

Pécsi Tudományegyetem
Állam és Jogtudományi Kar
Doktori Iskola

Az értékpapírosítás jogi és gazdasági aspektusai

Dr. Bujtár Zsolt
Doktori értekezés

Témavezető:
Dr. Habil. Kecskés András PhD
tanszékvezető

Pécs, 2019.

Az értékpapírosítás jogi és gazdasági aspektusai

Tartalom

1.	Bevezető.....	4
2.	Az értékpapírok létrejöttének gazdasági okai	8
3.	Az értékpapírok jogi megközelítése	10
3.1.	A kötelmi jogi aspektus	10
3.2.	A dologi jogi aspektus	12
4.	Az értékpapírok kialakulásának történeti gyökerei, azok archetípusai	16
4.1.	A kötvény	18
4.1.1.	A kötvények kockázatai	19
4.1.1.1.	Kamatkockázat.....	19
4.1.1.2.	Inflációs kockázat	20
4.1.1.3.	Deviza árfolyamkockázat.....	20
4.1.1.4.	Az újrabefektetési kockázat	21
4.1.1.5.	A csődkockázat	22
4.1.1.7.	Értékesítési (marketability) vagy likviditási kockázat.....	24
4.1.1.8.	Monetáris politikai kockázat.....	24
4.1.2.	A kötvények főbb típusai	24
4.2.	A részvények	25
4.2.1.	A részvények főbb fajtái	27
4.2.1.1.	A törzsrészvény.....	27
4.2.1.2.	Elsőbbségi részvény.....	28
4.2.1.3.	A kamatozó részvény.....	30
4.2.1.4.	A dolgozói részvény	30
4.2.2.	A részvények kockázati tényezői	31
4.3.	Az értékpapírosítás folyamata és az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása.....	38
4.4.	Az értékpapírosítás folyamata	38
4.5.	Az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása.....	43
5.	Az értékpapírosítás története	53
5.1.	Az értékpapírosítás korai története	54
5.2.	A modern kori értékpapírosítás története	71
6.	Az értékpapírosítás gazdasági előnyei és a hátrányai	76
6.1.	Az értékpapírosítás gazdasági előnyei.....	76
6.1.1.	Az értékpapírosítás mikro szintű előnyei a kínálati oldalon	76
6.1.2.	Az értékpapírosítás mikro szintű előnyei a keresleti oldalon.....	79
6.1.3.	Az értékpapírosítás makro szintű előnyei	81
6.2.	Az értékpapírosítás kockázatai mikro- és makroszinten	82

7.	Az értékpapírosítás fő típusai	89
7.1.	Hagyományos értékpapírosítás	89
7.1.1.	A hitelminőség javítás (credit enhancement)	89
7.2.	A CDO-k típusai	92
7.2.1.	A CDO-k altípusai finanszírozási forma szerint	93
7.2.2.	A CDO-k altípusai a fedezetek kockázati szintje szerint	94
7.2.3.	A CDO-k altípusai a létrehozás célja szerint.....	95
7.2.4.	A CDO-k altípusai a tőkeáttétel szerint.....	96
7.2.5.	A CDO-k altípusai a feltöltés módja szerint	96
7.2.6.	A kizárólag jövőbeli pénzáramokkal rendelkező értékpapírosítások altípusai ..	96
7.3.	Szintetikus értékpapírosítás	98
8.3.	Eszközalapú kereskedelmi kötvény	103
7.3.1.	Az eszközalapú kereskedelmi kötvény működési modellje	103
7.3.2.	Az eszközalapú kereskedelmi kötvény szerkezete	104
7.3.3.	Az eszközalapú kereskedelmi kötvény konstrukció átláthatósága.....	106
7.3.4.	Az <i>eszközalapú kereskedelmi kötvény</i> a 2007-2009-es pénzügyi válság idején	107
7.3.5.	A bukás okai és a megoldás	107
7.3.6.	Az eszközalapú kereskedelmi kötvény újraszabályozása	111
8.	Az értékpapírosítás elhatárolása – alternatív pénzügyi konstrukciók	112
8.1.	Értékpapír kibocsátás.....	112
8.2.	Factoring.....	114
8.3.	A fedezett kötvény (covered bond)	115
8.4.	Hagyományos befektetési alap	118
8.5.	A tőzsdén jegyzett befektetési alapok (exchange traded funds).....	119
8.6.	Ingatlanbefektetési alap	123
8.7.	Szabályozott ingatlanbefektetési társaság	125
8.8.	Certifikátok	128
9.	Az értékpapírosítás, mint árnyékbanki finanszírozási forma	130
9.1.	Az árnyékbankrendszer meghatározása	130
10.	Az értékpapírosítás újraszabályozása az Egyesült Államokban a 2007-2009-es subprime válságot követően.....	135
11.	Az értékpapírosítás európai uniós szabályozása.	139
11.1.	Az értékpapírosítás európai uniós szabályozásának rövid története és gazdasági alapja	139
11.2.	Az értékpapírosítás meghatározása az Európai Unió jogában	141
12.	Az értékpapírosítás és jogi szabályozása Kínában	147
12.1.	A feljövő országok értékpapírosítási jellemzői.....	149

12.2.	A kínai értékpapírosítás szabályozásának rövid története	152
12.3.	A kínai értékpapírosítási konstrukciók	156
12.4.	A kínai értékpapírosítás jövője – a szabályozás lehetséges irányai	160
13.	Az értékpapírosítás hazai szabályozásának áttekintése.....	161
14.	Az értekezés során vizsgált hipotézisek vizsgálati eredményeinek összefoglalása ...	167

1. Bevezető

Az értékpapírosítás (securitization¹) mint összetett értékpapír kibocsátási folyamat, – mely részben eredeti szerződéses formában fennálló követelések, részben értékpapír típusú formában megtestesített követelések átstrukturálását valósítja meg – az egyes árnyékbanki összetevők vizsgálata során került a kutatási látókörömbe. Az olyan árnyékbanki működési formák, mint például az ETF-k, a repo ügyletek és a szabályozási arbitrázs vizsgálatát követően az eszközfedezetű kereskedelmi kötvényekre irányuló kutatásaim során irányult a figyelmem az értékpapírosításra, mint a legbonyolultabb árnyékbanki működési formára.

Ekkor vált számomra egyértelművé, hogy az árnyékbankrendszeri működés két meghatározó jellemzője a lejárat és likviditási transzformáció az értékpapírosítás során valósulhat meg a legtöbb változatban, éppen az értékpapírosítás típusainak a széles skálája miatt, melyek a különböző befektetői igényeknek kívánnak megfelelni. Az Financial Crisis Inquiry Commission of the United States of America – amely bizottság a pénzügyi válság okait kívánta feltárni az Egyesült Államokban – jelentését² tanulmányozva az értékpapírosítás széles körű és jelentős negatív gazdasági hatásaival kellett szembesülnöm. Az első kérdéskör ezen összefüggések kapcsán merült fel: vajon az értékpapírosítás előnyei felülmúlják-e a potenciális hátrányait, avagy tiltani vagy – a megfelelő jogi keretek között – támogatni szükséges az értékpapírosítás gazdasági térnyerését?

Különösen izgalmassá vált számomra az értékpapírosítás szerepe a pénzügyi innováció tekintetében. Ha ugyanis a modern kori értékpapírosítás a pénzügyi innováció része valamint

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 Commission Pursuant to Public Law III-21 2011. január

részben eredménye is, akkor egyértelműen felmerül kérdésként, hogy vajon a jogalkotó számára sikerült-e egy rövid időszak alatt kialakult kereskedelmi gyakorlatot jogilag megfelelő módon szabályoznia? Elsősorban a modern értékpapírosítás bölcsőjének számító Egyesült Államok pénzügyi rendszerének szabályozása vetette fel ezt a kérdést. Azonban a felvetés releváns az Európai Unió és így hazánk vonatkozó jogszabályi kereteinek kialakítása esetében, illetve 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 adódott 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, a 2007-2009-es subprime válságban betöltött szerepéhez? Ezért az értekezésben vizsgált második kérdésem arra irányult, hogy a jogalkotásnak és jogalkalmazásnak a válságot követően sikerült-e levonni az értékpapírosítás a 2007-2009-es subprime válságban betöltött szerepének és téves motivációinak a tanulságait, és az értékpapírosítás újraszabályozása az Egyesült Államokban, az Európai Unióban és Kínában hatékony jogi szabályozást hozott-e létre? A problémakör az értékpapírosítás tőkepiaci szabályozási témakörére alapozva került meghatározásra és az értekezés során e terület részletes vizsgálatára került sor.

A témaválasztásnak a fentiekén túl különös aktualitást adott az a tény, hogy 2019. január elsejétől vált hatályossá az Európai Unió az értékpapírosítás szabályozására vonatkozó rendelete.³ A magyar tőkepiaci jog is módosult, és a tőkepiaci törvény önálló fejezetben⁴ szabályozta az értékpapírosításban jogilag kulcsszerepet betöltő különleges célú gazdasági egységet (KCGE), mely az SSPE (értékpapírosítású célú speciális jogalany) magyar fordításából keletkezett. Az angol kifejezés azonban utal a széles körben alkalmazott és különösen az Enron botrány⁵ 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 egyik meghatározó szereplőjének a Quaestor csoportnak az SPE szereplője⁶ a

³ 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

⁴ 2011. évi CXX. törvény a tőkepiacról XXV. fejezet

⁵ Lásd KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: Társaságok a tőzsdén HVG-Orac 2001 Budapest 140. old.

⁶ 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.

Quaestor Financial Hrutria Kft. adja a vonatkozó hazai, időben mégsem 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 előnyeinek az elérésének a lehetőségét a hazai piaci szereplők számára is és további aktualitást adva az értekezésnek.

