések megvalósulására kerüljön sor - függetlenül a minősítés tárgyát képező követelésportfolió valódi minőségétől.

A fenti torzító tényezők egy olyan belső ösztönzési rendszert hoztak létre az értékpapírosítás szereplői körében, különösen az *értékpapírosítást kezdeményezők és a szponzorok* esetében az Egyesült Államokban, melyben a gyenge fizetőképességű adósoknak akár a sokadik hitelt nyújtva egy ingatlanpiaci eszközbuborék kialakulását eredményezték, összeadva és felerősítve az egyes piaci szereplők téves és torz magatartásának hatásait.[278]

Az értékpapírosítás mikro- és makroszintű előnyeit és kockázatait megvizsgálva megállapítható, hogy számos kockázat mellett az értékpapírosítás a modern gazdaság meghatározó ügylettípusa. Ezt a tényt támasztja alá az Egyesült Államok értékpapírosítási szabályozásának a későbbiekben tárgyalt története és különösen az Európai Unió a maga fontolva haladásával megalkotott értékpapírosítási rendelete is, mely utóbbi a hagyományos értékpapírosítás támogatását tűzte ki céljául, ahogy arra a jogszabály preambuluma is utal. A 2007-2009-es válság rámutatott azokra a kockázatokra melyeket a jogalkotónak és a jogalkalmazónak kezelnie kell, így az előnyök megvalósulhatnak anélkül, hogy a kockázatok makroszinten jelennének meg és eszközbuborék kialakulását eredményeznék.

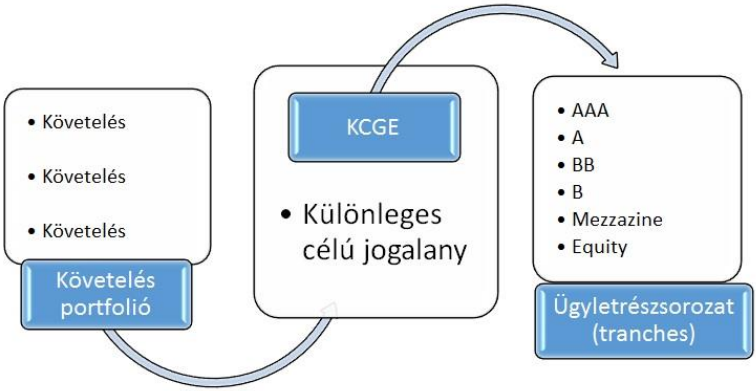
[278] Lásd ZÉMAN, Zoltan - KALMÁR, Péter - LENTNER, Csaba: *Evolution Of Post-Crisis Bank Regulations And Controlling Tools: A Systematic Review From A Historical Aspect Banks And Bank Systems* 2018 13. évf. 2. szám 130-140. old.

7. Az értékpapírosítás fő típusai

7.1. Hagyományos értékpapírosítás

A *hagyományos értékpapírosítás* során a már létező (szerződéskötés megtörténtét követő) jelen és jövőbeli pénzáramaiból eredő kockázatok és pénzáramok átadására kerül sor egy külső, csődtávoli[279] speciális célú jogalany (KCGE) bevonásával, melynek során az egyes követelések pénzáramai különböző lejáratú és kockázatú értékpapírok fedezetéül szolgálnak. (Lásd 1. számú ábra) Az így létrejött értékpapírok kockázati szintjei a hitelminőség javítás alkalmazásával jelentős mértékben eltérhetnek az eredeti követelések kockázati szintjétől, valamint egyértelműen elhatárolásra kerülnek a követelésportfolió eredeti jogosulti pozíciójában lévő gazdasági alany(ok) minősítésétől.

1. számú ábra A hagyományos értékpapírosítás folyamata



Forrás: Kothari, Deku, Buchanan, Hu idézett művei alapján szerző által készített folyamat ábra

[279] A csődtávoli (bankruptcy remote) kifejezés azt jelenti, hogy az ilyen jogalany teljes körűen elkülönül annak létrehozójától, így a létrehozó csődje esetén a csődtávoli jogalany eszközei a létrehozó csődeljárása alá nem vonhatók be.

7.1.1. A hitelminőség feljavítás (credit enhancement)

A *hitelminőség feljavítás (credit enhancement*) intézménye kettős célt szolgál. Az eszköz alkalmazásának az alapvető célja, hogy ha az értékpapírosítás során létrejött értékpapírok pénzáramai nem nyújtanak a követelésből eredő kötelezettség nemteljesítése miatt fedezetet az értékpapírosítás során létrejött értékpapírból eredő kötelezettségekre, akkor is helyt állhasson a kibocsátó SPE. A másik cél pedig, hogy az eredeti követelés tulajdonosánál magasabb minősítésű értékpapír jöhessen létre az értékpapírosítás során.[280]

A hitelminőség feljavítás két fő típusa a belső és a külső hitelminőség feljavítás. A *belső hitelminőség feljavítás* a fedezetül szolgáló követelés portfolió segítségével harmadik személy igénybevétele nélkül történik, míg a *külső hitelminőség* feljavítás pénzintézetek bevonásával valósulhat meg.

A *belső hitelminőség* feljavítás többféle formában történhet meg. Az első forma az ügyletrészsorozatok létrehozása (tranching). Ennek során a hitelminősítő által az elérni kívánt hitelminősítéshez szükséges feljavítás a követelésportfolió pénzáramainak az egyes ügyletrészsorozatokhoz történő - jellemzően, de nem szükségszerűen - vízlépcsőszerűen csökkenő irányításával valósul meg.

A teljes kibocsátott értékpapírállomány vagy az egyes ügyletrészsorozatok mögé további biztonsági tartalékként többlet fedezet bevonása a második és egyben a legegyszerűbb hitelminőség feljavítási forma. Ekkor a szükségesnél magasabb követelésállomány az átmeneti pénzáram kiesésére úgy biztosít fedezetet, hogy a be nem vont követelésállományból befolyó készpénzáramból valósul meg a kötelezettség teljesítése.

A harmadik legegyszerűbb, ugyanakkor az értékpapírosítást kezdeményező részéről tőkelekötést igénylő hitelminőség javító

[280] Lásd DELIVORIAS, Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015. október, in depth analysis European Parliament 7-8. old.

megoldás pedig a követelésekből befolyó készpénz állomány felhalmozása (annak kifizetése helyett a befektetők felé) az SPE-ben, mely tőke a fel nem használt pénzösszegként szintén fedezetet biztosíthat a követelések határidőre történő teljesítéséhez.

A *külső hitelminőség feljavítás* különböző pénzügyi szolgáltatók bevonásával történhet. A pénzügyi szolgáltató lehet kereskedelmi bank, befektetési bank vagy univerzális bank, mely bankgaranciát nyújt az SPE átmeneti fizetési késedelemére, hasonlóan akkreditív kibocsátására is lehetőség van a kereskedelmi bank részéről a nemfizetés kockázatának a csökkentésére. A pénzügyi szolgáltatók másik köre pedig a biztosítók lehetnek, melyek esetében a biztosítási esemény éppen a késedelmes vagy nemfizetés, mely esetében a biztosító helytáll a kibocsátó SPE helyett.

A külső hitelminőség feljavítás a költségek növekedését eredményezi, hiszen a pénzügyi szolgáltatók garancia, illetve biztosítási díjak ellenében vállalják a fenti szolgáltatásaikat. Ezért az értékpapírosítást kezdeményező vállalkozásnak szükséges mérlegelnie – amennyiben a hitelminősítő bevonására kerül sor -, hogy milyen mértékben vesz igénybe hitelminőség feljavítást. Továbbá szükséges arról is dönteni, hogy az egyes ügyletrészsorozatok esetében, melyiknél alkalmazza a külső hitelminőség feljavítást és melyiknél nem, vagy esetleg a belső hitelminőség feljavítást vegyen-e igénybe vagy sem. Például a mezzazine és equity típusú ügyletrészsorozatok esetében a feljavításokra már egyértelműen nincs szükség, hiszen ezek magas kockázatú ügyletrészsorozatok - ezért is biztosítanak magas hozamlehetőséget az ügyfeleknek. Az értékpapírosítással létrejött értékpapírok futamideje alatt a követelésekből származó bevételek időszakonként vagy a futamidő teljes ideje alatt meghaladhatják az értékpapírosítás során létrejött értékpapírokból származó kötelezettségeket. Ez a pénzáram többlet is szolgálhat a

későbbi fizetési késedelmek fedezeteként,[281] de a KCGE végelszámolását követően az értékpapírosítást kezdeményező hasznát is növelheti az összes az értékpapírosítás során létrejött értékpapírból eredő tőke-, és kamatkötelezettség teljesítését követően.

A hagyományos értékpapírosítás esetében fontos kiemelni a hitelkockázatok tényleges átadását a KCGE felé. A követelések ugyanis a csődtávoli KCGE részére ténylegesen átadásra kerülnek, így azok nemfizetésének, azaz hitelezési jogosultjának a teljes kockázatát és annak szükséges adminisztrációs, hitelkezelési behajtási feladatait is átruházza az eredeti követelések tulajdonosa a KCGE részére. Az eredeti követelés tulajdonostól történő csődtávoli szervezet a KCGE így garantálni tudja a befektetői számára, hogy az eredeti követelések tulajdonosának fizetési és likviditási nehézségei nem befolyásolják az értékpapírosítás során létrejött értékpapírokban foglalt kötelezettségek teljesítését.

A hagyományos értékpapírosítás számos típusa létezik a szerint, hogy milyen típusú követelés a portfolió teljes vagy meghatározó része, illetve, hogy az értékpapírosítás elsődlegesen vagy már korábban értékpapírosított követelésekre, mint követelés portfolió fedezetre jön létre.

Az Egyesült Államokban az értékpapírosított követelésekkel létrejött értékpapírok ernyő fogalma az *eszközfedezett értékpapír (asset-backed securitites - ABS)*. Ezek az eszközfedezett értékpapírok további két fő részre oszthatók, úgy, mint *jelzáloggal fedezett (mortgage-backed securities - MBS)* és mint nem jelzáloggal hanem *más követelésekkel fedezett értékpapírok (non-mortgage backed securities - NMBS)*.

A jelzáloghitellel fedezett értékpapírokat is két csoportra bonthatjuk: *a lakossági (residential mortgage- backed securities – RMBS)* és *kereskedelmi célú (commercial mortgage-backed*

[281] Lásd DELIVORIAS, Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015. október, in depth analysis European Parliament 9. old.

securities – CMBS) jelzáloghitel követelések értékpapírosításával létrejött értékpapírokra.

A nem jelzálog fedezettségű értékpapírok a követelések széles körére alapozva jöhetnek létre az értékpapírosítás során. Az autó és diákhitelektől kezdve a nem pénzügyi vállalatok követelésein át, egészen a jövőbeli tehát az értékpapírosítás pillanatában még nem esedékes, különböző szabadalmi jogdíjakra, illetve exportszerződésekre alapozott követelések körére is kiterjedhet az értékpapírosítás fedezetéül szolgáló követelések köre.

7.2. A CDO-k típusai

Az értékpapírosítás egyik fontos típusa a *már részben értékpapírosított követelésekre is alapozott fedezett adósságkövetelések köre, a fedezett adósságkövetelés (collaterized debt obligation – CDO)*. Ezen értékpapírosítás ugyanis már részben újraértékpapírosítást valósít meg azzal, hogy a kötvények és egyéb követelések mellett a fedezet körében eszközfedezett értékpapírosításokból eredő értékpapírok (ABS) is bekerülhetnek. A CDO is további három fő részre osztható a *fedezett kötvénykövetelésekre (collaterized bond obligations- CBO) a fedezett kölcsönkötelezettségekre (collaterized loan obligation – CLO)* és a *fedezett alapokból származó kötelezettségekre (collaterized fund obligation - CFO)*. A CBO elsősorban olyan nem befektetésre ajánlott (bóvlikötvények) kötvények portfolióját foglalja magában, melyek a feljavítását követően már a befektetésre ajánlott értékpapírok kibocsátását eredményezik. A CLO fedezetei jellemzően vállalati kölcsönök, de lehetnek diákhitelek is. A CLO a fedezetek tekintetében hasonlít a CBO-hoz, azaz alacsonyabb minősítésű követelések köréből kerülnek ki a fedezetül szolgáló követelésportfolió elemei. Végül a harmadik CDO típus a CFO a hedge fundok által felhalmozott követelések terhére hoz létre értékpapírosított követeléseket. A hedge fundok esetében a koncentrált befektetések a jellemzőek, ami megvalósul a követelés vásárlásaik esetében is. A nagy kockázatú eszközökre

kialakított jelentős egyirányú pozíciók ezért alacsonyabb minőségű (nagyobb kockázatú) követelések portfolióját eredményezik a CFO esetében, továbbá az is jellemző, hogy kevésbé diverzifikált a követelésportfolió, mint a többi ABS, illetve CDO esetében.[282]

A fentiekben a CDO-k által megvalósított *értékpapírosított követelések újabb értékpapírosítás alá vonását, az újraértékpapírosítást* is további három típusra lehet szétbontani éppen a fenti logika mentén. Így az újra értékpapírosítás irányulhat ABS-re vagy CDO-ra külön- külön vagy ezek bármilyen arányú kombinációjára. Az újraértékpapírosítás már önmagában is többlet kockázatot hordoz magában, mivel egy jelentős számú követelés portfolió működésének és így az abból ügyletsorozatba rendezésével létrejött értékpapírok működésének, kockázatainak és pénzáramainak az áttekintése már önmagában is komplex. További ügyletsorozat kialakításával és azok esetleges kombinációval a már egyébként is alacsony átláthatóság tovább csökken.

A CDO típusai között további altípusokat különíthetünk el a szerint, hogy az eszközök, mint fedezetek milyen finanszírozással kerülnek átvételre az értékpapírosítást kezdeményező által, a CDO eszköz típusai szerinti kockázati osztályokra bontva, a CDO létrehozásának célja, a CDO tőkeáttétele és a feltöltés mértéke (ramping up) szerint.

7.2.1. A CDO-k altípusai finanszírozási forma szerint

A finanszírozási mód tekintetében a CDO mint értékpapírosítási forma alapvetően három fő típusra, a *hagyományos és a szintetikus értékpapírosításra és azok kombináció-*

[282] Lásd DELIVORIAS, Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015. október, in depth analysis European Parliament 7. old.

jára, a hibrid értékpapírosításra osztható.[283] A *készpénz alapú vagy hagyományosnak is nevezett értékpapírosítás* során a követelés állomány tényleges megvásárlásra kerül az SPE által, így az eredeti követelések jogosulti szerepét az SPE veszi át. Ezzel az SPE a hitelkockázat átvételét úgy valósítja meg, hogy tényleges követelésállomány átruházásra kerül sor. Ettől a hagyományos értékpapírosítást megvalósító CDO-tól jól elhatárolható a *származtatott eszközzel létrehozott a hitelkockázati kitettséget biztosító szintetikus CDO*. A szintetikus értékpapírosítást részletesen a következő fejezet tárgyalja. Azt azonban a CDO altípusok meghatározása tekintetében fontos kiemelni, hogy a szintetikus értékpapírosítás esetében nem, vagy csak egy benchmark portfolió kerül a követelésekből átvételre. Ebben az esetben származtatott eszköz biztosítja a hitelkitettséget a CDO esetében. Ezzel a követelések adminisztrációja: a pénzáramok kezelése és annak költségei már nem merülnek fel. Ugyanakkor a kitettség, az azonos irányú és mértékű elmozdulás, ahhoz képest mintha a pénzáramok a követelésekből származnának szinte teljeskörűen biztosítható. A tipizálás tekintetében még egy fontos tényezőt érdemes kiemelni. Aszintetikus értékpapírosítások esetében ugyanis a nemleges, vagy csak egy benchmark portfolióra kiterjedő követelés fedezet jelentős forrásbevonás csökkenést eredményez. Ezzel a technikával - mint általában a származtatott eszközök esetében - jóval alacsonyabb tőkelekötésre kerül sor mintha az értékpapírosítás a teljes követelés megvásárlásával, a hagyományos értékpapírosítás keretében valósulna meg.

[283] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 416. old.

7.2.2. A CDO-k altípusai a fedezetek kockázati szintje szerint

A fedezetek kockázati szintje alapján *befektetésre ajánlott (investment-grade CDO), magas hozamú* vagy *bóvli kategóriában tartozó (high-yield or junk CDO), feljövő piaci (emerging market CDO), strukturált (structured CDO)* illetve *újraértékpapírosított (CDO²)* és *elsődleges piaci (primary market CDO) CDO*-kat különíthetünk el.

A *befektetésre ajánlott* kategória esetében a megfelelően magas, BBB vagy e feletti minősítéssel rendelkező portfolió elemeket tartalmazó fedezetekkel történik az értékpapírosítás a CDO létrehozásakor.

A *magas hozamú CDO-k* esetében a magas kockázat helyett a magas hozamra teszi a hangsúlyt az értékpapírosítást kezdeményező, így könnyebben eladhatóvá válnak a magas kockázatú eszközökből, jellemzően befektetésre nem ajánlott kötvényekből álló követelésállomány fedezetére megvalósult értékpapírosítás során létrejött értékpapírok.

A *feljövő piaci CDO-k* a feljövő piacokon bejegyzett jogalanyok követeléseinek terhére történő értékpapírosításokat jelöli. Ebben az esetben az értékpapírosítás során nemcsak a kibocsátói kockázat, de az *országkockázat* is fontos szerepet játszik hitelminőség feljavítás tekintetében. A hitelminősítői gyakorlat szerint az országkockázat ugyanis egy felső minősítési korlát az adott állam jogalanyai számára elérhető minősítések tekintetében. Ezért a feljövő piaci követelés portfoliók esetében a feljavítás különösen fontos, hogy az ügyletsorozatok kialakítása során a befektetői kategóriába sorolt minősítések is elérhetővé váljanak a magasabb kockázatú és alacsonyabb minősítésű ügyletsorozatok mellett, még, ha az adott ország adósminősítése befektetői kategória alatti is.

A kizárólag *újraértékpapírosított követelésekből álló CDO-k* a már korábban értékpapírosítással létrejött értékpapírokra, mint portfolióra építenek, azaz ezeket az értékpapír formában megtes-

tesülő követeléseket rendezik újra az ügyletsorozatok kialakítása során és hoznak létre újabb értékpapírokat a hitelminőség feljavítás eszközével élve. Ezzel a technikával azonban az újonnan létrejött egyes értékpapírok átláthatósága tovább csökken. Ha ez még egy szintetikus értékpapírosításból létrehozott értékpapírral, illetve értékpapírokkal bővül, akkor az így létrejött értékpapírok viselkedése, azaz pénzáramai még a szakmai, intézményi befektetők számára is kevéssé előrejelezhetővé válnak azok összetettsége miatt.

Az *elsődleges piaci CDO* esetében a CDO speciális jellegét az adja, hogy a követelések eredeti jogosultja maga az SPE lesz, tehát nem vásárol az értékpapírosítást kezdeményező követeléseket, hanem az SPE értékpapírkibocsátásaiból befolyt összegből maga az SPE helyez ki hiteleket és azok által az adósok közvetlenül az SPE-vel mint eredeti hitelezővel szemben alakítanak ki kötelezettségvállalást. Ennek a CDO típusnak a kockázata azonban azért más, mint a többi CDO-nak, mert így a hitelezés során fennálló információs aszimetria és kontraszelekció miatt a hitelek minősége alacsonyabb lehet, mint ha azokat egy pénzintézet helyezné ki a hitelkockázat teljes futamidőre történő megtartása mellett.

7.2.3. A CDO-k altípusai a létrehozás célja szerint

A CDO-k a létrehozás céljai szerint alapvetően két csoportra bonthatók. A *mérlegjavítási és az arbitrázs*[284] *céllal létrehozott CDO-k* között az alapvető különbség, hogy az előbbi esetében az eszközök kikerülnek az eredeti követelések jogosultjának a mérlegéből ezzel jelentős tőkét szabadítva fel az újabb követelé-

[284] Az *arbitrázs* azt a párhuzamos tranzakció együttest foglalja magában, amikor egy pénzügyi eszköz több, de legalább két pénzügyi piacon is kereskedhető, és a piaci szereplő az olcsóbb piacon megvásárolja és a drágább piacon ezzel egyidejűleg eladja a terméket. Erre csak akkor kerül sor, ha tranzakciós költségeknél nagyobb a különbség a két piaci ár között, azaz nyereséget tud a piaci szereplő realizálni.

sek finanszírozására. Ugyanakkor a követelések végleges átadásával céltartalék lekötési kötelezettségeitől is szabadul a pénzintézeti tevékenységet folytató társaság. Az *arbitrázs céljából létrehozott CDO* esetében az elsődleges cél, a követelések piaci ár alatti vagy az elsődleges követelési jogosultságnál olcsóbb megszerzésének a lehetősége, illetve azok magasabb áron történő elhelyezése az SPE-ben. Az *arbitrázs céljából létrehozott CDO* célja lehet továbbá a másodlagos piacon a követelés portfolió beszerzési értékét és hitelminőség feljavítás költségeit meghaladó áron történő értékesítés, hiszen ezzel „learbitrálja" az értékpapírosítást kezdeményező az értékpapírosítások elsődleges és a másodlagos piacát. A két piac közül az első a követelések elsődleges piaca a második pedig az értékpapírosítás során létrejött követelések másodlagos piaca. Ha az értékpapírosítást kezdeményező az előbbin alacsonyabb összköltséggel vásárol és szinte azonos időben magasabb áron értékesíti ugyanazt a követelés-csomagot az utóbbin, akkor a két tranzakció különbségeként szinte azonnali, egyidejű tranzakciókkal kockázatmentes profitra tehet szert. A kockázatmentes profit alapja az *információs asszimetria*, azaz az az információtöbblet, mellyel az értékpapírosítást kezdeményező rendelkezik a pénzintézetekhez, mint elsődleges jogosulti körhöz és az intézményi befektetőkhöz, mint az értékpapírosítás során létrejött értékpapírok vásárlóihoz képest. Az információs többletet az értékpapírosított követelések másodlagos piacon betöltött árjegyzői szerep tovább erősíti az értékpapírosítást kezdeményező esetében.

7.2.4. A CDO-k altípusai a tőkeáttétel szerint

A tőkeáttétel a már említett szintetikus értékpapírosítással összefüggésben azt mutatja meg, hogy mekkora tőkelekötést igényel az adott kockázati kitettség elérése. Számszerűsítve ez azt jelenti, hogy egy 1Mrd HUF követelésállomány tényleges (tőkeáttétel nélküli) átadásához hasonló összegre van szükség mindössze néhány százalékos eltéréssel. Azonban, ha szintetikus

módon kerül a hitelkockázati kitettség kialakításra, akkor akár 50 vagy 100 m HUF tőke is elég a származtatott ügylet tőkeáttételes jellege miatt ugyanekkora (1 MRD HUF) mértékű hitelkitettséget biztosító értékpapírosítási tranzakció lebonyolítására. A hagyományos, azaz a tényleges követelés portfolió átruházással megvalósuló és a szintetikus értékpapírosítás mellett azok bármely arányú kombinációjával is megvalósulhat az értékpapírosítás, így a tőkelekötés a fenti példában lehet 100 és 950 M HUF között szinte bármekkora összeg is, a származtatott rész nagyságától függően, azzal fordított arányban, egyre kisebb tőkelekötéssel.

7.2.5. A CDO-k altípusai a feltöltés módja szerint

A CDO esetében az SPE feltöltésének időtartama attól függően is változhat, hogy arbitrázs a cél vagy mérlegtisztítás, illetve a követelések típusai is befolyásolják a feltöltési időszak hosszát. A mérlegtisztítási cél esetében a kijelölt portfolió átadásra kerül így *fokozatos feltöltésnek* nincs értelme, csak ha több eredeti követelés jogosult portfoliójából épül fel az értékpapírosítás. Azonban az arbitrázs cél egyértelműen egy hosszabb feltöltési időt feltételez, hiszen a követelések beszerzési és feljavítási ára közötti különbség fenntartása az elsődleges célja az értékpapírosításnak. Így, ha nem sikerül megfelelő áron megszerezni a követeléseket, akkor inkább kivár az értékpapírosítást kezdeményező vagy másik követelésportfoliót keres, mely megfelel az arbitrázs szempontjainak. E megnövekedett időtartam viszont növeli az arbitrázs ügylet kockázatát, hiszen, ha nem egyidőben történik a vétel és eladás, az árak mindkét irányú pozíció esetében elmozdulhatnak az arbitrazsőr számára kedvezőtlen irányban. A követelések jellege is meghatározza a portfolió feltöltés idejét. A feljövő piaci követelések esetében a kevésbé likvid piacok miatt akár 1-2 évig is elhúzódhat a teljes követelésállomány megvásárlása. Ez időszak alatt az értékpapírosítást kezdeményező az értékpapírosításra elkülönített vagy a kibocsá-

tott értékpapírokból befolyt összeget alacsony kockázatú – jellemzően állampapírokba – fekteti.[285]

7.2.6. A kizárólag jövőbeli pénzáramokkal rendelkező értékpapírosítások altípusai

A hagyományos értékpapírosítás során a *kizárólag jövőbeli pénzáramokkal rendelkező követelések értékpapírosítására* is van lehetőség és számos példa. Ezek közül a már említett *feljövő piaci exportbevételek* mellett a még *le nem járt életbiztosítások beváltásából* és a *jövőbeli jogdíjak fedezetére megvalósult értékpapírosítások* különösen érdekesek, hiszen megmutatják a jövőbeli pénzáramokkal rendelkező követelések értékpapírosításának a lehetőségeit és korlátait.

A 2004-ben elsőként megvalósult lejárathoz közeli életbiztosítások értékpapírosítása számos ellentmondást tárt fel különösen egy 2009-ben megjelent New York Times cikk[286] kapcsán. Ugyanis e konstrukció során az életbiztosítások visszavásárlási lehetőségére alapították a követelések vásárlását, mégpedig a rendkívül idős illetve súlyos betegséggel rendelkező ügyfelek azon jogát[287], hogy még a hátralévő várható rövid életük alatt élvezhessék a biztosítás nyújtotta szolgáltatást vagy legalábbis annak egy részét.[288] Amikor e kötvényeket megvásárolja az értékpapírosítást kezdeményező pénzintézet, gyakorlatilag az ügy-

---

[285] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 427. old.

[286] Lásd ANDERSON, Jenny: *Wall Street Pursues Profit in Bundles of Life Insurance* 2009. szeptember 6. Lásd https://www.nytimes.com/2009/09/06/business/06insurance.html (2019. 05.03.)

[287] A viatical settlement tranzakció során, egy gyógyíthatatlan betegségben szenvedő természetes személy kedvezményezett által, harmadik félnek, az életbiztosítási kötvény lejáratkori értéke alatti eladásából származik készpénz bevétele.

[288] Lásd HAMILTON R. V.: *Securitization of permanent life insurance policies* Atlantic Economic Journal 2010 38. évf. 379-380. old.

felek minél korábbi elhalálozására spekulál. Hiszen, ha az ügyfél a névérték alatti kötvény visszavásárlást követően hosszabb ideig él, mint amivel a biztosító aktuáriusa számolt, akkor a kötvény visszavásárlása esetén a profit veszteségbe fordul a tervezett elhalálozási időpontot követően. Azonban, ha a haláleset a tervezett elhalálozás időpontja előtt történik a nyereség annál nagyobb lesz, minél korábban kerül sor az elhalálozásra az aktuárius által számított időponthoz képest.

A *jogdíjak értékpapírosítását* David Bowie indította el azzal, hogy 1997-ben a következő 10 évre szóló 25 darabos lemezkiadási jogaiból befolyó jövőbeli jogdíjak értékpapírosításával[289] sikerült forrást bevonnia vállalkozásaihoz. A jogdíjak értékpapírosítása érdekes hasonlóságot mutat a jelzáloghitelek értékpapírosításával. Ahogy a jelzáloghitelek esetében a hitelezési kockázat átadásával a hiteladminisztrációt már nem az eredeti hitelező végzi, ezzel párhuzamosan csökken az ezzel a feladattal megbízott szolgáltató számára rendelkezésre álló információ mennyisége, valamint a hitelkövetelések behajtására vonatkozó érdekeltsége. Hiszen a hiteladminisztrációt végző ebben az esetben csak megbízottként jár el és jutalékra jogosult, de saját tőkét nem kockáztat és így tartalékképzési kötelezettsége sem keletkezik, és nem növekszik a tartalékképzési kötelezettsége sem a nemfizetés időszakának hosszabbodásával, ahogy az egy hitelintézet esetében fennáll. A jövőbeli jogdíjak értékpapírosítása esetében hasonlóan az eredeti jogdíjtulajdonos már nem érdekelt a jogdíjak növekedésében, sőt, ha racionálisan csak a profitmaximumra törekedve adta el jövőbeli követeléseit, akkor úgy járt el helyesen, ha azt a lehetséges maximális várakozás mellett vagy minimális további ráfordítás figyelembevételével tette meg.

Azonban mindkét példából levonható az a következtetés, hogy a jövőben esedékes még pozitív pénzárammal nem rendel-

[289] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 127. old.

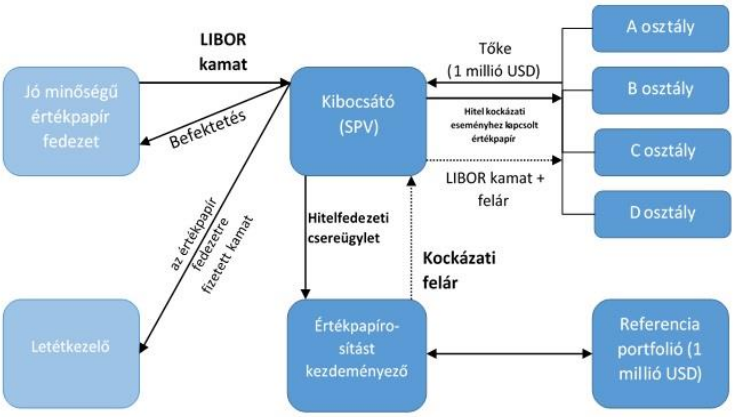
kező követeléseknek is, hasonlóan a már törlesztést elkezdett kölcsönszerződésekhez a követeléseknek alapvetően két szempontnak kell megfelelniük. Az egyik a megfelelően *homogén, jogilag jól elhatárolható és a követelést magában foglaló szerződés, illetve annak joga szerinti átruházhatóság biztosított* legyen. A másik fontos szempont pedig a szükséges *földrajzi, társadalmi diverzifikáció lehetősége*, azaz a követelések olyan széles körű elterjedtsége, mely lehetővé teszi az értékpapírosítás során a megfelelő kockázatmegosztást, ezzel csökkentve az egyes ügyletrészsorozatok nemfizetési kockázatát.[290]

7.3. Szintetikus értékpapírosítás

A szintetikus értékpapírosítás során származtatott pénzügyi eszközök helyettesítik a tényleges követelések állományát. Ez azt jelenti, hogy egy származtatott ügylet biztosítja a követelések pénzáramát anélkül, hogy azokat a követeléseket ténylegesen birtokolnia kellene az SPE-nek. A hitelfedezeti csereügylet (credit default swap – CDS) az a származtatott ügylet, mely alkalmas a hitelkitettség megvalósítására. (Lásd 2. számú ábra.)

[290] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 423-425. old.

2. számú ábra A szintetikus értékpapírosítás folyamata – tőkeáttétel nélkül



Forrás: KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 527. old.

A *CDS* ugyanis egy olyan pénzügyi eszköz, mely szó szerinti nevéből eredően a *(hitel nemfizetés csereügylete)* egyértelműen utal arra, hogy a nemfizetés kockázatának a kezelésére szolgál. Így az ellenérdekű fél a kockázatot előzetesen megpróbálja felmérni és e szerint határozza meg a CDS időtartama alatt mindkét fél részéről teljesítendő pénzáram fizetési kötelezettségeket. A CDS pontosan ezt a célt szolgálja[291], hogy olyan pénzügyi eszközök árfolyameséséből is lehessen pénzügyi eredményt elérni, melyek ezt a csökkenő mozgást képesek lennének lekövetni és amelyekre egyébként nem léteztek egyéb származtatott ügyletek. Ezen pénzügyi eszközök hiányának kevésbé technikai, mint inkább erkölcsi okai vannak. A két pénzügyi eszköz csoportra, melyre egyébként alkalmas lenne a short pozíció kialakítása a jelzáloghitel és a szuverén államadósság. Mindkét esetben a származtatott eszköz mögötti pénzügyi eszköz által közvetle-

[291] Lásd LEWIS, Michael: *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* W.W. Norton & Company Incorporated New York London 2010 27. old.

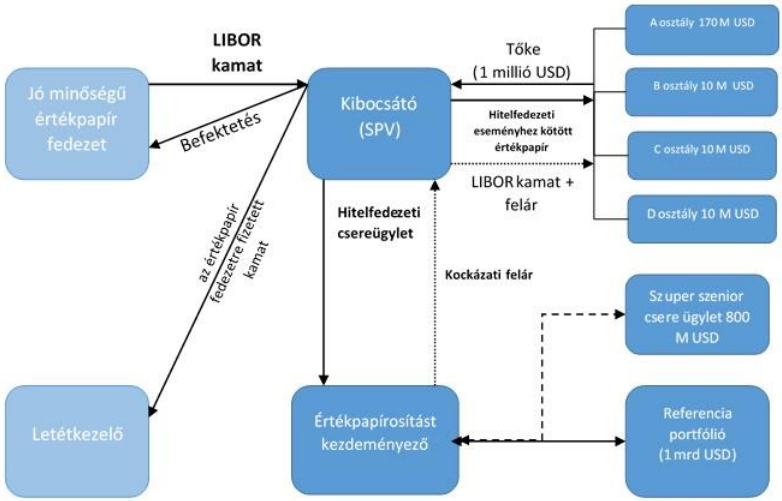
nül érintett személyi kör a short eszköz hiányának az oka. Az első esetben magánszemélyek (háztartások) a másik esetben pedig az egyes nemzetgazdaságok a személyi kör részei. Mindkét személyi kör esetében jellemző sajátosság, hogy nem, és elsősorban nem üzleti entitások. Ezért a két csoport elleni spekuláció morális ellenállásba ütközhet. Azonban az is tény, hogy a short pozíciók kialakítása, illetve azok nagyságrendje már információ értékű lehetne, hiszen figyelmeztetést jelentene nemcsak a piac, de az érintettek számára is. Szintén érdekes különbség a többi származtatott ügylet mögöttes termékéhez képest, hogy az érintettek ekkor már sajnos nem, vagy csak túl későn és lassan reagálhatnának a negatív trendre, hiszen a jelzálog előtörlesztés és az államháztartás hiányának a csökkentése is lassú és hosszú folyamat, melyek esetében ritka az ugrásszerű javulás a személyi kör típusa (természetes személy) illetve a költségvetési hiány abszolút nagyságrendje miatt.

A CDS egy olyan kétoldalú megállapodás, mely a két szerződő fél között a kockázat kivédésére vagy átadására szolgál. A kockázat kivédése a *kockázat elleni fedezeti pozíció, azaz a hedge pozíció* kialakítása kevéssé kockázatos, hiszen a meglévő pozíció nyereségét védi. Az ellenérdekű fél azonban éppen ezért jelentős kockázatot vállal, hacsak nem szintén fedezett pozícióval köti meg az ügyletet. A *szintetikus értékpapírosítás* során éppen ez az ellenérdekű fél a CDS eladója, aki egy nemfizetés esemény bekövetkezte esetére vállalja a helytállást a másik fél névértékben meghatározott követelés állományára vonatkozóan, a névértékben felvett pozíció piaci értéke és a követelések névértéke közötti összeg erejéig.

A *szintetikus értékpapírosítás* során tőkeáttétel nélküli és tőkeáttételes értékpapírosítás is létrehozható.

A *szintetikus értékpapírosítás* tőkeáttétel nélkül egy olyan értékpapírosítási folyamat, melynek során a követelés portfolió megvásárlása helyett ugyanakkora követelésportfoliónak a kitettségét szerzi meg az SPE tőkeáttételt alkalmazó származtatott pénzügyi eszköz igénybevétele nélkül.

3. számú ábra Szintetikus értékpapírosítás – tőkeáttétellel



Forrás: KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 529. old.

Ez a kitettség létrejötte két ellentétes irányú pozíció kialakításával jön létre. Az értékesítést kezdeményező ebben az esetben is meghatározza a hagyományos értékpapírosításhoz hasonlóan a hitelkitettség nagyságát. A követelés megvásárlása, azaz a követelésekből származó jogosultságok tényleges megvétele helyett azonban erre az összegre az értékpapírosításra létrehozott SPE kibocsát egy *hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírt (credit-linked note).*[292] Ez a kötvény típusú értékpapír azért

[292] A hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír (credit-linked note) azért speciális, mert a kötvény típusú értékpapír pénzáramai a nemfizetési esemény bekövetkeztét követően jelentősen megváltoznak és ezt követően a tőke kifizetés csak a maradvány érték (recovery rate) nagyságától függően valósul meg annak ellenére, hogy a kibocsátó SPE nem került felszámolási vagy csődeljárás alá, de még fizetési problémákkal sem kell megküzdenie, azaz egy mesterségesen előállított nemfizetési helyzet kialakítására kerül sor.

speciális, mert egy hitelfedezeti csereügyletet tartalmaz. Mégpedig akkora névértékű kitettséget hordozó CDS-t, amely kitettségről az értékpapírosítást kezdeményező korábban döntést hozott. Az egyes ügyletrészsorozatok, mint értékpapírok vásárlói egy-egy hitelhez kötött kötvénycsomagot vásárolnak, mégpedig az általuk kívánt hitelkitettség összegéig. Ezzel az ügyletrészsorozatok tulajdonosai helytállási kötelezettséget vállalnak a kibocsátó SPE-vel szemben a nemfizetési eseményre. A hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírból eredő, a kibocsátó SPE által fizetendő tőke és kamat összegeket a nemfizetési esemény bekövetkeztekor a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír tulajdonosainak a helytállási kötelezettsége jelentős mértékben meghaladja. Ezzel a tranzakcióval a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír tulajdonosainak a helytállási kötelezettsége és tőke és kamat követelése egyenlő a követelésportfolió pénzáramainak az összességével. Ha ugyanis nincs nemfizetési esemény, akkor folyamatosan a követelésállomány pénzáramait megkapja tőke és kamatkövetelések formájában az értékpapír tulajdonosa. Abban az esetben, ha nemfizetővé válik a követelésportfolió, mint ebbe a speciális kötvénybe épített CDS mögöttes terméke, akkor a névérték és a piaci árfolyam közötti veszteséget szenvedi el a hitelhez kötött kötvénytulajdonos.[293]

Egy kockázatot azonban szükséges ahhoz kezelni, hogy a fenti árfolyamkülönbözet minden esetben kifizetésre kerülhessen. Enélkül ugyanis az SPE *partner nemfizetési kockázatot (counter-party risk)*[294] futna a befektetők részéről. Ugyanis a befektetők anélkül vállaltak az SPE-vel szemben helytállási kötelezettséget a nemfizetés esetére, hogy a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír tulajdonosokat hitelkockázat vizs-

[293] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 526-527. old.

[294] Lásd NORMAN, Peter: *The Risk Controllers Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets* John Wiley & Sons Ltd. 2011, 9-12. old.

gálat alá vetette volna az SPE. Ezen kívül pedig egy központi elszámolóházon keresztül tőkeképzési kötelezettség előírására sem került sor velük szemben és így a helytállási kötelezettség arányában készpénz vagy értékpapírfedezetek elkülönítésére sem került sor bármely elszámolóházi tevékenységet végző szolgáltató bevonásával. Ezért szükséges, hogy hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír kibocsátásából befolyt összeget kockázatmentes pénzügyi eszközökbe, jellemzően állampapírokba fektesse az SPE. A partner nemfizetés kockázatát ezzel a befektetett összeggel az SPE ki tudja védeni. Ezzel párhuzamosan az SPE hitelfedezeti csereügylet kötelezetti oldalán állva az értékpapírosítást kezdeményezővel, mint jogosulttal lép szerződéses jogviszonyba. E hitelfedezeti csereügylet a referencia követelésportfolióra, mint benchmarkra alapítja a nemfizetési eseményt, ugyanarra a referencia portfolióra, mely megegyezik a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírok referencia portfoliójával. Az *ellenirányú CDS* megkötésével az SPE neutrális pozíciót vesz fel (nem lesz kockázati kitettsége egyik szerződésből eredően sem, mert a két szerződés ellenoldali kötelezettségei kioltják egymást), az értékpapírosítást kezdeményező pedig védett pozícióba kerül a nemfizetési esemény bekövetkezte esetére.[295] Amennyiben nem következik be a nemfizetési esemény, akkor a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír tulajdonosai a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír teljes tőke és kamat összegét megkapják a futamidő alatt. Ammennyiben nemfizetési eseményre kerül sor az SPE eladja a benchmark fedezeti portfolióját, hogy az értékpapírosítást kezdeményező felé teljesíteni tudja a CDS-ben vállalt, a nemfizetési esemény bekövetkezésekor beálló helytállási kötelezettségét. Ugyanígy a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírok tulajdonosai az SPE felé úgy teljesítenek, hogy lecsökken a tőke és kamatkövetelésük a helytállási kötelezettségük összegével. S

[295] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 526-527. old.

végül így a szintetikus értékpapírosítás során létrejött értékpapírok tulajdonosai a névleges követelésportfolió pénzáramaihoz jutnak vagy teljeskörűen a nemfizetés esemény hiányában, vagy a helytállási kötelezettséggel csökkentett értékben, ahogy a benchmark portfolió a piacon a nemfizetés hatására leértékelődött, és ahogy azt egyébként ekkor a piacon az adott árfolyamon értékesíteni tudták volna. [296] (Lásd 3. számú ábra.)

Ezzel a szintetikus értékpapírosítás során is a befektetők pénzárama teljes mértékben leképezi a teljes (névleges) követelésportfolió lehetséges pénzáramait a folyamatos bevétellel, illetve a nemfizetés esetén a jelentős veszteség realizálásával. Mindez attól válik veszélyessé, ha jelentős tőkeáttétellel történik, hiszen akkor a befektető a fenti példa alapján 100 M HUF értékű értékpapírral 1 Mrd HUF értékű értékpapír hozamára jogosult. Azonban a nemfizetési esemény bekövetkeztekor szintén tízszeres kötelezettségnek kell eleget tennie. Amely akár az addig befolyt pénzáramok és befektetett tőke többszöröse is lehet, maximálisan 1 Mrd HUF összeg, ha a benchmark jelzálogportfolió értéke nullára csökkenne.[297]

A *tőkeáttétel* a szintetikus értékpapírosítás esetében szükségessé teszi egy további úgynevezett szuper-senior hitelfedezeti csereügylet (super-senior CDS) bevonását. A szuper szenioritását onnan nyeri a CDS, hogy a többi CDS-ben foglalt helytállási kötelezettségek megvalósulását követően kerül csak sor e CDS-ben meghatározott helytállási kötelezettség beállására. Ezzel szinte minimális az esélye annak, hogy a szuper-senior CDS kötelezettjének a helytállására egyáltalán sor kerül. Szinte

[296] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 526. old.
[297] Lásd RENISSEN, Joe: *Investors flock back to credit product blamed in financial crisis* Financial Times 2019. május 3. https://www.ft.com/content/9c33cea0-6ceb-11e9-80c7-60ee53e6681d (2019.05.06.)

csak a normál kockázat eloszláson kívül eső (tail-risk)[298] illetve a fekete hattyú (black swan) események bekövetkeztekor jelent ez a pre stare kötelezettség a szuper szenior CDS kötelezettjének tényleges fizetési kötelezettséget. Akkor, amikor a szuper-senior CDS nemfizetési esemény bekövetkezik a többi ügyletrész-sorozatra vonatkozó CDS-ek kötelezettjei már mind eleget tettek a nemfizetési eseményekből eredő kötelezettségeiknek. Ezek alapján szinte feleslegesnek tűnhet a szuper-senior CDS alkalmazása. Ezzel magyarázható, hogy nem is ezzel a céllal jött létre, hogy szintetikus értékpapírosítást valósíthassanak meg használatával, hanem azért, hogy a szabályozó hatóság az Egyesült Államokban elfogadja a csökkentett tőkekövetelményeknek történő megfelelést azáltal, hogy a portfolió teljes mértékben fedezett - ha egy része csak egy szuper senior CDS által is. Így a szuper senior CDS kötelezettje az értékpapírosítást kezdeményező, aki cserébe egy kisebb tőkekövetelménynek történő megfelelést (tartalékképzési kötelezettséget) „kap" az ellenérdekű féltől.

Egy történeti kitekintést is érdemes tenni a tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítás jobb megértése érdekében. A konstrukció prototípusa a *J. P. Morgan befektetési bank* által 1997 decemberében kibocsátott *Broad Index Secured Trust Offering.* Ezen 700 M USD kötvény kibocsátás fedezete egy 307 darabos kereskedelmi hitelből, vállalati és önkormányzati kötvény fede-

[298] A *tail risk elmélet* az események nem normál eloszlását feltételezi. Az elmélet alapján a normál eloszlás leglaposabb szélső értékeinek a 99,97 %-os szintnél is kisebb valószínűséggel a 0,03 % valószínűséggel megvalósuló értékei is bekövetkezhetnek. Amiért ez az elmélet különösen izgalmas, hogy Harry Markovitz modern portfolió elmélete és a Black-Scholes-féle opciós árazási modell is a 99,97 %-os valószínűséggel megvalósuló eseményeken alapulnak. A Black-Scholes-féle árazási modell alapján történik napjainkig az opciók árazása. Az elmélet az LTCM fedezeti alap bukásához jelentős mértékben hozzájárult azzal, hogy nem tökéletesen modellezi le a piaci hozamokat, nem feltételezve a teljes normális eloszlás bekövetkezését. A *tail risk* események bekövetkezése azonban éppen ezzel ellentétben fontos, mert jelentős hatással van a piaci hozamokra.

zet terhére kibocsátott 460 M USD AAA minősítésű ügyletrészsorozat és 237 M USD Ba2 ügyletrészsorozat, mely ügyletrészsorozatok 9,8 Mrd USD portfolió kockázatát képviselték a befektetők felé. A kibocsátás célja kizárólag a tőkeképzési kötelezettség csökkentése volt, melyet az Egyesült Államok jegybankja, a FED, mint a J. P. Morgan felügyeleti szerve elfogadott, és jóváhagyta 9,8 Mrd USD tőke felszabadítását a konstrukció alapján a társaság számára. Azonban ez az eszköz még ugyanebben az évben további 27 Mrd USD kockázat átadását tette lehetővé és az ezt követő évtizedben 2007-re elérve a csúcspontját, összesen 105 Mrd USD kockázat átadását és ugyanekkora mértékű tartalékképzési kötelezettség elengedését biztosította az ügyletekben részvevő piaci szereplők számára.[299]

A tőkeáttétel azonban jelentős kockázatot is magában hordozhat. A mögöttes, benchmark portfolió meghatározása és annak nyomon követése is jelentős kockázat, hiszen e portfolió nemteljesítése esetén kerül sor *nemfizetési (default) biztosítási eseményre*. Ha ugyanis nem az SPE tulajdonában van, vagy egy nem likvid pénzügyi eszköz portfolióra vonatkozik, akkor az ellenérdekű fél, mint a nem likvid másodlagos piac árjegyzője is esetleg egyszemélyben nem biztos, hogy pontos információt ad piaci árak változásáról, illetve saját pozícióinak függvényében csak késleltetve teszi azokat nyilvánossá.[300]

A CDS-ekben foglalt kvázi biztosítói kárfizetési kötelezettség azonban nem fedezett biztosítási káralappal, sőt éppen ellenkezőleg, pozitív hozamelvárások állnak fenn vele szemben. A fent említett nemfizetési esemény kockázatát ugyanis azoknak a hitelminősítőknek kellett volna pontosan számszerűsíteni, akiknek az volt az érdekük, hogy ennek az eseménynek minél kisebb bekövetkezési valószínűséget tulajdonítsanak, ezzel a szükséges

[299] Lásd WHITALL, Cristopher: *1997: JP Morgan's US$700m Bistro bond: the first CDO* http://www.ifre.com/1997-jp-morgans-us700m-bistro-bond-the-first-cdo/21102932.fullarticle (2019.05.13.)
[300] Lásd LEWIS Michael: *The Big Short Inside the Doomsday Machine* W.W. Norton & Company Incorporated New York London 2010 48. old.

minimumra szorítva a mögöttes követelés portfoliók nemfizetésének a kockázatát. A hitelminősítők ennek alátámasztására egy szakmailag nehezen védhető közgazdasági álláspontra alapozták modelljüket, mely a befektetők éberségét elaltatta.[301] A hitelminősítők modellje ugyanis nem számolt az ingatlanpiac visszaesésével mindössze a stagnálást építették be a lehetséges kimenetek közé a kibocsátások minősítésekor. Ezzel a 2000-es évek nagy hitelminősítő hármasa az Egyesült Államokban (Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings) egyfajta téves biztonságot kölcsönöztek feljavított és így legjobb minősítésű jelzálogadósoknak vagy éppen befektetői kategóriába minősített csődközeli nemzetgazdaságok szuverén állampapír kibocsátásainak az alacsony csőd bekövetkezéssel számoló kockázati modelljeik alkalmazásával.[302]

7.4. Eszközalapú kereskedelmi kötvény

7.4.1. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény működési modellje[303]

Az *eszközalapú kereskedelmi kötvény (asset-backed commercial paper – ABCP)* látszólag mindössze a *kereskedelmi kötvények* egy, az Egyesült Államokban elterjedt rövid lejáratú értékpapírosítási modellje, melynek előtípusa a kereskedelmi

[301] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 January 2011 118-122.old.
https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2019.01.16.)

[302] Lásd SCHWARCZ, Stephen L.: Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach 1999, 85 Cornell L. Rev. 957-967.old.

[303] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai* Jura 2016 22. évf. 2.szám 214-224 old.

kötvény. Azonban az *eszközfedezetű kereskedelmi kötvény* két fontos szempontból elkülönül *a kereskedelmi kötvény* másik két típusától a *vállalati* és *pénzintézeti kereskedelmi kötvénytől*. E különbségek egyrészt az új típus szerkezetében, másrészt annak átláthatóságában érhetők tetten.

A legegyszerűbben úgy fogható meg az *eszközalapú kereskedelmi kötvény* mibenléte, mely az SPE bevonásával rövid lejáratú eszköz finanszírozást valósít meg. Az SPE pedig kibocsátóként, tevékenységét az *értékpapírosítás* formájába csomagolva végzi.

7.4.2. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény szerkezete

Szerkezetileg az *eszközalapú kereskedelmi kötvény* kibocsátását egy *követelésekkel feltöltött pénzügyi közvetítő* (conduit) végzi, mely hasonlít az SPE-re, hiszen a finanszírozó bank mérlegétől elkülönül. E formában közvetett módon kerül a tőke bevonásra, ugyanis a pénzintézet lesz az értékpapír kibocsátója. A *pénzintézet a pénzügyi közvetítőben elhelyezett fedezetek terhére bocsát*[304] *ki kereskedelmi kötvényt*. Az értékpapírokkal finanszírozott társaság követelés portfolióját egy *működtető* (administrator) vagy másnéven szponzor társaság üzemelteti. A működtető társaság általában egy kereskedelmi bank vagy bankcsoport banki jogosítványal rendelkező tagja vagy egy olyan pénzügyi eszközök közvetítésével foglalkozó vállalkozás, mely hitelközvetítéssel foglalkozik, de nincs banki licensze. Ez azért fontos, mert mindkét működtető társaság típus esetén a vállalkozás jól ismeri azon hiteltermékeket és azok piacát, melyekből a követelések megvásárlásra kerülnek és az SPE-be kerülve a *kereskedelmi kötvények* fedezetévé válnak. Az első formát *banki*

[304] A kereskedelmi kötvény eredeti formájában működő tőke finanszírozást biztosít a kibocsátó társaság részére, azaz készletek és vevőkövetelések finanszírozását szolgálja. A kereskedelmi kötvények maximális 270 napos futamideje a rulírozás, illetve megújítás során a tényleges futamidőt (Európában több évre) az Egyesült Államokban határozatlan időre növelheti.

szponzorálásnak az utóbbit *nem banki vagy harmadik személy által végzett szponzorálásnak* nevezzük. A szponzornak abban is meghatározó szerepe, hogy milyen árazással, azaz milyen kamatozással kerüljön a piacra, a conduit eszközeinek a fedezetével kibocsátott *eszközalapú kereskedelmi kötvény*.

Az eszközalapú kereskedelmi kötvény esetében a *conduit struktúra* segítségével egy transzformációs folyamat zajlik le. A pénzintézet a konverzió során hosszú lejáratú eszközök: öt-tíz, de akár húsz-harminc éves futamidejű diákhitelek, hitelkártya-jelzáloghitelek, autó- és fogyasztási hitelek fedezetével rövid lejáratú, jellemzően három hónapos futamidejű *eszközalapú kereskedelmi kötvényt* bocsát ki - a *conduit*-on keresztül. Ezzel az ABCP lejárati transzformációja egy árnyékbanki jellemzőt testesít meg. Az árnyékbanki szereplők hasonlóan a hagyományos bankrendszer *kereskedelmi bankjaihoz* is egy hasonló, de fordított előjelű lejáratú konverziót hajtanak végre. A *kereskedelmi bankok* esetében jellemzően három hónapos betétek fedezetére, öt-tíz, de akár húsz-harminc éves jelzáloghitelt, autóhitelt és személyi kölcsönt helyeznek ki.

A *fedezeti alapok* (hedge fundok) is hasonlóan járnak el, amikor felvásárolnak egy bedőlt hitelekből álló portfoliót vagy egy csődközeli társaságot, hiszen évekre elkötelezik magukat a portfolió mellett. Az *eszközalapú kereskedelmi kötvény esetében a kibocsátó pénzintézet is* hasonló kockázatnak vannak kitéve. A *fedezeti alapoknál* e kockázat a befektetési jegy *visszaváltási kockázata*, az *eszközalapú kereskedelmi kötvényeknél* a *megújítási kockázat* felel meg ennek a bizonytalansági tényezőnek. Amíg azonban ez a kockázat a *fedezeti alapoknál tőke csökkenését és végső esetben az alap megszűnését*[305] okozhatja, addig *a kockázat jelentős növekedése* az *eszközalapú kereskedelmi kötvénynél tovagyűrűző pénzpiaci likviditási válságot is előidézhet*.

[305] Kivéve, ha túlságosan nagy méretű a fedezeti alap, mint az 1988-ban csődközeli helyzetbe jutott LTCM hedge fund esetében történt, ahol a FED-nek kellett beavatkozni - igaz csak közvetve - egy bankkonzorcium szervezésével, hogy az azonnali csőd ne okozzon káoszt a pénzpiacokon.

A hasonlóság viszont fennáll egy másik szempontból is, ugyanis a túlzott, bankrohamszerű forráskivonás ugyanazt a hatást éri el a hedge fundoknál (LTCM) mint az *eszközalapú kereskedelmi kötvényeknél*, mégpedig, hogy külső forrásra, az *utolsó mentsvár szerepében fellépő jegybank* speciális pénzalapjaira[306] lesz szükség a likviditási probléma megoldására.

A jelentős különbség a *fedezeti alapokhoz* képest azonban, hogy a *conduit struktúra*, éppen a bankok vezetése alatt jön létre, mégpedig azzal a céllal, hogy a licensz adta kötelezettség, a kötelező tartalék képzése alól felmentést kaphasson a bank. Hiszen így a megvásárolt hitelportfoliót a bank úgy tudja újra és újra finanszírozni, hogy a pénzügyi közvetítő segítségével kibocsátott értékpapírok, *az eszközalapú kereskedelmi kötvények* után nem kell tartalékot képeznie. Ez az előny azért fontos, mert néhány tized százalék hozamkülönbség is egy alternatív megoldás felé viheti el a piac szereplőinek figyelmét. Ez az alternatíva paradox módon éppen a kereskedelmi bank hitele vagy a hasonlóan likvid diszkontkincstárjegy attól függően, hogy kibocsátó

[306] Ilyen speciális pénzügyi forrás a discount window, mellyel, mint monetáris eszközzel nyújt segítséget a FED az Egyesült Államokban, a rövid távú likviditási problémák esetében - az arra jogosult pénzintézetek számára. A jegybank alkalmazásában érhető el ez az eszköz a jegybanki alapkamatnál magasabb kamat mellett, egynapos (overnight) futamidejű forrásként. Az elnevezés onnan ered, hogy egy jegybanki pult ablakánál kellett igényelni a jogosult pénzintézet munkatársának a szükséges összeget a XX. század első felében. A 2001. szeptember 11-i terrortámadás idején a discount window 46 milliárd USD értékű igénybevételére került sor, ami a korábbi igénybevétel kétszázszorosát érte el. Érdemes megjegyezni, hogy 2007 augusztusában a FED a kamatlábat úgy csökkentette, hogy a korábbi egy százalékos prémium (többlet) a fél százalékosra csökkent és az egynapos futamidő harminc napra nőtt. Mintha csak érezte volna a FED az eszköz hamarosan várható igénybevételét, hiszen 2008 márciusában a discount window eszköz igénybe vételi lehetőségét tovább enyhítette a Bear Stearns válság hatására. Ekkor már csak huszonöt bázis felárat kellett az igénybe vevő pénzintézetnek a jegybanki alapkamat felett fizetni és a maximális időszak is kilencven napra bővült. 2008 szeptemberében a Lehmann Brothers csődje után az eszköz igénybevételének mértéke ismét jelentősen megnövekedett.

vagy befektetői oldalról vizsgáljuk az értékpapírt. A fentiek alapján azonban már könnyen érthető a konstrukció gyors elterjedése és nagy népszerűsége egészen a 2007-2009-es pénzügyi válságig.

7.4.3. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény konstrukció átláthatósága

Az átláthatóságot vizsgálva az a következtetés vonható le, hogy az *conduit* -ra azért van szükség, hogy minél átláthatóbb legyen a konstrukció és minél inkább csődtávoli (bankruptcy remote) is legyen egyidejűleg.[307] Előbbi átláthatóság a befektetők megnyeréséhez, az utóbbi jogi státusz pedig a kockázat csökkentéséhez szükséges. Ez a *csődtávoli megoldás* azt a megállapodást foglalja magában a conduit esetében, hogy az utolsó *kereskedelmi kötvény* kibocsátását követő egy év és egy napig nem tesz egyik fél sem lépéseket a felszámolás elindítására, így (a kereskedelmi kötvény egy évnél rövidebb futamideje miatt) az összes kötvény lejár ez idő alatt és a kötvények tőkeértéke visszafizetésre kerül a kötvény tulajdonosai számára.

A conduit-ba, ahogy azt a fentiekben láthattuk a szponzor *bank* lakossági és vállalati adósság jellegű kötelezettségeket vásárol. Az így megvásárolt hitelportfolió törlesztőrészletei lesznek kereskedelmi kötvény tőketörlesztésének és kamatfizetési kötelezettségeinek a fedezetei.

A kockázatok is növekednek a megkettőződött struktúra miatt az *eszközalapú kereskedelmi kötvény* esetén. Egyrészt a hitelportfolió számossága miatt szinte mindig lehetséges nemfizető hitel, ami ellen védelemre van szüksége a bizalom és a fizetőképesség fenntartása érdekében a résztvevő feleknek. A másik kockázat a hitelportfolió és a fedezetére kibocsátott kereskedelmi kötvények eltérő lejáratából eredő *megújítási kockázat*. A két

[307] Lásd ANDERSON, Richard G. – GASCON Charles S.: *The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis* Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December 2009, *91*(6), 590. old.

kockázatra született egy-egy kockázatcsökkentő megoldás. A folyamatos fizetőképesség fenntartását a *hitelminőség feljavítás* intézményrendszere biztosítja. Az utóbbi kockázat, azaz a kereskedelmi kötvény megújításának a kockázata, amit egy *likviditást erősítő* (liquidity provider) konstrukció keretében szintén jellemzően egy pénzintézet nyújt, arra az esetre, ha a kereskedelmi kötvény megújítását már nem kérné a befektetők egy köre. Ekkor a likviditást nyújtó pénzintézet hitele átmeneti forrásként finanszírozza a megvásárolt követelésekből eredő kötelezettségek teljesítését azzal, hogy a conduit helyett kifizeti a lejáró kereskedelmi kötvény tulajdonosok felé fennálló tőketartozást. A problémát az okozza, hogy egy *pénzügyi válság* esetében, amikor ezen pénzügyi garancia intézmény lehívására tömegesen kerül sor, vajon van-e megfelelően megképzett fedezet a pénzintézetek esetében a kötelezettség teljesítésére. A válasz egyértelműen nem. Két okból állítható ez nagy bizonyossággal. Ez a kötelezettségvállalás *mérlegen kívüli tétel* (off-balance) ami azt jelenti, hogy az esetek jelentős részében nem képez rá fedezetet a pénzintézet. Feltételezve azonban, hogy képzett a teljesítésre fedezetet, akkor sem tud jelentős mértékű egyszerre esedékessé váló kötelezettségnek - a pénzpiaci likviditás szűke idején - a jegybank segítsége nélkül eleget tenni. Ugyanis, ha a szerződés alapján egy *pénzügyi válsághelyzetben* a pénzintézet nem tud megfelelni a fizetési kötelezettségeinek, akkor a betétesek és számlavezető ügyfelek nem juthatnak a betéteikhez illetve a számlaegyenelegükhöz - ebben az esetben még korlátozott mértékben sem. A helyzetet tovább bonyolítja, hogy a fizetési kötelezettség a helytállás, mennyire megalapozott jogi szempontból, ha nem szerződés által meghatározott, hiszen a szponzor elvileg teljesen független a conduit társaságtól, éppen annak csődtávoli jellege miatt.

A fenti két bizalomerősítő eszköz mellé még csatlakozik a *hitelminősítők* által elvégzett vizsgálat és annak eredménye a minősítés. A hitelminősítési kategóriába sorolás, abból a szem-

pontból segíti az *intézményi*[308] és magánbefektetők döntéseit, hogy mennyiben felel meg a befektetők döntési preferenciának az *eszközalapú kereskedelmi kötvény*, mint pénzügyi eszköz.

A fenti hármas garancia rendszer működése a *2007-2009-es pénzügyi válság* során - ahogy a későbbiekben látni fogjuk - elégtelennek bizonyult az Egyesült Államokban.

7.4.4. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény a 2007-2009-es válság idején

7.4.5. A bukás okai és a megoldás

Az *eszközalapú kereskedelmi kötvény 2007-2009-es pénzügyi válságban* játszott szerepéhez még egy fontos tényezőt érdemes kiemelni. 2003-tól a pénzügyi szolgáltatók a költségeinek csökkentésére és így közvetve a profit növelésére egy olyan speciális konstrukcióval jelentek meg a pénzpiacon[309], amely szerint a *hitelfedezetet megerősítő és a likviditást megerősítő pénzintézeti készenléti hitelek* helyett az *eszközalapú kereskedelmi kötvényt kibocsátó conduit belső likviditása* lett a fedezet az átmeneti *nemfizetési* vagy *megújítási kockázatra*. Ez olyan szinten bizalomcsökkentő lépés volt, hogy még a *hitelminősítő intézetek* sem fogadták el feltétel nélkül ezt a logikát. A külső pénzintézetek garanciái helyett a *conduit kipárnázását*[310] (cushion) kérték fedezetként, azaz többlet eszközöket, amiket vészhelyzetben a *conduit* adminisztrátora értékesíteni tud, ezzel fedezve a felmerült likviditási rést. A probléma éppen ebből ered, ha egy eszköz

---

[308] Intézményi befektetőnek minősülnek a kereskedelmi és befektetési bankok, a befektetési vállalkozások, a befektetési alapok, biztosító társaságok, nyugdíjalapok, vagy egyéb célra rendelt alapok, amelyek fő szakmai tevékenysége, hogy a tőkepiacon jelentős mennyiségű tőkét fektetnek be.

[309] Lásd ANDERSON, Richard G. – GASCON Charles S.: *The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis* Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December 2009, *91*(6), 601. old.

[310] A kipárnázás (cushion) azt a többlet biztosítékot jelenti - a hitelekhez hasonlóan -, hogy a fedezet leértékelődésének lehetőségét is számba véve több biztosítékot szükséges az adósnak a kibocsátó részére biztosítania.

iránti bizalom elvész a piacon, akkor csak nagy veszteséggel vagy akár - átmenetileg - lehetetlen értékesíteni az eszközt. Ennek ellenére 2008-ra az új megoldás széleskörűen elterjedt, így az *eszközalapú kereskedelmi kötvények* közel fele már csak *belső likviditási tartalékkal* volt kipárnázva.

A jelzálog piac robusztus 2000-es évekbeli növekedése szinte törvényszerűen megemelte a jelzálogalapú instrumentumok súlyát a *conduitok* eszközein belül. Ráadásul a jelzálogalapú *értékpapírosítási folyamatban* az *eszközalapú kereskedelmi kötvények* egyfajta puffer szerepet játszottak azzal, hogy amíg a követelések *értékpapírosítása* nem történt meg, a *conduitok* eszközeiben állt átmenetileg a pénzintézetek követelésekbe fektetett tőkéje. Így ahogy az *értékpapírosítási folyamat* megakadt, a tőke az *eszközalapú kereskedelmi kötvények conduitjaiban* lévő követelésekben koncentrálódott.

A *2007-2009-es jelzálogpiaci válság* több tekintetben is meghatározó volt az *eszközalapú kereskedelmi kötvény* esetében. Az első válságjelek már 2007 őszén mutatkoztak, amikor az *eszközalapú kereskedelmi kötvények* kibocsátása csökkenni kezdett. E folyamat eredményeképpen 2008 augusztusára 1,1 billió USD összegről 789 milliárd USD-re csökkent az *eszközalapú kereskedelmi kötvények* kibocsátási összege az Egyesült Államokban. A csökkenés fő oka a másodlagos jelzáloghitelekkel jelentősen terhelt *Bear Stearns*[311] két fedezeti alapjainak csődje volt 2007. július 31-én.[312] Ezt hamarosan követte a befektetési bank harmadik alapjának felfüggesztése is. A BNP Paribas 2007. augusztus 7-én három *befektetési alapjának visszaváltá-*

[311] A Bear Stearns befektetési bankot Joseph Ainslee Bear és Robert B. Stearns alapította 1923-ban. 2005 és 2007 között a Wall Street leginkább csodált értékpapírkereskedő vállalkozása volt. 2008 márciusában csődközeli helyzetbe került és összeolvadt a J.P. Morgan befektetési bankkal.

[312] Lásd KACPERCZYK, Marcin- SCHNABBL Phillipp: *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009* Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 1 Winter 2010 37. old.

sát, és még a nettóeszközérték[313] számítását is felfüggesztette. A közvetlen reakció a befektetők részéről az volt, hogy a befektetési alapoknál és a fedezeti alapoknál kevésbé átlátható *eszközalapú kereskedelmi kötvények* iránti bizalom drasztikusan csökkenni kezdett. Hiszen amikor a *fedezeti* alapoknál a probléma a jelentős toxikus jelzáloghitel[314] térnyerése, akkor felmerül a gyanú, hogy kevésbé átlátható portfoliójú *eszközalapú kereskedelmi kötvényeknél* szintén hasonló problémák merülhetnek fel. Az újonnan kibocsátott *conduit-hoz kötött eszközalapú kereskedelmi kötvények* esetében szinte azonnal megjelent az árazásban a megnövekedett kockázat. A változás drasztikus volt, a bankközi kamatlábhoz viszonyított 10 bázispontos többletkamat 150 bázispontra emelkedett, ami a pénzügyi eszköz versenytársát, a kincstárjegyet hozta ismét előnyös helyzetbe. Mindeközben a kibocsátott új értékpapírok futamideje is drasztikusan lecsökkent, a korábbi három hónapról mindössze egy-két napra. A kereslet nem csak kockázati oldalról a befektetők, de a legnagyobb intézményi befektető a *pénzpiaci alapok* oldaláról is jelentős mértékben csökkent. Ezek a pénzpiaci alapok azért csökkentették az *eszközalapú kereskedelmi kötvénykitettségüket*, mert a befektetők a pénzpiaci alapok esetében is az alacsonyabb kockázatúakat keresték, melyek kizárólag rövid lejáratú állampapírokba fektették az ügyfelek megtakarításait.

A *Lehmann Brothers* 2008. szeptember 15-i csődje azért volt fontos mérföldkő a *kereskedelmi kötvénypiac* számára, mert ez okozta a *Reserve Primary Fund*[315] bukását, amikor a pénzpi-

[313] A nettó eszközérték megmutatja egy befektetési alap portfoliójában az összes követeléseinek és kötelezettségeinek egy adott időpontra eső különbségét. Ez a nettó eszközérték egy egységnyi befektetésre, egy befektetési jegyre vetítve is meghatározható, ha a portfolió nettó eszközértékét elosztjuk a befektetési jegyek számával.

[314] Toxikus vagy mérgező eszközök azok, melyek a másodlagos piacuk beszűkülésekor illikvid eszközökké válnak. Ez azt jelenti, hogy az értékesítésük átmeneti időszakban nemcsak nagy árfolyamveszteséggel, de egyáltalán nem valósítható meg.

[315] A Reserved Primary Fund 1971-ben alakult az első pénzpiaci alapként.

aci alap úgy szűnt meg, hogy első alkalommal nem tudta az egy USD összegű egy befektetési jegyre eső nettó eszközértéket fenntartani.[316] A bukás oka pedig éppen az a 785 millió USD összegű *kereskedelmi kötvény* leértékelése volt, melyet a Lehmann Brothers közreműködésével bocsátottak ki. A társaság csődje miatt a *Reserve Primary Fundnak* le kellett értékelnie a kereskedelmi kötvény portfolióját. A *bankrohamszerű reakciót* az a tény nyilvánosságra kerülése váltotta ki, hogy bár az alap 2005-ig nem fektetett *kereskedelmi kötvényekbe*, azonban 2006-tól egyre nagyobb mértékben invesztált – éppen a hozam növelése érdekében a *kereskedelmi kötvényekbe*. Az ügyfelek *bankpánikszerűen* megrohanták a *pénzpiaci alapokat* attól tartva, hogy a megtakarításaik a korábban véltnél jóval kockázatosabb jelzálogpiachoz kapcsolódó – többek közt eszközalapú kereskedelmi kötvényekbe - pénzügyi eszközökbe kerültek befektetésre. Ezen a napon egyedül 172 milliárd USD összegű *pénzpiaci alap befektetési jegy* visszaváltására került sor. Azonban a pánik nem akart csillapodni a következő napon sem, így a 2008. szeptember 19-én a *FED*[317]-nek is be kellett avatkoznia, hogy a 3,45 billió USD nagyságú pénzpiaci alap befektetői megnyugodjanak és a pénzpiac ne omoljon össze a pánik hatására. A *FED* egy a betétbiztosításhoz hasonló megoldással garantálta a meghatározott időpont előtt vásárolt pénzpiaci befektetési jegyek 1 USD nettó eszközértékét[318]. Habár így a *pénzpiaci alapok* elleni ro-

[316] Breaking the buck kifejezés azt jelöli, amikor a pénzpiaci alap nettó eszközértéke a lélektani, egy USD szint alá esik.

[317] FED a Federal Reserve System az Egyesült Államok jegybankja, a regionális jegybankok szövetségi szintű intézménye.

[318] Ez a gyakorlatban azt jelentette, hogy ha az alap magánszemély vagy intézményi befektető tulajdonosa a garanciarendszer létrehozása előtt vásárolt és a garanciarendszerhez csatlakozott pénzpiaci alapba invesztált befektetési jegyét vissza szerette volna váltani, ha a nettó eszközérték a visszaváltás napján egy USD alatt lett volna, akkor a garancia program segítségével ebben az esetben is megkapta volna az egy USD összeget. Az alap mögött az Exchange Stabilization Fund, egy 50 Mrd USD összegű elkülönített alap állt. Az alaphoz való csatlakozásért az Egyesült Államok Pénzügyminisztériuma díjat

ham lecsillapodott, a *pénzpiaci alapok* egy hónap alatt így is 15 %-kal 1,76 billió USD összegről 1,43 billió USD összegre csökkentették portfoliójukban a *kereskedelmi kötvények* arányát, helyette kincstárjegyet és állami szervezetek által kibocsátott értékpapírokat vásároltak. Ezzel a pénzpiaci alapok portfoliójában a kereskedelmi kötvények aránya 24,2 %-ról 16,9 %-ra csökkent. Így a *FED* további beavatkozást eszközölt a kereskedelmi kötvény piaci stabilizálására. 2008. október 26-án amikor az Egyesült Államok központi bankjaként közvetlen *kereskedelmi kötvényvásárlásba* kezdett.[319] Ezzel a lépéssel a jegybanknak sikerült a kereskedelmi kötvény piacon a normál működést helyreállítani. 2009 januárjára a jegybank a kereskedelmi kötvény piacon szinte az egyetlen vásárlóvá vált és a *FED kereskedelmi kötvény portfoliója* 357 milliárd USD összegre bővült. 2009. végére azonban a jegybank folyamatosan csökkentette a tulajdonában lévő kereskedelmi kötvények állományát és így az év[320] végére mindössze 40 milliárd USD értékű portfolió, a piac 3,4 %-a maradt a tulajdonában.

A bukás okait vizsgálata során közvetett és közvetlen okok különíthetők el. A közvetett okok között a *jelzálogpiaci válság* és a *jelzálogpiaci eszközök* leértékelődése volt a legfontosabb. A másik közvetett ok a *pénzpiaci alapok* erőteljes és gyors kivonulása volt a *kereskedelmi kötvénypiac* egy részéről.

A közvetlen okok között a megfelelő kockázati szint ismeretét kell elsősorban kiemelni. A befektetők bankpánikszerű rohama mögött egyértelműen megállapítható, hogy az úgynevezett

---

kér, de garancia lehívására nem került sor. Így bár első alkalommal 3 hónapra hozták létre a jogintézményt, de az egy évig működött és fennállása alatt 1,2 mrd USD díj halmozódott fel a garancia rendszer működése során.

[319] Lásd LENTNER, Csaba - SZEGEDI, Krisztina - TATAY, Tibor: *A központi bankok társadalmi felelőssége* 2015 Vezetéstudomány 46. évf. 9-10 szám 35-47. old.

[320] Lásd KACPERCZYK, Marcin- SCHNABBL Phillipp: *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009* Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 1 Winter 2010 30. old.

prime pénzpiaci alapok[321] ellen irányult, mely reakció a nem megfelelő tájékoztatás és befektetői tájékozottság eredménye volt. A befektetők a pénzpiaci alapokról az esetek döntő többségében azt gondolták, hogy kockázatmentes eszközökbe, elsősorban rövid lejáratú állampapírokba fektetik pénzüket. A *kereskedelmi kötvényről* is hasonló, alacsony kockázatú eszköz képzete volt többségüknek. A *Lehmann Brothers*[322] bukásával mindkét, téves elképzelés nyújtotta biztonságérzet szertefoszlott. A hatás így sokszorozódott, amit a *pénzpiaci alapok* igyekeztek proaktívan kezelni a további *kereskedelmi kötvényeladásokkal* már az ügyféligények elébe menve, biztosítva a likviditást a további várható visszaváltásokhoz. Ezzel egyre növekvő eladási nyomást gyakoroltak a pénzpiacra, egy olyan piacra, mely *Bear Steans* és *Lehmann Brothers* bukása miatt jelentős bizalmi válságban volt és amelyre - más pénzpiaci eszközök hasonló hatásmechanizmusa miatt - már önmagában is jelentős likviditás szűke volt a jellemző. Ezért kellett a *FED*-nek utolsó mentsvárként beavatkoznia, mert látható volt, hogy 2008 végére az egyetlen vevővé vált a kereskedelmi kötvénypiacon.

7.4.6. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény újraszabályozása

A hasonló krízishelyzetek megelőzéséhez az Egyesült Államokban a Dodd-Frank Act[323] hatályba lépése adta a jogi keretet.

---

[321] Azok a pénzpiaci alapok, amelyek rövid lejáratú állampapírok mellett bankok és vállalkozások által kibocsátott eszközökbe is fektettek. Így többek között kereskedelmi kötvényekbe és repo ügyletekbe is.

[322] Lehmann Brothers befektetési bankot 1850-ben Henry Lehmann és Mayer Lehmann alapította. 2008 szeptember 15-én annak ellenére, hogy a negyedik legnagyobb befektetési bank volt, csődöt jelentett. Ezt követően a japán Nomura és a brit Barclays befektetési bankok vásárolták fel fiókhálózatát és a társaság volt központját.

[323] A *Dodd-Frank Wall Street Reform és Fogyasztóvédelmi Törvény* (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Dodd-Frank Act*) 2010. július 20-án lépett hatályba. A törvény elsődleges célja az adófizetők

Az egyébként roppant szigorú és átfogó szabályozás lényege két oldalról fogható meg, egyrészt legalább öt százalékban a conduitban szereplő követelésekből az adminisztrátor pénzintézetnek is részesedést kell szereznie (skin in the game) hasonlóan a többi értékpapírosítási formához – az eszközfedezett kereskedelmi kötvények kibocsátása során.[324] Másrészt az egyes ügyletrészsorozatokból szintén részesedést kell szereznie az adminisztrátor társaságnak (skin in the game) és azokat köteles a teljes futamidő alatt megtartani úgy, hogy e kitettségre nem hozhat létre fedezeti pozíciót.[325] A Basel III. szabályok alapján a pénzintézeteknek a mérlegen kívüli kötelezettségekre is tőketartalékot kell képezniük.[326] Mindkét intézkedéscsomag célja jól láthatóan a kockázatmegosztás a befektetők és az értékpapírosításban részt vevő szereplők között, és ennek folyományaképpen a teljes futamidő alatt a kockázati kitettség fenntartása (skin in the game) az érintett szereplők körében. A tőketartalék képzés növelésének előírása egyidejűleg csökkenti a tőkeáttételi hatást is, azzal, hogy a mérlegen kívüli tevékenységet internalizálja, azaz transzparensen a pénzintézet éves mérlegének részévé teszi a *conduitban* vállalt (*credit line, credit enhancement*) kötelezettségeket is.