Az értekezés elkészítéséhez az értékpapírosítás témakörében releváns nemzetközi, különösen az európai uniós és az egyesült államokbeli, valamint a hazai jogforrásokat tekintettem át. A joganyag feldolgozását igyekeztem az eltérő gazdasági gyakorlatok bemutatásával széles körben kiegészíteni, így a releváns magyar és angol nyelvű nemzetközi jogi szakirodalmat dolgoztam fel.

A téma gazdasági jellegéből eredően az interdiszciplináris módszer alkalmazását szükségesnek tartottam. A kutatásom során elsősorban a komparatív módszert alkalmaztam. Ez az összehasonlító módszer különösen meghatározó az egyes államok illetve államalakulatok az értékpapírosításra vonatkozó tőkepiaci jogi szabályozásainak elemzésekor. Vizsgálataim során az egyes jogintézmények vizsgálatakor a logikai és kritikai elemzés is hangsúlyt kapott az értekezésben.

A doktori értekezés 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 vagy konstrukció⁷ és az ezen konstrukcióra vonatkozó jogelvek és jogintézmények változásait mint a modern értékpapírosítás jogi szabályozásának kialakítását és korai jogalkalmazását összehasonlító módszerrel elemzi a jelölt kitérve azok gazdasági és különösen tőkepiaci jogi valamint makroprudenciális vonatkozásaira.

Ahhoz hogy megfelelő mélységben átlátható legyen mind az értékpapírosítás működési mechanizmusa, mind annak magán- és közjogi szabályozásának aspektusai: szükséges az értékpapírok polgári jogi meghatározásából - mind kötelmi mind dologi jogi szempontból - kiindulni. Továbbá a klasszikusnak tekintett értékpapírok, így a kötvény és a részvény jogintézményeinek vizsgálata szolgálhatja az alapját a komplex, de alapvetően erre a két értékpapír típusra épülő strukturált értékpapírok vizsgálatának. Így a részvény és kötvény, mint

⁷ 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.

jogi és gazdasági alapintézmény áttekintése és kockázatainak vizsgálata is szükséges, ahhoz hogy az ezekből felépülő konstrukciók kockázatait, működési mechanizmusait és az ezeket meghatározó jogi kereteket értelmezhetővé telessük az e területen kevésbé otthonos szakemberek számára is. Ezen területek gazdasági és jogi elemzését követően vizsgálja a jelölt az értékpapírosítás folyamatát, szereplőit és azok feladatait és hatásköreit valamint az egyes főbb értékpapírosítási típusokat.

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

Az árnyékbankrendszer működésének felismerésével a jogalkotás új dimenziója nyílt meg és a jogalkalmazásban is szükségszerűen megjelentek olyan elemek, melyekre eddig nem voltak figyelemmel. Itt különösen fontos a már említett makroprudenciális pénz- és tőkepiaci felügyeleti eszközök megjelenése, melyek akár a pénzügyi válságok megelőzésének vagy a kialakult eszközbuborékok⁸ kisebb méretűvé válásában így egy kisebb válság kialakulásában tölthetnek be fontos szerepet.

Az értékpapírosítás során esetenként még a hitelező mint pénzkövetelés jogosultjának primer szereplője (primary market CDO), de jellemzően a hiteladminisztrátori szerep mindenképpen leválasztásra kerül az eredeti követelések jogosultjától és azt harmadik személy pénzügyi szolgáltató végzi akár befektetési szolgáltató illetve trust formában egyes államok jogrendszerében.

Alapvetően az értékpapírosítások konnotációja a válságot követően a jogintézmény a 2007-2009-es Globális Pénzügyi Válságban betöltött szerepe miatt rendkívül negatívvá vált. Egy nemzetgazdaság kereskedelmi bankrendszere számára azonban éppen a magyar tapasztalatok alapján jól látható, hogy a követelések értékpapírosítása jelentős makrogazdasági előnyökkel 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. Ez a szempont játszott elsődleges szerepet mindkét joghatóság esetében 2010-

⁸ 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 tulipánörület 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.

ben illetve 2014-ben is, amikor az értékpapírosítás első átfogó jogi szabályozására került sor az Egyesült Államokban.

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

2. Az értékpapírok létrejöttének gazdasági okai

A bonyolult pénzügyi tranzakciók hiteles nyilvántartását jogi formulákba öntött rögzítése, és a könyvelés rendszerének kialakulása is már jelentős fejlettséget ért el az ókorban.⁹ 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 Babilon szerepe a korai értékpapír jellegű okiratok mint az értékpapírok későbbi előfutárainak a tértnyerése is. Itt érdemes külön is 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 azonban nem volt erre szüksége, hiszen vele együtt élt és szoros szimbiozisban működött a *ius gentium*, mely a római államon kívüli területek esetében a rendkívül fejlett kereskedelem igényei szerint jött létre. Ez egyben biztosította is a római állam és birodalom tagjainak a rómaiaknak az egymás közötti illetve a rómaiak és az idegenek közötti kereskedelem és gazdasági kapcsolatok virágzását.

Azonban a fenti széles körben elterjedt nézettel szemben Hamza Gábor szerint a *Lex Rhodia* mint tengeri kereskedelem szabályozásának joga bár görög mintára, de egy szerves recepció eredményeképpen kerültek átvételre.¹⁰

A középkorban a városoknak a kereskedelem központjaivá válásával, éppen ezért részben a fejlett római tengerei kereskedelmi joghoz (*lex Rhodia*), részben az ókori görögök, szíriaiak fejlett kereskedelmi jogi alapjaihoz kellett visszanyúlniuk, illetve létrehozniuk a

⁹ 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 4. old.

¹⁰ Lásd HAMZA Gábor: *Kereskedelmi jog és görög-római antikvitás Állam és Jogtudomány* 1983 26. szám 451. old.

polgárság önszerveződésével új jogintézményeket, melyek újjászületése a modern kori értékpapírok és tőkepiacok alapjait teremtték meg a XI. századtól kezdődően.

A mai értelemben vett modern értékpapírok elődjai a váltó és a birtokosi papírok keletkezésének alapja a megfelelően fejlett okirati forgalom fejlődése és a konstitutív jellegű okiratok kialakulása volt.¹¹

A jogot megtestesítő értékpapírok elődjai a bemutatóra szóló záradékkal ellátott okiratszerű jogintézményei voltak. Ezek között kiemelendő a babiloniak és az egyiptomiak által a III. és II. évezredben használt agyaglapokon *bemutatóra szóló záradékok* voltak ismertek.¹² Az i. e. VIII. századból származtatható Tóbiás könyve¹³ egy húsz évre elhelyezett pénzletét esetében a követelés alapját a mindkét szerződő fél által aláírt írás¹⁴ kettévágott fele bizonyítja. A személyes bemutatás előfutára, - ahogy az a későbbi azonosításra a pénzváltók bankügyleti tevékenysége során megvalósulhatott - a *synistanai* kifejezés, mely a bemutatást jelöli, mégpedig mindkét szerződő fél esetében a helyettesítő személyt, akit az adós mutat be helyette történő teljesítés esetén a hitelezőnek, illetve a hitelező az adósnak a hitelezői pozícióban helyettesítő személyt a fizetésre kötelezett személy számára.¹⁵ Bár *ius civile* nem ismerte a konstitutív okiratokat, de a stipuláció okiratba foglalt változata (*cautio*) hosszú fejlődés eredményeképpen alakult értékpapír elődjévé, amikor a VI. századra vette fel a névre szóló értékpapírok átruházásához használt, a mai forgatmányhoz hasonló alakot.

A római jog stipuláció okiratba foglalt változatából azért alakulhatott ki a középkori germán jogban az okiratból értékpapír, mert a legtöbb germán szokásjog tiltotta a perbeli képviseletet és nem ismerte az engedményezés jogintézményét.¹⁶ A germán magánokiratok közül a carta-ból kezdett kialakulni a mai értelemben vett értékpapír a jogérvényesítés szimbólumaként használt záradékok alkalmazásával.¹⁷ 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

¹¹ Lásd SZÉCHÉNYI László: *Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 40. old.

¹² Lásd SZÉCHÉNYI László: *Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 41. old.

¹³ Lásd SZÉCHÉNYI László: *Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 41. old

¹⁴ Biblia Szent István Társulat kiadás Tóbiás könyve 5 fejezet 1 rész.

¹⁵ Lásd HAMZA Gábor: *Kereskedelmi jog és görög-római antikvitás* Állam és Jogtudomány 1983 26. szám 459. old.

¹⁶ Lásd SZÉCHÉNYI László: *Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 42. old

¹⁷ Lásd SZÉCHÉNYI László: *Értékpapírjog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 42. old

városokban. A pénzütalásból fejlődött ki a váltó és ezt követően a XVIII. századra a részvény vált a másik meghatározó értékpapírtípussá.¹⁸

3. Az értékpapírok jogi megközelítése

3.1. A kötelmi jogi aspektus

Az értékpapírok jogi meghatározásakor mind kötelmi mind dologi jogi megközelítés teljes mértékben adekvát. Az értékpapírok ugyanis a szerződések joga alapján létrejött jogintézmény 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 alapjogviszonytól. Ez a leválási folyamat első lépése az engedményezés formájában már a korai értékpapírok létrejöttétől megvalósulhattak. Azonban az engedményezés 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 kereskedelmi bankkal. Ez az engedményezési folyamat különösen jól látható az idegen váltó példáján. Ugyanis ebben az esetben a váltó kiállítója azaz okirat kibocsátója egy saját szerződő partnerét kötelezi fizetésre egy vele szintén üzleti kapcsolatban álló személy felé történő későbbi fizetésre. Azonban a forgalomképesség felé tett ezen lépés csak a kibocsátó üzleti partnerei és bankja viszonylatában értelmezhető. Az adós védelme érdekében azonban számos olyan intézkedés megmaradt, például az engedményezésről tájékoztatás illetve annak elfogadásának a kötelezettsége. Az idegen váltó esetében éppen a fizetésre kötelezett aláírásával fogadja ezt a kötelezettséget. Azonban ebben

¹⁸ Lásd SZÉCHÉNYI László: *Értékpapírajog* Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 42. old

az esetben is csak a fizetésre kötelezettet ismerő személyek számára biztosítja megfelelően pontos fizetés biztonságát az elfogadott váltó. Ezt bizonyítja a számos visszaélés a váltók használata során így annak „minősített esetéig” a váltónyargalásig bezárólag. A pénzüzetek pedig a váltóleszámítoláskor teljes körű hitelbírálatot végeznek, hiszen a hitelkockázat átvállalására kerül sor a váltó leszámítoláskor. A váltó esetében éppen a bankra intézvényezett illetve a bank által garantált váltó (banker's acceptance) a nemzetközi kereskedelemében történő megjelenése jelentette az áttörést a XX. század elején.¹⁹ A bankok ez a váltóhoz kötött fizetési kötelezettségének megjelenése a bankközi piacon is 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.²⁰ Ezzel a banker's acceptance a monetáris politika részévé vált, a leszámítolás kamatlábak befolyásolásának az eszközeként és így az Egyesült Államok nemzetgazdaságában is meghatározó szerephez jutott.

A fentiek alapján megállapítható, hogy az alapjogviszonytól elkülönült önálló életre kelt okirati forma teljes körűen megvalósítja a benne foglalt kötelem széles körű forgalomképességet, 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.

A vagyoni értékű jogok gyors és biztonságos mobilizálásának alapvető eszköze²¹ az értékpapír jóhiszemű jogosultjának az megfelelően erős védelme. Ami magában foglalja kötelmi jog egyes alapelveinek az áttörését is.

¹⁹ Lásd LAROCHE, Robert K.: Instruments 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.)

²⁰ Lásd LAROCHE, Robert K.: Instruments 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.)

²¹ Lásd Magyar polgári jog Kötelmi jog II szerk: BENKE József - NOCHTA Tibor Dialóg Campus Kiadó Budapest- Pécs 2018 398. old.

Erre példa a kötelmi jogban, hogy nem jár kötelelemmegszüntető hatással az, ha az értékpapír jogosultja válik annak kötelezettjévé.²² Hasonló esetre van példa az értékpapírosítás során is, amikor a saját ingatlan fedezetével kibocsátott hitelfedezeti csere ügylet (CDS) tulajdonosává válik a több ingatlant is hitelből vásárló befektető ahogy az jelentős számban az 2007-2009 jelzálogválság idején. 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 ez a tényállás fennállása. A jogellenes magatartás a CDS esetében akkor állt fenn a 2007-2009-es subprime esetében, amikor a befektetési szolgáltató a jogosulti oldalon az ügyfél pedig a szintetikus értékpapírosítás során létrejött ügyletrészsorozatokból vásárolva közvetve, de ezzel ellentétes, kötelezetti oldalon állt. A befektetési szolgáltató ennek az összeférhetetlenség 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 az értékpapírokra vonatkozó speciális szabályai áttekintésére leginkább a forgatható értékpapírok alkalmasak. Az értékpapír ugyanis a benne foglalt jogokat és követeléseket megtestesíti. Az értékpapír dolog jellegéből eredően pedig a tulajdonjog tárgya.

Alapvetően forgalom képesség és joggyakorlás mértéke szerint három értékpapír típus különíthető el. A bemutatóra szóló, a forgatható és a rekta névre szóló értékpapírok. Szécsényi László is e szerint tárgyalja a klasszikussá vált értékpapírrajgról szóló átfogó munkájában²³ az értékpapírok kötelmi jogi szabályait. Azonban Szécsényi is elismeri, hogy a bemutatóra szóló és a rektapapírok esetében a dologi jogi szabályok kerülnek előtérbe a kötelmi jogi szabályokkal szemben, ezért e két értékpapírtípust a dologi jogi aspektusok vizsgálatánál tekinti át a jelölt.

A forgatható értékpapírok alapvető jellegzetessége a forgatmány. Ez az alaptulajdonság azt foglalja magába, hogy a forgatható értékpapír kizárólag forgatmánnyal ruházható át. Ugyanakkor a forgalomképességet 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

²² Lásd Magyar polgári jog Kötelmi jog II szerk: BENKE József, NOCHTA Tibor Dialóg Campus Kiadó Budapest- Pécs 2018 401. old.

²³ Lásd SZÉCHÉNYI László: Értékpapírrajg Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 40. old.

szemben jogszerűen teljesítésre kötelezett. Ez a felmentés a *materiális legitimáció* alól felmentést jelöli. E jogintézmény szerint az értékpapír tulajdonosa legitim követelés tulajdonosaként követeli az eredeti adóstól vagy annak jogutódjától a kötelelem teljesítését anélkül, hogy ezt 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 papírbirtokost (teljes forgatmány) vagy a megfelelő igazolás hiányában, de a jóhiszeműen szerzett jog gyakorlójaként (üres forgatmány) teljesít a hitelező ilyen formában megjelenő jogutódjára. 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.²⁴ 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 ugyanis az átadó és az átvevő nevét is tartalmazza teljes forgatmány esetén. Az üres forgatmány esetében az átadó nevét tartalmazza, ha teljes forgatmánnyal vette át a korábbi tulajdonostól a váltót és ekkor aláírva az maga is üres forgatmánnyal látja el. Míg abban az esetben, amikor üres forgatmánnyal vette át és anélkül, hogy a saját nevére forgatná adja tovább szinte bemutatóra szóló értékpapírként funkcionál az adott üres forgatmányos értékpapír.

Már több szó esett a forgatmányról azonban a kötelmi jog oldaláról külön is érdemes kitérni a forgatmány két altípusának jogi vonatkozásáról. A forgatmány vagy más néven hátírat vagy rendelvénnyel arra szolgál, hogy az értékpapírban megtestesített joga(k) a forgatmányosra ruházza át annak eredeti vagy aktuális tulajdonosa.²⁵ A forgatmány a teljes az értékpapírban foglalt jogok összességét átruházza, de csak abban az esetben, ha az a forgatásra jogosulttól ered. Ezért például a váltónak az a személy lehet 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 írotnak tekintendők.

A forgatmányok Széchényi összefoglalása alapján három fajtája bonthatók. A három altípus a következő: rendes vagy más néven teljes hatályú, az egyszerű forgatmány vagy

²⁴ Lásd SZÉCHÉNYI László: A váltójog történetének vázlata Jura 1996 1. szám 27-32. old.

²⁵ Lásd SZÉCHÉNYI László: Értékpapírszabályok Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 92. old.

másnéven a nem teljes hatályú és a korlátozott forgatmány.²⁶ 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 teljes körűen 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 fel a követelés érvényesítésének jogával. A teljes forgatmány átruházására azonban csak és kizárólag újabb forgatmány segítségével kerülhet sor. Az üres forgatmánnyal rendelkező értékpapír azonban az értékpapír pusztá átadásával – anélkül hogy a tulajdonos neve szerepelne a forgatmányok sorában – is átruházható.

Az egyszerű forgatmány névvel ellentétben csak formailag forgatmány joghatását tekintve azonban csak 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 engedélyezné a követelés jogát, mégpedig azáltal, hogy a forgatást a papír szövegében explicite megtiltotta. Hasonló joghatást 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 jogosult.

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

²⁶ Lásd SZÉCHÉNYI László: Értékpapírszabályozás Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 93. old.

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.²⁷

Az átruházó hatás úgy érvényesül, hogy a forgató az értékpapírban megtestesített jogot átruházza az okiratnak a jog érvényesítéséhez elengedhetetlenül szükséges birtokjogát is. A forgatmány azonban csak jogcímmel és átadással együttesen tölti be ezt az *átadási hatását*.²⁸

A forgató mint az értékpapír egyike vagy egyetlen átadója kötelezettsége így kiterjed a váltó elfogadására és az abban szereplő kötelezettség kifizetésére is. Ez a kötelezettség (kötelező hatás) az értékpapírt birtokló 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 vezet fel.²⁹

A forgatmányost az értékpapír birtoklásakor éppen a forgatmány amely a jogszerű értékpapír tulajdonsoként igazolni tudja. Ez a forgatmány harmadik, igazoló hatása. Ebben az esetben az igazoló hatáshoz a materiális legitimáció egy megdönthető vélelem kapcsolódik. Ez a alapján az adóst mentesítheti a kötelelem alól abban az esetben ha a forgatmányos felé teljesít kivéve ha súlyos gondatlansága esete okán 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 azonban arra, hogy bár bemutatóra szól azonban a kötvény kötelező tartalmi elemei között szerepel a kedvezményezett megjelölése azonban 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 értékpapírt jog alkalmazásához. Például az

²⁷ Lásd SZÉCHÉNYI László: Értékpapírt jog Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 93. old.

²⁸ Lásd SZÉCHÉNYI László: Értékpapírt jog Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 94. old.

²⁹ Lásd SZÉCHÉNYI László: Értékpapírt jog Dialóg Campus Kiadó Budapest-Pécs 2002 94. old.

Egyesült Államokban több szerződési és vagyonkezelési forma is értékpapírnak minősül³⁰, mégpedig a FED mint tőkepiaci felügyeleti szerv egyedi döntése alapján az úgynevezett Howey-teszt-ben³¹ megfogalmazott kritériumok³² mérlegelésével. Ez az értékpapírijogi megítélés különösen éles viták tárgya napjainkban a kriptovaluták megítélése során az Egyesült Államokban.³³

4. Az értékpapírok kialakulásának történeti gyökerei, azok archetípusai

Az értékpapírok két alaptípusát a kötvényt és a részvényt és a származtatott ügyletek korai elődjait is érdemes külön történeti elemzés tárgyává tenni. Az értékpapírosítás során ugyanis adósság (debt) és tulajdonosi kockázat (equity) 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 Assíria területén pénzhelyettesítő eszközként jöttek létre a váltók előképei.³⁴ Ezen okiratok használatát az akkori pénz az arany és ezüst jelentős súlya miatt 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 szemben. 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 a rablás esetén - még megfelelő szakértelemmel a tarsolyban is - jelentős többletkockázatot hordozott az okirat eltulajdonítása a fém pénz megszerzésével szemben. A XI. századra megjelentek a mai váltók korai típusai. Használatuk már a kereskedelmi gyakorlat olyannyira a részévé vált, hogy a

³⁰ 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).