által finanszírozott a magán társaságok pénzügyi szanálására vonatkozó állami beavatkozások jövőbeni megelőzése volt. A *Dodd-Frank Act* új autoritásokat létesített a szisztematikus kockázatok feltérképezése és a pénzintézetek átfogóbb felügyelete érdekében. A Dodd-Frank Act - nek azonban nagy szerepe volt a részvényesi jogok kiterjesztésében is, például a vezető tisztségviselők javadalmazása tekintetében.

[324] Lásd ADRIAN Tobias: *Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking* Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 533 2011. december 4-5. old.

[325] A fedezeti pozíció kialakítása egy ellenirányú ügylet megkötésével valósulhat meg, jelen esetben a kockázati kitettség részben vagy teljes megszűnését, azaz a kockázatközösség megszüntetését eredményezné a fedezeti pozíció részleges vagy teljes körű kialakítása.

[326] Lásd ADRIAN Tobias: *Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking* Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 533 2011. december 4. old.

8. Az értékpapírosítás elhatárolása – alternatív pénzügyi konstrukciók

Az értékpapírosítás olyan összetett folyamat, mely számos hasonlóságot mutat tőkepiaci jogintézményekkel. Ugyanakkor a hasonlóság ellenére jelentős különbséget is azonosítható a tőkepiacok egyes jogintézményeivel szemben. Ezért a szerző szükségesnek tartja az értékpapírosítási technikához a fogalmilag és strukturálisan leginkább közel álló tőkepiaci eszközök működési mechanizmusának elhatárolását az *értékpapírosítás* működési modelljétől.

Így különösen fontos az *értékpapírkibocsátástól, a faktoringtól és a fedezett kötvénytől* a megfelelő távolság kialakítása az értékpapírosítás esetében. A másik fontos, részben hasonló, részben eltérő jogintézményi kör: *a strukturált értékpapírokon* belül a *hagyományos és tőzsdén jegyzett alapok* a *szabályozott ingatlanbefektetési alapok* és a *certfikátok*.

8.1 Értékpapír kibocsátás

Az *értékpapírkibocsátás* alapvetően két formában valósulhat meg a nyilvánosság bevonása szempontjából. Egyrészt *zártkörű kibocsátással*, másrészt *nyilvános módon*, a potenciális tőkepiaci szereplők körét a tőkepiaci felügyelet által jóváhagyott *befektetési tájékoztató (prospektus)* segítségével tájékoztatva. Ekkor a médián keresztül a kibocsátó tájékoztatja a potenciális befektetőket a gazdasági társaság üzleti múltjáról, az aktuális üzleti teljesítményéről és a jövőbeli várható üzleti környezetéről és profitlehetőségeiről. A nyilvános tájékoztató központi eleme a kockázati tényezők feltárása részben makrogazdasági részben mikrogazdasági szinten, hiszen a lakossági befektetők számára is jellemzően nyitva álló jegyzési lehetőség esetében a teljes körű információ átadása a cél. Olyannyira, hogy a prospektus

felelősség jogintézménye[327] a releváns adatok esetében a teljeskörűség, valamint a közölt információk tekintetében a pontosság tekintetében személyes felelősséget határoz meg. Mégpedig a gazdaság társaság a tranzakcióért felelős vezető tisztségviselői körében, valamint a kötelezően alkalmazott befektetési szolgáltató esetében a tranzakcióért lebonyolításáért felelős vezető tisztségviselői körére terjed ki a felelősség vállalás.[328]

Ezzel ellentétben az *értékpapírosítás* során szinte kizárólagos jelleggel intézményi befektetők a potenciális befektetők, és a lakossági ügyfelek csak kivételként, ha rendelkeznek minősített befektetői besorolással, illetve csak közvetett pénzügyi eszközök bevonásával (hedge fundok, ETF-ek) válnak az értékpapírosított eszközök tulajdonosaivá.

Továbbá releváns különbség áll fenn a nyilvános értékpapír kibocsátásokra jellemző széles körű tájékoztatási kötelezettség és zártkörű kibocsátások - köztük az értékpapírosítások alacsony szintű információs kötelezettsége – a jelentősen szűkebb tájékoztatási kötelezettsége között. Azért, mert az értékpapírosítás *2007-2009-es subprime válságot* megelőző szabályozása során az Egyesült Államokban az értékpapírosítást kezdeményező szinte csak az általa megbízott és finanszírozott hitelminősítő felé szolgáltatott adatot a követelés portfolióról. A követelések eredeti jogosultjának hitelezési tevékenységéről azonban a köz-

---

[327] Lásd KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability*
Pravni Vjesnik: Casopis Za Pravne I Drustvene Znanosti Pravnog Fakulteta Sveucilista Josipa Jurja Strossmayera U Osijeku 2015, 31. évf. 3-4. szám 167-184. old. és KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel: *A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás kapcsán jelentkező prospektusfelelősség és kezelése* Európai Jog 2012, 12. évf. 4. szám 17-29. old. és KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel: *A 2003/71/EK irányelv (prospektus irányelv) szabályozási rendszere és a kibocsátási tájékoztatók új szabályozása* Európai Jog 2019, 19. évf. 4. szám 1-11 old.

[328] Lásd NOCHTA, Tibor: *A vezető tisztségviselők magánjogi felelősségének mércéjéről és irányairól az új Ptk. alapján* 2013 Gazdaság és Jog 21. évf. 6. szám 3-8. old.

zétételi kötelezettséget csak a válságot követő szigorúbb szabályozás írta elő. Ekkortól a befektetők nemcsak a hitelminősítő szűk körű tájékoztatására (hitelminősítés és annak indoklása) támaszkodhatnak, de az értékpapírosítást kezdeményező társaság számára is kötelezővé vált a jogszabályi előírásoknak megfelelő, nyilvánosan elérhető és naprakész adatokkal feltöltött információs bázis biztosítása az érintett piaci szereplők számára.

A másik jelentős különbség az értékpapírosítás és az értékpapírkibocsátás között, hogy az utóbbi esetében a kibocsátó közvetlenül saját hitelképességére, hitelminősítésére alapozva lép ki a tőkepiacra forrásbevonás céljából. Ezzel ellentétben az értékpapírosítás során a SPE bevonásával a kibocsátó az SPE hitelképessége nem releváns, hiszen nincs se múltja se üzleti tevékenysége az értékpapírosításban betöltött közvetítő szerepén kívül. Sőt az értékpapírosítás éppen a hitelminőség javítás segítségével nemcsak újraelosztja az egyes követelések pénzáramait, de a jellemzően gyengébb minőségű, hitelképességű követelésportfolió meghatározó részét jobb minőségűvé teszi a különböző garanciális szereplők és többletfedezetek biztosításával.

A fentiek alapján megállapítható, hogy jelentős különbség áll fenn az értékpapírkibocsátás és az értékpapírosítás között. Egyrészt az *információs asszimetria* az értékpapírosítást kezdeményező és a kibocsátó között jelentősen megnövekszik annak ellenére, hogy a befektető döntő többségben intézményi befektetők köréből kerül ki. Az *információs asszimetria* hasonlóan nagy a két oldal között az értékpapírosítás során, mint az értékpapírkibocsátás esetében a kibocsátó pénzintézet (befektetési bank) és a lakossági ügyfél között a követelések jelentős száma, újracsomagolása és az érintett szerződő felek jelentős száma miatt. Ezért ezt az asszimetriát érdemben csak a kibocsátási tájékoztatóhoz hasonló tájékoztatási kötelezettségek jogalkotói előírása, valamint az intézményi befektetők részéről a due

diligence vizsgálatok[329] elvégzése (a tranzakció megkötése előtt és a tranzakció fennállásának időtartama alatt) csökkentheti. Az alapvető különbség a kibocsátó, mint üzleti entitás hitelminősítése, és a kibocsátott értékpapír megítélése során betöltött szerepében fogható meg leginkább. Míg az értékpapír kibocsátás során a kibocsátó megítélése olyannyira releváns, hogy azt csak az iparági és makrogazdasági környezet adatai árnyalják, addig az értékpapírosítás során az SPE szerepe marginális, sőt a követelésportfolió újracsomagolását követően a követelések korábbi hitelképességi mutatóitól is érdemben különböznek – alapvetően pozitív irányban.

8.2. Faktoring

A *faktoring szerződés* során a *faktor* a *faktoring szolgáltatást* igénybe vevő szállítóval szerződéses kapcsolatban álló harmadik személlyel szemben fennálló követelését vásárolja meg. A faktor e pénzügyi tevékenység során a követelés (az időszakra elszámolt kamatokkal és a faktorálási díjjal) csökkentett összegét utalja át a szállító számlájára a harmadik személy egyidejű értesítése mellett.[330] A pénzügyi vállalkozás a faktoring - jellemzően - visszterhes jellege miatt[331] a hitelezési kockázatot nem veszi át a szállítótól, annak adósának nemfizetése esetén a követelést visszaadja a szállítónak és *faktoring* szerződés kere-

[329] A due diligence vizsgálatok során a szakértők azt vizsgálják, hogy az adott jogalany a jogszabályoknak, illetve az iparágra jellemző sztenderdeknek mennyiben felel meg és az esetleges eltéréseket feltárják és nyilvánosságra hozzák.

[330] Lásd NOCHTA, Tibor: *Vázlatok a faktoringszerződés magánjogi alapkérdéseihez* Magyar Jog 1996 43. évf. 12. szám 715-799. old.

[331] A Ptk. 6:405 § a magyar jogban a követelés engedményezést visszterhes jelleggel szabályozza, azonban - a szabályozás diszpozitív jellege miatt -, a nem visszterhes követelés engedményezésre is lehetősége van amennyiben ez tükrözi a felek szerződéses akaratát.

tében átutalt diszkontált követelésösszeget pedig a szállító utalja vissza a faktor számlájára.[332]

A hasonlóság a követelés megvásárlása és a szállító forráshoz juttatása tekintetében azonosítható. Mind az értékpapírosítás mind a *faktoring* esetében követelések megvásárlására kerül sor. Azonban az értékpapírosítással ellentétben a *faktoring* esetében nem kerül sor a követelések portfolió szintű kezelésére és harmadik személy társaságba történő átadására azaz KCGE használatára. Az értékpapírosítással ugyanis ezek a követelések hitelkockázatai a hitelminőség javítás után az egyes ügyletrészsorozatok vásárlói a befektetők felé átadásra kerülnek.

Az értékpapírosítás során abban az esetben, amikor a követelés kötelezettje késedelembe esik, a hiteladminisztrátor eltérően viszonyulhat a nemteljesítő, késedelembe esett ügyfélhez. Ugyanis míg egy pénzintézetnek arra is lehetősége van, hogy újrastrukturálja a követelését alacsonyabb törlesztőrészlettel vagy hosszabb futamidővel esetleg egy a késedelembe esett hitel újabb hitellel történő kiváltásával, addig erre az értékpapírosítás esetében nincs lehetőség. Hasonló a helyzet a faktor esetében is, aki ezt a nemfizetést a visszterhesség alkalmazásával tudja kezelni. Az így felszabadult forrást pedig újabb, de más adóssal szemben fennálló követelés megvásárlására fordíthatja, akár ugyanazon faktoráltató ügyfél üzleti kapcsolatrendszeréből merítve az újabb követelés adósát. Azonban az értékpapírosítás esetében a befektető egy dolgot tehet (a hitelminőség feljavítások alkalmazását követően), a nemfizető követelések fedezetével kibocsátott értékpapírok tulajdonosaként értékesíti a befektetését annak a másodlagos piacán. A probléma ebben az esetben éppen az, hogy a másodlagos piac kevéssé likvid vagy éppen az értékpapírosítást kezdeményezője a másodlagos piac árjegyzője. Ezért a befektetőnek a veszteséget el kell szenvednie kivéve, ha

[332] Lásd SZUCHY Róbert: Faktoring In: Barta, Judit; Fazekas, Zoltán; Harsányi, Gyöngyi; Miskolczi, Bodnár Péter; Szuchy, Róbert; Ujváriné, Antal Edit - Majoros, Tünde (szerk.) Kereskedelmi szerződések alapvető szabályai 2016, 144-155. old.

nem kötött a hitelkockázat védelmében egy hitelfedezeti csereügyletet éppen ennek a nemfizetési eseménynek a biztosítására. A 2007-2009-es subprime válság korai időszakában a csődtávoli jellegű SSPE de jure függetlensége ellenére az értékpapírosítást kezdeményező, illetve szponzor számos esetben mégis felvásárolta a teljes SSPE-t, hogy helytálljon annak követeléseiért, holott eredetileg a célja éppen a követelések átadása volt az SSPE részére. Ennek oka egyértelműen a társaság azon célja, hogy megvédje a társaság jó üzleti hírnevét. Az értékpapírosítási tranzakció célja éppen az volt ugyanis, hogy a követelések ne terheljék az értékpapírosítást kezdeményező társaság mérlegét és tőkét szabadíthasson további értékpapírosítások finanszírozására.[333] Azonban ez csak a válság korai szakaszában egyedi jelleggel valósulhatott meg, hiszen az adott értékpapírosítást kezdeményező társaság értékpapírosítási tranzakciói a saját tőkéjének a többszörösére rúgtak.

Végül a finanszírozás tekintetében érdemes kiemelni a faktoring és az értékpapírosítás közötti különbséget. A *faktor* célja a követelések kezelése, azaz azok nyilvántartása és beszedése. Így a faktoring szolgáltatáshoz szükséges a finanszírozás biztosítása. Ezzel ellentétben az értékpapírosítás esetében a cél a követelések forgalomképessé tétele és ehhez az értékpapírosítás alkalmazása a megfelelő technika, melynek során a követelések kezelése, mint a fedezetek megfelelő adminisztrációja szükséges az értékpapír fedezett jellegéből eredően.[334]

---

[333] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 January 2011 406-407.old.
https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2019.01.16.)

[334] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 72. old.

8.3. A fedezett kötvény (covered bond)

A *fedezett kötvény (covered bond)* az európai értékpapírosítás előfutáraként a hétéves háborút követően Poroszországban az 1770-es évektől indult útjára Pfandbriefe néven és azóta is meghatározó szerepet tölt be a jelzáloghitelek értékpapír formában történő refinanszírozásában. A *fedezett kötvény* töretlen népszerűsége és megbízható működése még a 2007-2009-es subprime válság idején is megmaradt és ez a tiszteletreméltó teljesítmény alapvetően két meghatározó jellemzőjének köszönhető.

A *fedezett kötvény* alapvető sajátossága, hogy a fedezetként felajánlott követelések nem kerülnek ki az eredeti hitelező mérlegéből, így természetesen hitelezési kockázat sem kerül átadásra a kötvénytulajdonosok részére. Ezzel a hitelek adminisztrációja sem kerül át új szolgáltatóhoz, hanem az eredeti hitelezőnél marad. Technikailag erre a megoldásra az értékpapírosításnál is van lehetőség, azonban a tényleges követelés eladás miatt ez csak a követelések eredeti tulajdonosa és a KCGE között kötött új szerződés megvalósulásával történhet meg.

Ahhoz azonban, hogy az eredeti hitelező pénzintézet csődkockázata ne növelje a kötvény kockázatát, a *fedezetként felajánlott adósság jellegű kötelezettségek elkülönítésre kerülnek (ring fencing)* egy csődtávoli eszközalapba,[335] melyet *fedezeti alapnak*[336] *(cover pool)* neveznek.[337] Ezek a követelések magas minősítésű és alacsony kockázati pénzügyi eszközök. Jellemzően lakossági jelzáloghitelek, állam szervek hitelei és olyan hite-

[335] Pfandbrief Act 2015. november 30. § 3. bek. lásd http://www.ecbc.eu/legislations/90/Pfandbrief+Act+%28as+of+November+2015%29.pdf (2019.05.21.)

[336] A fedezeti alapot szükséges a magyar fordításban azonos, de kockázati jellegében éppen a kiemelt kockázatú pénzügyi eszközök kategóriájába tartozó hedge fundoktól egyértelműen elhatárolni. Így a továbbiakban e jelentésében használja a szerző – ettől eltérés esetén külön jelezve azt.

[337] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 175. old.

lek, melyek fedezetét hajókra bejegyzett jelzálogjog képezik a pénzügyi eszközök e körét.[338] A fedezeti alapba a hitelek, mint fedezetek szigorú hitelkihelyezési követelmények teljesülése esetén kerülhetnek be. Így az adósminősítésen megfelelő pontszámot kell elérnie követelés kötelezettjének, a fedezet értékéhez képest mért *hitelfinanszírozási arány (loan to value)* érték nem lehet például 60 % felett[339] és a hitelportfolió *nemteljesítési rátája (deliquency rate)* nem nőhet egy meghatározott szint fölé.

A fedezeti alap kezelése dinamikus, azaz folyamatos monitoring alatt áll. E monitoring során havonta illetve negyedévente a portfolió elemeinek felülvizsgálatára kerül sor, és a rosszul teljesítő hiteleket a hitelező pénzintézet jobb minőségű hitelekre köteles lecserélni.[340]

A fenti két jellemzőn túl a nemteljesítés esetén tér el meghatározó módon a *fedezett kötvény* és az értékpapírosítás működési mechanizmusa. A *fedezett kötvény* esetében ugyanis *kettős visszterhesség* intézménye biztosít jelentős garanciát a kötvényből eredő kötelezettségek teljesítésére. Az egyik visszterhes elem szerint a kötvénytulajdonosok a követelések eredeti és egyetlen jogosultjához fordulhatnak a teljesítés biztosítása érdekében. Ennek az esetnek a megelőzését szolgálja a fedezeti alap dinamikus monitoringja. Ha azonban a követelések eredeti és egyetlen jogosultja fizetésképtelenné válna, a fedezett kötvények tulajdonosai a fedezeti poolból közvetlenül nyerhetnének kielégítést. A fentiek szerint ugyanis a fedezeti alap csődtávoli, azaz a pénzügyi szolgáltató fizetésképtelensége esetén sem elégíthető ki belőle egyéb követelés, mint a fedezett kötvényekkel szemben

[338] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 361. old.
[339] Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 360. old.
[340] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017,175. old.

fennálló kötelem.[341] Az értékpapírosítás esetében a visszterheség csak többletfedezetek és a hitelminőség javítások tekintetében értelmezhető. A többletfedezet bevonása, mint hasonlóság meg is jelenik az értékpapírosítással történő összehasonlításban, hiszen a fedezett kötvény esetében ez az egyetlen és gyakran alkalmazott hitelminőség feljavítási eszköz.[342]

A *fedezett kötvény* és az *értékpapírosítás* a legnagyobb hasonlóságot az úgynevezett *strukturált fedezett kötvény* esetében mutatja. Ekkor egy kétszintű szerkezet jön létre ellentétben a nem strukturált fedezett kötvénnyel, ahol az eredeti jogosult tulajdonában és mérlegében maradnak a fedezeti alapba elkülönített követelések és ezért egyszintű annak a szerkezete. Az Egyesült Királyság és Hollandia esetében az SPV (Special Purpose Vehicle)[343] bevonása is megvalósul e fedezett kötvénytípus esetében. A fedezetül szolgáló követelések is kikerülnek az eredeti követelések jogosultjának a tulajdonából. Az eredeti hitelező bocsátja ki a *strukturált fedezett kötvényt* és az SPV garantálja azt, a követelések tulajdonjoga alapján. Az Egyesült Államokban pedig fordított módon, a pénzintézet leányvállalata a követelések eredeti tulajdonosa, aki a kötvény kibocsátója lesz. Az anyavállalat pedig átveszi a követeléseket, elkülöníti és dinamikusan montoringolja azokat. Az anyavállalat fizetésképtelensége esetén a leányvállalat átveszi követeléseket és teljesíti a strukturált fedezett kötvényből eredő kötelezettségeket.[344]

Az Európai Unióban a Bázel III. szabályok e tranzakciók összege után csak 10 %-os a tőkeképzési kötelezettséget írnak

[341] Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 76. old.

[342] Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 79-80

[343] Hasonlóan az SPE-hez, speciális célú jogalany elnevezése az angol nyelvben.

[344] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017,176-177. old.

elő azon rezsimek esetében, ahol külön jogszabály határozza meg a fedezett kötvény működési szabályait - így többek között Németországban és Dániában. Az olyan rezsimek esetében, ahol e külön jogszabály hiányzik (például Egyesült Királyság és Egyesült Államok) a Bázel III. szabályozás a pénzintézetek számára 20 %-os tőkekötelezettséget ír elő.[345]

A fedezett kötvény és az értékpapírosítás között tehát jelentős a hasonlóság a tekintetben, hogy a követelések elkülönített módon kerülnek nyilvántartásba vételre a kötvényesek javára, illetve a teljes átadással az értékpapírosítás esetében. Azonban a meghatározó különbség az ügyletsorozat kialakításának a hiánya a fedezett kötvény esetében, ellentétben annak megléte az értékpapírosításnál.

8.4. Hagyományos befektetési alap[346]

A *befektetési alapok* olyan *intézményi befektetők*, amelyek *nyilvános* és *zárt körű* befektetési formában egyaránt megjelennek a tőkepiacon. Ebbe a körbe tartoznak a *nyilvános befektetési alapok,* a *fix portfóliójú alapok,* a *zárt és nyílt végű hagyományos befektetési alapok*. A zárt körben működő alapokhoz többségében a *fedezeti alapok (hedge fundok)* és teljes mértékben a *zárt körű befektetési alapok (private equity fund) tartoznak*. A *befektetési alap* jegyzésekor, illetve a másodlagos piacon történő vásárlásakor a befektetők a befektetési jegyek megvásárlásával professzionális vagyonkezelőre bízzák a megtakarításaikat, gyakorlatilag szakértelmet vásárolnak.

A befektetések forgatása során a csoportosan kezelt vagyon a *méretgazdaságosság*[347] és a *portfolió-diverzifikáció*[348] előnyeit

[345] Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017 78. old.

[346] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-Orac 2019 Budapest 225-231. old.

használja ki. Így az alapok befektetési jegyeinek a tulajdonosai nemcsak szélesebb körben, de *kisebb megtakarításokkal nehezen (vagy egyáltalán nem) elérhető pénzügyi eszközökbe* is fektethetnek alacsonyabb kockázat mellett.

A befektetési alap esetében a kezelt *vagyon a portfóliókezelési és bizományosi megbízásoktól és a különböző (bizalmi) vagyonkezelési konstrukcióktól* eltérően jogalanyi szinten is elkülönül az *alapkezelő,* a vagyon kezelésével megbízott személy vagyonától. A befektetési tevékenyégek ellenőrzését egy önálló jogalany, a *letétkezelő* végzi. A *letétkezelő* az ellenőrzés során köteles megtagadni a megbízás teljesítését, ha az adott befektetési megbízás nem felel meg a befektetési alap *kezelési szabályzatában* meghatározottaknak. Azzal, hogy a vagyon elkülönítése de jure (befektetési alap elkülönül az alapkezelőtől) és de facto (a letétkezelő engedélyezi és hajtja végre az alapkezelő megbízásait) is megtörténik, a befektetők jelentős intézményi garanciát kapnak a vagyonuk megőrzésére.

Ezzel a hasonlóság is már jól tapintható az értékpapírosítással történő összehasonlításban, ugyanis a befektetőktől összegyűlt tőke nem az alapkezelő ügyfélállományában jelenik meg, hanem egy önálló jogalany, a befektetési alap számláján. A befektetési alap, hasonlóan az SPE-khez nem rendelkezik önálló

---

[347] A méretgazdaságosság (economies of scale) azt jelenti, hogy ha egy bizonyos nagyságrendet elér egy eszköz, akkor azzal már lehet gazdaságosan foglalkozni. A befektetések terén ez azt jelöli, hogy ha egy meghatározott vagyont felhalmoz a befektető, abból már több és nagyobb értékű pénzügyi eszköz: például nagyobb lakó- vagy kereskedelmi célú ingatlan elérése is gazdaságossá válik. A nagyobb célvagyon így egyrészt az egy befektetési egységre eső költségeket csökkenti, másrészt a belépés lehetőségét kinyitja a kisebb megtakarításokkal rendelkező ügyfelek számára.

[348] A portfólió elven történő befektetések során, amikor egy adott célvagyon több pénzügyi eszközbe kerül szétosztásra, az egyes befektetések csökkenthetik a portfólió összkockázatát. Ez úgy valósulhat meg, hogyha az egyes befektetések árfolyammozgásai eltérő irányúak, akkor azokkal a kockázatokkal, melyek nem az összes befektetési eszköz sajátjai, a nem szisztematikus kockázat (unsystematic risk), azaz a portfolió összkockázata csökken.

szervezettel és alkalmazottakkal sem. Mind az alapkezelők mind az SPE-k egy célvagyon jogilag elkülönült nyilvántartására és kizárólag erre a célra jönnek létre és ha e funkciójukat betöltötték, akkor meg is szűnnek (self liquidating). Azonban éppen azért van mindkét esetben az önálló jogalanyiságra szükség, hogy sem az értékpapírosítást kezdeményező sem a befektetési alapkezelő fizetésképtelensége esetén a befektetők értékpapírjainak fedezete ne kerülhessen a hitelezők tulajdonába.

A különbség is számottevő azonban, a befektetési alap jellemzően nem strukturált, azaz nem tartalmaz származtatott eszközt a tőkeáttételes és abszolút hozamú alapok kivételével. Ezzel ellentétben a szintetikus értékpapírosítás minden esetben tartalmaz származtatott eszközt is, de nem szükségszerűen tőkeáttétellel. Az egyértelmű különbség azonban az a tény, hogy az értékpapírosítás esetében a pénzáramok újraelosztására kerül sor az egyes ügyletrészsorozatok között, ami csak marginális hasonlóságot mutat fix portfoliójú alapok osztott, növekedési és jövedelem típusú hozamokat nyújtó befektetési jegyeivel.[349]

8.5. A tőzsdén jegyzett befektetési alapok (exchange traded funds - ETF)[350]

Az *ETF-ek* olyan tőzsdén jegyzett befektetési alapok, amelyeket egy befektetési szolgáltató, mint szponzor hoz létre és vezet be a tőzsdére, hogy egy piac vagy egy instrumentum mozgását a befektetők szinte azonnal le tudják követni, anélkül, hogy az adott teljes piacot vagy pénzügyi eszközt meg kellene vásárolniuk vagy eladniuk. Így az ETF-k teljes köre tőzsdei bevezetésre kerül eltérően a hagyományos befektetési alapoktól, melyek közül csak a zárt végűek kerülnek bevezetésre a tőzsdére, a *nyílt végű hagyományos befektetési alapok* nem. A tőzsdei

[349] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-Orac 2019 Budapest 227-228. old.
[350] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-Orac 2019 Budapest 245-254. old.

bevezetés célja az ETF-ek esetében - ellentétben a hagyományos zárt végű befektetési alapokkal -, nem kizárólag a befektetők kiszállási lehetőségének biztosítása. Az ETF-k esetében ugyanis a mögöttes portfólió aktív és kereskedési napon belüli kezelésével lehetőséget biztosítanak a befektetők számára a piaci mozgások gyors lekövetésére is.

Ez úgy valósulhat meg, hogy az *elsődleges piac működtetésére* a *szponzor* bevon egy úgynevezett *felhatalmazott kereskedőt,*[351] (authorized participant) jellemzően egy jelentős másodlagos piaci részesedéssel rendelkező befektetési szolgáltatót. A *felhatalmazott kereskedő*, ugyanis akkor tudja a szerepét jól betölteni, ha megfelelő piaci részesedéssel rendelkezik az ETF portfoliójában szereplő pénzügyi eszközök tekintetében és így megfelelő likviditással rendelkező piacokon végzi tevékenységéthoz vagy saját maga is képes ilyen szabályozott piacot létrehozni és működetni az adott *ETF*-ben szereplő pénzügyi eszközökre és akár az *ETF* befektetési jegyeire is. A *másodlagos piacon* a *felhatalmazott kereskedő* számos esetben *árjegyzőként*[352] működik - hasonlóan az állampapírpiacon működő *elsődleges forgalmazókhoz* (prime-dealer).[353] Az *ETF* befektetési

[351]Lásd Investment Company Yearbook 2015, 55. kiadás. Az Egyesült Államokban a befektetési társaságok szakmai szervezetének (ICI - Investment Company Institute) a kiadványa 63. old.

[352]*Árjegyző* az a tőzsdei kereskedő egyéni vállalkozó vagy társas vállalkozás, amely kereskedési joggal rendelkezik az adott tőzsdén és egy adott instrumentumra vételi és eladási árat jegyez ezzel biztosítva folyamatos piacot az adott piaci instrumentum iránt érdeklődő befektetők részére. Az *árjegyző* ezt úgy tudja megvalósítani, hogy folyamatosan egy meghatározott állományt tart fenn a saját számláján az adott eszközből. Az *árjegyző* a vételi és eladási árfolyam különbségéből és a saját készleteinek értékesítése során elért árfolyamnyereségből tartja fenn a vállalkozását. Az információs többlet, amivel a folyamatos piaci jelenlét miatt rendelkezik, biztosítja a szükséges tudást ehhez a tevékenységhez.

[353] Az *elsődleges forgalmazónak* a *felhatalmazott kereskedőhöz* hasonlóan többletjogokkal bír a többi piaci szereplőhöz képest. Így joga van részt venni állampapír kibocsátásokon (aukciókon) és a másodlagos piacon saját számlára köteles meghatározott mennyiségben venni és eladni meghatározott állam-

jegyei így nagyobb csomagokban, jellemzően (25 vagy 50 ezer vagy annak többszörösének megfelelő darabszámmal) úgynevezett *létrehozási csomagban* (creation unit) kerülnek kibocsátásra az ETF által, a *felhatalmazott kereskedő* bevonásával, és csak ezt követően kerül sor az így kibocsátott befektetési jegyek tőzsdei bevezetésére. A *létrehozási csomag* mögött egy *létrehozási portfolió* (creation basket) áll. Ez a *létrehozási portfolió* a meghatározott, követni kívánt eszköz, például index részét képező értékpapírokból és készpénzből áll. A létrehozáskor és minden, a fenti nagyságrendet elérő piaci igény megjelenésekor a *felhatalmazott kereskedő ETF* befektetési jegyeket vásárol az ETF-től a *létrehozási portfolió* eszközeiért cserébe.[354]

Ezzel párhuzamosan a munkanap végén *felhatalmazott kereskedő* összegzi a saját számlára az intézményi befektetőkkel lefolytatott tranzakciók nettó pozícióját. Amennyiben *felhatalmazott kereskedő* által vásárolt befektetési jegyek és az általa eladott és vásárolt befektetési jegyek számának különbsége a saját számlán lévő korábban vásárolt befektetési jegyek számával együtt eléri a 25 vagy 50 ezer darabot, akkor kezdeményezheti egy újabb létrehozási portfolió (creation basket) eladását az *ETF* kezelője vagy másnéven szponzora felé. Ezzel a piacon lévő *ETF* befektetési jegyek száma 25 vagy 50 ezer darabbal (esetleg annak többszörösével) nőni fog a napi eszköz értéken. Fordított esetben amennyiben az adott napon a saját számlára vett és arról eladott befektetési jegyek darabszáma 25 ezer vagy 50 ezer befektetési jegyet vagy annak megfelelő negatív egyenleget mutatna, akkor egy visszaváltási csomag (redemption unit) segítségével az *ETF szponzorától* visszavesz 25 vagy 50 ezer darab befektetési jegyet. Ezzel a darabszámmal csökken a napi eszközértéken a piacon lévő befektetési jegyek száma.

---

papírok körét. Ezzel a másodlagos piaci információkkal tud hatékonyan részt venni az akciókon, ahol ügyfelek számára - azok megbízásai alapján - és saját számlára továbbértékesítési céllal jegyez állampapírokat.

[354] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Eladó az egész világ? Avagy - ETF-k szabályozási kérdései* JURA 2016, 22. évf: 1. szám 171-181. old.

Azonban azzal, hogy készleten is tart befektetési jegyeket a felhatalmazott kereskedő lehetősége van *arbitrázsra*, ha jelentősebb árkülönbség alakul a piacon a piaci ár és nettó eszközérték közötti különbség tekintetében.

A felhatalmazott kereskedő, ha a tőzsdén a nettó eszközérték feletti árat észlel, *ETF*-et ad el a tőzsdén *short ügylet* keretében[355] és a létrehozási portfolió (creation basket) elemeit veszi meg a piacon. Majd a kereskedési nap végén a nettó eszköz értéken visszavásárolja az *ETF*-et a vagyonkezelőnek eladja a nap közben vásárolt mögöttes visszavásárlási portfolió (redemption basket) elemeit.[356]

Ha a tőzsdei árfolyam alacsonyabb a nettó eszközértéknél, akkor fordított tranzakció-párost hajt végre a felhatalmazott kereskedő. Ennek a tranzakció párosnak a keretében a felhatalmazott kereskedő *ETF*-et vásárol a tőzsdén és egy a vagyonkezelőtől kölcsönzött mögöttes *visszavásárlási portfolióval* (redemption basket) hajt végre egy short ügyletet, azaz eladja a portfolióban lévő eszközöket a piacon.

Ezzel az arbitrázs tevékenységgel azonban *felhatalmazott kereskedő* azt is biztosítja, hogy minél kisebb legyen a piaci ár eltérése a nettó eszközértéktől, ami jelen esetben a követett index vagy az ETF portfolióeszközeinek az árfolyama. Ezzel az *ETF* e működési rendszere az úgynevezett *követési hibát*[357] ki tudja küszöbölni a fenti automatizmussal, míg a hagyományos befektetési alapoknál erre nincs lehetőség az árjegyző hiányá-

[355] Ebben az esetben azért beszélhetünk ismét short ügyletről, mert a napközben eladott ETF-ek még nincsenek a felhatalmazott kereskedő birtokában, csak nap végén kerülnek hozzá. Azonban nem kell ténylegesen kölcsön vennie, mert az elszámolásra csak nap végén kerül sor, és addigra már a tulajdonában lesznek az újonnan kibocsátott ETF-ek, amivel az elszámolási kötelezettségeinek eleget tud tenni a felhatalmazott kereskedő.

[356] Lásd Investment Company Institute Yearbook 2015, 55. kiadás. Az Egyesült Államokban a befektetési társaságok szakmai szervezetének a kiadványa (Investment Company Institute - ICI) 65. old.

[357] *Követési hiba* (tracking error) a követett termék, csoport mozgásától való átlagos eltérését fejezi ki százalékos mértékben.

ban, valamint az úgynevezett *jövőbeni árazás* (forward pricing)[358] miatt.

Az ETF napon belüli árfolyama – ellentétben a hagyományos alapokéval - a mögöttes befektetési portfólió árfolyamát tükrözi, azaz nem csak a kereslet és kínálat függvénye a tőzsdén kialakult árfolyam, hanem a valós piaci értéket tükröz, hiszen a mögöttes termék árfolyamát szinte pontosan követi.

Az ETF esetében a napon belüli árfolyammozgás alapján az árfolyamérték-orientációs folyamatot segíti a *napon belül szinte folyamatosan frissített értékű indikatív árfolyam néhány másodpercként történő közlése.*

Az alapvető a hasonlóság az értékpapírosítás és az ETF között - a szponzor megjelenése az ETF-nél. Ezzel megoldással, hasonlóan az értékpapírosításhoz, egy külső szereplő irányítja a portfolióban lévő eszközök folyamatos adásvételét a befektetői igények szerint, mégpedig a fent említett felhatalmazott kereskedőt bízza meg ezen feladat ellátásával. Az értékpapírosítás során is hasonló szerepet tölt be a szponzor azzal, hogy pénzintézetként megvásárolja a követeléseket az eredeti követelések (nem pénzintézeti) tulajdonosától értékpapírosítás céljából. Az *értékpapírosítást kezdeményező* pénzintézet ennél a szponzori meghatározásnál annyiban bővebb területet ölel fel, hogy a saját maga, mint jogosult által kihelyezett hiteleket, mint követeléseket kiemeli egy portfolióba és átadja az SPE számára, vagy ilyen kitettséget szerez (származtatott eszközök bevonásával) értékpapírosítási céllal.[359] Az Egyesült Államokban szponzor és az értékpapírosítást kezdeményező nem kerül elkülönítésre, a

[358] A jövőbeni árazás (forward pricing) az jelenti, hogy a befektető a mai napon (T nap) ad a hagyományos befektetési alap jegyeire megbízást, de a megbízás csak a következő munkanapon (T+1 nap) fog teljesül a mai nap végén meghatározott árfolyamon vagy akár egy későbbi (érték)napon (T+3 vagy T+4) hasonlóan meghatározott teljesüléssel.

[359] Lásd DELIVORIAS, Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015 október, in depth analysis European Parliament 4. old.

fenti európai uniós elhatárolással szemben, ahol a szponzor és az értékpapírosítást kezdeményező két különböző jogalany lehet kizárólag.

Az *értékpapírosítás* és az ETF esetében is a szponzor az a meghatározó szereplő, aki a piaci igények és saját információs többlete (korábbi ETF és értékpapírosítási szponzori szerep miatt) alapján meghatározza az új típusú eszköz (ETF) vagy az újabb értékpapírosítás fő jellemzőit és annak strukturáját kialakítva, megköti a szükséges szerződéseket az érintett, a folyamatban résztvevő piaci szereplőkkel. A kockázatvállalás szintje is hasonló, hiszen saját forrásból vásárolja az értékpapírosításhoz a követelésportfoliót, illetve az ETF lejegyzéséhez annak sikeres elindulásához, akár formálisan, akár de facto jegyzési garanciát vállal annak szponzoraként.

A különbség azonban az SPE alkalmazása az értékpapírosítás során. Az ETF ugyanis nem valósít meg átstrukturálást még abban az esetben sem, ha az egyes kitettségeit lefedezi, hiszen ebben az esetben is a kockázati szintek változatlanul az ETF összes befektetési jegyének tulajdonosai között azonos arányban oszlanak meg, amely utóbbi értéket az egy befektetési jegyre eső nettó eszközérték határoz meg pontosan. Az értékpapírosítás során ezzel ellentétben új kockázati szintek kerülnek kialakításra az egyes ügyletrészsorozatokban a pénzáramok különböző ügyletrészsorozatokhoz történő eltérő szempontú hozzárendelésével.