³¹ Lásd <http://consumer.findlaw.com/securities-law/what-is-the-howey-test.html> (2018.07.27.)

³² 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

³³ Lásd BUJTÁR Zsolt: *A kriptovaluták európai és máltai szabályozásának összehasonlítása* Európai Jog 2018 szeptember XVIII. évf. 5. szám 10. old.

³⁴ 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.

bemutatóra szóló idegen váltó, mint fizetési eszköz használatát a helyi bíróságok is biztosították a jogalkalmazásuk során.³⁵

Meglepő módon a határidős származtatott értékpapír ügyletek sem kizárólag a modern kor találmányai. Az előkép ebben az esetben 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. A modern kori származtatott határidős tőzsdék a kínai középkori határidős rizstőzsdék működési modelljét képezik le. Azonban már az ókorban is működtek olyan intézmények melyek az adott kor színvonalán a mai határidős tőzsdék működéséhez hasonlítottak Egyiptomban, az Arab-félszigeten és Indiában már i. e. 12. században.³⁶

A határidős ügyletek létrejöttét azonban nem a kereskedelem sajátosságai, hanem a mezőgazdaság termények koncentrált szezonális megjelenése (nyár-ősz) a piacon és ezzel szemben e termékek iránti folyamatos (négy évszakos) kereslet okozta árfolyamsokkok elkerülése alapozta meg.

A származtatott ügyletek esetében meglepő módon az ókori görögöknél már egyfajta tőkeáttételes ügylet alkalmazására is sor került. Ahogy az Arisztotelész feljegyezte³⁷ i. e. 300-ban, Thálész hitel bevonásával megvásárolta Thiosz és Miletosz olívaolaj sajtoló üzemeit úgy, hogy a hitelügyletek az olívaolaj nyomdára vonatkozó vételi jogának a fedezetét képezték. Mivel abban az évben nagyon nagy olíva termés volt, Thálész befolyásolni tudta az olíva olaj piaci árát a teljes feldolgozó piac feletti fenti rendelkezési jogával élve az olívaolaj kínálat visszafogásával. Ezzel pedig megvalósította a modern kori határidős tőzsdék egyik bennfentes kereskedési formáját az árak mesterségesen magas szinten tartásával (a termék jelentős részének a felvásárlásával) az árak esésére játszó (a modern kori short pozíciót kialakítani szándékozó) spekulánsok kiszorítását (short squeeze).³⁸ Tette Thálész mindezt azzal, hogy magas árak tartós elfogadására kényszerítette a piac többi szereplőjét, megakadályozva az esésre játszóknak pozíciójának nyereséges lezárását.³⁹

³⁵ 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.

³⁶ 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.

³⁷ 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.

³⁸ Az arany piacon 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 ezüst piacon 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> (2018.12.11.)

³⁹ 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.

Az első határidős tőzsde Japánban, Oszakában a XVII. században szintén a mezőgazdaság, mint meghatározó termelési ág miatt alakulhatott ki, mégpedig a mezőgazdasági termékek közül a meghatározó nemzeti étel, a rizs piacán.⁴⁰

I.e. 2. században a római birodalomban már a szerződések áruba bocsátására (aukció keretében) és a szerződésbeli jogok kikényszerítésére is lehetőség volt.⁴¹ Ezzel az értékpapírosítás alapjellemzőjének, a szerződéseken alapuló követelések tömeges megvásárlásának a jogi alapjai már ebben az időpontban is rendelkezésre álltak.

4.1. A kötvény⁴²

A *kötvények* olyan értékpapírok formájában megjelenő adósság jellegű kötelezettségvállalások, mely kötelezettségek alapján a kibocsátó azt vállalja, hogy a kibocsátáskor kibocsátó rendelkezésére bocsátott tőkét a lejáratkor vagy ütemezetten a kötvény tulajdonosának visszafizeti és a kötvényben vállalt ütemezés szerinti kamatfizetéseket határidőre megfizeti, a kötvényben vállalt egyéb kötelezettségeket teljesítésével együtt. Az *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 tőke-törlesztés. A *névérték* azért különösen fontos, mert ez a kötvényből eredő tőkekötelezettség pontos értéke, amittől 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 érték 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

⁴⁰ Lásd 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. Letölthető: (2017.12.29.)

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 13. old.

⁴² Lásd KECSKÉS András HALÁSZ Vendel BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 126-130. old.

esetére a szerződési értékhatárig.⁴³ Érdeemes megjegyezni, hogy ekkor a fizetőeszköz Mezőpotómiában a kukorica volt.

A XI. században a háborúk finanszírozására bocsátott ki Velence városállam kötvényeket.⁴⁴

Az első állam által kibocsátott kötvény 1694-ben került kibocsátásra 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 mezzazine⁴⁵ értékpapírok kibocsátások mellett), melyek kamatfizetéseinek fedezetét a mögöttes követelésportfólió pénzáramai biztosítják.

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

4.1.1. A kötvények kockázatai⁴⁶

4.1.1.1. Kamatkockázat

A *kamatkockázat* a fix kamatozású kötvények árfolyamának a piaci kamatok mozgásával ellentétes mozgásában jelenik meg. Ahogy ugyanis csökkenek a piaci kamatok azzal ellentétes irányban nő 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 összefüggés (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,

⁴³ Lásd CUMMANS Jared: *A Brief History of Bond Investing* 2014 okt. 1. Lásd <http://bondfunds.com/education/a-brief-history-of-bond-investing/> (2018.11.28)

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 13. old.

⁴⁵ A mezzazine ügylet egy hibrid finanszírozási forma, amely mind az adóssághkötelezettség jellegű hitelre jellemző, mind tagsági jogokat megtestesítő (equity) jellegű tulajdonságokkal rendelkezik

⁴⁶ Lásd KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel - BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 130-133. old.

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 számára a kamatkockázat fontos és mérlegelendő kockázati tényező. Ha ugyanis időközben csökkent a piaci kamat, akkor kötvényét csak árfolyamvesztéssel tudja értékesíteni a befektető. Azonban nem minden kötvény egyforma kitettséget⁴⁷ jelent a kamatkockázattal szemben. Egyrészt a kötvényekhez kapcsolódhatnak olyan jogok, melyek ezeket a kockázatokat a befektetők részéről csökkentik, másrészt a kötvények futamideje önmagában is növeli a kamatkockázatot, hiszen minél hosszabb egy kötvény futamideje annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy a 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 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 a befektető.

4.1.1.3. Deviza árfolyamkockázat

A *deviza árfolyam kockázat* 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 kap. Ez akkor fordul elő, amikor a nemzeti valuta felértékelődik vagy a másik szemszögből nézve a

⁴⁷ A kitettség (exposure) az a maximális mérték, amekkora mértékű veszteséget az adott piaci eszköz teljes értékvesztése esetén a kitettséggel rendelkező intézmény elszenvedhet.

magasabb hozamú külföldi valuta leértékelődik. A *carry trade*⁴⁸ valuták⁴⁹ esetében ez különösen jellemző kockázat.⁵⁰ Ebben az esetben ugyanis egy hosszabb időszak alatt jelentős pozíciókat alakítanak ki a befektetők az ilyen alacsony kamatozású valutákban, ha azonban ez a valuta elkezd leértékelődni, mert az adott gazdaság makrogazdasági mutatói negatív irányban változnak meg, akkor a jelentős, a pozitív kamatkülönbséget 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.⁵¹ Ez alapján szinte zéróhoz közeli a devizaárfolyamkockázata van az Apple Inc.-nek az EUR-ban kibocsátott kötvényei esetében hiszen európai piacon eladott Iphone 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 a 2015 szeptemberében 2,07 %-kal magasabb kamat mellett tudott volna a részvény visszavásárlásokhoz forráshoz⁵² jutni az USD kötvény kibocsátásával.⁵³

4.1.1.4. Az újrabefektetési kockázat

⁴⁸ 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 eszközhez 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 leértékelődik 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.

⁴⁹ 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 valutanevei a feljövő piaci valuták pedig például a török líra, magyar forint volt.

⁵⁰ 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.

⁵¹ A különböző pénzügyi eszközökkel a nem természetes deviza kitettségek is részben vagy teljesen lefedhetők. 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.

⁵² Az Apple ugyanis 200 milliárd USD forrással rendelkezett 2018 elején Európában, de adókok miatt ezt nem kívánta az Egyesült Államokban felhasználni 2018-ig, hiszen abban esetben az Írországi 4,5 %-nál a jóval magasabb kétszámjegyű társasági adó mellett kellene társasági adót fizetnie. Az Egyesült Államokban a 2018-as évtől hatályos társasági adócsökkentés hatására ez a döntés módosult a kedvezőbb adókulcs függvényében.

⁵³ Lásd <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-10/apple-said-to-market-euro-bonds-adding-to-53-billion-debt-binge> Letölthető: (2018.07.18.)