8.6. Ingatlanbefektetési alap[360]

Az *ingatlanalapok* mindkét befektetői személyi köre, a lakossági és a szakmai ügyfél tekintetében is új funkciókat hordoznak magukban a közvetlen ingatlanbefektetéssel történő összehasonlítás során. A lakossági ügyfél számára egyáltalán a

[360] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-Orac 2019 Budapest 240-244. old.

hozzáférés lehetőségét és a szakértelmet nyújtja az ingatlanalap, míg a szakmai befektető számára portfolió diverzifikálásának lehetőségét és ugyancsak a piaci hozzáférést a nagyobb értékű, például kereskedelmi és ipari ingatlanok piacához. Ugyanis az általános portfoliókezelési gyakorlat szerint 10-12 különböző eszköz - jelen esetben ingatlan - szükséges egy jól diverzifikált portfolió kialakításához. A kereskedelmi és ipari célú ingatlanok esetében különösen igaz a nagy tőkeszükséglet. Egy bevásárlóközpont vagy egy repülőtér már USD milliárdokban mérhető befektethető tőkét igényel. A másik fontos tényező az egyedi ingatlanbefektetések hosszú futamideje és ebből eredő alacsony likviditása. Ez utóbbi fogalom azt jelenti az ingatlanok esetében, hogy jóval hosszabb időt vesz igénybe egy nagy értékű magán vagy kereskedelmi ingatlan értékesítése, mint egy tőzsdén jegyzett értékpapíré. A tőzsdére bevezetett pénzügyi eszközök értékesítésére minden munkanap van lehetőség, míg egy ingatlan értékesítése akár évekig is eltarthat vagy pedig rövidebb idő alatt, de jelentős tőkeveszteség mellett történhet. Ugyanakkor az ingatlanok rendelkeznek egy a részvények éves osztalékfizetésénél és kötvények féléves éves kamatfizetésénél vonzóbb tulajdonsággal a rendszeres pénzáram (cash-flow) lehetőségével, amennyiben bérbeadható az ingatlan és a bérlemények kiadásra kerülnek. Ebben az esetben ugyanis nemcsak folyamatos, de havi rendszerességgel jól tervezhető jövedelemre számíthat a befektető, ha folyamatosan kiadásra kerülnek az ingatlan egyes részei.

Az ingatlanok azonban speciális szaktudást is igényelnek, ezért az ingatlanok értékelésénél az alapkezelőknek kötelező ingatlan szakértő harmadik személyt igénybe venniük. E speciális szaktudással az értékbecslők rendelkeznek. A független társaság a megfelelő szakértelemmel havonta, negyedévente értékeli a meglévő ingatlanportfolió egyes elemeit. Ezzel ad lehetőséget az ingatlanalap a letétkezelőjének, hogy az alap nettó eszközértékét a portfolió likvid (készpénz és értékpapír) elemei mellett az ingatlan elemekre is ki tudja számítani. Az értékbecs-

lőnek minden egyes vételi tranzakció előtt értékelnie is kell a kiszemelt ingatlant vagy ingatlankomplexumot azért, hogy egy maximális vételi árat meghatározzon az ingatlanalap számára. Ugyanígy az értékbecslőnek az értékesítés előtt, de az eladási szándék kialakulását követően egy minimális eladási árat is meg kell határoznia az adott ingatlanra vonatkozóan az ingatlanalap számára. Ezzel biztosíthatóvá válik a befektetők megfelelő védelme az esetleges ingatlanpiaci visszaélések megjelenése ellen az ingatlanalapok világában.

Az ingatlanalapok a jelzálogalapú követelések értékpapírosításával mutatnak jelentős hasonlóságot. A legfontosabb hasonlóság az azonos vagyoneszköz és az ingatlanokra jellemző alacsony likviditás. Míg az ingatlanalapok esetében ezt a likviditási kockázatot a zárt végű ingatlanalap jellegénél fogva kezeli azzal, hogy a futamidő végéig nem lehet az alap befektetési jegyeit visszaváltani, addig a nyílt végű ingatlanalapok esetében a visszaváltás felfüggesztésének a lehetősége vagy a vásárlást követő minimális befektetési időszak meghatározása jelentheti a kockázat kezelését. Ezzel megvalósítható, hogy a lakossági ügyfelek ne kezeljék az ingatlanalapokat olyan likvid befektetési eszközként, mintha azok pénzpiaci alapok lennének.

Az értékpapírosítás jellegénél fogva szinte megoldja a likviditás problémáját azzal, hogy a szerződésbe foglalt követelések értékpapírosítása egy forgalomképesebb értékpapírt hoz létre az egyes ügyletrészsorozatok kialakításával. Azonban éppen a jelzálogfedezetek esetében a követelés jellegéből eredően nehezebb a követeléseket megtestesítő értékpapírok értékesítése, ha az ingatlanpiacon visszaesésre kerül sor. Az értékpapírosítás során részben nagyobb kockázatú eszközök, részben pedig jóval komplexebb strukturált eszközök jönnek létre, melyek másodlagos piaca éppen az ingatlanpiacok csökkenő trendjében a magasabb kockázat miatt alacsonyabb likviditást eredményez. Így nem, vagy csak nagyobb árkülönbséggel (veszteség) lehet ezeket az értékpapírokat értékesíteni a másodlagos piacon. Az intézményi befektetők szinte elsöprő része azonban a hosszú távú

befektetések között kezeli az értékpapírosítás során létrejött értékpapír befektetéseit, így pánikszerű eladásokra jóval kisebb az esély, mint a lakossági ügyfelek esetében. Erre szinte kizárólag akkor van jelentősebb számban és értékben esély, ha a hitelminősítői leminősítések hatására a kezelt portfolió kockázati előírásainak már nem tud megfelelni az intézményi befektető anélkül, hogy részben vagy egészben ne értékesítené az értékpapírosítás során vásárolt pénzügyi eszközeit.

A másik fontos különbség a tőkeáttételek alkalmazása terén azonosítható be. Az ingatlanalapok esetében a tőkeáttétel szinte kizárt, vagy csak minimális a korlátozott hitelfelvételi lehetőség miatt. A szintetikus értékpapírosítás esetében azonban akár jelentős tőkeáttétel alkalmazására is sor kerülhet, ami tovább növelheti az ingatlanalapú jelzáloggal fedezett követelések kockázatát. Így megállapítható, hogy az ingatlanalapok jellemzően alacsonyabb kockázatot hordoznak magukban, mint az értékpapírosítás. A leginkább meghatározó különbség az SPE alkalmazásának hiánya, ami az ingatlanalapok számára nem teszi lehetővé az ingatlanportfolióból befolyt bevételek eltérítését az ingatlanalap befektetési jegyeinek tulajdonosai között. Az SPE bevonása viszont éppen a pénzáramok ügyletrészsorozatok közötti eltérítését teszi lehetővé az értékpapírosítást kezdeményező számára.

8.7. Szabályozott ingatlanbefektetési társaság[361]

Az *ingatlanalapokon belül egy* érdekes ingatlanalap jellegű befektetési forma az *ingatlanokba fektető fix portfoliójú alap (Real Estate Investment Trust – REIT) jött létre az Egyesült Államokban.* E formát Magyarországon szabályozott ingatlanbefektetési társaság néven vette át a jogalkotó, amivel teljesen el-

[361] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-Orac 2019 Budapest 241-244. old.

vesztette annak befektetési alap jellegét és a részvénytársasági forma kapott hazánkban is hangsúlyt.[362]

Mai formáját a REIT az Egyesült Államokban hosszú fejlődési folyamat eredményeként érte el.[363] Az *Egyesült Államokban* a jogi szabályozás már *1960-tól*[364] lehetőséget teremtett arra, hogy a lakossági befektetők is részesedjenek az ingatlanpiac növekedéséből ebben a formában. Ez a pénzügyi eszköz igazán népszerűvé mégis az *1980-as évek második felétől* vált az Egyesült Államokban, az *1980-as évek* jelzálogpiaci problémái és két kedvező adószabály módosítást követően. Az *1970-es* és az *1980-as* években ugyanis a *nyugdíj- és életbiztosítók* folyamatosan növelték ingatlanpiaci jelenlétüket. Ebben az időszakban az úgynevezett *közös alapok (commingled funds)* útján jelentek meg a piacokon. Ez a forma olyan társas vállalkozás, melyben az *ingatlankezelő társaság* mellett tulajdonossá válik a (külső, nem szakmai) befektető, vagyis az *élet- vagy nyugdíjbiztosító társaság*. A közösen tulajdonolt társaságban az *ingatlankezelő társaság* látja el a szervezői és alapítói szerepkört, de tanácsadóként is közreműködik az ingatlanok kezelése során. A *szabályozott ingatlanbefektetési társaságok* elődei az első *közös ingatlanalapok (commingled real estate funds – CRF)*[365] voltak az *Egyesült Államokban.* A külső befektetők az alap befektetési jegyeit - az alapot létrehozó ingatlankezelő társaság által meghatározott értékű ingatlanok által generált eszközértéken - vásárolhatták meg vagy adhatták el. Ez azt jelentette, hogy a külső befektetőknek a tranzakciót egy elfogulatlannak és függetlennek

[362] A 2011. évi CII. törvény a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokról

[363] Lásd SHARPE, William F. ALEXANDER Gordon J., BAILEY Jeffrey V.: *Investments Fifth Edition* Prentice Hall International Edition 1994 789 old.

[364] Lásd Real Estate Investment Trust Act of 1960, 26 U.S. Code § 856

[365] A vegyes tulajdonú ingatlanbefektetési alapokat (commingled real estate funds - CRF) széles intézményi befektetői kör bevonásával hozzák létre. A kezelésüket jellemzően bankok vagyonkezelési részlegei vagy biztosítótársaságok végzik. A vagyonkezelő a különböző tulajdonosoktól tőkét von be, a tőkét pedig ingatlanokba és azok kezelésébe fekteti.

nem nevezhető társaság által meghatározott árfolyamon kellett végrehajtania, még akkor is, ha ez számukra nem is volt egyértelműen hátrányos. A befektetőknek gyakorlatilag sorba kellett állni, ha értékesíteni szerették volna befektetéseiket. Számukra segítséget az új belépők által frissen befektetett tőke jelentette volna. Csökkenő ingatlanárak idején azonban ez a lehetőség is megszűnt. A probléma súlyát tovább növelte, hogy a befektetési jegyek tulajdonosai csak az ingatlankezelő társaság által meghatározott eszközértéken tudták értékesíteni a befektetéseiket. A kilépők pedig csökkenő eszközárak mellett gyakorlatilag leértékelték a bennmaradók befektetéseit. További problémát jelentett, hogy csökkenő piaci árak esetén az értékelés természetesen követte a piaci folyamatokat. Amennyiben csak havonta került rá sor, úgy annak közzétételét megelőzve, még jóval magasabb árfolyamon léphettek ki a korábbi befektetők, és az aktuális árakon értékelt portfolió így még kevesebbet ért. Ezért a bennmaradó befektetőket szinte kétszeresen sújtotta a csökkenő ár. A pánik erősíthette az árfolyam csökkenését, mert az alapok egyre olcsóbban megváltak ingatlanjaiktól. Emiatt a vevők az ingatlanpiacon kivártak és még alacsonyabb árak képződtek.[366]

Ezek után nem meglepő, hogy a *zártvégű közös ingatlan alapok* nyertek egyre nagyobb teret a CRF-eken belül. Esetükben ugyanis meghatározott futamidőre jött létre a közös ingatlan alap. A befektetők úgy csatlakozhattak az alaphoz, hogy jegyzési árfolyamon vásárolták meg a befektetési jegyeket. Ez ugyan prémium árfolyamon történt a kezdeti teljes ingatlan és likvid eszköz portfolió értékéhez képest, de megfelelt az értékpapír alapokra is jellemző (néhány százalék) *feltöltési díjjal (load fee) növelt nettó eszközértéknek*.[367] Ilyen alap futamideje alatt nincs lehetőség új befektetőket bevonni és a futamidő végéig a befektetési jegyek sem értékesíthetők. Az így kialakult likviditási

[366] Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Jelzáloghitelek értékpapírosítási folyamatának jogi aspektusai* Jura 2019 24. évf. 1. szám 215-225. old.

[367] A feltöltési díj az alapkezelő által, az alap kezelési szabályzata szerinti induló portfolió kialakításáért felszámított szakértői költségének tekinthető.

problémára több válasz is elképzelhető a befektetők részéről. Az egyik megoldás a befektetési jegyek hosszú távú befektetési eszközként történő kezelése. A másik megoldás pedig az, hogy másodlagos piacon hasonló befektetők vagy ingatlankezelő társaság számára értékesítik a részesedést. Az előbbi eset azonban bizonytalan időre kötheti le a befektetési tőkét, míg az utóbbi esetre nézve ilyen másodlagos piac még nem alakult ki ekkor az Egyesült Államokban.

A likviditási és vagyonértékelési problémákra a tényleges megoldást a szabályozott ingatlanbefektetési társaságok jelentették. Az *Egyesült Államokban* az *1976-os adóreform* [368]lehetővé tette a *szabályozott ingatlanbefektetési társaságok* létrehozását részvénytársasági formában is. A társaságnak a társasági adófizetési kötelezettség terhe alóli mentesüléshez az alábbi négy feltételnek kellett megfelelni. A legfontosabb, hogy bevételeinek legalább 95 %-át kifizeti a tulajdonosoknak és az eszközeinek és bevételeinek legalább 75 %-a ingatlanalapú részvény[369] vagy közvetlen ingatlanbefektetésből származik. Ezen kívül legalább száz részvényese van és olyan diverzifikált ingatlanportfolióval rendelkezik, melynek legfeljebb 30 %-a kerülhet értékesítésre négy éven belül.[370] Ez utóbbi kitétel azt célozta, hogy ez a befektetési forma ne lehessen rövidtávú ingatlanspekuláció eszköze.

A szabályozott ingatlanbefektetési társaságokra vonatkozó jogszabály meghatározó jellemzői Magyarországon is: a tőzsdei bevezetés, a szórt részvényesi struktúra és a nyereség kötelező magas kifizetési hányada osztalék formájában.

---

[368] Lásd Summary of the Tax Reform Act of 1976 (H.R. 10612, 94th Congress, Public Law 94-455) XVI. rész 1601. szakasz Lásd http://www.jct.gov/s-31-76.pdf 77. old. (2016.12.14.)

[369] Ingatlan alapú részvény tulajdon olyan részvényforma, melyben a társaság fő tevékenysége ingatlanok építése vásárlása és értékesítése és működtetése.

[370] Lásd SHARPE, William F. ALEXANDER Gordon J., BAILEY Jeffrey V.: *Investments Fifth Edition* Prentice Hall International Edition 1994 789. old.

A szabályozott ingatlanbefektetési társaságok abban hasonlítanak leginkább az értékpapírosításhoz, hogy a pénzáramok meghatározó része legalább 90-95 %-a a befektetők részére kötelező jelleggel periodikusan (évente) kifizetésre kerül. Ez az értékpapírosítás esetében 100 %, ha nem történik nemfizetési esemény. A *REIT forma* esetében az SPE-hez hasonló elkülönített jogalanyba a trust-ba kerülnek az ingatlaneszközök. Azonban ez a forma a magyar jogban a részvénytársasági formával nem került átvételre. De még a REIT esetében sem használható fel a befektetési alap alapkezelő letétkezelő hármas szerkezet az ingatlanokból befolyt jövedelmek újrastukturálására, amint azt az értékpapírosítás lehetővé teszi az SPE alkalmazásával. A másik alapvető különbség a szabályozott ingatlanbefektetési társaság és az értékpapírosítás között az ingatlan jogi státusza. A szabályozott ingatlanbefektetési társaságnál az ingatlanok a társaság tulajdonát képezik vagy bérleti jogviszony formájában használja a társaság. Az értékpapírosítás során a jelzáloghitel követelések pénzáramai a jelzáloghitelek tőke és kamattörlesztéseiből és nem az ingatlanok folyó bérleti vagy értékesítéskori vagy fordulónapi átértékelésből származó árfolyamnyereségéből származnak.

8.8. Certifikátok[371]

A *certifikátok* olyan származtatott értékpapírok, melyeket jellemzően pénzügyi szektorhoz tartozó vállalkozások bocsátanak ki. A *certifikátok* 1989-ben jelentek meg először Európában és azóta is német anyanyelvű országokban a legnépszerűbbek. Már a 2006-os évben a *certifikát* piac mérete elérte az 500 milli-

[371] Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-ORAC 2019 213-215. old.

árd EUR összeget.[372] A legismertebb *certifikát* piac a stuttgarti *EUWAX (European Warrant Exchange).*

A *certifikátok* több alaptípusa létezik:[373] így többek között a *bónusz,[374] az index,[375] a részvénykosár, a garantált,[376] és a turbo vagy más néven knock-out certifikátok.[377]* A *certifikátok* működése során a kibocsátó pénzintézet fizetési kötelezettséget vállal a termék kifizetési görbéje szerinti hozamok biztosítására, anélkül azonban, hogy ehhez szükséges lenne a befektetőnek a mögöttes termékportfolióval rendelkeznie. A pénzintézet fizetési kötelezettségének *opciós* és vagy *csereügyletek* (swap) vásárlásával tud fedezett módon eleget tenni.

A *certifikátok* szabályozott piacokon érhetők el a befektetők számára. A termékcsoport egyik legfontosabb előnye, hogy a likvid, transzparens és költséghatékony elérést biztosít a mögöttes termékek árfolyamának lekövetésére. Ugyanakkor a származtatott termékek többségével szemben az *opciókhoz* hasonló-

---

372 Lásd BRÜCKNER, Gergely - JUHÁSZ, Péter: *Amit a certifikátokról tudni kell* 2008. 4.old.

373 Lásd https://www.raiffeisen.hu/vallalkozas/befektetes/treasury/certifikatok/certifikatok-fajtai (2019.12.21.)

374 A bónusz certifikát olyan pénzügyi termék, melyeket enyhén eső, illetve emelkedő, vagy oldalazó piaci szituációkban érdmes alkalmazni. Amennyiben egy meghatározott korlátot a futamidő alatt a mögöttes termék árfolyama egyszer sem éri el, a bónusz certifikát egy bónusz hozamot fizet. A hozamszint feletti árfolyamból már nem részesedik a bónusz certifikát tulajdonosa. Ha megérinti a korlátot a mögöttes árfolyama akkor a mögöttes termék aktuális árfolyamára lesz jogosult a lejáratkor annak tulajdonosa.

375 Az index certfikát egy meghatározott tőzsdeindex mint mögöttes termék árfolyamát követi le.

376 A termékkosár certifikét egy meghatározott iparág kiválasztott képviselőinek az árfolyamát, mint mögöttes termék árfolyamát követi le.

377 A turbó vagy knock-out certifikát nagyobb hozam és veszteségpotenciállal bír, mert tőkeáttételt tartalmaz. A kötési árfolyam és a piaci ár különbözetét kell csak a befektetőnek megfizetnie és nem a mögöttes termék teljes piaci árát. Azonban, ha a mögöttes termék ára a kötési árat átlépi akkor a certfikát megszűnik és csak a termék maradványértékét kapja meg a befektető.

an csak a befektetett tőkét kockáztatja a befektető további pénzügyi kötelezettsége - még a legnagyobb kockázatú c*ertifikátok* esetében sincs tőkét meghaladó tőkefizetési kötelezettség, azaz a határidős tőzsdei ügyletekkel szemben e termékcsoportnál nincs tőkefeltöltési kötelezettség.

A certifikátok *likviditását* elsődlegesen a *tőzsdei bevezetés*, másodsorban pedig az *árjegyzői rendsze*r biztosítja. Az árjegyző számítógépes kereskedési rendszer segítségével folyamatos vételi és eladási ajánlatot tesz egy minimálisan meghatározott mennyiségű *certifikát* vételére illetve eladására. Amennyiben a két árjegyzői ajánlat között távolságnál (spread) szűkebb piaci ajánlat kerül a kereskedési rendszerbe, akkor mint legjobb *ellenajánlattal* ezzel a piaci szereplő által benyújtott ajánlattal kerül megkötésre az ügylet.

A transzparenciát a mögöttes termék árfolyamának folyamatos (a szabályozott piac teljes nyitvatartási ideje alatti) elérhetősége biztosítja. Ellentétben a portfolió alapú befektetési eszközökkel, ebben az esetben pontosan látja a befektető a mögöttes termék(ek) összetételét és azok árfolyamát is.

A rugalmasság a piaci változásokra való gyors reagálással jellemezhető. Amennyiben a piaci trend megváltozik, úgy új, a trendnek megfelelő típusú certifikát kibocsátására van lehetőség. Az opciós és határidős piacokkal ellentétben létezik olyan fajta certifikát is (*bónusz és diszkont certifikátok*), amelyik az oldalazó piacokon kínál befektetési lehetőséget.

Végül a költséghatékonyságot az biztosítja, hogy a befektetők kis összegű befektetéseket tudnak elérni alacsony tőkére vetített díj mellett. Amennyiben tőkeáttételt tartalmazó termékbe fektet az ügyfél, abban az esetben alacsonyabb egységnyi tőkebefektetés biztosítja egy nagyobb tőkebefektetés hozamát, természetesen annak kockázatával együtt. A másik fontos tényező a költséghatékonyság tekintetében, hogy olyan árupiaci eszközökhöz is hozzáférhet az ügyfél a certifikátok segítségével, melyek egyébként csak nagyobb egységekben (hordó, uncia) és a befektetett tőkét meghaladó kockázattal érhető el.

A *certifikátok* alapvetően négyfajta kockázatot hordoznak magukban. Az első a *tőke elvesztésének a kockázata* abban az esetben, ha a termék nem tőkegarantált. A certifikát mint származtatott termék árfolyama a mögöttes termék árfolyamától függ, amennyiben a mögöttes termék kereskedése felfüggesztésre kerül akkor ez a *likviditási kockázat* megjelenik a certifikátnál is. A *likviditási kockázat* abban az esetben is megjelenik, ha a mögöttes termék kereskedése és a certifikát kereskedési ideje nem fedi le teljesen egymást. Ebben az esetben például hiába van egy veszteségminimalizáló stop loss megbízása[378] az ügyfélnek, az nem tud aktiválódni, csak a piac nyitását követően, addig azonban a veszteség nem korlátozható. A kibocsátó pénzintézet kettős kockázatot hordoz magában, egyrészt maga a pénzintézet pénzügyi helyzetének jelentős romlása és ezt követő felszámolásának a kockázata hordozhatja magában a *nemfizetés kockázatát* a termék lejáratakor. A *szerződéses partner nem fizetésének kockázata (counter-party risk)* hasonló jellegű, annyi különbséggel, hogy ez utóbbi kockázat csak egy vagy néhány terméket érint jellemzően, mivel több pénzügyi partnerrel köt üzletet származtatott termékekre az adott pénzügyi szolgáltató.

A certifikátok a lejárat tekintetében is széles körű lehetőségeket kínálnak. Típustól függően éven belüli lejáratú, éven túli; jellemzően 2-3 éves lejáratú és lejárat nélküli certifikátok is elérhetők a tőkepiacokon.

A certifikátok talán a leginkább hasonlítanak az összes pénzügyi eszköz közül az értékpapírosításra és annak is a szinte-

[378] A stop loss megbízás lényege, hogy egy feltételes megbízás mely egy aktiválási áron kerül élesítésre a kereskedési rendszerben ls ezt követően a stop loss megbízás típusától függően egy piaci áru vagy egy limit megbizásként válik aktív megbízássá. A piaci stop loss megbízás az éppen elérhető legkedvezőbb piaci áron kerül megkötésre, míg a limit áras megbízás csak abban az esetben, ha a piaci ár a limit árral megegyezik vagy annál kedvezőbb. Ezért a jelentősebb árfolyammozgással rendelkező pénzügyi eszközöknél csak a piaci stop loss megbízás képvisel tényleges védelmet, ahhoz képest mintha a limitár túlzottan közel kerülne az aktiválási árhoz meghatározásra.

tikus formájára. Ennek oka a részben azonos eszköz használatával (swap ügylet) magyarázható, illetve a certifikátok esetében a szintén származtatott eszköz, az opció használata okozza a hasonlóságot. A tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítás szintén swap ügyletet használ, mégpedig szuper-senior hitelfedezeti swap ügyletet, így azzal, mint mögöttes eszközzel biztosítja a hitelkockázat szintetikus átadását. A tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítás azonban CDS-t (hitelfedezeti csereügylet) használ, míg a certifikátok éppen az átláthatóság és a lakossági ügyfelek felé történő nyitás miatt is az egyszerűbb derivatív eszközöket (kamatfedezeti csereügylet vagy opció) preferálják, mely utóbbiaknál a referenciaportfolió nem része a certifikátnak, éppen ellenkezőleg a certifikát meghatározott kiütési ár elérésekor átvált a mögöttes termékre. Ez utóbbi átváltás oka, hogy a certifikát a kötelezett által teljesített (lehívott) vagy nulla értékű opcióval rendelkezik csak a kiütést követően.

A fentiek alapján jól látható, hogy a certifikátok és a tőkeáttételes értékpapírosítás között jelentős számban vannak hasonlóságok, de ennek ellenére sem jelenthető ki, hogy a certifikát egy értékpapírosítási forma. Hiányzik ugyanis az SPE a certifikát működési struktúrájából, valamint a pénzáramok újrastrukturálása sem valósul meg a certifikát esetében, hiszen egy certifikát csak egyfajta kifizetési struktúrával rendelkezik.

A fentiekben tárgyalt pénzügyi eszköz, illetve értékpapírtípusok számos hasonlóságot mutatnak az értékpapírosítással. Azonban fontos különbség minden egyes fentiekben tárgyalt esetben a KCGE használatának hiánya, illetve az ügyletsorozatok kialakításának a hiányzó lehetősége, valamint a hitelkockázat átadásának korlátozott lehetősége. Az értékpapírosítás számos fontos jellemzője azonban az értékpapír kibocsátástól a befektetési alapokon a certifikátig megjelenik és jól azonosítható. Ezen a jogintézmények szabályozása hosszabb és hatékonyabb múlttal rendelkezik, mint az értékpapírosítás, illetve az egyes jogintézmények által szabályozott szélesebb termékválaszték jogalkalmazása mintaként szolgálhatnak az értékpapíro-

sítással foglalkozó jogalkalmazók számára. A fenti összehasonlítás és a különbségek feltárása azért is fontos, hogy az értékpapírosítás annak összetettsége miatt jól elhatárolhatóvá váljon a hasonló jogintézményektől, mind a gazdasági jog mind a közgazdaságtan esetében ezzel biztosítva a hatékony jogalkotást és a szükséges mikro- és makroszintű szabályozás kialakítását és alkalmazását. A megfelelő elhatárolás a befektetők esetében különösen fontos, hiszen az értékpapírosítás ellentétben a nyilvános értékpapír kibocsátással vagy a fedezett kötvénnyel, de különösen a befektetési alapokkal nem elsősorban a lakossági ügyfelek számára elérhető és ajánlott ügylettípus, annak összetett szerkezete és a tranzakció elindításához, illetve annak futamideje alatt szükséges due diligence tevékenység szükségessége miatt.

9. Az értékpapírosítás, mint árnyékbanki finanszírozási forma[379]

Az *árnyékbankrendszerek* a 2007-2009-es pénzügyi válság kapcsán kerültek makrogazdasági kutatások és a monetáris politika fókuszába. Az árnyékbankrendszer kialakulását annak felfedezésekor mindössze a korai 2000-es évekre datálták a szakemberek, azonban azóta szinte folyamatosan bővül és egyre szélesebb körűvé válik az mind fogalmi, mind időbeli meghatározásában.

Az árnyékbankrendszer elnevezés különösen baljósan cseng, ha egy pénzügyi válság körvonalai sejlenek fel a tőkepiacok horizontjain. Így volt ez a 2007-2009-es subprime válság idején is, és a 2010-es években hasonló félelmek vetültek az egyre növekvő kínai árnyékbankrendszerre is. Ezek a baljós jelek azonban nemcsak a jelenben, hanem már a XX. században is jól

[379] Lásd KECSKÉS, András - BUJTÁR, Zsolt: *Az árnyékbankrendszer jogi szabályozása az Egyesült Államokban és az Európai Unióban* JURA 2017 23. évf. 1. szám 266-277. old.

nyomon követhetők. A továbbiakban a szerző először az árnyékbankrendszer komplex meghatározására tesz kísérletet, majd az értékpapírosítás, mint árnyékbanki finanszírozási forma sajátosságait vizsgálja.

Az *árnyékbank* elnevezést *Paul McCulley*,[380] tőkepiaci szakember használta első alkalommal egy, a *Federal Reserve*[381] által rendezett konferencián 2007-ben Kansas City-ben.[382] Az *árnyékbank* fogalmát mindazon nem-banki pénzügyi intézmények vonatkozásában határozta meg, melyek *lejárati transzformációt* végeznek. A *lejárati transzformációt* pedig úgy definiálta, mint olyan *pénzügyi közvetítői folyamatot*, melynek révén sor kerül a jellemzően rövid lejáratú források (betétetek) hosszú lejáratú eszközökké történő átalakítására.

Az *árnyékbank* kifejezés azért találó metafora, mert a pénzügyi rendszer ezen része a hagyományos kereskedelmi bankrendszerre vet *árnyékot* – alternatív lehetőségek formájában –, melynek kiterjedése és kontúrvonalai nem határolhatók el pontosan a hagyományos bankrendszertől.

---

[380] *Paul McCulley (1957-)* keynesianus közgazdász az Egyesült Államokban. A *Columbia Business School*-on szerezte meg *MBA* fokozatát. Ezt követően a *UBS Warburg*, befektetési bank vezető közgazdásza volt *1996-1998* között. *1999-től 2010-ig* a *PIMCO (Pacific Investment Management Company LLC)*, az egyik legnagyobb, *1,5 billió USD* vagyoni eszközt befektető, globális vagyonkezelő társaság ügyvezető igazgatójaként dolgozott. *2010-es* nyugdíjba vonulását követően a *Global Interdependence Center* kutatóközponthoz csatlakozott.

[381] *Federal Reserve* (FED) más néven *Federal Reserved System* az Egyesült Államok jegybankja. A Federal Reserve Act hozta létre 1913. december 23-án, az 1873-as, 1884-es, 1890-es az 1893-as, az 1896-os bankpánikok és az 1907-es árnyékbanki pánikot követően. Működése során hármas célnak kell megfelelnie. Az *árstabilitást*, a *hosszú távú kamatok csökkentését* és a *foglalkoztatottság maximalizálását* jelölték ki a törvények az USA jegybankjának legfontosabb feladataiként. Lásd https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history (2019.06.03.)

[382] Lásd https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm (2019.06.03.)

Kecskés András korábbi meghatározása szerint[383] *árnyékbankrendszer* vegyes – tehát *kereskedelmi*[384] és *befektetési banki*[385] jellegű – szolgáltatási portfolióval működő pénzügyi intézmények összessége, amelyeknek működési struktúrájában nem különülnek el a két klasszikus banki tevékenység folyamatai és eredményei, sőt azokat számos esetben a *keresztfinanszírozás* össze is kapcsolja. A tőkeallokáció *értékpapír alapú tranzakciók alapján valósul meg*, de a hagyományos *betétgyűjtés a* banki licensz hiányában kizárható a folyamatból. Így a *transzformált hitelviszonyok*[386] esetén a forrásgyűjtés, a forrás-

[383] Lásd KECSKÉS András: *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén.* In: Az Uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya (szerk.: Tilk Péter), Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2016. 334-336. old.

[384] A *kereskedelmi bankok* jellemzően számlavezetési, betétgyűjtési és hitelezési tevékenységet folytatnak önkormányzati, vállalati és lakossági ügyfeleik számára. A *kereskedelmi bankok* e tevékenységük során, ügyfél szinten, a betétek viszonylatában meghatározott összeghatárig betétbiztosítási rendszer által védettek. A pénzügyi vállalkozást a *monetáris hatóság* felügyeli. Bankpánik esetén a *monetáris hatóság* pótlólagos likviditás biztosításával tudja a *rendszerszintű kockázatok* kialakulását megelőzni.

[385] A *befektetési bank* működése kiterjed a tőkeerős magánügyfelek és intézményi befektetők megtakarításainak megbízási vagy vagyonkezelési jogviszony formájában történő gyarapítását célzó tevékenységre, illetve a tőkepiaci tranzakciók (felvásárlások, nyilvános kibocsátások) során végzett tanácsadói és jegyzési garanciavállalási tevékenységre és a társaság saját vagyonának kezelésére, mely utóbbira az úgynevezett *saját számlás tevékenység* keretein belül kerül sor.

[386] A *hiteltranszformációs folyamatok* azon pénzügyi tranzakciók összességét jelentik, melyek során a jellemzően *rövid lejáratú* (egy éven belüli) *megtakarítások hosszú lejáratú hitelekké* (elsősorban magánszemélyeknek nyújtott jelzáloghitelekké vagy társaságoknak folyósított beruházási hitelekké) vagy *értékpapírokká* (államkötvény vásárlás, részvénybefektetés) kerülnek átalakításra. A *transzmisszió* során megváltoznak a megtakarítás *likviditási* és *lejárati* jellemzői is. A legfőbb kockázatot az jelenti, amikor a betétesek pánik hatására a betéteik jelentős részét felmondják és készpénz formájában szeretnének hozzájutni azokhoz. Ezek azonban a magas készpénztartási költségek és üzleti tényezők miatt nem állnak azonnali rendelkezésre, ami fokozhatja a

kihelyezés és a megtérülés is befektetési banki jellegű tevékenység során valósul meg.

Kecskés András tanulmányában[387] úgy fogalmaz, hogy „*az árnyékbankrendszer a pénzügyi rendszer a) közelmúltban jelentőssé vált szegmense, amely b) alternatív kereskedelmi banki szolgáltatásokat kínál c) a megtakarítások és hitelviszonyok összekapcsolásával d) atipikus eszközökkel történő transzformáció útján e) és intézményi rendszer szinten korábban nem szabályozott keretek között.*"

Jelentős részben hasonló következtetésre jutottak a témával foglalkozó nemzetközi pénzügyi szervezetek is. A *Financial Stability Board (FSB)*[388] *is* például a *2007-ben* kezdődött *egyesült államokbeli 2007-2009-es subprime válság* kapcsán a következők szerint definiálta, az *árnyékbankrendszer fogalmát:* egy olyan *hitel-transzformációs rendszer*, amely azokat a piaci

pánikot. Ez – megfelelő *jegybanki védőháló* hiányában – a pénzintézet felszámolását eredményezheti.

[387] Lásd KECSKÉS András: *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén.* In: Az Uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya (szerk.: Tilk Péter), Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2016. 334-336. old.

[388] A *Pénzügyi Stabilitási Tanács (Financial Stability Board – FSB) 2009-ben* alakult a *Pénzügyi Stabilitási Fórum (Financial Stability Forum FSF)* utódszervezeteként. Az intézmény székhelye a *svájci Basel*. Az elődszervezetet, a *német jegybank*, vagyis a *Bundesbank* akkori elnöke *Hans Tietmeyer* javaslatára, *a hét legfejlettebb ország (G-7) pénzügyminiszterei és jegybankvezetői* alapították. A *Pénzügyi Stabilitási Tanács* célja a résztvevő államok pénzügyi vezetőinek és *monetáris hatóságai* által a *pénzügyi stabilitás* elérése *a legfejlettebb húsz nemzetgazdaságban (G-20)*. A szervezet a fenti célt a *nemzetközi sztenderdeket* létrehozó szervezetek és a nemzeti pénzügyi hatóságok munkájának *összehangolásával* és *koordinálásával*, valamint *a pénzügyi szektor szabályozásával* kívánja elérni. Lásd http://www.fsb.org/about/history/ (2019.06.03.)

szereplőket és tevékenységeiket foglalja magába, amelyek a *hagyományos bankrendszeren kívül* esnek.[389]

A *Financial Stability Board (FSB)* az *árnyékbankrendszer* szereplőit alanyi és tárgyi körben is elhatárolja.

Alanyi oldalról a szereplők olyan pénzügyi intézmények, melyekre az alábbi tevékenységek a jellemzőek:

- Betét-típusú forrásgyűjtés
- Lejárati, illetve likviditási transzformáció[390]
- Hitelezési kockázat áthelyezése
- Közvetett vagy közvetlen tőkeáttétel használata derivatív eszközök bevonásával

Tárgyi oldalról a *Financial Stability Board (FSB)* az *árnyékbankrendszer* működését úgy definiálja, hogy ezzel kibontja az alanyi oldalról meghatározott pénzügyi intézmények által végzett tevékenység tartalmát is. Erről, mint összességében *nem banki jogalanyok* számára biztosított finanszírozásról beszél. Részletezve három finanszírozási formát határoz meg:

a) Értékpapír-kibocsátás

b) Értékpapír-kölcsönzés

c) Értékpapír-visszavásárlási megállapodás használata *(repo ügylet)*[391]

---

[389] Lásd SCHWARCZ, Steven, L.: *Lawyers in the Shadows: the Transactional Lawyer in the World of Shadow Banking* 63 Am. U. L. Rev. 157 2013-2014 160. old.

[390] A *hiteltranszformációs folyamatok* során a jellemzően *rövid lejáratú* (egy éven belüli) *megtakarítások hosszú lejáratú hitelekké* (elsősorban magánszemélyeknek nyújtott jelzáloghitelekké vagy társaságoknak folyósított beruházási hitelekké) vagy *értékpapírokká* (államkötvény vásárlás, részvénybefektetés) kerülnek átalakításra. E *transzmisszió* során megváltoznak a megtakarítások nemcsak *lejárati*, de *likviditási* jellemzői is.

[391] A *repo ügylet a repurchase agreement* rövidítéseként alakult ki, egy értékpapír vagy értékpapírcsomag eladása és meghatározott időben történő visszavásárlását foglalja magában, ahol a fedezett kölcsönügylet díja jellemzően bankközi kamatlábnak megfelelő nagyságban jelenik meg a kölcsönadó félnél.

A *Financial Stability Board (FSB)* vizsgálati fókusza kiterjed minden olyan piaci szereplőre, amely működése rendszerszintű kockázatot jelenthet a pénzügyi rendszer számára.[392]

Ebből a szempontból határozott meg az FSB egy – nem teljes körű – listát azon jogalanyok vonatkozásában, amelyeket nemcsak a vizsgálat tárgyává, de rendszerszintű kockázat miatt a szabályozás alanyává is javasol tenni. Az érintett jogalanyok köre az alábbi:

a) Lejárati és/vagy likviditási célú *transzformációt* végző *speciális célú jogalanyok* (*SPE* és *ABCP*)
b) Pénzpiaci alapok és olyan befektetési alapok, amelyek betét-jellegű forrásgyűjtéssel foglalkoznak, mely erőteljes visszaváltási kockázattal járnak (ingatlan alapok);
c) Jelzálog fedezettel kibocsátott értékpapírok[393]
d) Befektetési alapok, amelyek hitelt nyújtanak és/vagy tőkeáttételt használnak (beleértve az *ETF* fogalomkörét is);
e) Pénzügyi intézmények, amelyek hitelt nyújtanak, vagy hitelgaranciát vállalnak, vagy likviditási és/vagy lejárati transzformációt végeznek pénzintézeti jogosítványok nélkül;
f) Biztosítók és viszontbiztosítók,[394] melyek hiteltermékeket bocsátanak ki, vagy garantálnak.