Az *újrabefektetési kockázat* során az abból eredő bizonytalanság jelenik meg a befektető számára, hogy korántsem biztos, hogy a kamatfizetés, tőketörlesztés és az esetleges árfolyamnyereség a kibocsátáskori hozam mellett lesz újrabefektető? Ha ez nem valósul meg, akkor 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-flow⁵⁴ 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 keletkező tőkefizetési kötelezettségeit. Az egyes nemzetállamok által kibocsátott kötvényeket a piac *kockázatmentesnek* tekinti. A valóság azonban az, hogy tizenkét állam kivételével már az államok döntő többsége nem kockázatmentes kibocsátó. Ugyanis mindössze egytucat állam 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, 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 kötvénytulajdonosai kérhették az aranyban történő törlesztést is (ekkor még élt az aranystandard rendszer így az arany ára USD-ben rögzített volt), azonban ezt a jogot Rooseveltnél a Kongresszus egyetértésével 1934-ben felfüggesztette.⁵⁵ A harmadik alkalommal pedig

⁵⁴ A cash-flow pénzáramot jelent - az adott pénzügyi eszköz egyes pénzmozgásait jelöli a pénzügyi eszköz teljes futamideje alatt.

⁵⁵ 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

technikai okok miatt három lejáró államkötvény törlesztése 1979-ben néhány napot késett, amit az Egyesült Államok Pénzügyminisztériumának az elszámolási részlegének a hibája okozott.⁵⁶

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.

A jelzálogokkal fedezett kötvények esetében azonban a jelzálog adósok előtörlesztése is kiszámíthatatlanabbá teszi ez a kötvényszerű cash-flow struktúráját. Az adósok a csökkenő kamatok esetében jellemzően refinanszírozzák a korábbi magasabb kamatozású jelzáloghiteleiket azaz olcsóbb hitel felvesznek és abból törlesztik a korábbi jelzáloghitelüket. Azonban, ez csak egyik oka az előtörlesztésnek, a másik ok lehet a magánszemélyek esetében

a kereslet és kínálat hatására alakult. Ezzel a Bretton Woods-i pénzügyi rendszer – mely, éppen ezen az USD-hez mint világpénzhez kötve működött -mint nemzetközi pénzügyi rendszer megszűnt. Lásd https://www.federalreservehistory.org/essays/gold_reserve_act (2019.05.04.)

⁵⁶ 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 munkahelyváltás során a költözés miatti előtörlesztés vagy éppen a magáncsőd miatt nem fizetés például 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. Ez az *árfolyamkülönbözet (spread)* minél nagyobb, annál nagyobb a likviditási azaz a kibocsátási árfolyamhoz közeli értékesítés bizonytalansága. Az árfolyamkülönbözet a piaci árjegyzők versenyével csökkenhet, de ez azonban csak részben, de sohasem teljesen csökkenti a kockázatot. Azokat a befektetőket, akik a teljes futamidő alatt megtartják a kötvényeiket az a kockázat érdemben nem érinti.

4.1.1.8. *Monetáris politikai kockázat*

A monetáris politika eszköztárának a mennyiségi⁵⁷ és minőségi lazítással⁵⁸ történő bővítése új kockázatok megjelenését eredményezte a kötvények számára. A jegybankok a mennyiségi és minőségi lazítás során ugyanis olyan mértékben bővítették értékpapírportfóliójukat 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 típusai⁵⁹

⁵⁷ A mennyiségi lazítás (quantitative easing) során a jegybank azonos kockázatú pénzeszközök vásárlásával növeli a saját portfóliójában lévő értékpapírok mennyiségét azzal a céllal, hogy azokat hosszabb ideig a mérleg eszközei között tartsa.

⁵⁸ 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 portfóliójában lévő értékpapírok mennyiségét azzal a céllal, hogy azokat hosszabb ideig a mérleg eszközei között tartsa.

⁵⁹ Lásd KECSKÉS András HALÁSZ Vendel BUJTÁR Zsolt: Tőzsdeuniverzum HVG Orac 2019 134-148. old.

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. Azonban a változó kamatozású kötvények mellett a diszkont árfolyamon azaz a névérték alatt kibocsátott kötvények megjelenése is erre az időszakra tehető. E mellett a kötvénypiac két új típust is létre hozott ebben az időszakban. Az egyik a beépített opciókkal rendelkező kötvény (bonds with embedded options) melyek a tőkepiac válasza volt a befektetők körében a kötvények vonzerejének megőrzésére. A másik új kötvénytípus, az eurokötvény pedig az olajexportból befolyó devizabevételek számára kínált vonzó befektetés lehetőséget.

4.2. A részvények⁶⁰

A másik - a kötvényhez hasonlóan - klasszikus értékpapír a részvény. A külső forrásbevonás a nyilvánosan vagy akár zártkörűen működő részvénytársaságok esetében új részvények kibocsátásával történhet. Ebben az esetben a *törzsrészvény*⁶¹ 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 egy millió darab törzsrészvényt bocsátott ki eddig összesen, akkor, ha egy befektető egy darab törzsrészvénnyel rendelkezik a társaságban, akkor a társaság nettó jövedelemhányadának egy milliommód része illeti meg az adott üzleti évet követően. A társaság megszűnését követően a hitelezők kielégítése után a részvénytársaság fennmaradó eszközeinek szintén egy milliommód része illeti meg. 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

⁶⁰ Lásd KECSKÉS András HALÁSZ Vendel BUJTÁR Zsolt: Tőzsdeuniverzum HVG Orac 2019 167-172. old.

⁶¹ Lásd MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University 70. old.

darab részvény után jár egy újabb részvény azon tulajdonosoknak, akik már rendelkeznek az esemény (E-nap) azaz osztalékfizetés megfeleltetési napján⁶² 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)⁶³ 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 részvénytulajdonos 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)⁶⁴ 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 részvénytőzsiacokról 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 részvénytőzsiac kulturával rendelkező gazdaság (ahol relatíve magas részvényhányad a megtakarításokon belül a többi befektetési eszközzel szemben), mint az az Egyesült Államoké esetében sem volt ez a tény elég

⁶² A megfeleltetési nap az az időpont, amikor az elszámolóház leltárt tart, azaz egyeztetni 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.

⁶³ Lásd MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University 70. old.

⁶⁴ 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.

ahhoz, hogy a részvénytőzsdék *kapitalizációja*⁶⁵ (össz piaci értéke), utolérje vagy meghaladja a hitelpiacok nagyságát. Az Egyesült Államok esetében ez jól látható, hiszen, amíg a részvénytőzsde kapitalizációja 1990 és 2010 között négy és húsz ezermilliárd USD között mozgott és például 2010-ben 17,2 ezer milliárd USD⁶⁶ volt, addig a hiteleszközök nagysága 2010-ben, ennek jóval nagyobb: több, mint kétszerese volt - 43 ezer milliárd USD volt.

4.2.1. A részvények főbb fajtái⁶⁷

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 gazdasági visszaesések esetén is.

Ezzel ellentétben a nagy növekedéssel potenciállal bíró és így jellemzően nagy adósságteherrel küzdő vállalkozások jóval nagyobb kockázatot jelentenek a befektetők számára. Azonban a magas kockázat - siker esetén - már jelentős árfolyamnyereséget is biztosíthat a társaság tulajdonosainak, de ugyanígy a jelentős árfolyamveszteség lehetőségével is számolniuk kell a részvénytulajdonosoknak. A kisebb kockázatú alacsonyabb növekedési potenciállal és kisebb adóssággal működő, vagy éppen adósság nélkül magas működési bevételt elérő társaságok számára az osztalékfizetés nagysága és viszonylagos kiszámíthatósága (az

⁶⁵ Egy részvénytőzsde *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 részvénytől kisebb mennyiség került csak bevezetésre. Egy adott értékpapírtípus adott sorozatából az össznévérték és a tőzsdére bevezetett értékpapír mennyiség aránya százalékban kifejezve a *nyilvános közkészlethányad*.

⁶⁶Lásd MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University 70. old.

⁶⁷ Lásd KECSKÉS András HALÁSZ Vendel BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 169-172. old.

osztalékról a társaság éves közgyűlése évente hoz döntést) biztosíthat 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 insurtech⁶⁸ forradalom eredményeképpen várható, hogy a forradalmi változást túlélő kereskedelmi bankok és biztosítótársaságok is a közüzemi szolgáltatók közé fognak kerülni. 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 - közép távon.

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 szavazat elsőbbségi részvények ezt a szabályt írják felül azzal, hogy egy 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. A társasági jog éppen ezért korlátozza a részvénytársaságok által kibocsátott *szavazatelsőbbbségi részvények* arányát az alaptőkén belül, hogy a törzsrészvényesek szavazati jogai ne legyenek a korlátlanul felülírhatók a *szavazatelsőbbbségi részvényesek* által. Így, ha a részvények darabszámának a 10 %-a ötszörös szavazatelsőbbbséget 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 szavazatelsőbbbségi részvényesek egy szűk csoportja szinte teljes kontrollt gyakorolhat a

⁶⁸ 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 Letölthető: (2018.01.24.)

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.⁶⁹ 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 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 elkönnyvelhetett a részvényosztályok illetően felosztása 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.⁷⁰

Az *osztalékelsőbbségi részvényesek* a többletjogot, időbeli elsőbbség formájában gyakorolják az osztalék tekintetében a többi részvényessel szemben. Abban az esetben, ha a társaság az adott éve és az előző évek nyereségéből nem tud minden részvényesének, aki osztalékra jogosult osztalékot fizetni, akkor az osztalékelsőbbségi részvényesek előnyben lesznek, hiszen ebben az esetben is 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 az ügyvezetéssel, de ennek ellenére is 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

⁶⁹Lásd 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.)

⁷⁰S&P 500 to exclude Snap after voting rights debate CNBC.com lásd <https://www.cnbc.com/2017/08/01/sp-500-to-exclude-snap-after-voting-rights-debate.html> (2019.05.30.)

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 tőke befektetések esetén lehet például fontos. Ezzel a részvénnel 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 garantált legyen. 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 családjukat, 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 hatályos⁷¹ lehetőség, hogy a munkavállalók nyugdíjba vonulásukig a társaság 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, Worldcom) során, 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*^{72,73}

⁷¹ Lásd Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) 201-204. szakaszai

⁷² Lásd <https://www.investopedia.com/articles/stocks/11/risks-every-stock-faces.asp> (2019.04.28.)