---

[392] Lásd SCHWARCZ, Steven, L.: *Lawyers in the Shadows: the Transactional Lawyer in the World of Shadow Banking* 63 Am. U. L. Rev. 157 2013-2014 160. old.

[393] Lásd https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm (2019.06.03.)

[394] A *viszontbiztosító* a biztosítók kockázataira vállal fizetési kötelezettséget díj fizetése mellett, amennyiben a káresemény bekövetkezik. A biztosító célja ezzel a *kockázatok csökkentése. Ez kétféleképpen valósulhat meg egyfelől* a *kártérítés* a saját tőke és a kárfizetési tartalékalap terhére történő kifizetési hányadának csökkentésével másfelől a természeti károk okozta kiemelkedő kárfizetések csődöt is eredményezhető kockázatának megelőzésével. A viszontbiztosító pedig egy jól diverzifikált *biztosítási portfolió kialakításával,* illetve az alacsony kárhányad elérésével növelheti a profitját.

Összességében az állapítható meg, hogy a *Financial Stability Board (FSB)*, meghatározza azon jogalanyoknak a körét, melyek az *árnyékbankrendszer* szereplői és a pénzügyi rendszer szisztematikus kockázatainak meghatározó tényezői.

McCulley megelőzte korát, hiszen még a *2007-2009-es pénzügyi válság* kitörése előtt határozta meg annak az árnyékbankrendszer fogalmát, mely éppen a *2007-2009-es válság* során teljesedett ki és ezért az *árnyékbankrendszer* „állatorvosi lovának" is tekinthető. A válság teljes körű kifejlődése során ugyanis olyan klasszikus intézmények, mint az üzleti biztosítók és befektetési bankok vagy olyan jól ismert intézmények, mint a pénzpiaci alapok vagy akár olyan egzotikusnak tűnő pénzügyi intézmények, mint a hedge fundok vagy a repo ügyletek (a fentiekben tárgyalt CDS-ek, SPE-k és CDO-k) korábban ismeretlen együttes és kockázataiban egymást erősítő hatása fémjelezte, amit ma rendszerszintű kockázatnak nevezünk.[395]

Az *árnyékbankrendszer* működése világszerte számos formában azonosítható be. A legtöbbet az utóbbi években az *Egyesült Államok* és *Kína árnyékbankrendszerével* foglalkozott a média. Ennek oka, hogy *a 2007-2009-es pénzügyi válságban* az Egyesült Államok, míg napjainkban Kína árnyékbankrendszere volt, illetve lehet kiemelt szerepben, azzal a ténnyel, hogy e két ország *árnyékbankrendszerének* a pénzügyi rendszerében betöltött részesedése túlmutatott a többi ország árnyékbankrendszeri súlyán.[396] Ezek közül még egy fontos, jogi szempontból is releváns jelenséget a *szabályozási arbitrázst* érdemes kiemelni. Ez a jelenség éppen a kedvezőbb és kisebb költségű vagy adminisztratív teherrel bíró szabályozás közötti választást írja le. A hagyományos bankrendszer és az árnyékbankrendszer közötti vá-

[395] Lásd MUNOZ, David Ramos: *Shadow Banking a Blind Spot in Banking and Capital Markets Reform* European Company and Financial Law Review 2016 13. évf. 1. szám 164.old

[396] Lásd ZÉMAN Zoltán – KECSKÉS, András – BÁRCZI Judit (szerk.) - BÉHM Imre (szerk.)
Pénzügyi és jogi szabályozási kontroll Pécs, 2018, 233-247. old.

lasztás során éppen az utóbbira esik számos esetben a választás az alacsonyabb tőkeképzési kötelezettség, illetve a tartalékképzési kötelezettség hiányában.[397] Ezzel az értékpapírosítás meghatározó jelenségeihez is átvezet a szabályozási arbitrázs jelensége.

Az értékpapírosítás a fenti árnyékbankrendszeri jogalanyok körével jól azonosíthatóvá válik. A speciális célú jogalanyok használata az alapkövetelések átstrukturálását teszi lehetővé az egyes ügyletsorozatokba történő rendezéssel- akár azt a KCGE, akár ABCP esetén alkalmazott conduit forma mentén hozzák őket létre. A KCGE esetében a pénzáramok újraelosztásával is eltérő lejáratú ügyletsorozatok jönnek létre. Ezt támasztja alá az a tény, hogy egy equity típus ügyletrészsorozat esetén bár nincs lejárata, de paradox módon nemfizetés esetén az előbb szűnik meg, mint a mezzazine vagy kötvény típusú seniorabb ügyletrészsorozatok esetében a megszűnés megtörténne. Az eszközfedezett kereskedelmi kötvény esetében is megvalósul a lejárati transzformáció azonban éppen ellentétes irányban. Az ABCP éven belüli lejáratú, de hosszú lejáratú eszközök fedezetére bocsát ki kereskedelmi kötvényeket, amelyek megújítása így különösen nagy kockázatot foglal magában egy likviditás válság idején.

A jelzálogfedezett értékpapírok számos esetben értékpapírosítási ügyletet tételeznek fel, amennyiben a követelésportfolió jelzálogfedezetű eszközökből áll. Az értékpapírosításhoz azonban - a fedezett kötvénnyel ellentétben - szükséges a KCGE jogintézmények az alkalmazása és az ügyletrészsorozatok létrehozásával megvalósuló pénzáramok újrarendezése is. Ezzel azonban megvalósulhat az árnyékbankrendszeri szereplőkre jellemző *lejárati transzformáció is* az eredeti követelések futamidejéhez képest eltérő ügyletsorozatok létrejöttével. Az értékpa-

[397] Lásd KECSKÉS András - ZÉMAN Zoltán: *Az árnyékbankrendszer klaszszikus és jövőbeni kihívásai Magyarországon* 2018 Gazdaság És Pénzügy 2018 5. évf. 4. szám 364-376. old.

pírosítás során annak jellegéből következően a másik árnyékbankrendszeri jellemző is megvalósul, mégpedig a *likviditási transzformáció*, mely éppen az értékpapírok megnövekedett forgalomképességében érhető tetten a követelések szerződéses formájával szemben. Ez utóbbi a likviditási transzformációnak a legeklatánsabb példája az ABCP, ahol a hosszú lejáratú követelések folyamatos megújítással történő újrafinanszírozása valósul meg az egyes lejáró kereskedelmi kötvények lejáratakor.

9. Az értékpapírosítás újraszabályozása az Egyesült Államokban a 2007-2009-es subprime válságot követően[398]

Az *értékpapírosítás* a *2007-2009-es subprime válsághoz* jelentős mértékben hozzájárult - ahogy az, már a fentiekben említésre került. Ennek a negatív hatásmechanizmusnak a működését részletesen elemzi az Egyesült Államok *Pénzügyi Válságot Vizsgáló Bizottságának* a jelentése a pénzügyi válság okairól szóló elemzésében.[399] Ez azért fontos tény, mert az értékpapírosítás 2007-2009-es válságot követő (újra)szabályozásakor az egyik alapvető szempont volt mind az Egyesült Államokban, mind Európában, hogy az értékpapírosítás a krízishelyzetekben betöltött hasonló negatív szerepe ne ismétlődhessen meg.[400]

A továbbiakban az Egyesült Államok szabályozói megoldásait elemzi a szerző a tekintetben, hogy a fenti kihívásoknak mennyiben sikerült megfelelniük az Egyesült Államokban a jogalkotónak.[401]

Az Egyesült Államok a *2007-2009-es subprime válságot* követően rendkívül gyorsan már 2010-ben jelentős, az értékpapírosításra vonatkozó szabályozási változásokat hozott a válság tanulságainak levonása után és a hasonló válsághelyzet kialaku-

---

[398] Lásd BUJTÁR, Zsolt *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unió*ban Európai Jog 2019. március 19. évf. 2. szám 6-8. old.

[399] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 January 2011

[400] Lásd NOCHTA, Tibor: *A gazdasági válság, mint szerződési kockázat* 2010 in.: Ünnepi tanulmányok Sárközy Tamás 70. születésnapjára 202-217. old.

[401] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis Financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 115

lásának megelőzése érdekében.[402] E szabályozás-változás négy fő területre összpontosított az Egyesült Államok esetében: ezek a közzétételi szabályok jelentős szigorítása, az értékpapírosítást kezdeményező kötelező részvétele a kockázatvállalásban, a *hitelminősítők (NRSRO)*[403] szabályozásának szigorítása és a tőkekövetelmények növelése.[404]

A szabályozás módosítások elemzése előtt fontos egy meghatározó pénzügyi eszköznek, a *hitelfedezeti csereügyletnek (Credit Default Swap - CDS)* az Egyesült Államok értékpapírosítási gyakorlatában betöltött különösen jelentős szerepét kiemelni. A CDS egy sokak által és sokszor félreértelmezett jellemzője - a biztosításhoz hasonló rendszeres díjfizetést tartalmazó és csak ritkán valóban megvalósuló helytállási kötelezettség tartalma – ugyanis önmagában tovább növeli az értékpapírosításban résztvevő befektetők kockázatát. Ugyanis a rendszeres díjfizetés vonzereje és a helytállási kötelezettség tényleges bekövetkezésének relatív alacsony valószínűsége a pénzügyi eszköz alkalmazásának téves ösztönzőit alakíthatja ki. Így a pénzügyi szereplők csak a stabil pénzáramokra koncentrálva, a helytállás fedezetének elkülönítése nélkül jelentős profitra tehetnek szert egy átmeneti időszakban, később azonban az elért profitok összeségét meghaladó veszteségek alakulhatnak ki a helytállási kötelezettség beállása esetén. Ennek bekövetkeztét a 2007-2009-es subprime válságban a CDS-ek megfelelő tőkepiaci szabályozása megelőzhette volna. Alan Greenspan, akkori

---

[402] Lásd LENTNER, Csaba - ZÉMAN, Zoltán: *A pénzügyi válság bankszabályozási controll elveinek meghatározóbb történeti elvei* Európai Jog 2017. január 8-14. old.

[403] A Nationally Recognised Statistical Ratings Organizations (NSRO) azon hitelminősítők köre, mely a SEC engedélye alapján minősített intézményi befektetők (qualified investor) által elismerten bocsát ki értékpapírokra vonatkozó minősítéseket.

[404] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis Financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 117-121. old.

FED elnök[405] és Robert Rubin az Egyesült Államok hivatalban lévő pénzügyminisztere azonban megakadályozta, hogy a CFTC, a határidős tőzsdék felügyeleti szervének a vezetőjének a javaslata[406] alapján a CDS-eket a többi származtatott ügylethez hasonlóan központi szerződő fél[407] bevonásával megvalósuló elszámolási rendszerben kezelje. Ezzel azt idézték elő, hogy a CDS-ekben vállalt kötelezettségei miatt az *AIG (American Insurance Group)* közel 85 Mrd USD veszteséget szenvedett el, és szükségessé vált a biztosítótársaság állami feltőkésítése is. Ugyanis az AIG, annak ellenére, hogy üzleti biztosítóként működött a szükséges licensz birtokában, nem képzett biztosítási tartalékot CDS-ekben foglalt jelentős mértékű helytállási kötelezettségek teljesítésére.[408] A központi szerződő fél ugyanis a szerződések noválásával nemcsak ellenérdekű félként belép a szerződésbe, de partner nemfizetési kockázatot is szinte nullára tudja csökkenteni a határidős tőzsdei elszámolásokban alkalmazott kockázat- és kitettség arányos többszintű fedezetképzési rendszerével. A 2007-2009-es válság során a központi nyilvántartás hiánya nemcsak a teljesítés megvalósulását, de a fennálló kötelezettségek mértékének a meghatározását is jelentősen megnehezítette, mert azonos követelésportfoliókra, illetve benchmark jelzáloghitelállományokra többszörös helytállási kötele-

[405] Lásd LENTNER, Csaba: *A jegybanki szabályozás tanulságai a 2008-2015-ös időszakról – nemzetközi összehasonlító elemzés* Gazdaság és Jog 2018, 26. évf. 3. szám 6-11. old.

[406] A Határidős Árupiaci Kereskedelmi Bizottság elnöke, Brooksley Born már 1998-ban javasolta, hogy az tőzsdén kívüli forgalomban kereskedett CDS-ek is ugyanolyan szabályozás hatálya alá kerüljenek, mint a tőzsdei derivatív eszközök, ezzel biztosítva a központi szerződő fél által biztosított fedezeti rendszer megvalósulását.

[407] A központi szerződő félről lásd még VÁRADI, Kata: *A központi szerződő felek garanciarendszer-szabályozásának kritikája.* Gazdaság és Pénzügy, 2018, 5. évf., 2. szám, 114-131. old.

[408] Lásd KREBSZ, Krausz: Securitization and structured finance post credit crunch A best pactice deal lifecycle guide John Wiley & Sons Ltd. 2011 17-18 old.

zettségek kerültek kialakításra a CDS-ek által. Ezen kötelezettségek nagyságának és pontos mértékének a hiánya viszont a teljes pénzügyi rendszer szereplőibe vetett bizalmat megingatta.[409] Így az egyes árnyékbankrendszeri alanyok iránti bizalom elvesztése előbb a pénzpiaci alapok, majd a repopiaci szereplők végül a befektetési bankok iránti bizalom elvesztéséhez vezetett. A pénzügyi rendszer összeomlását pedig csak a FED, mint jegybank végső menedék hitelezői szerepének megjelenése akadályozta meg az eddig tabuként kezelt területen a hagyományos bankrendszeren kívül, a fenti árnyékbanki jogalanyok egyes szegmenseiben.

Az Egyesült Államokban a *Dodd Frank Act*[410] hatálybalépését megelőzően a *Securities Act of 1933* szabályozta a közzétételi és regisztrációs szabályokat a nyilvános értékpapírosítás tranzakciók esetében. Ezen szabályozás körét az Egyesült Államokban a fenti szabályozás összefoglaló néven az *eszközfedezetű értékpapírok (Asset-Backed Securities - ABS*) körét foglalta magában.[411] A *zártkörű értékpapírosítási ügyletekre (private ABS),* - melyek szintén eszközfedezetű értékpapírok ernyőfogalom alá tartoznak az Egyesült Államok esetében - sem regisztrációs sem közzétételi kötelezettség nem vonatkozott a 2010-es szabályozást megelőzően. Ebben az esetben a befektetővédelem a befektetők személyi körének a minősített intézményi befektetők körére történő korlátozásával valósult meg.

A *Dodd Frank Act* a közzétételi szabályok szigorításának felülvizsgálatát írta elő[412] az *Egyesült Államok Értékpapír és*

---

[409] Lásd LENTNER, Csaba: *A válság néhány nemzetközi és pénzügypolitikai összefüggése.* 2009 Számvitel Adó Könyvvizsgálat: Szakma 51. évf 9. szám 372-376. old.

[410] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Dodd-Frank Act

[411] Lásd https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/assetbackedsecurities.shtml (2019.01.02.)

[412] Lásd Dodd -Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 942 szakasz c bekezdés

Tőzsdefelügyelete (Securities and Exchange Commission – SEC) számára azzal a céllal, hogy a befektetők érdekeinek védelmét és ezzel együtt a piaci átláthatóságot növelje. A *Dodd Frank Act* alapján a SEC 2014. szeptemberében hozott egy szabályozási döntést *(Final rule 79 FR 57183)* az ABS[413] közzétételi és regisztrációs szabályokról. A SEC jogszabály értelmezői és alkalmazói minőségében a *Securities Act of 1933* prospektusra vonatkozó szakaszát[414] kibővítette az értékpapírosítások ügyletrészsorozatainak (tranches) minden egyes követelés-eszköz elemére vonatkozó tájékoztatási kötelezettség előírásával.[415] A folyamatos követelés állomány felülvizsgálatot is kötelezővé tette a *SEC*[416] a nyilvános értékpapírosítások esetében, azonban konkrét időbeli és tárgyi feltételeket nem határozott meg, e helyett a *reasonable assurance eljárást*[417] alkalmazta. Ennek keretében a befektetők érdekeit úgy tudja megfelelő módon figyelembe venni, hogy előírja az értékpapírosítást kezdeményező részére a nagy mennyiségű és komplex adatbázis alapos tanulmányozására a szükséges információk feldolgozásához megfelelő időtartam biztosítását.[418]

Az *értékpapírosítást kezdeményező kötelező kockázatvállalása (skin in the game)* meghatározó szabályozási szigorítás volt a felelős értékpapírosítói magatartás biztosítására. A SEC - a *Dodd Frank Act* 941-es szakaszában előírt kötelezettségének

---

[413] Asset Backed Securities – ABS az eszközfedezetű értékpapírok elnevezése.

[414] Lásd 15 U.S.C. 77g

[415] Lásd https://www.federalregister.gov/documents/2014/09/24/2014-21375/asset-backed-securities-disclosure-and-registration 57185. old. (2019.01.02.)

[416] Lásd Securities Exchange Act of 1934 7 szakasz d pont 1 bekezdés

[417] A *reasonable assurance* a könyvvizsgáló által elvégzett auditálás azon szintje, amely nem hagy kétséget afelől, hogy pénzügyi kimutatások az auditálás során elvárható gondossági szintnek megfelelnek.

[418] Lásd https://www.federalregister.gov/documents/2011/01/25/2011-1503/issuer-review-of-assets-in-offerings-of-asset-backed-securities 4235.old. (2019.09.11.)

eleget téve - 2014 októberében meghozta a közös szabályozói döntést[419], mely a *Securities Exchange Act of 1934* 15 G szakaszát e szerint módosította. A szabályozás értelmében az *értékpapírosító*[420] legalább a követelésekből létrehozott értékpapírok öt százalékát saját kockázatára köteles megtartani a teljes futamidő alatt, anélkül, hogy arra bármilyen fedezeti pozíciót alakítana ki, kivéve azt az esetet, ha az értékpapírosításra került követelésportfolió kizárólag *minősített lakossági jelzáloghitelekből (Qualified Residential Mortgage - QRM)*[421] áll.[422] Ezzel a döntéssel a kockázatok felelőtlen és kizárólag profitorientált átadásának ösztönzői megszűntek, hiszen a néhány százalékos díjbevételt így a kibocsátás értékének öt százalékán elszenvedett esetleges veszteség nemcsak elérheti, de akár meg is haladhatja azt.

A hitelminősítők értékpapírosításban megvalósuló feladatainak és a piac megfelelő információkkal történő ellátása érdekében a SEC a *Securities and Exchange Act of 1934* 17g-7 ponttal történő kiegészítésében (Dodd Frank Act 943 szakasz) a hitelminősítőket kötelezi a várható és előzetes minősítések teljes

---

[419] A SEC öt a jelzáloghitelpiac működését felügyelő hatósággal, illetve állami szervvel közös szabályozást fogadott el. Ezek a felügyeleti, illetve állami szervek: az Office of the Comptroller of the Currency, Treasury (OCC); a Board of Governors of the Federal Reserve System (Board); a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC); a Federal Housing Finance Agency (FHFA); és a Department of Housing and Urban Development (HUD)

[420] Az értékpapírosító a Dodd Frank Act által a Securities and Exchange Act of 1934 15 Ga-1 pontjában meghatározott: eszközfedezett értékpapírt kibocsátó; vagy olyan jogalany, mely eszközfedezett értékpapírok kibocsátását szervezi és kezdeményezi oly módon, melynek során követeléseket ad át vagy ad el közvetve vagy közvetlenül beleértve a harmadik személy bevonásával megvalósult ilyen tranzakciókat is a kibocsátó számára lásd https://www.federalregister.gov/documents/2011/01/26/2011-1504/disclosure-for-asset-backed-securities-required-by-section-943-of-the-dodd-frank-wall-street-reform (2019.01.02.) 4491.old.

[421] 15 USC CHAPTER 41, SUBCHAPTER I: CONSUMER CREDIT COST DISCLOSURE 1639C § b2A

[422] Lásd https://www.federalregister.gov/documents/2014/12/24/2014-29256/credit-risk-retention (2019.01.02.) 77603 old.

körű közzétételére a befektetők számára. Azon információk közzétételét s előírja továbbá, hogy a hitelminősítő hasonló értékpapírok minősítése során alkalmazott módszerektől miként és mennyiben tér el az eszközportfolió mintavételi eljárásai és követelések alapját szolgáló hitelszerződések hitelezési szabályoknak való megfelelésének vizsgálata során.

A *tőketartalék képzési követelmények szigorítása* egy újabb ösztönző rendszert szüntetett meg a torz értékpapírosítás rendszerében, így a tőke ilyetén felszabadításának ez a módja újabb követelések létrehozását és finanszírozását teszi gazdaságilag irracionálissá. A tőketartalék képzésének alapvető célja a gazdasági ciklus leszálló ágában elszenvedett esetleges veszteségek fedezetére a ciklus felszálló ágában felhalmozott nyereségből fedezet képzése. A makrogazdasági szintű kockázatok megelőzése céljából a *makroprudenciális eszközök*[423] keretében nemcsak *anticiklikus tőkepufferek*[424] képzésére, de a *túlzottan nagy kockázatot hordozó (Too Big To Fail – TBTF)*[425] pénzügyi szolgáltatók egyedi kockázatvállalása esetében is szükséges lehet a felügyeleti szerv beavatkozása.[426] Az Egyesült Államok egy további szabályozás módosítása e torz ösztönző alkalmazását zárja ki azzal, hogy *magas tőketartalékképzési kötelezettséget ír*

[423] A makroprudenciális megközelítés a pénzügyi rendszerben egy adott alszegmens rendszerszintű kockázatát igyekszik csökkenteni azzal, hogy az alrendszerek közötti tovaterjedést megakadályozó szabályozásokat ír elő az érintett alszegmens kiemelt nagyságú vagy hatású vagy összes szereplője felé.

[424] Az anticiklikus puffer alkalmazása során a jelentősen megugró hitelezési aktivitást a pénzintézet számára előírt növekvő tőketartalék (puffer) képzési kötelezettség részben vagy teljesen visszafogja.

[425] Dodd Frank törvény harmadik céljaként a törvény indoklásában megnevezésre is került a túl nagy ahhoz, hogy megbukjon elv (too big to fail) megszüntetése így a rendszerszinten már meghatározó nagyságú pénzintézetek sem számíthatnak állami segítségre, még automatikus pénzügyi mentőöv formájában sem, a túlzott veszteségeik pótlásaként.

[426] Lásd KETTERING, C., Kenneth: *Securitization and Its Discontent. The Dynamics of Financial Product Development,* 29 Cardozo L. Rev. 1553 (2018) 1632-1661. old.

elő az eszközfedezetű értékpapírokra, így az értékpapírosított követelésekre, és a fedezett kötvényekre egyaránt. A *Dodd Frank Act* vonatkozó szabályait a soft-law jellegű *Basel III* követelményeivel ötvözve a *FED* egy olyan szabályozást[427] vezetett be, amelyet két további felügyeleti szervvel[428] összhangban létrehozta a likviditás fedezeti mutatót. A likviditási fedezeti mutató előírja a pénzintézetek számára a *magas minőségű likvid eszközök (High Quality Liquid Assets – HQLA)* minimális arányát. Ez az arány azt mutatja meg, hogy milyen értékben szükséges a pénzintézetnek olyan eszközöket tartani, melyeket veszteség nélküli készpénzzé tehet, abban az esetben, ha meghatározott stressztesztbeli esetek során erre szüksége lenne.[429]

A *banki stressztesztek* ugyanis különböző negatív forgatókönyveket vizsgálnak és az ezen negatív helyzetekben felmerülő veszteségek fedezetére vonatkozóan a szükséges tőke követelményeknek való megfeleléstől való eltérés esetén tőkeemelési kötelezettséget írhatnak elő a nem megfelelő tőkével rendelkező pénzintézet számára. Ez a szigorú és hosszabb, akár több éves határidőhöz kötött felügyeleti rendelkezés azonban nem minden esetben szükséges. Az évente két alkalommal végzett *banki stressztesztek* esetében a legfontosabb hatás a nyilvánosság ereje, ugyanis azáltal, hogy nyilvánosságra kerül a nem megfelelés ténye és annak mértéke, nyilvánvalóvá válik, hogy a társaság tulajdonosainak a betétesek érdekeinek szem előtt tartásával tőkemegfelelőséget biztosítani szükséges (tőkebevonás) önkéntes módon, amely folyamat törvényességét aztán a bankfelügyeleti hatóság felügyeli.

---

427 Lásd https://www.federalregister.gov/documents/2014/10/10/2014-22520/liquidity-coverage-ratio-liquidity-risk-measurement-standards 61448 - 61454 old. (2018.12.21.)

428 E két felügyeleti szerv a The Office of the Comptroller of the Currency (OCC) és Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) voltak.

429 Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis Financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 120. old.

Az Egyesült Államokban az értékpapírosítás 2008-2009-es pénzügyi válságban betöltött szerepét vizsgálva érdemes visszatérni Schwarcz professzor által megfogalmazott téves motivációs tényezők listájához: a jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használata az értékpapírosítás során; az originate to distribute modell téves használata; a hitel adminisztrációját végző szervezetek működése során felmerülő összeférhetetlenségek; a matematikai modellek túlzott használata, a hitelminősítők túlzott szerepvállalása a befektetői due diligence vizsgálat helyett. E lista elemzése a válságot követő szabályozás elemzésekor megfelelő támpontot adhat a jogalkotó tevékenységének a hatékonyság vizsgálata során. Az öt tényezőből az 5 %-os skin in the game elv alapján történő kockázatmegosztás a legfontosabb és legveszélyesebb elemet, az öncélú, szinte csak az értékpapírosítás miatt létrehozott követelések létrejöttét gátolja és egyben kikényszeríti az értékpapírosítást kezdeményező felelős magatartását. A befektetők szempontjából a szabályozás - a hitelminősítők szerepének fenntartása és felelősségük elismerésének hiányában - csak részleges eredménynek tekinthető. A Dodd-Frank Act megteremti ugyan a befektetői due diligence alkalmazásának feltételeit azonban ellentétben az európai uniós szabályozással, nem teszi azt kizárólagossá. Így megállapítható, hogy az értékpapírosítás szabályozása az Egyesült Államokban jelentős előrelépést tett a hatékony jogalkotás irányában, de teljesen nem sikerült azt megvalósítani a hitelminősítők szerepének fenntartása és felelősségük kikényszerítési lehetőségének hiányában.

11. Az értékpapírosítás európai uniós szabályozása

11.1. Az értékpapírosítás európai uniós szabályozásának rövid története és gazdasági alapja

Az Európai Unió és az Egyesült Államok *értékpapírosításra* vonatkozó szabályozása jelentős eltérést mutat, mégpedig két tekintetben. Az egyik különbség az újraszabályozás bevezetésének eltérő üteme, a másik eltérés a két szabályozás között az ellentétes motivációk a jogalkotók részéről. A szerző a fentiekben már elemezte az értékpapírosítás negatív szerepét és az *értékpapírosításban résztvevők torz ösztönzőrendszerének összetevőit* az Egyesült Államokban a *2007-2009-es subprime válság* során. Ezzel ellentétben Európában az értékpapírosítás nemcsak jóval alacsonyabb értéket ért el a kibocsátás tekintetében, de az értékpapírosítás során kibocsátott értékpapírok nemfizetési aránya is jelentős mértékben elmaradt az Egyesült Államok vonatkozó adataitól. Az Egyesült Államokban a *legjobb minősítéssel rendelkező,*[430] (AAA) értékpapírosított követelések esetében a nem teljesítő értékpapírok aránya 16 % volt a subprime követelések fedezetével kibocsátott, és 3 % volt a prime követelések fedezetére kibocsátott értékpapírok esetében.[431] Ezzel szemben az Európai Unióban a lakossági jelzáloghitelek fedezetével kibocsátott értékpapírosítások nemteljesítő aránya mindössze 0,1 % volt. A különbség még inkább szembeötlő a *nem befektetői kategóriába sorolt*[432] (BBB) értékpapírosított követelések ese-

[430] A Fitch Ratings esetében a befektetésre ajánlott az AAA és BBB közötti sáv, míg a Moody's esetében Aaa és Baa közötti minősítés a befektetésre ajánlott, a Standard and Poor's-nál pedig, a Fitch Ratingshez hasonlóan AAA és BBB közötti a befektetési kategória, azaz az intézményi befektetőknek a befektetésre ajánlott minősítésű kategória.

[431] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 203. old.

[432] A Fitch Ratings esetében a BB és D közötti minősítés a nem befektetési kategória, míg Moody's esetében a Ba és C közötti a befektetésre nem aján-

tén, ahol az Egyesült Államokban a maximális nemteljesítési arány 62 %-ra kúszott fel a válság ideje alatt, addig az Európai Unióban ez az arány mindössze 0,2 % volt, ebben a gyengébb minőségű, nagyobb kockázatú értékpapír szegmensben.[433] Az Európai Unióban az értékpapírosítás kisebb súlyt képvisel a követelések újrafinanszírozásában: az Európai Unióban az értékpapírosítás során kibocsátásra került értékpapírok állománya az Egyesült Államokban értékpapírosított követelések értékének mindössze egynegyedét tette ki 2017-ben.[434]

Az EU vonatkozó szabályozása 2019. január 1-ig az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és az 648/2012/EU rendelet módosításáról volt, mely az értékpapírosítás szabályozásával bár külön fejezetben foglalkozott, de csak a pénzintézetek prudens gazdasági működése tekintetében szabályozta azt.[435]

A 2019. előtti szabályozás a hagyományos értékpapírosításra történő szabályozói fókusszal jött létre és a bankok prudenciális szabályozási oldaláról közelítette meg az értékpapírosítást, amely tény két fontos okra vezethető vissza.

Egyrészt a hagyományos pénzintézetek esetében az értékpapírosítás eltérő szerepet tölt be hitelek eladásakor, mint a befek-

---

lott, a Standard and Poor's esetében pedig szintén a BB és D közötti a befektetésre nem ajánlott minősítésű kategória.

[433] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 203-204. old

[434] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 204. old.

[435] A bankszabályozás európai modelljének változását részletesen lásd LENTNER Csaba-ZÉMAN Zoltán: *A pénzügyi válság bankszabályozási controll elveinek meghatározóbb történeti elemei* Európai Jog 2017. január 8-13. old. és LENTNER, Csaba: *A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre* In: Auer, Ádám; Papp, Tekla (szerk.) A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés Budapest, Magyarország: Nemzeti Közszolgálati Egyetem, 2016, 45-84. old.

tetési banki tevékenységnél. A kereskedelmi bankok további hitelkihelyezési lehetőséget biztosítanak azzal, hogy egyrészt csökkentik a céltartalékként ily módon lekötött tőkét, másrészt az értékpapírok fedezetéül adott követelésekből befolyt pénzeszközzel a további hitelezéshez biztosítanak maguknak többletforrást.

Másrészt a tőkeáttétel és a kezdeményező szervezetre vonatkozó mérlegen kívüliség a hagyományos értékpapírosítás során jelenti a legnagyobb mikro[436] - és makroprudenciális[437] kockázatot. Így a fentiek szerint meghatározott hagyományos értékpapírosítás az utóbbi kettős kockázat miatt a tőkepiaci felügyeletet ellátó tagállami és európai uniós szervezetek számára különös fontos, nemcsak a megfelelő szabályozás, de annak következetes végrehajtása szempontjából is.[438]

A fentiekből következik, hogy az Európai Uniónak nem volt időbeli kényszere a gyors szabályozás-szigorításra, így sokkal hosszabb idő állt rendelkezésére a megfelelően előkészített és kiérlelt jogszabályi környezet kialakítására. Az értékpapírosításról szóló EU rendelet[439] így csak 2017. decemberében került jóváhagyásra és több mint tíz évvel a válság kitörése után, 2019. január elsején lépett hatályba. Ennek elvi alapvetését a *Bázeli*

---

[436] A *mikroprudenciális* megközelítés a pénzügyi rendszer egyes szereplőire vonatkozóan vizsgálja az adott gazdasági társaság kockázatait és annak lehetséges hatásait a pénz- és tőkepiacokra.

[437] A *makroprudenciális* megközelítés a pénzügyi rendszer egy adott alrendszerének *rendszerszintű kockázatát* igyekszik csökkenteni azzal, hogy az alrendszerek közötti tovaterjedést megakadályozó szabályozásokat ír elő az érintett alrendszer kiemelten fontos vagy összes szereplője felé.

[438] Lásd LENTNER Csaba – ZÉMAN Zoltán: *A pénzügyi válság bankszabályozási controll elveinek meghatározóbb történeti elemei*. 2017 Európai Jog 1. szám 8-13 old.

[439] Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és a 1006/2009/EK és a 648/2012/EK rendelet módosításáról

Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee on Banking Commission – BCBS) 2015. júliusi 23-án az *Értékpapír-felügyeletek Nemzetközi Szövetségével (International Organization of Securities Commissions - IOSCO)* közös javaslata határozta meg. A két nemzetközi szervezet az *egyszerű átlátható és összehasonlító (simple, transparent and comparable – STC)* értékpapírosítás egységes nemzetközi szinten azonos elveit és azok megvalósításának kritériumait is kijelölte. Az Európai Unió az értékpapírosításon belül a *hagyományos értékpapírosítás* ösztönzését tűzte ki céljául a 2015-ben elindított jogalkotási folyamata során. Ennek keretében az *egyszerű, átlátható és egységesített (simple transparent and standardized - STS) értékpapírosítás* szabályozására helyezte a hangsúlyt, mint ahogy a jogalkotási folyamat eredményeképpen elfogadott, már említett értékpapírosítási EU rendeletében is.[440]

11.2. Az értékpapírosítás meghatározása az Európai Unió jogrendszerében

Az értékpapírosítás rendelet egységes jogszabályi keretbe foglalja a korábban számos európai jogszabály értékpapírosításra vonatkozó részszabályait. Így *a hitelintézetek tőkemegfelelési kötelezettségeire vonatkozó irányelv*[441]*, a hitelintézetek és befek-*

[440] Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról, az egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás egyedi keretrendszerének létrehozásáról, valamint a 2009/65/EK, a 2009/138/EK és a 2011/61/EU irányelv és a 1006/2009/EK és a 648/2012/EK rendelet módosításáról

[441] Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről

tetési vállalkozások prudenciális feltételeiről szóló rendelet [442]*, a biztosító társaságok működéséről szóló irányelv*[443]*, a befektetési alapkezelési tevékenységről szóló irányelv*[444] *és az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv*[445] által korábban már meghatározott értékpapírosítás fogalmát és az értékpapírosított követelésekre vonatkozó tőkatartalék-képzési és működési szabályokat is. Az EU értékpapírosítási rendelete azonban nemcsak az értékpapírosítás fogalmát határolja el, de megkülönbözteti a hagyományos értékpapírosítás és a szintetikus értékpapírosítás fogalmát is. Az értékpapírosítás fogalmát az *Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről* 61 cikkelyében foglalt definíciót kiegészítve határozta meg. Az *értékpapírosítás* a 2017/2402 (2017. december 12.) rendelet 2. cikkelyének 1. pontja szerint egy „olyan ügylet vagy konstrukció,

a) amely kitettségek[446] vagy kitettségek halmazával kapcsolatos hitelkockázatot több ügyletrészsorozatba sorolják

---

[442] Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról

[443] Az Európai Parlament és a Tanács 2009/138/EK irányelve (2009. november 25.) a biztosítási és viszontbiztosítási üzleti tevékenység megkezdéséről és gyakorlásáról (Szolvencia II)

[444] Az Európai Parlament és a Tanács 2009/65/EK irányelve (2009.július 13.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról

[445] Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatívbefektetésialap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról

[446] Kitettség (exposure) az a maximális mérték, amekkora mértékű veszteséget az adott piaci eszköz teljes értékvesztése esetén a kitettséggel rendelkező pénzügyi intézmény vagy személy elszenvedhet.

b) úgy, hogy a kifizetések a kitettségek teljesítményétől függnek
c) és az ügyletrészsorozatok alárendeltsége határozza meg veszteségek eloszlását a futamidő alatt".
d) és amelyek lízing jellegű tevékenységet nem foglalnak magukba. Ez utóbbi d pont nem szerepel a korábbi, az *Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről irányelvében*. A szerző a definícióval kapcsolatban két megjegyzést tesz: egyrészt a fogalmi meghatározás absztrakt jellege túl szélesre tárhatja annak értelmezési körét, éppen ezért lehet szükséges például a lízingjellegű tevékenységekkel való azonosítás kizárása. A másik megjegyzés éppen a pontosítás jegyében a *KCGE* bevonását hiányolja a definícióból. E harmadik személy bevonása a hagyományos értékpapírosítás része, ezért azzal a kiegészítéssel lehetne teljes a fenti definíció a lízing jellegű tevékenységekre történő utalás nélkül, ha a derivatívákkal vagy garanciákkal megvalósuló kockázati transzfer is bekerülne a fogalommeghatározásba azzal, hogy ez utóbbiak azon típusai, ahol az értékpapírosítást kezdeményezőnél maradnak a kockázati kitettségek. Így az általános értékpapírosítási fogalom már a hagyományos[447] és származtatott értékpapírosítás[448] fogalmi meghatározását is részben magában foglalná.

[447] Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 2 cikk 9. pontja szerint a „hagyományos értékpapírosítás: az értékpapírosított kitettségekben való gazdasági érdekeltség átruházásával járó értékpapírosítás az ezen kitettségek tulajdonjogának az értékpapírosítás kezdeményezőjétől egy különleges célú gazdasági egységre való átruházásával vagy egy különleges célú gazdasági egység általi közvetett részesedésen keresztül való átruházásával, úgy, hogy a kibocsátott értékpapírok az értékpapírosítást kezdeményező számára nem jelentenek fizetési kötelezettséget"

Az EU rendelet célja az Európai Unió területén az értékpapírosítás teljes jogszabályi keretrendszerének a meghatározása. Ezzel egyidejűleg a pénzügyi válságot is okozó rendkívül összetett nehezen átlátható és kockázatos értékpapírosítások helyett, éppen az európai tőkepiaci unió egyik építőköveként, az *egyszerű átlátható és egységesített (simple, transparent, standardised – STS) értékpapírosítási termékek* piaci fejlődését kívánja a jogszabályi szinten is - a pozitív jogszabályi feltételek feltételrendszerével - támogatni.[449] A jogalkotó a jogszabály a személyi hatályát is ennek megfelelően, elsősorban az intézményi befektetőkre terjeszti ki, azonban nem zárja ki szigorú feltételek mellett[450] a természetes személyeket sem a potenciális befektetői körből, azaz értékpapírosítási pozícióval rendelkező személyek köréből.

Az EU 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról az STS értékpapírosítás ösztönzésére egy fontos jogszabályi rendelkezést valósít meg. Ez pedig az a tény, hogy kiterjeszti a kereskedési adattárak jogintézményének hatókörét az értékpapírosított ügyletekre. Az *Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról* vezette be kereskedési adattárak[451] jogintézményét.