⁷³ Lásd KECSKÉS András -HALÁSZ Vendel - BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG Orac 2019 172-176. old.

A részvények kockázatait alapvetően két részre oszthatjuk a társaságtól független *piaci* vagy *rendszerszerű kockázatok* és a társaság működésével közvetlen kapcsolatban álló kockázatok, melyeket összefoglalóan *nem szisztematikus kockázatnak* nevezünk.

A *szisztematikus kockázatok* a pénz- és tőkepiacokra általánosan és teljes körűen ható változások. Ezek közül a legfontosabb az adott nemzetgazdaság növekedési kilátásai 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 ez igaz 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 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.

4.2.2.1.1. 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 csődközei 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 nyújthat számottevő védelmet az adott gazdaság szereplői számára, addig rosszul megválasztott gazdaságpolitika a világgazdasági növekedésből még az átlagos növekedés lehetőségét sem biztosítja.

4.2.2.1.2. 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 költségekben. Azonban a korábbi alacsonyabb elvárások e területeken gyorsan változhatnak például egy vállalati botrány hatására is. 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 kevésbé 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.

4.2.2.1.3. 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 társaságoknak, 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 energiárak növekedése tartós marad, akkor annak hatása pedig 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.

4.2.2.1.4. Címlap kockázat

A *címlap 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.⁷⁴

Ennek a negatív publicitásnak azonban a társaság megítélésében csak hosszabb idő alatt alakul ki a megfelelő súllyal történő kezelése. A 2001-es new york-i World Trade Center ikertornyai elleni 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.

4.2.2.1.5. Minősítési kockázat

⁷⁴ Lásd MCRUM, Dan: *What are the Wirecard allegations?* Financial Times 2019. május 17 <https://www.ft.com/content/12d751e8-6c0c-11e9-80c7-60ee53e6681d> (2019.05.24.)

A nemzetközileg elismert hitelminősítő társaságok (a három legnagyobb egyesült államokbeli hitelminősítő a Standard & Poor's⁷⁵, Moody's⁷⁶ és a Fitch Ratings⁷⁷) 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 vagy 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 ellentétéként a gazdaságpolitika sikeresen kezeli azokat.

4.2.2.1.6. 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 vasúttársaságok 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 nyeregvasútak 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.

Az internet alapú szolgáltatásokra alapozva pedig az Über, Lyft, Taxify, Yandex és a többi versenytársaik jelentenek komoly kihívást a taxiszoftverek 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, amit például az Amazon és az Alibaba előnyéül szolgálhat.

⁷⁵ 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.

⁷⁶ 1909 John Moody alapította a Moody's-t részvény és kötvénymínősítések 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.

⁷⁷ A Fitch Ratings 1924-ben több kisebb hitelminősítő (IBCA, Duff and Phelps és Thomson Bankwatch) egyesülésével jött létre.

4.2.2.1.7. 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 veszélyeztetik. Ezen visszaélések korai feltárását a könyvvizsgálók, a belső ellenőrzés és a minőségbiztosítás szakemberei valósíthatják meg. Azonban a társaság fenntartható és hatékony működését biztosító felelős társaságirányítási elvek tartós és súlyos megszegése, akár visszafordíthatatlan folyamatot indíthat el a társaság működésében. Erre számos példa között említhető az Enron, a Bear Stearns, az indiai Satyam⁷⁸ vagy éppen a hazai környezetben a brókerbotrányok befektetési szolgáltató szereplői (Quaestor csoport, Buda- Cash Zrt stb.).

4.2.2.1.8. Szabályozási kockázat

Az egyes iparágak szabályozási környezete éppen többek között a fenti visszaélések hatására jelentős mértékben változhat. 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.

4.2.2.1.9. Üzleti modell kockázat

Az egyes társaságok üzleti modelljét a gazdasági társadalmi 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.

⁷⁸ Lásd KECSKÉS, András - BUJTÁR, Zsolt: *Egzotikus problémák a társaságok irányítási rendszerében* JURA 2015, 21. évf. 2. szám 165-166. old.

4.2.2.1.10. 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 hosszabb-rövidebb idő alatt képes csak alkalmazkodni. Azonban amikor 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 kiszorul az adott piacról. Az ilyen robbanásszerű 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. Az alkalmazkodási képesség hiánya vagy alacsony szintje okozza a legnagyobb problémát e kockázat kezelésére, hiszen az új kreatív üzleti modell felismerése bevezetése és annak hatására 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 később alkalmazkodó társaságok számára behozhatatlan hátrányt és jelentős pénzügyi veszteséget is okozhat.

4.2.2.1.11. IPO window⁷⁹ kockázat

A részvénytársaságok elsődleges nyilvános kibocsátása 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

⁷⁹ 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 környezetvédelem és klímaváltozás miatt a húsmentes ételek iránti kereslet megnövekedett és az értékpapírpiacon 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.)

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 kapitalizációs veszteséget könyvelhet el önmagában e kockázat megvalósulása miatt.

4.3. Az értékpapírosítás folyamata és az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása⁸⁰

4.4. 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 szemünk előtt a definíció meghatározásakor annak szerzője. 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.⁸¹ A megközelítés ebben az esetben, azért sem megfelelően pontos, mert már a hitelek másodlagos piaca is mutatja számos állam esetében azt a megoldást, amely anélkül, hogy értékpapírosítanak az egyes követelésekből képzett portfóliókat, önálló szerződéses jogviszony alapján is kialakulhat likvid másodlagos piac - megfelelő piaci és jogszabályi környezetben. Ez utóbbi megfelelő piaci és szabályozási környezet alapfeltétele, hogy a követelések jogosultjai a kötelezettek beleegyezése nélkül szabadon adhassák el a követeléseiket, azzal ellentétes szerződéses kikötés hiányában, ahogy azt, döntésében azt *Európai Unió Bírósága* 2018 augusztusában megerősítette.⁸² Azonban ebben az esetben is

⁸⁰ Lásd BUJTÁR Zsolt *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* Európai Jog 2019. március 19. évf. 2. szám 1-11. old.

⁸¹ Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 8. old.

⁸² 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)

felmerül a *roncsautó elméletben*⁸³ leírt jelenség megvalósulása a gyakorlatban. Az elmélet szerint 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 portfólió kockázata nem reprezentatív, éppen ellenkezőleg a rosszabb minőségű hitelek felülreprezentáltak abban.

A klasszikus értékpapír formába a fedezett kötvény kibocsátás megvalósításával létezik egy alternatív megoldás, de amint a jelölt a későbbiekben tárgyalja ez az értékpapír transzformáció nem tudja helyettesíteni az értékpapírosítást – több éppen az értékpapírosításra jellemző tulajdonság hiányában. Ezek között az alapvető hiányosságok között a fedezetként szolgáló követelések pénzáramainak az újraelosztásának (ügyletrészsorozatok kialakítása) hiánya valamint a kötvény kibocsátójának és a kötvény megítélésének az azonossága a legfőbb probléma, amire csak az értékpapírosítási forma 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)⁸⁴, 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 jelzálogkölsönök 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.

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

⁸³ A Nobel-díjas amerikai közgazdász, George Akerlof 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 Quarterly Journal of Economics 84. évf. 3. szám 1970. augusztus 489-490 old.

⁸⁴ 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.

szintetikus módon (derivatívák⁸⁵ segítségével) biztosíthatják az értékpapír kibocsátója által a pénzügyi kötelezettségeknek megfelelő *pénzáramok*⁸⁶ összességét. A *pénzáramok* léte azért fontos, mert az értékpapírosítás során létrejött értékpapírok jellemzően, de nem kizárólag (kisebb részben equity és mezzazine jellegű is) adósságjellegű 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 portfóliókba. 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 követelésportfólió 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 játszik, ha az értékpapírosítást kezdeményező tulajdonába kerül ez az equity csomag. A nagy gazdasági növekedés időszakában pedig a magas kockázatot vállaló intézményi befektetők, hedge fundok⁸⁷ és a nyugdíj megtakarítást kezelő vagyonkezelők a hosszú lejáratú kötelezettségek fedezeteként – az adott portfólió kiegészítő elemeként - is vonzónak találhatják ezt a befektetési formát.

Az *értékpapírosítás* második jól elhatárolható jellemzője az a folyamat, melyben a hitelezési kockázatok áttelepítésére kerül sor az értékpapír létrehozójától egy független

⁸⁵ 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.

⁸⁶ A *pénzáramok*, azon a pénzmozgások összességét jelölik, amely egy követelés akár szerződéses akár értékpapír formában fennálló időtartama alatt a két szerződő fél kötelezettségeinek eleget téve, egymással szemben pénzformában ténylegesen teljesít.

⁸⁷ 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 ügyletek 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.

harmadik személyre, egy speciális célú jogalanyra, az *SPE-re*. Az európai joganyagba éppen a 2019. januárjában hatályba lépett EU 2017/2402 rendelettel⁸⁸ került be az értékpapírosítás 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 értékpapírosításban is használt speciális célú jogalany elnevezése. Az Egyesült Államokban még az SPV (Special Purpose Vehicle) fogalom használatával találkozhat a kutató az értékpapírosítás vizsgálata során. A magyar joganyagba történő átültetés során⁸⁹ ez a jogalany a különleges célú gazdasági egység (KCGE) elnevezést kapta és annak fogalmi használatát vezette be a Tpt.⁹⁰ módosítását eredményező pénzügyi salátatörvény⁹¹, 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 értékpapír kockázati megítélése és ezzel egyidejűleg annak a kockázata, hogy az *értékpapírosítást kezdeményező* jogalanynak a késedelmes vagy nemfizetés kockázata vagy akár a fizetéseképtelenség kockázata is elkülönüljön a követelésportfólió ilyen típusú kockázataitól. Ebben az esetben ugyanis kizárólag a (feljavított) követelés portfólió kockázatát futja a követelések terhére a KCGE által kibocsátott értékpapírok tulajdonosa. Éppen az utóbbi, portfólió szintű nemteljesítési kockázatok csökkentésére kerültek kialakításra az úgynevezett *hitelminőség javítási (credit enhancing)* technikák. A speciális banki garanciák⁹² és követelés többlet fedezettségi jogintézmények az értékpapírosítás során az elfogadott gyakorlat részévé váltak,⁹³ melyek még 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

⁸⁸ 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

⁸⁹ 2018. évi CXXVI. törvény a pénzügyi közvetítőrendszert érintő egyes törvények jogharmonizációs célú módosításáról 2. §. b. a Tpt. 1 § a pontját egészítette ki.