---

[448] Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 2 cikk 10. pontja szerint a „szintetikus értékpapírosítás: olyan értékpapírosítás, amelynél a kockázati transzfer hitelderivatívákkal vagy garanciákkal valósul meg, és az értékpapírosított kitettségek az értékpapírosítást kezdeményező kitettségei maradnak;

[449] Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról Preambulum 2. pont

[450] Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 2. cikkely

[451] Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról 2 cikk 2. pontja szerint a „kereskedési adattár: olyan

E jogszabályra éppen a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek központi elszámolásának biztosítására, azaz *központi szerződő fél* minél szélesebb körű alkalmazása miatt, illetve ez utóbbi hiánya esetén az ilyen pénzügyi tranzakciókban fennálló piaci kitettség mérhetősége miatt van szükség. Ugyanis a *2007-2009-es subprime válság* során a *CDS-ek*, melyek szintetikus értékpapírosítási eszközként működtek nem központi szerződő félen keresztül, hanem *bilaterális elszámolás* keretében kerültek teljesítésre. Így történhetett, hogy a piaci szereplők és a tőkepiaci felügyeleti szervek nem tudták, hogy ugyanazon követelésportfolióra hány piaci szereplő milyen irányú pozícióval rendelkezik és azokból mekkora nettó kötelezettség állomány áll fenn. Ennek következtében a bizalom megszűnt a piaci szereplők között, és a CDS piac összeomlott és csak a FED beavatkozása mentette meg a tőke- és pénzpiacokat a likviditási válság okozta összeomlástól.

A subprime válság alatt tapasztalt az értékpapírosítás átláthatatlansága miatt okozott bizonytalanság elkerülésére került beillesztésre a *kereskedési adattárak* intézménye az értékpapírosítás folyamatába. Ezekben az adatbázisokban a fennálló pozíciókról és azok mögött álló követelés állományokról nemcsak széles körű naprakész és hiteles nyilvántartás áll rendelkezésre, de a piacfelügyeleti szervek számára is megfelelő információs bázis alakulhat ki, a szükséges és megfelelő időpontban eszközölt beavatkozásra. Az *értékpapírosítási adattárak* ugyanis elsődlegesen azt a célt szolgálják, hogy az értékpapírosított kitettséggel rendelkező befektetők számára biztonságot nyújtsanak ahhoz, hogy ingyenes hozzáféréssel az ott nyilvánosan elérhető és összehasonlítható formában gyűjtött adatokat a befektetők előzetesen megvizsgálhassák az adott értékpapírosítás alapját képező követelésportfolió adatai tekintetében.

---

jogi személy, amely központilag összegyűjti és kezeli a származtatott ügyletek adatait"

Ennek a lehetőségnek a megnyitásával a jogalkotó az átláthatóság irányában tett egy jelentős lépést. Ahogy az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról Preambulum 11. pontja is fogalmaz, erre azért van szükség, hogy az információs aszimmetria, mely a befektetőkkel szemben az *értékpapírosítást kezdeményezők és a szponzorok* javára fennáll, érdemben, a prudens döntés szintjére csökkenthető legyen. Az *értékpapírosítási adattárak* adminisztrációjának a feladatát az európai uniós felügyeleti szerv, az *Európai Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóság (EÉPH)*[452] látja el, amely a kereskedési adattárak esetében is betölti ezt a szerepet, és amely eképpen ilyen típusú tevékenységében már jelentős tapasztalatot szerzett.

Az értékpapírosítás folyamatának az *átláthatóságát* tovább növeli az a tény, hogy az *értékpapírosítást kezdeményezők, illetve a szponzorok* kötelesek a fenti adatokat a befektetők részére egységesített formában rendelkezésre bocsátani. Ez a kötelezettség vonatkozik a kezdeti, azaz a befektetési döntés előtti időszak adataira, valamint a befektetés futamideje alatt is a szükséges és releváns adatokra, különösen azokra, melyek a követelés portfolió minőségére vonatkoznak.[453]

Az értékpapírosított követelések piacának *biztonságát és átláthatóságát* továbbá az a tény is növeli, hogy *tiltja az újra-értékpapírosítást,* néhány legitim kivételtől eltekintve.[454]

A továbbiakban fontos még az *egyszerű, átlátható és egységesített* (*STS) értékpapírosítást* is elhatárolni, a már említett a

[452] A közismertebb angol elnevezés rövidítése az ESMA, mely a European Securities and Markets Authority elnevezés akronimja. A párizsi székhelyű uniós szerv tagjai az egyes tagországok értékpapírfelügyeleti hatóságai.

[453] EU 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 7. cikk

[454] Az újra-értékpapírosítás olyan értékpapírosítás, ahol az alapul szolgáló kitettségek legalább egyike értékpapírosítási pozíció. Lásd még az EU 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 8. cikk az újra-értékpapírosítás tilalmáról

tőkepiacra veszélyes összetett, nem átlátható és nem sztenderdizált és ezért kockázatos értékpapírosításoktól. Az *STS értékpapírosítás* fogalmi elhatárolása már a hitelintézetek fizetőképességét meghatározó EU rendelet (szolvencia II) alapján kibocsátott rendelet[455] preambulumának 10. bekezdése is említi.

Az *(EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról* 20. cikke határozza meg az *egyszerű, átlátható és egységesített értékpapírosítás* feltételrendszerét. E tekintetben fontos kiemelni *KCGE* tényleges tulajdonossá válását a követelések esetében, valamint a követelések teljes körű jogszavatosságának a részletes szabályozását.

Az *átláthatóságra* vonatkozó szabályokat a rendelet 22. cikke tartalmazza. Az értékpapírosítást kezdeményezőnek és a szponzornak az árazást megelőző öt év értékpapírosítási tevékenységének eredményeiről be kell számolnia a befektetőknek, mely információkat független harmadik fél által ellenőriztetni kell. Hasonlóan az értékpapírosítást kezdeményezőnek és a szponzornak a követelések, mint források jövőbeli várható pénzáramlásának a modelljét, valamint az árazást követően ezt a pénzáram modellt ismételten a befektetők rendelkezésére kell bocsátani.

Az EU rendelet 21. cikke szerint az *egységesítésre* vonatkozó feltételek között a minimális 5 %-os kockázatmegtartási követelményt (a *skin in the game elv* alapján) kell a szponzor vagy az eredeti hitelező közül egyik jogalanynak teljesítenie (6. cikk.) Az értékpapírosítás mint ügylet dokumentációját pedig úgy kell elkészíteni, hogy az tartalmazza az egyes résztvevő jogalanyoknak, azaz a hitelkezeléssel kapcsolatos szolgáltatásnyújtónak, a fiduciárius kötelezettségeket teljesítő vagyonkezelőnek és egyéb kiegészítő szolgáltatásokat nyújtó vállalkozásoknak a szerződé-

[455] Bizottság (EU) 2015/61 felhatalmazáson alapuló rendelete (2014. október 10.) az 575/2013/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a hitelintézetekre vonatkozó likviditásfedezeti követelmények tekintetében történő kiegészítéséről

ses kötelezettségeit, és felelősségi körét.[456] Ezzel elkerülhetővé válik az a korábbiakban perek tárgyát is képező lehetőség[457], hogy az egyes szolgáltatók a szükséges beavatkozás helyett a másik féltől várják a szerződéses kötelezettségük teljesítését, például a követelések átstrukturálásának a megindítását. A dokumentációnak ki kell terjedni az egyes követelések kötelezettjeinek késedelembe esésére vonatkozó egyértelmű és következetes fogalom meghatározásokra és egyéb intézkedésekre, valamint az egyes különböző befektetői osztályok közötti érdekkonfliktusok kezelésére is. A subprime válság egy további tanulságából is levonta a helyes következtetést a jogalkotó, akkor amikor a jogszabályban[458] a torz motivációs rendszert alapját képező *originate to distribute működési modell* negatív hatásainak kivédésére tesz intézkedéseket.[459] Ez olyan kötelezettség előírásában jelenik meg, amely mind az *eredeti hitelező mind az értékpapírosítást kezdemén*yező számára előírja, hogy a hitelezési tevékenységét az értékpapírosított követelések esetében nem végezheti kevésbé szigorúan, mint azt a nem értékpapírosított tevékenységek esetében teszi.

Végül egy fontos gondolat, ami éppen azért érdekes, mert nem része a rendeletnek, ez pedig a *hiteleminősítők szerepe az értékpapírosításban*. A rendelet a *hitelminősítők*et, mint külső szakértőket meg sem említi, a tekintetben, hogy a kibocsátás

---

[456] Lásd SZALAY, Gábor – *Vállalati botrányok és esetek áttekintése különös tekintettel a felelős társaságirányítás és a transzparencia kérdésköreire* (I.): A Postabank-jelenség JURA (2017) 23. évf. 1. szám 389-398 old.

[457] Lásd UBS AG v HSH Nordbank AG https://www.nzdrc.co.nz/site/commercialdisputes/files/Court Decisions//UBS AG v HSH Nordbank AG [2009] EWCA Civ 585.pdf (2018.12.16.)

[458] Bizottság (EU) 2015/61 felhatalmazáson alapuló rendelete (2014. október 10.) az 575/2013/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a hitelintézetekre vonatkozó likviditásfedezeti követelmények tekintetében történő kiegészítéséről 21. cikk 10. bekezdés

[459] SCHWARTZ, Steven L. *Securitization and Sructured Finance in Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastucture* Academic Press CAPRIO, Gerard szerk. 2012 571. old.

egyik szükséges feltétele lennének, - ahogy az az Egyesült Államokban a SEC korábban előírta - és így túlzott bizalmat kialakítva hitelminősítői tevékenységük iránt. E helyett a befektetők kötelesek az alapos *due diligence* vizsgálat elvégzésére, az értékpapírosított követelés megvásárlása előtt és az értékpapír futamideje alatti időszakban egyaránt. A jogszabály negatív meghatározással mégis említi ezeket a piaci szereplőket, mégpedig úgy, hogy a hitelminősítők bevonása helyett éppen ellenkezőleg kizárja őket a rendelet még abból is, hogy az *STS értékpapírosítá*s kritériumainak történő megfelelést végző külső szakértőként részt vehessenek az adatok auditálásában.[460]

Összefoglalásképpen a szerző fontosnak tartja kiemelni, hogy *az értékpapírosítás európai uniós szabályozása hosszú idő alatt kiérlelt jogszabálya a subprime válság torzulásait és az azok okozta makrogazdasági kockázatokat is jól kezeli*. Hasonlóan az Egyesült Államok válság utáni értékpapírosítás szabályozásához az *EU 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról a transzparenciára helyezi a legnagyobb hangsúlyt*. Azonban a *kockázatmegtartás mellett a befektetői felelősségvállalás mellett is elkötelezi magát*, amivel e tekintetben meghaladja az Egyesült Államok szabályozását, hiszen befektetői *due diligence* vizsgálatokat ír elő a tranzakció létrejötte előtt és annak futamideje alatt is. A jogalkotó ezekkel a hangsúlyokkal és azzal, hogy az *STS értékpapírosításra* helyezte a szabályozás pozitív fókuszát, jó eséllyel bízhat abban, hogy az *Európai Tőkepiaci Unió* résztvevői részesülhetnek az értékpapírosítás nyújtotta előnyökből anélkül, hogy az értékpapírosítás torzulásai, egy makroprudenciális kockázatot képezve egy válsághelyzet kialakulását erősíthetnének vagy okozhatnák az Európai Unióban.

[460] Bizottság (EU) 2015/61 felhatalmazáson alapuló rendelete (2014. október 10.) az 575/2013/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a hitelintézetekre vonatkozó likviditásfedezeti követelmények tekintetében történő kiegészítéséről 28. cikk 1. bekezdés b pontja

12. Az értékpapírosítás és jogi szabályozása Kínában

Az *értékpapírosítás* szabályozása számos szabályozási kérdést vet fel nemcsak a 2007-2009-es pénzügyi világválságban betöltött szerepe, de a *hatékony tőkeallokáció* egyik fontos összetevőjeként egyaránt. Napjaink aktualitása az értékpapírosítás szempontjából, hogy a nemzetközi gazdaság 2019-20-ra az üzleti ciklus emelkedő szakaszának végéhez ért, így az eddigi növekedés kifulladhat és recesszió következhet akár már a következő években. Az *értékpapírosítás* ugyanis a gazdaság ciklus különböző irányú szakaszai közötti időszakban is fontos szerepet tölthet be. Egyrészt az üzleti ciklus *növekedési, a második kevésbé meredek emelkedéssel jellemezhető szakaszában* még jelentős tartalékokat szabadíthat fel, azzal, hogy a hitelezők számára forrásokat biztosít, és így a további növekedés motorjává válhat a kifulladni látszó növekedés időszakában. A *recesszió* idején pedig az értékpapírosítás egy speciális új reneszánsza jöhet el a gazdaság pénzügyi szektorában, amikor a finanszírozó pénzintézetek immáron a kevésbé jól fizető (nem problémamentes)[461] hiteleiktől kívánnak a nyilvános vagy zártkörű értékpapírosítások során megszabadulni. E folyamat keretében a saját (tőke)források hosszú távon veszteséges lekötésétől mentesülni tudnak és egyúttal új jövedelmezőbb és alacsonyabb kockázatú hitelekkel a hitelportfoliójukat megújíthatják, ugyanakkor a magasabb kockázatot és hozamot kereső intézményi befektetőknek jó befektetési lehetőséget biztosíthatnak az értékpapírosítás folyamatában való részvétellel. Az értékpapírosítás ez utóbbi gazdaságélénkítő szerepét számos alkalommal alkalmazzák a fejlő-

[461] A 39/2016. (X. 11.) MNB rendelet 3. § teljesítő és nem teljesítő kitettségekre határolja el a kintlévőségeket a korábbi öt kategóriaba sorolt (problémamentes, külön figyelendő, átlag alatti, kétes, rossz) minősítések helyett. lásd https://mfor.hu/cikkek/makro/hasznalt-lakasra-kellett-a-legtobb-hitel.html (2019.05.21.)

dő országok, közöttük is különösen Kína példája említésre méltó.

12.1. A feljövő országok[462] értékpapírosítási jellemzői

A *feljövő országok* tőkepiacain az értékpapírosítás eltérő fejlődési pályát írt le, mint a fejlett országok értékpapírosítási modellje. Ez különösen igaz az Egyesült Államok és a fejlődő országok összehasonlításában. Míg ugyanis az Egyesült Államokban az értékpapírosítás kezdeti időszakában jellemzően a klaszszikus értékpapírosítás valósult meg, addig a 2000-es évek elejétől már a *szintetikus értékpapírosítás* került előtérbe, és az értékpapírosítási folyamat jelentős torzulásai is megjelentek e folyamat során. E vadhajtások vezettek oda, hogy az értékpapírosítás a subprime válság egyik kiinduló okaként került meghatározásra.[463]

---

[462] A *fejlődő vagy feljövő országok (developing or emerging countries)* és a *fejlett országok (developed countries)* két eltérő fejlettségű országcsoportot jelölnek. Maga az elnevezés is a két országcsoport viszonyításából ered. A leginkább megfelelő meghatározás az, amely, mely három oldalról is definiálja a feljövő piacokat. A meghatározás első eleme az, hogy egy főre jutó vásárlóerő paritáson alapuló nemzeti jövedelem az EU átlag 10 és 75 %-a közé kell esnie. Másodsorban az elmúlt évtized(ek) egy olyan jelentős növekedési időszakot kell átfognia, ahol a növekedés üteme jóval a világgazdasági átlag feletti volt. Végül harmadik fontos jellemző, hogy egy gazdasági és jogi intézményi átalakulás eredményeképpen jelentősen növekedett a világgazdaság felé az adott nemzetgazdaság nyitottsága. Ezek a szempontok alapján a világgazdasági GDP 45 %-át és a világ népességének közel felét teszi ki fenti hármas definíciónak megfelelő feljövő piaci ötven országból álló csoport. Lásd VERCUEIL, Julien: *Les pays émergents. Brésil - Russie - Inde - Chine. Mutations économiques et nouveaux défis* (Emerging Countries. Brazil - Russia - India - China. Economic change and new challenges, in French). Paris: Bréal, 3rd Edition, 2012, 232 old.

[463] Lásd The Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America*: The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant to Public Law III-21 January 2011

A fenti negatív példával szemben a feljövő piacok értékpapírosítása, - hasonlóan az európai értékpapírosítási folyamatokhoz – egy jóval lassabb, organikus növekedést eredményezett.[464]

A másik fontos különbség a fejlődő és a fejlett piacok értékpapírosítási gyakorlata között, hogy a fejlődők az értékpapírosítást a *nem teljesítő hitelek* (Non-Performing Loans – NPL) esetében alkalmazták először, míg a fejlődő országokban a jól teljesítő követelések értékpapírosítása volt a jellemző a korai időszakban. A fejlődő piacok a késő 1980-as évektől kezdték el az értékpapírosítást. Hasonló mindkét országcsoport esetében a korai alulszabályozottság, azonban e tény mögött eltérő okok húzódnak meg. Míg az Egyesült Államokban és Európában a pénzügyi innováció sebességével nem tudott a jogalkotó lépést tartani,[465] addig feljövő országokban a kisszámú tranzakció miatt a jogalkotó egy piaci gyakorlat kialakulását követően kívánta csak jellemzően a szükséges támogató szabályozást utólag és lassan bevezetni. Ebbe a folyamatba avatkozott be a fentiekben említett *2007-2009-es subprime válság*, ahol az Egyesült Államok piactorzító gyakorlata és szabályozási hiányosságai nemzetközi figyelmet keltettek a szabályozó hatóságok részéről.[466] E riasztás hatására az IOSCO[467] Feljövő Piaci Bizottsága 2009

---

https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2019.01.16.)

[464] Lásd HALMAI, Péter Az európai növekedési potenciál eróziója és válsága Közgazdasági Szemle 62. évf. 4. szám 379-414. old.

[465] Lásd ERCSEY, Zsombor – SZILOVICS, Csaba: Innovation in Tax Systems Harsányi János (szerk.) in Szellemi tőke, mint versenyelőny avagy A tudásmenedzsment szerepe a versenyképességben, 2010

[466] Lásd BÉLYÁCZ, Iván – SZÁSZ, Erzsébet: *Ciklikus pénzügyi válság, vagy szisztematikus rendszerhibák tragikus összeadódása?* Gazdaság és Pénzügy 2016 3. évf. 2. szám 86-109. old.

[467] Az *Értékpapír Felügyeletek Nemzetközi Szervezete (International Organization of Securities Commissions – IOSCO)* 1983 áprilisában jött létre madridi székhellyel. A szervezet szorosan együttműködik a G-20 szervezetével valamint az Financial Stability Board-dal. Főbb céljai: az értékpapírpiacok szabályozásában való együttműködés a tőke- és pénzpiacok átlátható működésének biztosításával és rendszerszerű kockázatok feltárásával; a befektetők

szeptemberében egy speciális munkacsoportot hozott létre, mely összes feljövő piaci tagszervezetet számára kiküldött kérdőív alapján összeállított egy jelentést[468] a feljövő piaci értékpapírosítás gyakorlatáról. A jelentés célja az volt, hogy feltárja a pénzügyi kockázatok átterjedésének lehetséges forrásait az egyes joghatóságok területén, és hogy megvizsgálja a pénzügyi instabilitás csökkentése érdekében tett intézkedések körét az egyes államok esetében. A kutatás megállapította, hogy a feljövő piacok egyre inkább összekapcsolódnak a fejlett piacokkal, ezért fontos a feljövő piaci tőkepiaci felügyeletek bevonása a nemzetközi szabályozórendszer kialakításába, és a tapasztalatok széles körű megosztása a fejlett és fejlődő országok között. A makrogazdasági kockázatok csökkentése érdekében továbbá kiemelt célul tűzték a befektető- és fogyasztóvédelmet, valamint a *szabályozási arbitrázs* minél alacsonyabb szinten tartását. A tőkepiacok hatékony működése az egyes nemzetgazdaságok tartós növekedésének fontos összetevője, ezért szükséges, hogy a szabályozás a valós gazdasági funkció megvalósítását támogassa az értékpapírosítás esetében is, azonban úgy, hogy mindez ne jelentsen makrogazdasági többletkockázatot az adott állam esetében.[469]

---

védelmének erősítése a felügyeleti információk megosztásával a nem megfelelő piaci gyakorlatok tekintetében; a globális és regionális információ megosztással a piacok és a piaci infrastruktúra fejlesztése érdekébe. 2018. áprilisában 218 tagjából 128 értékpapír felügyelet, 26 nemzetközi vagy regionális felügyeleti szerv és 64 önszabályozó piac szervezet volt.

[468] *Impact On and Responses of Emerging Markets to the Financial Crisis Final Report* Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commissions 2009. szeptember

[469] *Impact On and Responses of Emerging Markets to the Financial Crisis Final Report* Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commissions 2009. szeptember 5-6. old.

Az *IOSCO* ugyanezen speciális munkacsoportja 2010-ben éppen a fenti felmérés alapján egy újabb riportban[470] foglalta össze immáron nemcsak a pénzügyi válságnak a tőkepiacokra gyakorolt hatásait a feljövő piacokon, de célul tűzte ki, hogy a *strukturált pénzügyi termékekre* vonatkozóan a szabályozási elveket is meghatározza, és a legjobb gyakorlatok meg is ossza a feljövő piacokon.[471]

A továbbiakban a kínai értékpapírosítás történeti áttekintését követően a kínai értékpapírosítás szabályozási környezetét és jellemzőit vizsgálja a szerző.

12.2. A kínai értékpapírosítás szabályozásának rövid története

A kínai értékpapírosítás az ázsiai feljövő piacokon belül is viszonylag későn jelent meg a tőkepiaci tevékenységek között. Az első feljövő piaci értékpapírosítás az úgynevezett *Brady kötvények* (Brady bonds) voltak 1989-92 között a *Brady-terv* részeként.[472] A kötvény névadója Nicolas Brady Egyesült Államok pénzügyminisztere volt, és valójában az értékpapír nem tekinthető valós értékpapírosításnak, hiszen *szindikált hitelek*[473] értékpapír formába történő átalakítására került mindössze sor, az Egyesült Államok által kibocsátott diszkontkötvények fedezete mellett. A program sikerét a feljövő piaci banki finanszírozás szűkössége és így annak magas kamatköltsége alapozta meg. Ugyanis, amíg az 1980-as évek második felében feljövő piaci

[470] *Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets Final Report* Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commissions 2010. október

[471] Lásd KONDOROSI, Ferenc – VISEGRÁDY, Antal: *Az állam és a jog természetrajza válság idején* 2013 72-78.old.

[472] BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 142. old.

[473] A szindikált hitelezés során egy vezető pénzintézet több pénzintézetet von be a nagy összegű és jelentős kockázatú hitelügylet közös finanszírozására.

kötvénykibocsátás kamata jellemzően 17 % volt, addig a hasonló lejáratú amerikai államkötvény hozama mindössze 8 % volt, így a 13 %-on értékpapírosított követelésekkel 4 %-kal olcsóbb forráshoz jutott annak kibocsátója.[474] Mindezek mellett a bankok tőkepozícióját tovább gyengítette az alacsony tőke és a szűkös forrásokon túl, a nemteljesítő hitelek folyamatosan növekvő többlet terhe is azzal, hogy egyre nagyobb céltartalékot kellett képezniük a növekvő nemteljesítő hitelállományra.

Ázsiában a feljövő piaci értékpapírosítás kezdete az 1990-es évek elejére tehető, amikor Hong Kong, Korea, Thaiföld és Indonézia voltak az úttörők, ahol a meglévő követelésállományok és pénzáramok értékpapírosítása volt a jellemző, ellentétben Latin-Amerikával ahol a jövőbeli pénzáramok értékpapírosítása terjedt el ekkor.[475] Ez utóbbi jövőbeli követelések olyan harmadik országra vonatkozó exportkinnlevőségekre vonatkoztak, melyek szerződései még a követelések értékpapírosításakor nem kerültek megkötésre. Ami vonzóvá tette ezt a befektetést a külföldi és hazai befektetők számára az éppen az adott exportőr nemzetgazdaságánál kedvezőbb *szuverén adósminősítéssel* rendelkező export célországba történő kitettség volt.[476] Az *1997-es ázsiai valutaválságot* követően ezért terjedt el Ázsiában is a feljövő országok körében az értékpapírosítás ezen, a jövőbeli pénzáramok fedezetére vonatkozó értékpapírosítás, hiszen az egyes valutaválságokban érintett országokban működő vállalkozásokkal és természetes személyekkel szembeni követelések minősítése nem lehetett jobb az adott ország szuverén adósminősítésénél.[477]

---

[474] BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 141. old.

[475] HILL, C. A.: *Latin American securitization. The case of disappearing political risk* Virgina of International Law 38, 1998, 295-303. old.

[476] BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 147-151. old.

[477] BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 151-152. old

Az 1990-es évektől kezdve Kínában is előtérbe került a magántulajdonban lévő lakóingatlanok arányának növelése.[478] Az első tényleges értékpapírosításra 1992-ben került sor Kínában. A Hainan Sanya hajtotta végre ezt az első banki szponzor által támogatott értékpapírosítást. 1997-ben az állami tulajdonú hajózási társaság (China Ocean Shipping Company) bevételeit sikerült értékpapírosítani egy olyan környezetben, ahol a jogi szabályozás még gyakorlatilag nem létezett az értékpapírosításra.[479] 1998-ban - az Egyesült Államok Fannie Mae jelzáloghitelezést támogató intézményének mintájára létrejött - Sanghai Housing Authority pedig egy olyan értékpapírosítást hajtott végre, ahol az állami jelzálog hitelintézet a *jelzálogügynök és garantőr* is volt egy személyben. Szintén ebben az évben a kínai állam a nagy infrastukturális beruházások, így autópálya építések és hasonló jelentős állami projektek értékpapírosítás útján történő refinanszírozását lehetővé tevő szabályozást vezetett be.

1999-ben *állami vagyonkezelő társaságokat* (Asset Management Company - AMC) hoztak létre a nemteljesítő hitelek értékpapírosításának a támogatására.[480] A mintát az Egyesült Államokban a *takarékszövetkezeti válságban*[481] felhalmozott

[478] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160. old.

[479] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160. old.

[480] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160-161. old.

[481] Az 1986-89-es takarékszövetkezeti válság (savings and loans crisis) az Egyesült Államokban több mint 1000 takarékszövetkezet csődjét eredményezte. Az 1970-es évek olajválságát követően a takarékszövetkezetek a jelentős fix kamatozású hitelkihelyezéseiken a piaci kamatok jelentős növekedése miatt elszenvedett veszteségek ellensúlyozására spekulatív pozíciókat alakítottak. Azonban a megfelelő kockázatkezelés hiányában valamint a betétbiztosítás nyújtotta téves biztonságérzetre támaszkodva az újonnan kialakított pozíciók további veszteségeket eredményeztek. A válság különösen megviselte Texas állam gazdaságát, ahol esetenként korrupcióval is társult a kockázatos ügyletek nyitása, így csődbe ment takarékszövetkezetek fele

nemteljesítő, toxikus hitelek kezelésére létrehozott *Resolution Trust Corporation* (RTC)[482] szolgáltatta. Olyannyira, hogy a korábbi RTC elnököt, William Seidmant alkalmazta is az AMC program. A cél hasonló volt az RTC takarékszövetkezeti válságban betöltött szerepéhez, a felhalmozott nemteljesítő hitelek által lekötött tőke felszabadítása és likviditás biztosítása bankrendszerben.[483] Az *AMC program* keretében 1,4 billió renminbi (RMB) összegben került sor értékpapírosításra, és a program a *Brady-terv* által alkalmazott amerikai államkötvények fedezete mellett valósult meg.[484]

A kínai értékpapírosítás következő jelentősebb hulláma 2005-ben indult el egy kísérleti program keretében, amely aztán a 2008-ban kitört *subprime válság* miatt megakadt, mert a kínai pénzügyi hatóság a *subprime buborék* tovagyűrűző hatásától való félelmében az óvatosságra helyezte a hangsúlyt. Ekkorra már a kínai értékpapírosítás az ügyféligényeknek szélesebb körben eleget téve különböző földrajzi lokációkból és eltérő hiteltípusokból képzett kibocsátást is meg tudott valósítani. A 2005-ös kísérleti programnak négy fő célja volt. Az első cél a bankok hiteleszközeinek a kockázatának szétterítése a gazdaságban, illetve részben átadása a befektetők számára. A második cél a pénzintézetek megszabadítása a nemteljesítő hitelektől. A célok között szerepelt még a nem pénzügyi vállalkozások könnyebb forráshoz juttatása és a befektetők befektetési lehetőségeinek szélesítése, ez utóbbi cél a kínálati és keresleti oldal összeköté-

---

ebben az államban volt bejegyezve és a csődök hatására az Texas állam gazdasága recesszióba fordult.

[482] A Resolution Trust Corporation-t (RTC) 1989-ben hozta létre Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act of 1989 (FIRREA) azzal a céllal, hogy a csődbe ment takarékszövetkezetek követeléseit kezelje és a volt betétesek számára megfelelő védelmet biztosítson.

[483] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160. old.

[484] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 161. old.

sével valósulhat meg az értékpapírosítás segítségével.[485] Az utóbbi harmadik és a negyedik cél is összefüggött egymással, ahogy az első kettő is.

A 2005 és 2008 közötti időszakban a *China Development Bank* által létrehozott fedezett vállalati hitelkövetelések *(Collaterized Loan Obligations – CLO)* és a *China Construction Bank* által kezdeményezett lakossági jelzáloghitelekkel fedezett értékpapírosítás (Residential *Mortgage Backed Securities-RMBS)* volt a meghatározó értékpapírosítási forma a kínai tőkepiacon. 2005 és 2008 között összesen 13 értékpapírosításra került sor 50 milliárd RMB értékben, a fenti két típus mellett autóhitelek és nemteljesítő hitelek fedezetére egyaránt.[486] 2008-ban a *subprime válság* kibontakozásának hatására mind az Egyesült Államokban mind Európában visszaesett az értékpapírosítási tranzakciók száma és értéke. Ezzel ellentétben 2008-ban egy kisebb növekedési hullám volt megfigyelhető Kínában. Ennek oka egyértelműen a kedvező kínai gazdasági helyzet, ami abban foglalható össze, hogy a kínai gazdaságpolitika az *anticiklikus gazdaságpolitikát*[487] megvalósítva a válság alatt további hitel oldali likviditást tudott a gazdaságba pumpálni ellentétben az Egyesült Államokkal, ahol ez az eszköz ekkor már nem állt rendelkezésre. Így bár a *Bank of China-nak*, mint a legjelentősebb

[485] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160-161. old.

[486] ASIFMA (Asian Financial Markets Association) az ázsiai térség több mint 100 vezető pénzügyi szolgáltatójának szakmai szövetségének kiadványa ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018 szeptember 16. old. lásd https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

[487] Az anticiklikus gazdaságpolitika olyan gazdaságpolitikai eszközrendszer, mely a gazdasági ciklussal ellentétes hatást kíván elérni, azaz tompítja azok hatásait. Különösen recesszió esetén fontos az ellenirányú hatás elérését célzó eszköz alkalmazása. Azonban a túlfűtött gazdasági helyzetben is alapvető szükségszerűség, hogy az állami szerepvállalás a kialakuló buborék méretének és negatív hatásának csökkentésére törekedjen.

ázsiai subprime értékpapírosított portfolióval rendelkező intézményi befektetőnek is jelentős portfolió-eszköz romlással kellett szembenéznie (közel 8 milliárd USD összegű értékpapír állományának a negyedét kellett veszteségként elkönyvelnie). Azonban a pénzügyi rendszer felügyeleti szerveként az értékpapírosítási szabályok egyértelműbbé és átláthatóbbá tételével már önmagában elég impulzust adott az értékpapírosítások volumenének növeléséhez. Ezek az intézkedések pedig a pénzintézetek, mint értékpapírosítást kezdeményezők felé az értékpapírosítások szigorúbb kezelésére vonatkoztak. Ezen belül pedig a hitelkockázatok szigorúbb kezelésére a valódi kockázat átadás biztosítására, a kockázatátadás pontos kezelésére, a tőkekövetelményeke vonatkozó előírások szigorúbb betartására, valamint a belső ellenőrzés és kockázatkezelés javítására és a közzétételi szabályok betartatására és a végül, de nem utolsósorban az értékpapírosítások egységesítésére terjedtek ki.[488]

2012-ben egy újabb kísérleti program indult: először 50 milliárd (RMB) kerettel, melyet aztán a *Kínai Állam Tanács* (PRC State Council) 2015. május 13-án 500 milliárd RMB összegre emelt.[489] A késői indulás ellenére 2017-re a kínai értékpapírosított követelések nagysága elérte az 1500 milliárd RMB értéket, amivel a kínai gazdaság az értékpapírosítás értékének sorrendjében a második helyre küzdötte fel magát az Egyesült Államok mögé.

A késői kínai értékpapírosítás okai között mindenképpen érdemes kiemelni a közel 30 éves töretlen növekedés időszakát az

[488] A 2008 február 4-én kínai bankfelügyelet felhívása (Notice of China Banking Regulatory Commission on Further Improving the Management of Credit Assets Securitization Business) Lásd FUCHITA Yasuyuki, HERRING Richard J., LITAN Robert E. - *Prudent Lending Restored_ Securitization After the Mortgage Meltdown* Brookings Institution Press 2009 300. old.

[489] ASIFMA Growing Asia's Markets 2018: *ASIFMA Securitisation in Asia 2018*, 2018. szeptember 15. old. lásd https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

1980-as évektől egészen napjainkig. Ez azért fontos tényező, mert így – válságok hiányában - a kínai banki válságkezelési gyakorlat nem alakulhatott ki a kereskedelmi bankok szintjén. Bár volt egy csődközeli állapot 1999-ben az 1997-es ázsiai valutaválság tovagyűrűző hatásaként, de ezt a kínai vezetés olyan jól kezelte, hogy csak évekkel később derült rá fény.[490] A másik fontos tényező a nemzetközi trendekhez történő késői csatlakozásban a rövid követelés- és hiteltermék múltak, a szabályozás átfogó jellegének hiánya valamint a külföldi intézményi befektetők piaci hozzáférésének lassú és fokozatos biztosítása volt.

12.3. A kínai értékpapírosítási konstrukciók

A továbbiakban az egyes jellemző kínai értékpapírosítási típusokat tekinti át a szerző és ezek kapcsán a kínai tőkepiaci felügyeleti rendszer működését, mely meghatározó jelentőségű az értékpapírosítások tekintetében is.

Az egyes értékpapírosítási konstrukciók között az alapvető eltérés a követelés portfolióban lévő eszközök, a konstrukciót engedélyező felügyeleti szerv, a másodlagos piac megléte, az értékpapírosítást kezdeményező és a megcélzott befektetők körében határozható meg.[491] Ezért ezen jellemzőket kiemelve került elemzésre a továbbiakban a három konstrukció.

---

[490] 1999-ben a kínai bankrendszer gyakorlatilag fizetésképtelenné vált. A probléma megoldására a kínai jegybank négy, részben állami bank – az Agricultural Bank of China, a Bank of China, a China Construction Bank, az Industrial and Commercial Bank of China -1,4 billió RMB problémás hitelállományát helyezte át e célra létrehozott állami vagyonkezelőbe. A tranzakcióhoz a forrást a kínai jegybank biztosította kötvénykibocsátással. 2004-2005-ben újabb 1,6 billió RMB összegű problémás hitelállománnyal valósult meg egy újabb, formailag hasonló tranzakció ugyanezen érintetti körben. Lásd MARTIN, Michael F.:China's Banking System: Issues for Congress Congressional Research Service 2012. február 22. 29. old. lásd https://www.files.ethz.ch/isn/146514/185986.pdf (2018.12.30.)

[491] Lásd ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018. szeptember 16. old. lásd https://www.asifma.org/wp-

Az első értékpapírosítási konstrukció az *eszközfedezetű kötvények (asset-backed notes - ABN)* köre, melyeket a nem pénzügyi szolgáltatók bocsáthatnak ki a pénzügyi piacok intézményi befektetőinek a szövetségének (*National Association of Financial Market Institutional Investors- NAFMII)* szabályai szerint. Tehát ez egy részben önszabályozó piaci szervezet által meghatározott[492] értékpapírosítási forma Kínában. Az általános jogi keretet a kínai jegybank 2008 áprilisában kiadott rendelete rögzíti,[493] mely a kínai jegybanktörvénnyel[494] összhangban meghatározza a kibocsátott értékpapír típusát,[495] amely egy *adósság típusú kötelezettség vállalás (debt instrument)* a nem pénzügyi intézmények részére, és amely a kínai bankközi kötvénypiacon[496] meghatározott időszakon belül kamat és tőke fizetésére kötelezi az értékpapír kötelezettjét. A regisztrációs, a letétkezelési és elszámolási kötelezettségeket pedig a kínai központi értéktár és elszámolóház[497] látja el.

---

content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

[492] Guidance for the Issue of the Asset Backed Notes issued by Non-financial Enterprises ont the Inter-bank Bond Market

[493] Lásd Order of the People's Bank of China (No.1 [2008]) April 9th, 2008 Administrative Measures for Debt Financing Instruments of Non-Financial Enterprises in the Inter-bank Bond Market
http://en.pkulaw.cn/display.aspx?cgid=104092&lib=law# (2019.01.17.)

[494] Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China (Adopted at the Third Session of the Eighth National People's Congress on March 18,1995. Amended according to the Decisions on Revising the "Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China" at the Sixth Session of the Standing Committee of the Tenth National People's Congress on December 27,2003)
lásd http://en.pkulaw.cn/Display.aspx?lib=law&Cgid=50973 (2019.01.17.)

[495] Order of the People's Bank of China (No.1 [2008]) April 9th, 2008 Administrative Measures for Debt Financing Instruments of Non-Financial Enterprises in the Inter-bank Bond Market 2. cikk

[496] PRC National Interbank Bond Market

[497] China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd. - CGSDTC lásd Order of the People's Bank of China (No.1 [2008]) April 9th,

A konstrukció legfontosabb jellegzetessége a *trust intézmény* igénybevétele.[498] A speciális célú jogalany vagy KCGE helyett itt egy speciális célú trust látja el csődfüggetlen harmadik személy szerepét, amely részére a követelés portfolió átadásra kerül. A *trust kedvezményezetti vagyon jegyeket (beneficiary certificate)* bocsát ki, amiből a trust megvásárolja a követeléseket az értékpapírosítás kezdeményezőjétől. Az értékpapírosítás során a befektetők biztonságát és a trust folyamatos fizetőképességét a kamatok és a tőke tekintetében egy *garantőr társaság* és egy másik pénzintézet által nyújtott *likviditást biztosító hitelkeret* erősíti ebben a konstrukcióban. A kifizetések biztonságát az értékpapírosítást kezdeményező és a befektetők között a már említett *központi elszámolóházon* túl egy letétkezelő pénzügyi szolgáltató közbeiktatása is segíti. (Lásd 4. számú ábra.) A befektetők köre a devizabelföldi pénzügyi intézmények és nem pénzügyi intézmények mellett a devizakülföldi jegybankok, szuverén alapok és minősített intézményi befektetőkre terjed ki. A követelések is széles körben meghatározottak a konstrukció vonatkozásában, így a *vállalati vevő követelések*, *lízing követelések*, *trust kedvezményezetti jogok (trust beneficiary rights)* és az infrastukturális eszközökhöz, valamint kereskedelmi ingatlanokhoz kapcsolódó jogok. A konstrukció előnye az értékpapírosítást kezdeményező számára, hogy a *NAFMII engedély* megszerzését követően 2 évig értékpapírosítási tranzakciókat úgy valósíthat meg, hogy csak bejelentési kötelezettséggel bír az újabb tranzakció. Az egyetlen feltétel, hogy az engedélyt megszerzését követő 6 hónapon belül az első értékpapírosítási tranzakciót le kell bonyolítani.[499] A további előny, hogy az értékpapí-

---

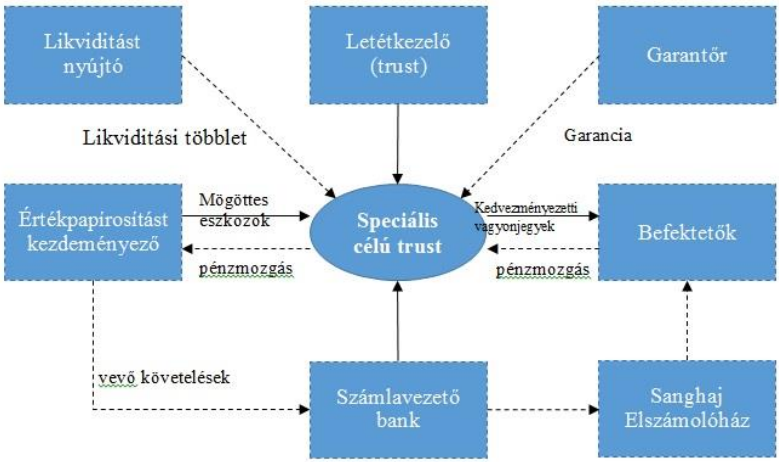
2008 Administrative Measures for Debt Financing Instruments of Non-Financial Enterprises in the Inter-bank Bond Market 5. cikk

[498] Lásd WEIPING, He: *The Regulation of Securities Markets in China* 2018, Palgrave Mcmillan, Monash University Melbourne, Victria, Australia 181-184. old.

[499] ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018 szeptember 23. old. lásd https://www.asifma.org/wp-

rosítást kezdeményezőnek nem szükséges *hitelkockázati kitettséget*[500] megtartania az értékpapírosított követelésportfolióból. Az értékpapírosítás során csak a nyilvános forma igényel megfelelő minősítésű hitelminősítést, kivéve a legalacsonyabb[501] minősítésű ügyletrészsorozatot (tranche) és a zártkörű formát, ahol nem szükséges a hitelminősítő alkalmazása.

4. számú ábra A kínai NAFMII eszközfedezetű kötvény értékpapírosítási modellje



content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

[500] Az értékpapírosítás során a hagyományos értékpapírosítás esetében a kezdeményező a teljes hitelkockázatot átadja a harmadik személynek legyen az trust vagy KCGE így nem érdeke, hogy a követelések kötelezettjei továbbra is pontosan teljesítsenek. Ha azonban egy néhány százalékos hitelkitettség megmarad a kezdeményezőnél akkor ez a motiváció folyamatosan is fenntartható.

[501] A legalacsonyabb minőségű ügyletrészsorozat az, amelyik a legnagyobb kockázatot és ezzel párhuzamosan a legnagyobb hozamot is biztosítja a befektetőnek. Ebben az esetben azért nincs szükség minősítésre, mert ez az ügyletrészsorozat a leggyengébb, a nem befektetési kategória legalacsonyabb értékét (C, CC, CCC) kaphatná csak meg, ami azonban nem növelhetné már az értékpapír vonzerejét, így felesleges költségkiadás lenne.

Forrás: https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf 24. old. (2019.01.15.)

A második értékpapírosítási konstrukció a *CBIRC*[502] *SPT (Special Purpose Trust).* A konstrukció lényege, hogy az értékpapírosítást kezdeményezője a hitel eszközöket a speciális célú trust vagyonkezelőjének átadja, majd az hitelkövetelések fedezetére több ügyletrészsorozat ra osztott *trust certifikátokat* bocsát ki CLO formában. Az értékpapírosítást kezdeményezők köre *CBRIC* által felügyelt pénzintézetek körére terjed ki, kereskedelmi bankokra, regionális bankokra és olyan pénzintézetekre, amelyek körébe a finanszírozó társaságok a lízingtársaságok a vagyonkezelők és a lízing finanszírozó társaságok is tartoznak. A konstrukció jellemzője a kockázati kitettség megtartása - a *skin in the game* gyakorlása - vagy a horizontális vagy a vertikális ügyletrészsorozatból választva. A *horizontális ügyletrészsorozat kialakítás* szerint a junior ügyletrészsorozatból legalább öt százalékos kitettséget kell megtartani (skin in the game elv alkalmazása). A *vertikális ügyletrészsorozat kialakítás* szerint a junior ügyletrészsorozat öt százaléka mellett a senior ügyletrészsorozatokból is 5-5 %-ot kell megtartania, úgy, hogy az összkitettség legalább öt százalék legyen a teljes eszközportfolióból. Az így megtartott *hitelkitettséget* az értékpapírosítást kezdeményezőnek a lejáratig meg kell tartania.[503]

A harmadik konstrukció pedig a *CSRC eszközfedezett értékpapír program (ABSP)*[504] *struktúra*, melynek lényege, hogy bár

[502] A China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC) 2018. április 3-án jött létre a korábbi kínai bank- és biztosításfelügyeletek (China Banking Regulatory Commission és China Insurance Regulatory Commission) összevonásával.

[503] Lád ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018 szeptember 17-19. old. lásd https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

[504] Asset Backed Security Program – ABSP egy olyan értékpapírosítási konstrukció Kínában, mely a Kínai Értékpapír-Felügyelet (CSRC) az ABSP

az összes vállalati követelésre elvi lehetőséget biztosít, mint az értékpapírosított követelésre, azonban ez valójában csak a nempénzügyi intézmények körére terjed ki, úgy mint a független lízingtársaságokra, autópálya díjbeszedő társaságokra, elektronikus kereskedéssel foglalkozó platformokra és a telekommunikációs szolgáltatókra. A konstrukció során egy értékpapírforgalmazó társaság vagy egy vagyonkezelő társaság leányvállalata bocsát ki értékpapírokat, mégpedig a leendő értékpapírosított követelések különböző kockázatú ügyletrészsorozataira eltérő értékpapírokat, melyek a *program (ABSP)* egyes ügyletrész sorozataira kedvezményezetti jogosultságot biztosítanak. Az így befolyt kibocsátási értékből a követelések megvásárlásra kerülnek, mely követelések pénzáramai biztosítják a különböző ügyletrészsorozatok kamat és tőketörlesztettségeinek a teljesítését. A konstrukció befektetői lehetnek mindazok a természetes és jogi személyek, melyek a *minősített befektetői kategóriába* tartoznak, és amelyeket a CSRC jóváhagy. Az értékpapírosítást kezdeményezők számára a konstrukció előnye, hogy *nincs szükség a hitelkockázat megtartására, valamint nem szükséges hitelminősítő bevonása sem*. A befektetők számára e két kockázatot növelő tényezőt azonban jelentős mértékben ellensúlyozza az a tény, hogy az így kibocsátásra kerülő értékpapírok a Sanghaji vagy a Sencseni tőzsdékre bevezetésre kerülnek azt követően, hogy a tőzsdére történő bevezetésüket kérelmezték és a bevezetési követelményeknek a kibocsátott értékpapír megfelel. [505]

---

rules (Administrative Provisions on the Asset Securitisation Business of Securities Companies and Subsidiaries of Asset Management Companies) alapján szabályoz, annak 2014. évi bevezetése óta.

[505] ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018. szeptember 20-22. old. lásd https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

12.4. A kínai értékpapírosítás jövője – a szabályozás lehetséges irányai

A kínai értékpapírosítás szabályozási környezete jelentős fejlődésen ment át az elmúlt 20 évben. Az a tény, hogy a nemzetközi megmérettetésben a kínai értékpapírosított követelések piaci értéke a második helyezést érte el 2018-ra, önmagában is egy kiemelkedő teljesítményként értékelhető, különösen a késői indulást is figyelembe véve. A jogi környezet azonban még mindig egy relatíve zárt piacot feltételez. Az értékpapírosítás lényege - a banki finanszírozás kockázatmegosztása a tőkepiaci szereplőkkel - még kevéssé valósulhat meg a kínai piacon, mivel a belföldi pénzügyi intézmények között, mint értékpapírosítást kezdeményezők és mint befektetők között kerül a hitelkockázat érdemben átadásra. A befektetői kör belföldi és nemzetközi szélesítésével a hitelkockázatok terítése jóval szélesebb körben valósulhatna meg Kínában is. Ezért szükséges lenne egységes értékpapírosítási struktúra kialakítása, azaz a második és harmadik konstrukció (az SPT és az ABSP) közötti különbség megszüntetése. Hasonlóan a külföldi intézményi befektetők esetében az *onshore,*[506] azaz a belföldi kötvénypiachoz történő közvetlen hozzáférés engedélyezése lehetne egy olyan lépés, amely szélesebbre tárhatja a befektetők körét nemzetközi szinten is a kínai értékpapírosítás előtt. A harmadik jelentős tőkebevonást eredményező lépés pedig az adójogszabályok területén az 2018. augusztus 30-i, a Kínai Államtanács által jóváhagyott hároméves forrásadómentesség[507] véglegessé tétele[508] lehetne a külföldi befektetők *onshore kötvénypiaci* befektetéseire vonatkozóan.[509]

---

[506] Az onshore piac a rezidens kínai kibocsátók és szupranacionális intézmények, központi bankok számára elérhető. A két piac (onshore és offshore) jelenléte tükrözi a kínai állam fokozatos nyitás elvét, mely szerint csak fokozatosan és egyedi engedélyekhez kötötten nyitják meg a külföldiek számára a kínai devizapiacot.

[507] Lásd SZILOVICS, Csaba: *Az adójogi norma szerepe az optimális adórendszer kialakításában* JURA 2016, 22. évf. 1. szám 322-328 old.

Egy további javaslat a hitelminősítők szerepét és Kínában is megtépázott hitelességének helyreállítását szolgálná. E szerint érdemes a kínai jogalkotónak megfontolnia a kettős hitelminősítés bevezetését (azaz legalább két hitelminősítőtől a megfelelő szintű minősítés elérésének elvárását az Egyesült Államok gyakorlatához hasonlóan), ezzel egyfajta minőségbiztosítási szempontot is beemelve a hitelminősítés rendszerébe, de az igazi áttörés éppen a kibocsátó fizet – *issuer pay* - modellről (jelen esetben az értékpapírosítást kezdeményező vagy a speciális célú trust) a befektető fizet - *investor pay* - modellre való áttérés jelenthet. [510]

[508] Lásd SZILOVICS Csaba: *Az optimális adórendszer feltételeiről* 2015, Lentner Csaba (szerk.) in Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás 281-310. old.

[509] ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018 szeptember 50-51. old. lásd https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

[510] Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 166. old.

13. Az értékpapírosítás hazai szabályozásának áttekintése

A hazai értékpapírosítás jogi keretei meglehetős késéssel, gyakorlatilag a 2007-2009-es subprime válság kitörésére, 2008. január elsejével létre jöttek. Ekkortól a *380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet a hitelintézetek értékpapírosítási tőkekövetelményéről* határozta meg az értékpapírosítás két fő típusának, a hagyományos és a szintetikus értékpapírosításnak is a fogalmát. A szabályozás érdekessége, hogy látszólag az Egyesült Államok értékpapírosítási gyakorlatára épül, de valójában a vonatkozó európai uniós szabályozást követte. A *380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet a hitelintézetek értékpapírosítási tőkekövetelményéről* ugyanis az Egyesült Államokban használt eszközfedezetű kereskedelmi kötvény szabályozását tűzte ki céljául. Az *eszközfedezet melletti értékpapír-kibocsátást (ABCP program)* ugyanis olyan értékpapírosítási programként definiálja,[511], amelynek keretében kibocsátott értékpapírok könyv szerinti értékének legalább 75%-a „kereskedelmi értékpapír". A definíción látható, hogy a fordítás kereskedelmi kötvény esetében (commercial paper) téves volt, mert nem kereskedelmi értékpapír, hanem kereskedelmi kötvény az eszközfedezett kereskedelmi kötvény (asset backed commercial paper - ABCP) értékpapír előképe. Hasonlóan az Egyesült Államokban használt fogalom elhatárolásához, a s*zponzor* és az *értékpapírosítást kezdeményező* elkülönítése nem történt meg a kormányrendeletben azzal, hogy olyan vállalkozásként definiálta a rendelet az értékpapírosítást kezdeményezőt, amely saját maga vagy kapcsolt vállalkozásán keresztül a követelések eredeti jogosultja vagy pedig megvásárolja egy harmadik fél eredeti kitettségeit, majd értékpapírosítja azokat.[512] A vonatkozó, ekkor hatályos európai uniós jogszabály *Az Európai Parlament és a Tanács 2006. június 14-i*

[511] 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 2 § 1. bek. 1. pont
[512] 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 2 § 5. bek.

2006/48/EK irányelve - a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról azonban lényegében nem tért el ettől, amikor az értékpapírosítást úgy határozta meg, mint „egy olyan ügylet vagy rendszer, amelynél a kitettséggel vagy kitettségekkel kapcsolatos hitelkockázatot több tranche-ba sorolják”.[513]

Hasonlóan az Egyesült Államok gyakorlatát követve, de az európai uniós szabályozás alapján a hitelminősítők értékpapírosításban betöltött szerepének a szabályozása is a kormányrendelet részévé vált. A kormányrendelet azonban nem határozza meg az elfogadott külső hitelminősítők körét vagy elfogadásának szabályait, de utal arra, hogy amennyiben a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete azt elismeri az értékpapírosítás pozíció hitelminősítése szempontjából, akkor a külső hitelminősítő alkalmazását elfogadja.[514] A magyar tőkepiaci felügyelet ajánlásában[515] az Európai Unió más tagországában értékpapírosítási pozíció hitelminősítése szempontjából elismert hitelminősítőt a magyar tőkepiaci felügyelet is elfogadja további vizsgálat nélkül. Ez a tény a 2011-ben kelt 4/2011 (XII.9.) PSZÁF elnöki ajánlás alapján azonosítható, mely ajánlás azonban a hitelminősítőkről szóló 1060/2009/EK európai parlamenti és tanácsi rendelet alapján készült - három év késéssel. Ugyanakkor ez a 4/2011 (XII.9) PSZÁF elnöki ajánlás a 1060/2009/EK európai parlamenti és tanácsi rendelet, a későbbi 513/2011/EU rendelet, illetve a *CEBS (Committe of European Banking Supervisors, 2011-től EBA)* tárgyban kiadott ajánlását is figyelembe vette. Így részletes elismertetési szabályokat alkotott az Európai Unión kívüli, értékpapírosítási minősítő jogosítvánnyal nem rendelkező

[513] Európai Parlament és a Tanács 2006. június 14-i 2006/48/EK irányelve - a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról 4. cikk 36. bek.

[514] 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 11 § lásd https://www.mnb.hu/letoltes/2011-xii-9 8 (2019.05.31.)

[515] Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete elnökének 4/2011.(XII. 9.) számú ajánlása a külső hitelminősítő szervezetek és minősítéseik elismeréséről

hitelminősítőkre vonatkozóan. Azt elsőként fontos kiemelni, hogy a PSZÁF elnöki ajánlás kísérletet tett a minősítési módszertan objektivitásának meghatározására a magas szintű, konzisztens és megbízható minősítés elvárásával, melynek a kritériumai: a tárgyilagosság, a függetlenség, a folyamatos felülvizsgálat és az átláthatóság voltak.[516] Ezeknek az elveknek a szabályozása azonban önmagában kevés volt az értékpapírosítás érdemi hazai növekedéséhez. A magyar értékpapírosítási piac fejletlensége ugyanis nem tette vonzóvá a nemzetközi szinten is elismert hitelminősítők számára a hazai értékpapírosítási piacra történő belépést.

A 2007-2009-es subprime válság értékpapírosítási tanulságait levonva az Európai Unió, az Európai Parlament és a Tanács 2010. november 24-i 2010/76/EU irányelve a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelvnek a kereskedési könyvre és az újraértékpapírosításra vonatkozó tőkekövetelmények, továbbá a javadalmazási politikák felügyeleti felülvizsgálata tekintetében történő módosításáról szóló értékpapírosításra vonatkozó szabályozását a *380/2007. (XII. 23.) Korm. rendeletet a hitelintézetek értékpapírosítási tőkekövetelményéről* érdemben módosította. Azzal ugyanis, hogy az eszközfedezet melletti értékpapírosítást, az értékpapírosítás általános definícióját, az értékpapírosítást kezdeményezőt és a különleges célú gazdasági egységet, valamint az *ügyletrész sorozat (tranche) fogalmát*[517] hatályon kívül helyezte 2011. január elsejével, az értékpapírosítás hagyományos formájának az alapelemeit szüntette meg. Így az értékpapírosítás, mint jogintézmény létjogosultságát kérdőjelezte meg a jogalkotó az Európai Parlament és a Tanács 2010/76/EU irányelve (2010. november 24.) a 2006/48/EK és a 2006/49/EK

[516] Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete elnökének 4/2011.(XII. 9.) számú ajánlása a külső hitelminősítő szervezetek és minősítéseik elismeréséről III. 6-7. pont

[517] 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 11 § lásd https://www.mnb.hu/letoltes/2011-xii-9 8 (2019.05.31.) 2 § 2.,5., 10., 19. bekezdés

irányelvnek a kereskedési könyvre és az újraértékpapírosításra vonatkozó tőkekövetelmények, továbbá a javadalmazási politikák felügyeleti felülvizsgálata tekintetében történő módosításáról alapján. Ez az európai uniós jogszabály módosítás ugyanis egyértelműen megállapította az értékpapírosítások téves használatát a tőkekövetelmények meghatározása, valamint a kereskedési könyvben az értékpapírosítási modellek saját szempontok szerint kialakítása során, valamint célszerűnek látta a szabványosítást az értékpapírosításra vonatkozó tőkekövetelmények meghatározása területén.[518] Ezzel az Európai Unió a mérlegen kívüli tőkekövetelményeket csökkentő veszélyekre hívta fel a figyelmet. A magyar jogalkotó azonban a teljes értékpapírosítási folyamatot (a három alapjellemző: ügyletrészsorozat, értékpapírosítást kezdeményező, KCGE) fenti hatályon kívül helyezésével ellehetetlenítette.

A fentiek alapján megállapítható, hogy a magyar jogalkotó kísérletet tett az amerikai gyakorlat és az európai szabályozás átültetésére a magyar szabályozásba, ez a kísérlet azonban rajta kívül álló okok miatt nem járt sikerrel. Utólag megállapítható, hogy részben pozitív az értékpapírosítás elindulásának a hiánya, így ugyanis az Egyesült Államokban tapasztalt visszaélések sem történhettek meg Magyarországon. Ugyanis éppen a hitelminősítők szerepe volt negatív az értékpapírosítás során a 2000-es évek elején az Egyesült Államokban. Ugyanakkor az európai értékpapírosítás ugyanezen európai uniós szabályozás hatálya alatt a hitelminősítők bevonásának a lehetősége ellenére sem okozott hasonlóan magas nemteljesítő hitel arányt, mint az az Egyesült Államokban megvalósult. Sőt a fentiek szerint az európai nemteljesítő értékpapírosított követelések aránya csak annak töredékét érte el az egyesült államokbeli adatoknak.

[518] Az Európai Parlament és a Tanács 2010/76/EU Irányelve (2010. november 24.)a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelvnek a kereskedési könyvre és az újraértékpapírosításra vonatkozó tőkekövetelmények, továbbá a javadalmazási politikák felügyeleti felülvizsgálata tekintetében történő módosításáról Preambulum 32. és 34. bekezdés

Az is tény, hogy bár a hazai szabályozás 2008-től a 2019-ben hatályos értékpapírosításról szóló Európai uniós rendeletnél bővebb lehetőséget nyújtott a magyar tőkepiac szereplői számára, ezzel a piaci szereplők sem élni, sem visszaélni nem tudtak a hazai tőkepiac nemzetközi összehasonlításban is alacsony fejlettségi szintje miatt. Az Európai Unióban is mindössze az új értékpapírosítások összegének a jelentős visszaesését eredményezte a 2007-2009-es válság, a közel 1,5 Mrd USD kibocsátási összeg 2009-re a felére majd 0,5 Mrd USD alá esett.[519] A csökkenő trend oka az Európai Unióban lényegében nem is közvetlenül a válság volt, hanem annak közvetett hatásai: így az állami támogatás hiánya és az a tény, hogy az értékpapírosítást kezdeményező pénzintézetek a szabályozás szigorításával az egyre olcsóbb jegybanki források felé fordultak.[520]

A szabályozási környezet pozitív ösztönzőinek a hiánya és a romló nemzetközi hangulat végül nem kedvezett a hazai értékpapírosítási piac fejlődésének. Így nem meglepő, hogy a hazai értékpapírosítás ebben az időszakban csak néhány zártkörű értékpapírosítással indult el. Ami érdekes, hogy ezek nem hagyományos, hanem szintetikus értékpapírosítások voltak.[521] Ez a tény részben érthető, ha a hazai és nemzetközi CDS piac fejlettségét tekintjük a szintetikus ügyletekkel történő indulás alapjának. A fő ok azonban nem ez, hanem a 2014. előtt hatályos Polgári Törvénykönyvnek az engedményezésre és a követelés átruházásra vonatkozó szabályozása, mely nem támogatta az érték-

[519] Lásd LÁSZLÓ, Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 31. old

[520] Lásd LENTNER, Csaba: *A pénzügyi válságkezelés lehetséges alternatívái Magyarországon és az Európai Unióban*, 2009 Gazdaság és Jog 17. évf. 12. szám 15-21. old.

[521] Lásd LÁSZLÓ, Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 35. old

papírosítás hazai elterjedését.[522] Az 537/2013 (XII.30.) Korm. rendelet 82. § e pontja 2014. január elsejével hatályon kívül helyezte a 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendeletet, így 2014. január 1. és 2019. január 1. között az értékpapírosítást a magyar jog szerint nem lehetett megvalósítani - a megfelelő jogi szabályozás hiányában.

A 2019. január elsejétől hatályos magyar szabályozás az új alapokra helyezett európai uniós értékpapírosítási modellt vezette be.[523] A hazai szabályozás előzménye a 2014-ben a *Magyar Nemzeti Bank által indított Értékpapírosítási projekt* volt. A tervezet átfogó jellegű szabályozást kíván bevezetni, figyelembe véve az értékpapírosítás térnyeréséhez szükséges, korábbi jogakotó által kevésbé szabályozott komplex adózási, csődvédelmi és befektetővédelmi aspektusait is. A jogszabálytervezet el is készült 2015-re és az a Nemzetgazdasági Minisztérium felé továbbításra került, de a hazai jogszabály előkészítési folyamat - az értékpapírosítás európai uniós jogalkotási folyamatának előre haladtával - leállt.[524]

Az (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelet határozta meg azokat a kötelező jogi normákat, melyek a magyar jogban az értékpapírosításra vonatkozóan 2019. január 1-től alkalmazásra kerülnek. A 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról lett a szabályozás elsődleges színtere. A tőkepiaci törvényt 2018. évi CXXVI. törvény a pénzügyi közvetítőrendszert érintő egyes törvények jogharmonizációs célú módosításáról 2-12. § módosították. Az alapvető változás, hogy az értékpapírosítási

[522] Lásd LÁSZLÓ, Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 35. old

[523] Lásd VISEGRÁDY, Antal: *A magyar jogi kultúra az uniós tagállamok jogi kultúráinak rendszerében* In: Tilk, Péter (szerk.) Az uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya 2016 13-41. old.

[524] Lásd LÁSZLÓ, Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16., 35. old

típusok közül az STS értékpapírosítást és a nem szintetikus értékpapírosítást kívánja a Tpt. a nemzeti jogszabályokkal külön kiegészítve szabályozni, míg a szintetikus értékpapírosítás szabályozását az (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelet a Tpt.-vel foglaltakkal együtt[525] (erre kizárólag a Tpt. XXVI. fejezete utal) az EU rendelet hatáskörében tartja.[526]

Az *egyszerű átlátható és egységesített* (simple, transparent, standardized - STS) értékpapírosítás feltételrendszerét (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelet a 20, 21, 22. cikkekben határozza meg, amelyet a Magyar Nemzeti Bank 3/2020. (III.24.) számú ajánlása az ABCP alapú és a Magyar Nemzeti Bank 4/2020 (III.24.) a nem ABCP alapú értékpapírosításokra vonatkozóan részletszabályokkal pontosít, illetve értelmez.

Az STS értékpapírosítás során az *egyszerűség* kritériuma a követelések tényleges és visszavonhatatlan adásvételén, valamint a követelések homogén jellegén[527] alapul. Az *átláthatóság* a követelés portfolió múltbeli minőségére és tervezett pénzáramaira, illetve azok ellenőrzésére vonatkozik. A fenti széles körű adatokat az értékpapírosítási adattár számára kell rendelkezésre bocsátani és külső szakértővel előzetesen ellenőrizni. Az *egységesítés* során a legfontosabb feltétel a kockázatközösség fenntartása, az értékpapírosítást kezdeményező vagy az eredeti hitelező részéről, az értékpapírosított portfolió 5 %-os részének fedezeti pozíció nélküli hitelkockázati kitettségének kialakításával az értékpapírosítás teljes futamideje alatt. Végül az STS megfelelő-

[525] 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 231 § 2-3. bek.

[526] Erre utal a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 1/A indoklása is, amikor a szintetikus értékpapírosítást az EU rendelet és a Ptk. háttérszabályait tekinti irányadónak.

[527] A homogenitás egyrészt azonos követelések típusát határozza meg, másrészt a követelést átadó hitelintézet vagy egyéb gazdasági társaság portfolióminőségének leképezését, harmadrészt pedig a követelések teljesítő jellegét, mely szerint a követelések nincsenek késedelemben és már legalább egy esetben törlesztésre sor került.

ségről az igazolást a külső vizsgálat és az értékesítési adattárak adatbázisa alapján az ESMA adja ki.[528]

A Tpt. az európai értékpapírosítási normák alapján elkülöníti a szponzor és az értékpapírosítást kezdeményező fogalmát, melyek meghatározását az (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelet szerint határozza meg. A Tpt. a tőkepiac meghatározó szereplőjeként szabályozza a KCGE-t, így annak vezető állású személyeinek természetes személy azonosító adatait és tulajdonosainak természetes személy azonosító adatait és más társaságban lévő részesedésének a mértékét is nyilvántartja adatkezelési eljárása keretében.[529]

A Tpt. nyolcadik részének a XXV- XXVI. fejezete a KCGE és annak működésére és megszűnésére (fizetésképtelenségi eljárások és jogutód nélküli megszűnések) vonatkozó speciális szabályokat rögzíti, azokat, amelyeket (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelete nem szabályozza, ezért azokat szükséges külön is vizsgálni. Így a KCGE esetében a Tpt. 232. § szerint az értékpapírosításban közreműködő elnevezést szükséges mind a nevében mind a társaság hivatalos dokumentumaiban szerepeltetni.

A KCGE esetében a kizárólagos tevékenység és az értékpapírosítást kezdeményezőtől való megfelelő távolság az úgynevezett csődtávoli jelleg biztosítása kiemelt fontosságú. Ezzel biztosítható ugyanis, hogy a KCGE által az értékpapírosítás során kibocsátott értékpapírok pénzáramai kizárólag a KCGE-ben az adott ügyletsorozat fedezetéül szolgáló követelések teljesítésétől függjenek és ne legyenek köthetők az értékpapírosítást kezdeményező pénzügyi helyzetéhez. A Tpt. 229. §-ban ez a csődtávoli jelleg részletes szabályozásra került - a tevékenységi kör és a személyi kör vonatkozásában egyaránt. A csődtávoli jelleg megvalósulása mellett a fizetésképtelenség esetében külö-

[528] Az Európai Értékpapírpiaci Hatóság European Securities and Markets Authority látja el a kereskedési és az értékpapírosítási adattárak felügyeletét.
[529] 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 391. § 1. bek. 21-22. bek.

nösen fontos a KCGE speciális jellegének megfelelő szabályozás. A Tpt. ebben az esetben is garanciális eszközt biztosít az értékpapírosítás során értékpapír formában szerzett követelések jogosultjainak azáltal, hogy követeléseik nem természetes személy kötelezettjeinek nem teljesítése esetében sem vonható a követelés a felszámolási vagy csődvagyon körébe a kötelezett illetve annak hitelezői által.[530] Az egyes ügyletrészsorozatok közötti „keresztfinanszírozás" lehetőségét is kizárja a jogalkotó azért, hogy az egyes ügyletsorozat követelésjogosultjai ne kezdeményezhessenek felszámolási eljárást más ügyletrészsorozat követeléseinek terhére. Hasonló az eljárás végelszámolás esetében is azzal a kiegészítéssel, hogy ahogy öncsődöt úgy végelszámolást[531] sem indíthat a KCGE mint jogalany társaság addig, amíg egyetlen ügyletrészsorozatból eredő követelés is kielégítésre nem került.[532]Az egyes ügyletrészsorozatok kvázi önálló felszámolási eljárása valósul meg, hiszen amennyiben sor kerül a felszámolási eljárásra, a KCGE által birtokolt az adott ügyletrészsorozathoz nem tartozó követelések nem tartoznak a másik ügyletrészsorozat felszámolási vagyonába annak ellenére sem, hogy mindkét követeléscsomag a KCGE tulajdonában van. Így az egyes ügyletrészsorozaton belül kerülnek egy kielégítési csoportba sorolva az adott értékpapírosításból származó értékpapír tulajdonosok követelései és nem a teljes KCGE-vel szemben.[533]

Felmerül a kérdés, hogy a 2019-es jogi keret mennyiben ad jobb lehetőséget az értékpapírosítás hazai bővülésére a 2008-as kormányrendelettel szemben. A válasz az *MNB Növekedési Kötvényprogramjában (NKP)* és a monetáris politika eszköztárának

[530] 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 234. §
[531] Lásd SZUCHY, Róbert: V*égelszámolási eljárás, egyszerűsített végelszámolás:* VIII./35 In: Sándor, István (szerk.) Jogi személyek, gazdasági jog 201, 343-352. old.
[532] 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 237. §
[533] 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 235 §

bővítése szándékában található meg.[534] A Magyar Nemzeti Bank az NKP bevezetése során kettős célt tűzött ki a program megvalósításával. Az egyik cél a hazai kötvénypiac fellendítése, a másik pedig az értékpapírosítás támogatása volt.[535]

Az NKP a kötvénypiac fellendítésével az egyes kötvények esetében biztosít keresletet azzal, hogy a GDP 0,7 %-ig összesen 300 Mrd HUF értékben[536] kötvényeket vásárol. Ugyanakkor a monetáris politika eszköztárába bevonva ezeket a kötvényeket, mint a likviditásbővítés egyik lehetséges eszköze, a kereskedelmi bankokat is ösztönzi a kötvényvásárlással. Ezzel a jegybank a kötvények számára egy likvid másodlagos piac kialakulásának a lehetőségét is létrehozza. Ez a tény nemcsak a gazdasági növekedés időszakában fontos, de mint anticiklikus gazdaságpolitikai eszköz is lehetőséget biztosít a likviditási csapda helyzetben[537] a gazdasági növekedés monetáris politikai ösztönzésére. Ugyanis a nulla közeli kamatlábaknál a kötvénykibocsátások ösztönzésével és azok MNB általi vásárlásával - likviditási többletet tud biztosítani a jegybank, és így újabb gazdaságpolitika növekedési ösztönzőt lesz képes alkalmazni.

Az értékpapírosítás esetében ugyanis működik ez a gazdaságpolitikai ösztönző szerep. Az értékpapírosítás során arra is van lehetőség, hogy több követelésportfolióból kerüljön kialakításra az egyes értékpapírosítás fedezetéül szolgáló követelésportfolió. A követelések eredeti jogosultjai a követeléseik rész-

[534] A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői Magyar Nemzeti Bank 2019 8., 25. old.

[535] A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői Magyar Nemzeti Bank 2019 8. old.

[536] A növekedési kötvényprogram 2020 január 1-i hatállyal 450 milliárd HUF-ra megemelésre került. Lásd https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-termektajekoztato.pdf (2020.01.14.)

[537] A nulla vagy negatív kamatszintnél a monetáris politika elveszti hatékonyságát és a további kamatcsökkentés az egyre csökkenő megtakaritási hajlandóság miatt nem lesz képes a gazdaság növekedésére pozitív hatást kifejteni. Ekkor csak a költségvetési politika lehet hatékony a gazdaságpolitika két fő részterülete közül.

leges vagy teljes átadásával így új forrásokhoz juthatnak, ezzel további hitel jellegű követeléseket helyezhetnek ki a hitelpiacon, ezzel növelve a vállalkozások beruházási forrásainak és a fogyasztók fogyasztási kiadásainak a fedezetét. Ezáltal másodszori nekifutásra az értékpapírosítás állami támogatása egy jól szabályozott környezetben Magyarországon is megvalósulhat, ahol a hitelminősítők bevonása helyett a befektetők due diligence vizsgálatára helyeződik a hangsúly - mindez a kereskedési adattárak megfelelő adatbázisával támogatva. Ezért megállapítható, hogy 2019-ben az értékpapírosítás hazai szabályozásával nemcsak egy jogintézmény joganyagba történő átültetése valósult meg, hanem a monetáris politika eszköztárának bővítésével a gazdaság és a gazdaságpolitika szerves részévé válhat az értékpapírosítás megfelelő keretek közé terelése és elterjedésének ösztönzése egyaránt.

14. Záró gondolatok

Az értékpapírosítás elemzését megelőzően a szerző elsőként az értékpapírosítás alapjait képező, különböző értékpapírok létrejöttének a gazdasági szükségszerűségét vizsgálta. A kereskedelem fejlődése és a távolsági kereskedelem szokásjoga a középkor végére megalapozta az ókori váltóforgalom alapján a kötvények mellett a részvények széles körű elterjedését is, valamint a határidős árupiacok alapjait is. Az alapvető értékpapírok kötelmi jogon alapulnak, de megjelenési formájukban a dologi jog határozza meg működésüket. Ezért a két polgárjogi terület jellemzőinek bevonásával elemezte a szerző az értékpapírok általános működését. Az értékpapírosítás széles körű elemzéséhez az egyes értékpapírtípusok, így a részvények a kötvények és e kettő alap értékpapírtípus és azok altípusainak bemutatása is szükségszerű volt. Ez a megközelítés azért volt releváns, mert az értékpapírosítás során alkalmazott *ügyletrészsorozat kialakítási technika (tranching)* éppen a kötvények, a részvények és azok kombinációjának, a mezzazine ügyleteknek különböző típusait hozza létre.

Azonban éppen a részvények megjelenése a részvénytársaságok tőkebevonásai során a tisztán tőkeegyesítő jellegű társasági forma kockázatait is hamar felszínre hozta. Hasonló módon a kötvények esetében is az újabb és újabb típusok megjelenése újabb lehetőségeket teremtett a naiv, kevéssé felkészült megtakarítók akár tömeges félrevezetésére is. Ezért fontos kiemelni, hogy mind a kötvények, mind a részvények kockázatait áttekintve az értékpapírosítás során létrejött ilyen típusú értékpapírok hasonló, illetve az értékpapírosítás hatására létrejövő ettől részben különböző kockázatainak vizsgálatát megalapozza és áttekinthetővé tegye a kapott eredményeket.

Az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása – az értékpapírosításhoz hasonlóan – önmagában komplex feladat, mivel az összetett konstrukció megnehezíti a világos, jól használható definíció megalkotását. Ezért a fogalmi elhatárolás során nemcsak az értékpapírosí-

tás folyamatának az elemzése, de az egyes résztvevő jogalanyok jogainak és kötelezettségeinek elhatárolása is szükségessé vált.

Az értékpapírosítás történetét a szerző két részre bontotta: *korai és modern kori értékpapírosításra*. A korai értékpapírosítások ugyanis még csak részben felelnek meg a ma elfogadott értékpapírosítási ismérveknek, azonban számos esetben a modern kori értékpapírosítás jellemzői is megtalálhatók e korai konstrukciókban is. A korai értékpapírosítási modellek hiányosságaik ellenére is érdemben hozzájárulnak az értékpapírosítás működése során felmerülő kockázatok részbeni felvázolásához. Így például bemutatásra került az Egyesült Államok rabszolgatartó időszakából származó „rabszolgakötvények", valamint Franciaország és Svájc viszonylatában az úgynevezett „hajadonok jövőjének" fedezete. E két korai értékpapírosítási típuson keresztül jól bemutathatók mindazon piaci anomáliák, amelyek már korukban miniválságot eredményeztek, köszönhetően az értékpapírosítási jellegű tranzakciók soán a téves piaci ösztönzők kialakulásának és a befektetők nem megfelelő pénzügyi tudatosságának.[538] E történeti rész tehát bemutatta a korai értékpapírosítás és a kapcsolódó válságok főbb jellemzőit is, így korai és a modern értékpapírosítás összehasonlítására is lehetőség nyílt a könyv bevezető részében.

A bevezető szakaszban továbbá szükségessé vált az értékpapírosítás több szempontú, keresleti és kínálati oldalú, mikroszintű, pozitív és negatív irányú megközelítése is. Ugyanakkor éppen a 2007-2009-es subprime válság tanulságaként a kockázatokat makroszintű szemszögből is szükséges vizsgálni.

[538] Lásd SÁGI, Judit – LENTNER, Csaba Post-crisis trends in household credit market behavior: evidence from Hungary Banks And Bank Systems 2019, 14. évf . 3. szám 162-174. old. és SZÍVÓS, Alexander *Devizakölcsön mint befektetési jogviszony* Bihari Erika – Molnár Dániel – Szikszai-Németh Ketrin szerk in Tavaszi Szél Spring Wind 366. old. és SZÍVÓS, Alexander: *A Quaestor botrány megközelítése gazdasági jogi szempontból* http://scriptura.pte.hu/wp-content/uploads/2017/06/Scriptura-egesz-208-222.pdf (2019.10.22.)

Ezért a makroszintű előnyöket és kockázatokat is az elemzés tárgyává tette a szerző az értékpapírosítási előnyök és hátrányok vizsgálatakor.