⁹⁰ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

⁹¹ 2018. évi CXXVI. törvény a pénzügyi közvetítőrendszert érintő egyes törvények jogharmonizációs célú módosításáról

⁹² A banki garancia az a pénzügyi intézmény által vállalt kötelezettségvállalás, ahol bank a késedelmes vagy nemfizetés esetén belép kötelezettként és ezzel biztosítja az előzetesen várható pénzáramok késedelem nélküli teljesülését.

⁹³ A fedezetértékelési arányszámnak vagy biztonsági sávnak (haircut) az a többletfedezet nevezzük, amit a követelések esetleges nemfizetése esetére többlet követelés-állományként elvár követelés portfólió jogosultja annak kötelezettjétől. Ezzel a többletfedezettséggel is csökkenthető a késedelmes vagy nemfizetés kockázata, azaz a pénzáramok elvárt teljesítése.

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 portfólió 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) azon feltételezéssel élt a 2000-es években az Egyesült Államokban, hogy a megfelelő szintű területi kockázatmegosztás lehetővé teszi ennek a kockázatnak is kiküszöbölését a portfólió elv alapján.⁹⁴ Azonban éppen ez a makrogazdasági szintű kockázat volt az a tényező, mely rendszer szinten nemcsak az Egyesült Államok, de a világ gazdaság pénzügyi rendszere esetében is jelentős nemfizetések sorozatát indította el a 2007-2009-es válság során, bebizonyítva, hogy a portfólió elv geográfiai dimenziójú alkalmazása önmagában nem elégséges e kockázat teljes körű kizárására.

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 formák⁹⁵ 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, ügyletrészsorozatunként eltérő kockázati profillal rendelkező értékpapír kibocsátása. E 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 ügyletsorozatunként eltérő mértékben, de a teljes portfólió esetében teljes körűen is megvalósul a hitelezési kockázat átadása a hitelezőtől az értékpapír tulajdonosa felé.

⁹⁴ 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 Commission Pursuant to Public Law III-21 January 2011 120-122. old.

⁹⁵ A strukturált eszközök olyan összetett, jellemzően intézményi befektetők nagyvállalatok részére kínált személyre szabott pénzügyi termékek, melyek több termék illetve szerződés együttes megvalósulásával biztosítja a szerződő fél speciális pénzügyi igényeinek a kielégítését

A szintetikus értékpapírosítás során a kezdeményező gazdasági társaság tőkeáttételes⁹⁶ pozíciókat alakíthat ki hasonló minőségű követelések hitelkockázatára, hogy a követelések piaci értéke a tőkeáttétel arányában többlet jövedelmet eredményezzen a befektetők számára. A hagyományos értékpapírosításnál a követelésállomány és annak teljes pénzárama valamint annak kockázatai is átkerülnek a kezdeményező társaságtól független külső gazdasági entitásba. Ezzel kettős cél érhető el: a jó minőségű követeléseken elérhető gazdasági haszon növelése, másrészt a rossz minőségű portfólió esetében a követelés portfólió átadása és ezzel tőke felszabadítása a klasszikus hitelezési tevékenységek végzésére.

4.5. 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 tény, hogy a jog eszközeivel a valós gazdasági tevékenységét és annak a társadalomban a jogalkotó által elvárt formában történő megvalósulását érhesse el a jogszabály illetve a jogszabályok összessége. 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 hasznos 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 szigorot 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 USA). Az *értékpapírosítás* meghatározásakor továbbá szükséges alaposan megvizsgálni a szerteágazó tevékenységet, azért, hogy megfelelően széles körű elhatárolás

⁹⁶ A tőkeáttétel a saját tőke, hitel vagy származtatott eszköz segítségével történő többszörözése. Hatására a saját befektetés hozamának többszörösét érheti el a befektető, de ugyanígy a veszteség is többszöröződik.

lefedje az értékpapírosítás rendkívül változatos formáit, ugyanakkor a folyamat pontos lehatárolását is lehetővé tegye mind jogi, mind gazdasági szempontból.⁹⁷

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 Management 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.⁹⁸ Ezzel a meghatározással az értékpapírosítás színterét és az eszközrendszerét a szerzőnek sikerült jól megfognia, azonban a konkrét elhatárolás az árnyékbankrendszeri tevékenységektől, melyek lejárat, likviditási illetve kockázati transzformációt is magukban foglalhatnak azonban 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 Consise Oxford Dictionary ⁹⁹ szerint értékpapírosítani annyi tesz, mint forgalomképes értékpapírokká konvertálni (egy eszközt különösen egy hitelt), azzal a céllal, hogy más befektetők számára értékesítve azt (*az eredeti követelés jogosultja –szerző*) készpénzhez jusson. 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.

A folyamat tekintetében érdemes tovább pontosítani az eszközök származását és 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 követelése – legyenek azok, jelenbeliek vagy jövőbeliek beazonosításra kerülnek -, majd összevonásra és az eredeti jogalanytól elkülönítve, értékpapírok formájában kerülnek a befektetők részére kibocsátásra”.¹⁰⁰ 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 követeléseit átalakításával szemben, ahogy az a klasszikus értékpapír, a kötvény esetében a jellemző. A másik jogilag releváns újdonság a megfogalmazásban az a tény, hogy a

⁹⁷ Lásd FERENCZ, Barnabás: *Interdiszciplinaritás a kereskedelmi jogban: A jog és a közgazdaságtan összefüggései* JURA2016 22: évf. 2. szám 248-253. ,

⁹⁸ Lásd KENDALL, Leon T. – FISHMAN, Michael J.: *A primer on securitization* The MIT Press Cambridge MA, London England 1998 2. old.

⁹⁹ Lásd <https://en.oxforddictionaries.com/definition/securitize> (2019.02.14.)

¹⁰⁰ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 9-10. old.

kezdeményezőnek lehetősége nyílik arra, hogy olyan értékpapírt bocsásson ki, mely csak a követelés minőségétől függ és elválik a sajátjától illetve egy más szemszögből tekintve pedig a kibocsátott értékpapír tekintetében a kibocsátást szervezőjének (értékpapírosítást kezdeményezőjének) a kockázata az újonnan kibocsátott értékpapírok esetében már kevésbé vagy egyáltalán nem lesz releváns.¹⁰¹ Ezt a kockázati szint elkülönülést (többségében feljavítást) különösen a portfólió-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 azért érdemes elhatárolni a hitelminősítők és különösen a CDS-ek minősítése során a túlzottan bonyolult és nehezen átlátható struktúrák mögé rejtett, de valódi értéket nem tartalmazó felminősítésétől.¹⁰²

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 Ranieri¹⁰³-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 használva kifejezést megjegyezte, hogy ez egy a Wall Street által kiagyalt elnevezés, de valójában ilyen szó nincs is.¹⁰⁴

A SIFMA,¹⁰⁵ 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.¹⁰⁶ Jól látható hogy a forgalomképessé tétel szempontjából történik ebben az esetben is a megközelítés. A

¹⁰¹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 10. old.

¹⁰² Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1248-1256. old.

¹⁰³ 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

¹⁰⁴ Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1256. old.

¹⁰⁵ A SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association) globális tőkepiac vezető szereplőinek 2006-ban létrejött az Egyesült Államokban Washington D.C.-ben székelő szervezete, melynek elődje az 1912-ben alakult Investment Bankers Association of America. Az Egyesült Államok tőkepiacán a vagyonkezelésben a bevételek 75 %-a a kezelt vagyon 50 %-a képviselteti magát a szervezetben.

¹⁰⁶ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 14. old.

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)¹⁰⁷ 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 a ügyletrészsorozat kialakítás és a hitelminőség javítás egyaránt része a meghatározásnak.¹⁰⁸

Az egyetlen pontos definíció melletti voks helyett azonban még a jelölt érdemesnek tart egy folyamat-orientált megközelítést mindenképpen megemlíteni. Ez pedig Lipson J. által egy teljes a definíció meghatározásának szentelt tanulmányban szintetizált fogalom meghatározás: Amely fogalom 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.¹⁰⁹

Jonathan C Lipson 2012-ben egy teljes tanulmányt szánt a definíció részletes tárgyalására. Anélkül, hogy a jelölt a tanulmány részletes ismertetésébe fogna érdemes néhány fontos sarokpontot kiemelni az értékpapírosítás meghatározása tekintetében.

A definíció éppen a szabályozás szempontjából fontos, hogy a hagyományos és a szintetikus értékpapírosítás jól elhatárolható módon elválasztására kerül sor. Az Egyesült Államokban az első értékpapírosításra vonatkozó komplex szabályozásra 2004. decemberében került sor Regulation AB néven.¹¹⁰ Ennek keretében a 2006. január elsejei hatállyal az eszközfedeztetű értékpapírok a SEC¹¹¹ 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

¹⁰⁷ 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.

¹⁰⁸ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 14. old.

¹⁰⁹ Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1271. old.

¹¹⁰ Lásd <https://www.structuredfinanceinsights.com/resources-17.html> (2019.02.19.)