A *CDO-k mint kevert, már értékpapír formában megjelenő és szerződéses formában követeléseket megtestesítő értékpapírosítási konstrukciók* már önmagukban a komplexitásukkal is növekvő kockázatot hordoznak magukban, ezért vizsgálatuk különösen releváns az egyes kockázatok elemzése tekintetében. Azonban a tőkeáttétel alkalmazása ezt az önmagában is a CDO-ra jellemző többletkockázatot olyan szinten növelheti, mely még az intézményi befektetők számára is nehezen átláthatóvá teszi a konstrukciót. A szintetikus értékpapírosítás alkalmazása során pedig valós követelések átadása nélkül kerül sor a hitelkockázat átadására. A származtatott ügylet alkalmazása és annak szintetikus jellege azonban még nem teszi szükségszerűvé a tőkeáttétel alkalmazását.

A CDS-k rendszerszintű kockázatai a 2000-es évek elején az Egyesült Államokban a nem megfelelő szabályozás következményeként váltak meghatározó jelentőségűvé. Amennyiben csak kockázatkezelési céllal, illetve a portfoliókezelés elveit alkalmazva az intézményi befektetők portfoliójában kiegészítő jelleggel került volna sor alkalmazásukra, akkor a CDS-k már ebben az időszakban is inkább kockázatcsökkentő és nem kockázatnövelő szerepet tudtak volna betölteni.

A *tőkeáttétel vizsgálata és a hitelminősítők a hitelminőség javításban betöltött szerepe* éppen a 2007-2009-es subprime válságban bekövetkezett rendszerszintű kockázatok miatt állította a jogalkotót olyan kihívások elé, amely a megfelelően hatékony jogi szabályozási környezet kialakítását teszi szükségessé.

A CDS-ekhez működéséhez hasonlóan ugyanis a hitelminősítők is téves feltételezésekre alapozták hitelminősítési modelljeiket. E modellalkotás során tévesen nem számoltak a csökkenő ingatlanárak esetével a jelzálogkövetelésekből álló követelésportfoliók minősítésekor. Így valósulhatott meg a hitelminőség javítás téves gyakorlata: - az intézményi befektetőket nemzetkö-

zi mértékben félrevezető - kiemelkedő jó minősítéssel (AAA, AA) látva el az A kategóriásnál gyengébb (subprime) minősítésű jelzálogköveteléseket, egy nem megfelelően átlátható hitelminőség feljavítás során. Hasonlóan a CDS-ek megítéléséhez, tévesen értékelték a szuper-senior CDS-ek működési modelljét is a piaci szereplők. Ebben az esetben a szuper-senior hitelfedezeti csereügylet kötelezettje egyfajta mérlegbiztosítási tevékenységet végez, hasonlóan ahhoz, mint amikor először alkalmazták ezt az eszközt a tőkepiacon. Ugyanis e termék létrejöttének a célja a tőkeképzési kötelezettség csökkentése volt eredetileg. A nemfizetési esemény azonban rendkívül alacsony valószínűséggel következik be, mert a többi CDS által a jogosultak felé vállalt helytállási kötelezettségek mindegyikének a teljesülését követően jelent csak a nemfizetési eseményként helytállási kötelezettséget a szuper-szenior CDS kötelezetti oldalán álló jogalanyának. Ezzel a tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítások esetében is alulértékelték a kötelezettséget vállalók a minimális (tail-risk) kockázat bekövetkezésének a valószínűségét. Amennyiben például (árnyék)banki pánik következik be, akkor ez a rendkívül kis valószínűségű nemfizetési esemény is megvalósul, ami helytállási kötelezettség beállását jelenti a szuper-szenior CDS kötelezett számára.

Mielőtt az Egyesült Államok, az Európai Unió és Kína tőkepiaci szabályozását az értékpapírosítás által betöltött szerepre vonatkozóan – történetiségében és a 2007-2009-es subprime válság tükrében – vizsgálta a szerző, fontosnak tartotta az értékpapírosítás elhatárolását több, látszólag hasonló, valójában attól lényegesen eltérő technikától, pénzügyi eszköztől. Ez az elhatárolás nemcsak azért volt fontos, mert így pontosabb áttekinthetőbb definícióval dolgozhatott a szerző, hanem azért is, mert a jogalkotó által létrehozott szabályozási környezet meghatározásának és értékelésének is csak egy jól körülhatárolt egyértelmű gazdasági tevékenység, és az ahhoz kapcsolódó jogintézmény pontos elhatárolása lehet a megfelelő alapja. Így szükséges az értékpapírosítást az értékpapírkibocsátástól, a faktoringtól, az

egyes befektetési alapoktól, különösen a tőzsdén jegyzett befektetési alapoktól és az ingatlanalapoktól, illetve ez utóbbiból önálló életre kelt szabályozott ingatlanbefektetési társaságoktól, valamint a certifikátoktól elhatárolni.

A fenti értékpapírosítási típusok és az értékpapírosítás más strukturált eszközöktől történő elhatárolásai az egyes működési kockázatok áttekintése azért volt szükséges az elemzés során, hogy az értékpapírosítás szabályozásának összehasonlító elemzése valóban értékpapírosítás specifikus problémákra fókuszálhasson. Ehhez az összehasonlításhoz kiindulási pontként alkalmazta a szerző az értékpapírosítás 2007-2009-es pénzügyi válságban betöltött negatív szerepére vonatkozóan Steven L. Schwarcz, a Duke University jogászprofesszorának az értékpapírosításra vonatkozó megállapításait. Schwarcz szerint a subprime válságot megelőző években az Egyesült Államokban bekövetkezett értékpapírosítások torzulásait öt pontban szükséges összefoglalni.[539] Ezek a következők: *a jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használata az értékpapírosítás során; az originate to distribute modell téves használata; a hitel adminisztrációját végző szervezetek működése során felmerülő összeférhetetlenségek; a matematikai modellek túlzott használata, a hitelminősítők túlzott szerepvállalása a befektetői due diligence vizsgálat helyett.* A fenti torzító tényezők eredményeképpen egy olyan belső ösztönzési rendszer alakult ki az Egyesült Államokban az értékpapírosítás szereplői körében - különösen az értékpapírosítást kezdeményezők és a szponzorok esetében -, melyben a gyenge fizetőképességű adósoknak akár a sokadik hitel folyósítását és így végső soron egy eszközbuborék kialakulását eredményezte.[540]

Az Egyesült Államok, Kína, illetve az Európai Unió értékpapírosításra vonatkozó tőkepiaci szabályozását vizsgálva meg-

[539] Lásd SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.
[540] Lásd EGGER, Kurt: *The Great Collapse: How Securitization Casued the Subprime Meltd*own, 41 Conn. L. Rev. 2009 1257-1311 old.

állapítható, hogy az Európai Unió egységes rendelete ad leginkább választ a 2007-2009-es válság értékpapírosítási kihívásaira. Az Európai Unió bár hosszas egyeztetések után, de a fenti öt probléma felvetésre a gyökérokok[541] szintjén adott választ a kötelező erejű jogszabályban. Az Európai Unió ugyanis a *kereskedési adattárak bevonásával és központi felügyeletével (ESMA) a due diligence vizsgálat felelősségét a befektetők oldalára helyezte*, megteremtve ehhez az előzetes és folyamatos adatszolgáltatás kötelezettségét a követelések eredeti jogosultjainak részéről. Ezzel a hitelminősítők szerepét kiiktatta az EU rendelete az értékpapírosítás teljes folyamatából.

Az Egyesült Államokban azonban a hitelminősítők alkalmazása olyan szinten a joggyakorlat részévé vált, hogy szerepük megfelelő mederbe terelése (makroprudenciális kockázatok kiküszöbölése, illetve radikális csökkentése) lehetett csak a reális jogalkotói cél. Ezt a célt majdnem sikerült túlteljesíteni a prospektusfelelősség kiterjesztésével a hitelminősítők értékpapírosítás során alkalmazott szerepére, de ez a törvényjavaslat nem emelkedett törvényi erőre a hitelminősítők lobbi ereje miatt. Azonban így is sikerült transzparenssé tenni az Egyesült Államokban a hitelminősítők döntéseit azzal, hogy kötelezővé tették számukra a hitelminősítési modelljeik és azon információk közzétételét, hogy a hitelminősítő hasonló értékpapírok minősítése során alkalmazott módszerektől miként és mennyiben tér el az adott eszközportfolió mintavételi eljárásai és követelések alapját szolgáló hitelszerződések a hitelezési szabályoknak való megfelelésének vizsgálata során. Ez utóbbi közzétételi kötelezettség előírásával a kontraszelekció hitelezési döntések során megvalósuló kockázatát is jelentősen csökkenti a Dodd-Frank törvény vonatkozó szakasza.[542]

---

[541] A lean módszertan alapján a végső miért kérdésre adott válasz tárja fel a probléma valós, gyökér okát és biztosítja a problémamegoldás mélységét, annak felszíni kezelése helyett.

[542] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 943 szakasza

Az *originate to distribute modell téves motivációs alapjának* a megszüntetésére mindhárom vizsgált állam illetve államalakulat bevezette a *skin in the game elv alkalmazását*, mely szerint az értékpapírosítást kezdeményező köteles az egyes ügyletrészs orozatokból azok legalább *5 %-át megtartani a teljes futamidő alatt úgy, hogy e kitettségre nem hozhat létre fedezeti pozíciót.*

Végül megállapítható, hogy bár számos negatív makrogazdasági hatása is lehet, illetve volt a téves motivációkra épülő értékpapírosítási modelleknek, azonban a modelleket vizsgálva az is jól látható, hogy a jogalkotó a piaci önszabályozásban bízva és a negatív hatásokat alulértékelve a piacra bízta az értékpapírosítás okozta piaci turbulenciák kezelését. Kivételt jelentett ez alól – éppen a válság makrogazdasági súlya miatt - a FED 2008-as beavatkozása a „végső mentsvár" hitelezői szerepben, amikor is árnyékbanki szereplőknek is nyújtott átmeneti likviditási segítséget a pénzügyi rendszer stabilitásának védelme érdekében. Ez alapján egyértelműen látható, hogy téves a piacra bízni az értékpapírosítás működési kereteinek kialakítását, de ugyanúgy hibás és megkésett az állami beavatkozást kizárólag egy likviditási válságra korlátozni.

Ezzel ellentétben a kínai és európai uniós értékpapírosítási modellek a kockázatok megfelelő kezelésével még a 2007-2009-es válság idején is helytálló értékpapírosítási szabályozási modellt hoztak létre. Így *a skin in the game szabály már 2007-2009-es válság előtti konzekvens alkalmazása Kínában, a hitelminősítők korlátozott szerepe az Európai Unióban, az originate to distribute modell megvalósulása hiányában* az értékpapírosítás kockázatait önmagában is jelentős mértékben kordában tudta tartani a helyi követelésportfoliók értékpapírosítása esetében. A skin in the game elv bevezetése így szükségszerűen merült fel az értékpapírosítás Egyesült Államokban történő jogi újraszabályozása során, de láthatóan szükséges és hasznos volt Kínában és az Európai Unióban e kockázatcsökkentésre ösztönző eszköz kötelező érvényű alkalmazásával felkészülni. Felismerve az értékpa-

pírosításban rejlő előnyöket, ezért is született egy az STS értékpapírosítást támogató EU rendelet az Európai Unióban.[543]

Megállapítható továbbá, hogy a válságot követően sikerült levonni a jogalkotóknak és a jogalkalmazóknak az értékpapírosítás során a 2007-2009-es subprime válságban kialakult helytelen belső ösztönzőinek a tanulságait, és ennek birtokában kialakult az Egyesült Államokban, az Európai Unióban és Kínában egy kellően hatékony jogi szabályozási környezet.

Megállapításra került, hogy a hatékony jogi szabályozás kulcsa az értékpapírosítás során a *felelősségi körök megfelelő jogalanyokra történő telepítése*. Ennek legfőbb eszköze a befektetői due diligence vizsgálat kötelezővé tétele, és ehhez megfelelő adatok közzétételének előírása az érintettek részére. Ez az uniós szabályozásnál valósult meg teljes körűen a kereskedési adattárak bevonásával. A *skin in the game konstrukció alkalmazása* pedig az értékpapírosítást kezdeményezők felelősségét nemcsak a követelések portfolióelvű kezelésére, de a teljes futamidő idejére is megvalósította. Azzal ugyanis, hogy érdekközösséget hoz létre az egyes ügyletrészsorozatok befektetőivel az 5 %-os kötelező, fedezet nélküli saját kockázatvállalás létrehozásával és fenntartásával, az originate to distribute modell kockázata és a téves ösztönzési módszer is kezelhetővé vált. Végül a hitelminősítők szerepének a szabályozása az Egyesült Államokban is a hatékonyság felé tett lépésként értékelhető. Az optimális megoldás a hitelminősítők tevékenységének bevonása a prospektus felelősségi körbe azonban nem valósult meg. A fentiek alapján végezetül elmondható, hogy kialakítható megfelelően hatékony jogszabályi környezet az értékpapírosításra, azonban csak a jogalkalmazás során kaphatunk választ a megfelelően hatékony jog megvalósulására.

[543] Lásd SCHWARCZ, Steven, L.: *Securitization and Post-Crisis Regulation*, 2015-16, 101 Cornell L. Rev. Online 138-139. old.

Felhasznált irodalom jegyzéke
Könyv/monográfia

BOYLE, James E.: Specualtion and the Chicago Board of Trade Macmillan Company 1920 New York

BRÜCKNER, Gergely - JUHÁSZ, Péter: *Amit a certifikátokról tudni kell* 2008.

BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017

DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmilien Studies in Banking and Financial Institutions 2017

FUCHITA Yasuyuki, HERRING Richard J., LITAN Robert E. - *Prudent Lending Restored_ Securitization After the Mortgage Meltdown* Brookings Institution Press 2009

GÁL, István László: *A tőkepiac büntetőjogi védelme Magyarországon* Pécs, 2019

HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011

KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel: *Társaságok a tőzsdén* HVG-Orac 2001 Budapest

KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG-Orac 2019

KECSKÉS, András: *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén.* In: Az Uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya (szerk.: Tilk Péter), Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2016.

KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore

KENDALL, Leon T. – FISHMAN, Michael J.: *A primer on securitization* The MIT Press Cambridge MA, London England 1998

KREBSZ, Krausz: *Securitization and structured finance post credit crunch A best pactice deal lifecycle guide* John Wiley & Sons Ltd. 2011

LEWIS, Michael: *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* W.W. Norton & Company Incorporated New York London 2010

Magyar polgári jog Kötelmi jog II szerk: BENKE József - NOCHTA Tibor Dialóg Campus Kiadó Budapest- Pécs 2018

TALEB, Nassim Nicholas: *The Black Swan The Impact of Highly Improbable* 2007 Random House New York 2007

National Bureau of Research: *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective* szerk. WHITE Eugen N. – SNOWDEN, Kenneth The University of Chicago Press 2014

NOCHTA, Tibor – PAPP, Tekla: *Üzleti kockázat a szerződéses jogviszonyokban* Menedzser Praxis Kft. 2019

MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University

RAJAM, Raghuram G.: *Fault Lines How hidden structures still threaten the world economy* Princeton University Press 2010

SHARPE, William F. ALEXANDER Gordon J., BAILEY Jeffrey V.: *Investments* Fifth Edition Prentice Hall International Edition 1994

VERCUEIL, Julien: *Les pays émergents. Brésil - Russie - Inde - Chine. Mutations économiques et nouveaux défis* (Emerging Countries. Brazil - Russia - India - China. Economic change and new challenges, in French). Paris: Bréal, 3rd Edition, 2012

WEIPING, He: *The Regulation of Securities Markets in China* 2018, Palgrave Mcmillan, Monash University Melbourne, Victria, Australia 181-184. old.

WARKHAM, W. Jerry: *Financial History of the United States* Volume I From Cristopher Columbus to the Robber Barons (1492-1990) M. E Sharpe 2002 New York

Folyóirat cikk

ACKERLOF, George: *The Market for „Lemons": Quality uncertainty and the Market Mechanism* The Quaterly Journal of Economics 84. évf. 3. szám 1970. augusztus

ADRIAN, Tobias: *Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking* Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 533 2011. december

ANDERSON, Richard G. – GASCON, Charles S.: *The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis* Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December 2009, *91*(6)

BÉLYÁCZ, Iván -SZÁSZ, Erzsébet: *Ciklikus pénzügyi válság, vagy szisztematikus rendszerhibák tragikus összeadódása?* Gazdaság és Pénzügy 2016, 3. évf. 2. szám

BUJTÁR, Zsolt - KECSKÉS András: *Az árnyékbankrendszer jogi szabályozása az Egyesült Államokban és az Európai Unióban* 2017, 23. évf. 1. szám

BUJTÁR, Zsolt: *A kriptovaluták európai és máltai szabályozásának összehasonlítása* Európai Jog 2018. szeptember XVIII. évf. 5. szám

BUJTÁR, Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019. március, 19. évf. 2. szám

BUJTÁR, Zsolt: *Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai* Jura 2016, 22. évf. 2. szám

BUJTÁR, Zsolt: *Eladó az egész világ? Avagy - ETF-k szabályozási kérdései* JURA 2016, 22. évf: 1. szám

BUJTÁR, Zsolt: *Jelzáloghitelek értékpapírosítási folyamatának jogi aspektusai* Jura 2019, 24. évf. 1. szám

ECKSTEIN, Asaf: Skin in the Game for Credit Rating Agencies and Proxy Advisors: Reality Meets Theory 2017, 7 Harv. Bus. L. Rev. 221-269.old.

ENGELEN, Ewald: *The case for financialization.* Competition and change 12. évf. 2. szám 2008. június

ERCSEY, Zsombor – SZILOVICS, Csaba: *Innovation in Tax Systems* Harsányi János (szerk.) in Szellemi tőke, mint versenyelőny avagy A tudásmenedzsment szerepe a versenyképességben, 2010

FERENCZ, Barnabás: *Interdiszciplinaritás a kereskedelmi jogban: A jog és a közgazdaságtan összefüggései* JURA 2016 22: évf. 2. szám

FERENCZ, Barnabás: *Horpadások a karosszérián: felelős társaságirányítási kérdések az elmúlt időszak autóipari botrányainak tükrében* Debreceni Jogi Műhely 2016, 13. évf. 1-2. szám

FERENCZ, Barnabás: *A Volkswagen dieselgate botrány* Controller Info 2017, 5. évf. 3. szám, 12-17. old.

FERENCZ, Barnabás: *Megmérettettél és a környezetre károsnak találtattál - a Volkswagen-botrány egyes jogi kérdései* JURA 2016 22. évf. 1. szám 194-201. old.

FRANKEL, Allen – GYNTELBERG, Jacob – KJELDSEN, Kristian – PERSSON, Mattias: The Danis Mortgage market
https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0403h.pdf
(2020.01.08.)

GÁL, István László: *A költségvetési csalás és a tõkepiaci viszszaélések* 2018, JURA 24. évf. 1. szám 31-39 old.

GÁL, István László: *Insider trading, broker scandals in Hungary and the Questor case* In: Economic Criminology Shanghai, Kína: Shanghai Academy of Social Sciences, 2017, 69-84. old.

HALMAI Péter Az európai növekedési potenciál eróziója és válsága Közgazdasági Szemle 62. évf. 4. szám

HAMILTON, R. V.: *Securitization of permanent life insurance policies* Atlantic Economic Journal 2010 38. évf.
HAMZA Gábor: *Kereskedelmi jog és görög-római antikvitás* Állam és Jogtudomány 1983 26. szám
HARELL, Charles. E. - RICE, James L.- SHERER, Robert: *Securitization Energy, Oil and Other Natural Resource Assets: Emerging Financing Techniques* 52 Bus. L. 1997
JONES David: *Emerging problems with Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues* Journal of Banking Finance 2000 24. szám
KACPERCZYK, Marcin- SCHNABBL Phillipp: *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009* Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 1 Winter 2010
KECSKÉS, András - BUJTÁR, Zsolt: *Egzotikus problémák a társaságok irányítási rendszerében* JURA 2015, 21. évf. 2. szám
KECSKÉS, András - BUJTÁR, Zsolt: *Merre tart a gazdasági jogi szabályozás a Quaestor botrány után? I.* Gazdaság és Jog 2015, 23. évf 11. szám
KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel: *A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás előnyei és hátrányai*, Miskolci Jogi Szemle 2013, 8. évf., 2. szám. 137-149. old.
KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel: *Ajánlati struktúra a kezdeti nyilvános részvénykibocsátásoknál* Jogelméleti Szemle, 2013, 14. évf.: 2. szám, 44-49. old.
KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability* Pravni Vjesnik: Casopis Za Pravne I Drustvene Znanosti Pravnog Fakulteta Sveucilista Josipa Jurja Strossmayera U Osijeku 2015, 31. évf. 3-4. szám 167-184. old.
KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel: *A kezdeti nyilvános részvénykibocsátás kapcsán jelentkező prospektusfelelősség és kezelése* Európai Jog 2012, 12. évf. 4. szám 17-29. old.

KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel: *A 2003/71/EK irányelv (prospektus irányelv) szabályozási rendszere és a kibocsátási tájékoztatók új szabályozása* Európai Jog 2019, 19. évf. 4. szám 1-11 old.

KECSKÉS, András – ZÉMAN, Zoltán: *Az árnyékbankrendszer klasszikus és jövőbeni kihívásai Magyarországon* 2018 Gazdaság és Pénzügy 2018 5. évf. 4. szám 364-376. old.

KENT, Daniel – HODRICK, Robert J. – LU. Zhongjin: *The Carry Trade: Risks and Drawdowns* National Bureau Economic Research Working Paper Series Working paper 20433 2014. augusztus

KETTERING, C., Kenneth: *Securitization and Its Discontent. The Dynamics of Financial Product Development,* 29 Cardozo L. Rev. 1553 (2018) 1632-1661. old.

KONDOROSI, Ferenc – VISEGRÁDY, Antal: *Az állam és a jog természetrajza válság idején* 2013 72-78.old.

LENTNER, Csaba-ZÉMAN, Zoltán: *A pénzügyi válság bankszabályozási controll elveinek meghatározóbb történeti elvei* Európai Jog 17. évf. 1. szám 2017. január 8-13. old.

LENTNER, Csaba – ZÉMAN, Zoltán: *Handling Crisis – Role in the Economy*, Moderni Veda 2016, 2016. év 3. szám, 45-58. old.

LENTNER, Csaba - SZEGEDI, Krisztina - TATAY, Tibor: *A központi bankok társadalmi felelőssége* 2015 Vezetéstudomány 46. évf. 9-10 szám 35-47. old.

LENTNER, Csaba: *A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre* In: Auer, Ádám; Papp, Tekla (szerk.) A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés Budapest, Magyarország: Nemzeti Közszolgálati Egyetem, 2016, 45-84. old.

LENTNER, Csaba: *A jegybanki szabályozás tanulságai a 2008-2015-ös időszakról – nemzetközi összehasonlító elemzés* Gazdaság és Jog 2018, 26. évf. 3. szám 6-11. old.

LENTNER, Csaba: *A magyar gazdasági válság és válságkezelés néhány történeti és nemzetközi aspektusa*, Pénzügyi Szemle 2010, 55. évf. 3. sz. 561-584. old.

LENTNER, Csaba: *A pénzügyi válságkezelés lehetséges alternatívái Magyarországon és az Európai Unióban* 2009 Gazdaság és Jog 17. évf. 12. szám 15-21. old.

LENTNER, Csaba: *A válság néhány nemzetközi és pénzügypolitikai összefüggése.* 2009 Számvitel Adó Könyvvizsgálat: Szakma 51. évf 9. szám 372-376. old.

LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012)

NÁDASDY, Bence: *Értékpapírosítás: miért értékpapírosítanak a bankok?* Hitelintézeti Szemle 3. évf. 2. szám 2004

NOCHTA, Tibor: *A könyvvizsgálói felelősségről.* 2014 (L)ex Cathedra et Praxis 339-350. old.

NOCHTA, Tibor: *A vezető tisztségviselők magánjogi felelősségének mércéjéről és irányairól az új Ptk. alapján* 2013 Gazdaság és Jog 21. évf. 6. szám 3-8. old.

NOCHTA, Tibor: *Mennyiben szerződési kockázat a gazdasági válság?* 2011 Jog Állam Politika 3. évf. 2. szám 92-95. old.

NOCHTA, Tibor: *A gazdasági válság, mint szerződési kockázat* 2010 in.: Ünnepi tanulmányok Sárközy Tamás 70. születésnapjára 202-217. old.

NOCHTA, Tibor: *A lízingszerződés* 1995 JURA 2. évf. 1. szám 19-20. old.

NOCHTA, Tibor: *Vázlatok a faktoringszerződés magánjogi alapkérdéseihez*
Magyar Jog 1996 43. évf. 12. szám 715-799. old.

MUNOZ, David Ramos: *Shadow Banking a Blind Spot in Banking and Capital Markets Reform* European Company and Financial Law Review 2016, 13. évf. 1. szám

NORMAN, Peter: *The Risk Controllers Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets* John Wiley & Sons Ltd. 2011, 9-12. old.

SÁGI, Judit – LENTNER, Csaba: *Post-crisis trends in household credit market behavior: evidence from Hungary* Banks And Bank Systems 2019, 14. évf . 3. szám 162-174. old.

SCHWARCZ, Steven, L.: *Lawyers in the Shadows: the Transactional Lawyer in the World of Shadow Banking* 63 Am. U. L. Rev. 157 2013-2014

SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis Financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 115

SCHWARCZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013

SCHWARCZ, Steven L.: *Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach* 1999, 85 Cornell L. Rev. 957-967.old.

SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization and Sructured Finance in Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastucture* CAPRIO, Gerard szerk. Academic Press 2012 571. old.

SHENKER, Joseph C., COLLETTA, Anthony J.: *Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers* 69 Tex. L. Rev. 1369 (1991)

SZALAY, Gábor: *Múltbéli csalárd ügyek áttekintése jelenkori problémák tükrében – a transzparencia hiányának következményei.* Controller Info 2018 4. évf. 3. szám

SZALAY, Gábor: *Vállalati botrányok és esetek áttekintése különös tekintettel a felelős társaságirányítás és a transzparencia kérdésköreire (I.): A Postabank jelenség*. JURA 2017, 23. évf. 1. szám 394. old.

SZALAY, Gábor: *The Impact of the Lack of Transparency on Corporate Governance: A Practical Example* Corporate Law & Governance Review 2019, 1. évf. 2. szám. 21-28. old.

SZALAY, Gábor: *A kriptovaluták nemzetközi szabályozási trendjei Kriptotőzsdék és ICO-K értékpapírjogi perspektí-*

vából Jogtudományi Közlöny, 2019, 74. évf. 3. szám 132-133. old.
SZILOVICS, Csaba: *A jó állam fogalmáról a pénzügy jogász szemével* Gazdaság és Jog 2019 27. évf. 5. szám 1-3. old.
SZILOVICS, Csaba: *A Magyar Alkotmánybíróság határozata a Quaestor-károsultak kárrendezését biztosító követeléskezelő alap létrehozásáról* Kodifikáció és Közigazgatás, 2015, 4. évf. 2. szám 70-75 old.
SZILOVICS, Csaba: *Az adójogi norma szerepe az optimális adórendszer kialakításában* JURA 2016, 22. évf. 1. szám
SZILOVICS, Csaba: *Az adótervezéstől az adócsalásig* Magyar Jog 2013, 60. évf. 7. szám 407-415. old.
SZILOVICS, Csaba: *Az optimális adórendszer feltételeiről* 2015, Lentner Csaba (szerk.) in Adózási pénzügytan és államháztartási gazdálkodás 281-310. old.
SZILOVICS, Csaba: *Gondolatok a hatékony adórendszer néhány eleméről* 2019 JURA 25. évf. 1. szám 138-159. oldal
SZÍVÓS, Alexander: *A pénzügyi kultúra* https://arsboni.hu/a-penzugyi-kultura/ (2019.12.11.)
SZÍVÓS, Alexander: *MIFID rezsim és az abban bekövetkező változások* http://scriptura.pte.hu/?p=425 http://scriptura.pte.hu/wp-content/uploads/2018/01/Sz%C3%ADv%C3%B3s-Alexander.pdf (2019.12.11.)
SZÍVÓS, Alexander: *Devizakölcsön mint befektetési jogviszony* Bihari Erika – Molnár Dániel – Szikszai-Németh Ketrin szerk in Tavaszi Szél Spring Wind 366. old.
SZÍVÓS Alexander: *A Quaestor botrány megközelítése gazdasági jogi szempontból* http://scriptura.pte.hu/wp-content/uploads/2017/06/Scriptura-egesz-208-222.pdf (2019.10.22.)
SZUCHY, Róbert: V*égelszámolási eljárás, egyszerűsített végelszámolás:* VIII./35 In: Sándor, István (szerk.) Jogi személyek, gazdasági jog 201, 343-352. old.

SZUCHY, Róbert: *A Blockchain technológia alkalmazása a kötelmi jogban* In: Csitei, Béla - Dr. Certicky, Mário (szerk.) Az önvezető járművek és a kontraktuális felelősség. Jogértelmezési nehézségek a személyszállítási szolgáltatási és a bérleti szerződések körében Miskolc, Magyarország: Magánjogot Oktatók Egyesülete, (2020) 75-83. old.

SZUCHY, Róbert: *A gazdasági társaságok társadalmi felelősségvállalása* In: Szalma, József (szerk.) A Magyar Tudomány Napja a Délvidéken, 2013 Újvidék, Szerbia : Vajdasági Magyar Tudományos Társaság, (2014) 287-307 old.

SZUCHY, Róbert: *A magáncsőd intézményének lehetősége a magyar polgári jogban.* 2013 Grad-Gyenge. Anikó (szerk.) Szociális elemek az új Ptk-ban pp. 143-165. old.

SZUCHY, Róbert: *Az Európai Unió összefonódás-ellenőrzési rendszere a jogbiztonság tükrében* 2010 Gazdaság És Jog 18. évf. 7-8 32-40. old.

SZUCHY, Róbert: Az európai versenyszabályozás és versenypolitika, különös tekintettel a gazdasági erőfölénnyel való visszaélés tilalmára. 2012 Studia Caroliensia 67-75. old.

SZUCHY, Róbert: *Az intelligens energetikai rendszerek szabályozási kérdései* 2018, Egyes modern technológiák etikai, jogi és szabályozási kihívásai KGRE ÁJK 179-198. old.

SZUCHY, Róbert: *Az új technológiák hatása az energiajogra* In: Homicskó, Árpád (szerk.) Technológiai kihívások az egyes jogterületeken Budapest, Magyarország: Károli Gáspár Református Egyetem Állam- és Jogtudományi Kar, (2018) 203-216. old.

SZUCHY, Róbert: *Faktoring* In: Barta, Judit; Fazekas, Zoltán; Harsányi, Gyöngyi; Miskolczi, Bodnár Péter; Szuchy, Róbert; Ujváriné, Antal Edit - Majoros, Tünde (szerk.) Kereskedelmi szerződések alapvető szabályai 2016, 144-155. old.

SZUCHY, Róbert: *Verseny, szabályozás és a hatékonyság – A hatékonyság szerepe az Európai Uniós összefonódás-*

ellenőrzési rendszere tükrében. 2010 Ünnepi tanulmányok Sárközy Tamás 70. születésnapjára pp. 425-449. old.
VÁRADI, Kata: *A központi szerződő felek garanciarendszer-szabályozásának kritikája.* Gazdaság és Pénzügy, 2018, 5. évf., 2. szám, 114-131. old.
VISEGRÁDY, Antal: *A jog hatékonyságának problémái* Magyar Jog 1995 1. szám
VISEGRÁDY, Antal: *A jogi kultúra és a joghatékonyság értelmezési keretei* JURA, 2017, 23. évf. 2. szám 238-254 old.
VISEGRÁDY, Antal: *A jog hatékonyságának normatív alapjai* In: Kondorosi, Ferenc; Visegrády, Antal - A jog kultúrája és etikája 2014 184-188. old.
VISEGRÁDY, Antal: *A magyar jogi kultúra az uniós tagállamok jogi kultúráinak rendszerében* In: Tilk, Péter (szerk.) Az uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya 2016 13-41. old.
ZÉMAN, Zoltan – KALMÁR, Peter - LENTNER, Csaba: *Evolution Of Post-Crisis Bank Regulations And Controlling Tools: A Systematic Review From A Historical Aspect* Banks And Bank Systems 2018, 13. évf. 2. szám
ZÉMAN, Zoltán – KECSKÉS, András – BÁRCZI, Judit (szerk.) – BÉHM, Imre (szerk.) *Pénzügyi és jogi szabályozási kontroll* Pécs, 2018, 233-247. old.

Internetes forrás

AITKEN, Roger: *Snap's 'Long-Term' Investment Value & Share Structure Seriously Questioned*
lásd www.forbes.com/sites/rogeraitken/2017/03/12/snaps-long-term-investment-value-share-structure-seriously-questioned/#45e70c1d9af0 (2019.05.30.)
ANDERSON, Jenny: *Wall Street Pursues Profit in Bundles of Life Insurance* 2009. szeptember 6.

Lásd https://www.nytimes.com/2009/09/06/business/06insurance.html (2019. 05.03.)

ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018 szeptember https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf (2019.01.15.)

BAKKEN, Henry M: *Futures Trading - Origin, Development and Present Economic Status* Lásd http://farmdoc.illinois.edu/irwin/archive/books/Futures_Seminar_V3/Futures Seminar V3_Bakken.pdf 8-9. old. (2019.12.29.)

BAPTIST, Edward E.: *Toxic Debt, Liar Loans, and Securitized Human Beings The Panic of 1837 and the fate of slavery* http://www.common-place-archives.org/vol-10/no-03/baptist/ (2019.03.01.)

Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence Of Capital Measurement And Capital Standards https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf 1988. július Bázel (2019.04.02.)

BOWERS, William C.: *Aircraft Lease Securitization: ALPS to EETCS* http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/bowers2.html (2019.03.20.)

CUMMANS, Jared: *A Brief History of Bond Investing* 2014 okt. 1. Lásd http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/ (2019.11.28)

DELIVORAS, Angelos: *Understading Securitization Background – benefits – risks* European Parliament 2015 Október PE. 569.017 http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA%282015%29569017_EN. pdf (2019.01.11.)

FOX, Eric: 7 Things You Didn't Know About Sovereign Debt Defaults, 2011.09.27.
lásd www.investopedia.com/financial-edge/0911/7-things-you-didnt-know-about-sovereign-debt-defaults.aspx. (2019.05.04.)
GOETZMANN, N. William – NEWMAN Frank: *Securitization in the 1920's* NBER Working paper No. 15650 2010. január 8. old. https://www.nber.org/papers/w15650.pdf
http://consumer.findlaw.com/securities-law/what-is-the-howey-test.html (2019.07.27.)
BAKEWELL, Sally: Apple Sells Bonds in Euros Extending Debt Binge to $55 Billion
http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-10/apple-said-to-market-euro-bonds-adding-to-53-billion-debt-binge (2019.07.18.)
https://en.oxforddictionaries.com/definition/securitize (2019.02.14.)
https://www.federalregister.gov/documents/2011/01/25/2011-1503/issuer-review-of-assets-in-offerings-of-asset-backed-securities (2019.09.11.)
https://www.federalregister.gov/documents/2011/01/26/2011-1504/disclosure-for-asset-backed-securities-required-by-section-943-of-the-dodd-frank-wall-street-reform (2019.01.02.)
https://www.federalregister.gov/documents/2014/09/24/2014-21375/asset-backed-securities-disclosure-and-registration (2019.01.02.)
https://www.federalregister.gov/documents/2014/10/10/2014-22520/liquidity-coverage-ratio-liquidity-risk-measurement-standards (2018.12.21.)
https://www.federalregister.gov/documents/2014/12/24/2014-29256/credit-risk-retention (2019.01.02.)
https://www.federalreservehistory.org/essays/gold_reserve_act (2019.05.04.)

https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm (2019.06.03.)
https://www.investopedia.com/articles/stocks/11/risks-every-stock-faces.asp (2019.04.28.)

KYLE, Richard- KOSIBA, Melissa: *Securitization: A Platform to Debate Accounting* The CPA journal online 2005 https://www.questia.com/magazine/1P3-909245421/securitization-a-platform-to-debate-accounting (2019.02.21.)

LAROCHE, Robert K.: *Istruments of money markets Federal bank of Richmond* 1998 https://www.richmondfed.org/~/media/richmondfedorg/publications/research/special_reports/instruments_of_the_money_market/pdf/chapter_10.pdf (2019.05.11.)

LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. http://medvegyev.uni-corvinus.hu/kockazat/LA_%C3%89rt%C3%A9kpap%C3%ADros%C3%ADt%C3%A1s%20%C3%A9s%20szab%C3%A1lyoz%C3%A1si%20k%C3%A9rd%C3%A9sei_ppt_2017_03_16_final.pdf (2019.04.05.)

Magyar Nemzeti Bank: *A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői* 2019 https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2019-evi-sajtokozlemenyek/a-novekedesi-kotvenyprogram-elinditasanak-jegybanki-szempontjai-es-a-konstrukcio-fobb-jellemzoi (2019. 04.03.)

MARTIN, Michael F.: *China's Banking System: Issues for Congress Congressional Research Service* 2012. február 22. 29. old.
lásd https://www.files.ethz.ch/isn/146514/185986.pdf (2018.12.30.)

MCCRUM, Dan: *What are the Wirecard allegetions*? Financial Times 2019. május 17

https://www.ft.com/content/12d751e8-6c0c-11e9-80c7-60ee53e6681d (2019.05.24.)

PALKÓ, István – THURZÓ, Ádám Pál: *Az internetnél is nagyobb dobás forgatja fel hamarosan az életünket* lásd www.portfolio.hu/finanszirozas/biztositok-penztarak/az-internetnel-is-nagyobb-dobas-forgatja-fel-hamarosan-az-eletunket.5.274395.html (2018.01.24.)

QUINN, Stephen: *Securitization of Sovereign Debt: Corporations as a Sovereign Debt Restructuring Mechanism in Britain*, 1688-1750, 2006. szeptember Department of Economics, Texas Christian University, Fort Worth http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.607.4785&rep=rep1&type=pdf (2019.02.02.)

SHANKER, Deena - MULVANY, Lydia – HYTHA, Mike: *Beyond Meat Just Had the Best IPO of 2019 as Value Soars to $3.8 Billion* http://fortune.com/2019/05/02/beyond-meat-ipo-stock-price/ (2019.05.24.)

The Final Report on the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States The Financial Crisis Inquiry Report, Official Government Edition Submitted by the Financial Crisis Inquiry Commisssion Pursuant https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf (2019.01.16.)

UBS AG v HSH Nordbank AG https://www.nzdrc.co.nz/site/commercialdisputes/files/Court Decisions//UBS AG v HSH Nordbank AG [2009] EWCA Civ 585.pdf (2019.12.16.)

WHITALL, Cristopher: *1997: JP Morgan's US$700m Bistro bond: the first CDO* http://www.ifre.com/1997-jp-morgans-us700m-bistro-bond-the-first-cdo/21102932.fullarticle (2019.01.26.)