¹¹¹ Securities and Exchange Commission – SEC az Egyesült Államok értékpapír és tőkepiaci felügyeleti szerve.

szolgálják.¹¹² 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 készpénz nélküli a követelések közvetlen átadásával megvalósuló (true sale) tranzakciók esetében szélesebb körű tájékoztatási kötelezettséget ír elő a piaci szereplők számára, mint amit a valódi vagy más néven hagyományos értékpapírosítás szereplői számára a hatóság részére támasztott előírás lenne.¹¹³ Azonban éppen az Egyesült Államokban alkalmazott másik szabályozási definíció arra mutat példát, hogy miért szükséges a pontos szabályozás, hiszen a 2010-ben hozott Dodd-Frank törvény által használt értékpapírosítás definíció nem kellően pontos fogalmazása a szabályozási arbitrázs lehetőségét kínálja az erre a gyakorlati 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 adóssággkövetelést (CDO)
- c) a fedezett kötvénykövetelést (CBO),
- d) az eszközfedezetű értékpapírokra alapított fedezett adóssággkövetelést (ABS CDO)
- e) és a fedezett adóssággköveteléseken alapuló fedezett adóssággkövetelést (CDO²)
- f) valamint azokat az értékpapírokat melyeket a SEC e törvény e szakaszának megfelelően eszközfedezetű értékpapírnak nyilvánít.¹¹⁴

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 fejt, 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

¹¹² 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.

¹¹³ Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1260 . old.

¹¹⁴ Securities Exchange Act of 1934 3.szakasz 79. bekezdés

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. Ezzel viszont amennyiben a tőzsdei értékpapír alapú határidős ügyleteket (security future product) nem határozná meg külön bekezdés¹¹⁵ akkor a másik értékpapír típus is ebbe a körbe tartozhatna. Az önmagát megszüntető eszköz fogalma valószínűsíthetően a lejáratnál 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 portfólió 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.¹¹⁶ A definíció erőssége azonban, hogy a szintetikus értékpapírosítás eredményeképpen létrejött egyes értékpapírokat (CDO, CDO²) 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. Coletta¹¹⁷ egy első látásra rendkívül pontos és jól körülhatárolt meghatározást hozott létre még 1991-ben.¹¹⁸ A definíciójuk szerint az értékpapírosítás olyan tulajdon vagy adóssághkötelezettséget megtestesítő értékpapír értékesítése, mely tulajdonrészt képvisel vagy annak fedezeteként szolgál egy olyan elkülönített jövedelemtermelő képességgel rendelkező eszközportfólió vagy portfólióban. Továbbá 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 lehetővé teszi egy likvidebb eszköztulajdonlást vagy adósságviszonyt, mint az eredeti eszközök tulajdonjoga illetve az azok fedezetére nyújtott kölcsön ügylet ami a hitelező 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

¹¹⁵ Securities Exchange Act of 1934 3.szakasz 56. bekezdés

¹¹⁶ Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1258. old.

¹¹⁷ Joseph C Shenker 2010- től a Sullivan and Cromwell LLP elnöke és partnere, míg Anthony J. Colletta a new york-i székhelyű ügyvédi iroda partnere 2014-től.

¹¹⁸ Lásd SHENKER, Joseph C., COLLETTA, Anthony J.: *Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers* 69 Tex. L. Rev. 1369 (1991) 1374-1375. old.

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.¹¹⁹ Azonban egy szűkebb és valószínűleg tévesen értelmezett fogalmi körben ugyanis csak mint fedezeti technikát határozták meg az értékpapírosítást, melynek alkalmazása során az eszközök portfólióba rendezése és azok fedezetére kötvény kibocsátásra kerül sor, úgy hogy a kötvények fedezetéül a mögöttes eszközök jelen és jövőbeli pénzáramai szolgálnak.

Az Enron csalás felfedezése előtt még ezt a technikát, mint az energia erőforrások értékpapírosítását szakmailag is elismerték.¹²⁰ 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 kilakialítása során történő csoportba rendezésével és 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 hitelekkel eredő kötelezettségek teljesítésére nem állt megfelelő készpénzáram a társaság rendelkezésére.¹²¹

A példa nagyon hasonló a Quaestor csoport SPE alkalmazására. A Quaestor csoport esetében a Quaestor Financial Hrvria 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 Hrvria Kft. nem mint befektetési szolgáltató, hanem mint tőkepiaci szereplő tartozott felelősséggel. Ez azt is magában

¹¹⁹ 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.)

¹²⁰ 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.

¹²¹ Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re. Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1268-1271. old.

foglalta, hogy a társaság tevékenységének ellenőrzését kizárólag a cégbíróság végezhetette a kötvényből befolyt pénzek csoporton belüli felhasználását, azonban a tőkepiaci felügyelet hatáskörén kívül volt a cégcsoport elleni felszámolás elrendelésig azaz a teljes, formailag jogszerű 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 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.¹²² 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.¹²³ A racionalitásnak teljesen ellentmondó és láthatólag öncélú folyamat egyetlen mozgatórugója az újabb CDO létrehozásával és értékesítésével járó jelentős akár öt százalékos díj 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, hiszen a CDO piac összeomlásáig szinte szívásos¹²⁴ volt piac azaz nem győzték a keresletet kielégíteni az értékpapírosítást generálók így gyorsan sikerült az így, akár magas áron is vásárolt ügyletrészsorozatokkal megtűzdelt portfóliójú CDO-kat értékesíteni. Ezzel azonban már nem a garanciaelemekkel feljavított magasabb minőségű értékpapírok jöttek létre, hanem éppen ellenkezőleg egy túlárzott és a valódi, piaci befektetőknek nehezen értékesíthető portfólióelemek 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 a

¹²² Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1267. old.

¹²³ Lásd LIPSON, C. Jonathan: *Re.Defining Securitization*, 85 S. Cal L. Rev. 1229 (2012) 1267. old.

¹²⁴ A pull vagy szívásos piacon túlereslet alakul ki ezért a kínálati oldal - az ár vagy egyéb tényezők számára kedvező alakításával - az egyensúlyi piacnál kedvezőbb helyzetbe kerül.

ügyletrészsorozat kialakítás és a garanciális elemek alkalmazásával a valós hitelminősítés javítására. A tényleges valós 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 az Európai Parlament egyik tájékoztató anyagában található.¹²⁵ E szerint az értékpapírosítás egy olyan finanszírozási technika, melynek során az egyes homogén jövedelemgeneráló eszközök – melyek önmagukban nehezen értékesíthetők – portfólióba szervezve egy harmadik személy számára eladásra kerülnek és így az a harmadik személy ezek fedezetére értékpapírokat bocsát ki, melyeket a piacon értékesít. A definíció 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 meghatározásáról¹²⁶ 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 szerint¹²⁷ a befektetési banki tevékenységek számos eleme éppen azért tekinthető értékpapírosításnak, mert

¹²⁵ Lásd DELIVORAS, Angelos: Understading Securitization Background – benefits – risks European Parliament 2015 Október PE. 569.017

¹²⁶ 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

¹²⁷ 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.

a fenti példákban említett kötvény és részvény kibocsátásokkal vagy különböző kollektív befektetési formák (hagyományos befektetési alapok és tőzsdén jegyzett befektetési alapok (ETF) valamint hedge fundok) bevonásával alakít ki olyan lejáratú és likviditási transzformációkat, melyet a hagyományos bankrendszer végez a betét- és hitelműveletek során. Az SPE bevonásával is hasonló tevékenység történik, azonban ebben az esetben új 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 kitettségek¹²⁸ a kezdeményező intézmény kitettségei maradnak.”¹²⁹

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 portfóliójából vagy annak fedezetével
- b) közvetlenül külső, független jogalany (KCGE) bevonásával megvalósított vagy strukturált ügyletek (derivatívák és garanciák) bevonásával létrehozott
- c) kockázati szintek szerint eltérő értékpapírok kibocsátásának és azok lejáratig történő pénzáramainak 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 követelésekéhez hasonló pénzáramok generálása és átadása a befektetők részére (*származtatott értékpapírosítás*).

Így jól elhatárolható, hogy melyek azok a strukturált pénzügyi eszközök¹³⁰, amelyek több értékpapír együttes használatával alakítanak ki akár szerződéses formában¹³¹ akár

¹²⁸ A kitettség (exposure) az a maximális mérték, amekkora nagyságú veszteséget az adott pénzügyi eszköz teljes értékvesztése esetén a kitettséggel rendelkező befektető elszenvedhet.

¹²⁹ 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

¹³⁰ 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.

¹³¹ 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. Ezek a kritériumok az alábbi négy szempontnak történő együttes megfelelést ölelik fel: pénz befektetésére kerül sor; a befektetés során a befektető eredményelvárást támaszt a tranzakcióval szemben;

értékpapír formában és, nem tartoznak az értékpapírosítás szűken értelmezett, a fentiekben meghatározott definíciója szerint az értékpapírosítás fogalomkörébe.

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

5. Az értékpapírosítás története

Az értékpapírosítás története során napjainkra az értékpapírosítás a nemzetközi gazdaság egy meghatározó pénzügyi technikájává, és a tőkeallokáció egyik jelentős eszközévé fejlődött. A gazdaságban betöltött szerepét jól illusztrálja az a tény, olyan átfogó folyamat, mint a globalizáció egyik alrendszerének a pénzügyi eszközök széles körű alkalmazásának (financialization) vált a meghatározó elemévé.¹³² A globalizáció mint a gazdaság nemzetközivé válásnak folyamata a pénzügyi eszközök alkalmazásán túl a termék standardizálttá válásával (commoditization) járt együtt. A globalizáció részeként említhet 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 csökkentése illetve a vagyoni eszközök likviddé tételét is magában foglalja.¹³³ 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) 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. Ennél is látványosabb a pénzügyi szektor profitrészesedésének növekedés a vállalati szektoron belül 1980-ban a 15 %-os részarány 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 tagjainak összefonódása és a szektor egyfajta belterjességére valamint a gazdaságban

a befektetés egy gazdasági vállalkozásba történik; az eredmény a kibocsátó vagy egy harmadik fél teljesítményének a következménye.

¹³² Lásd ENGELN, Ewald: *The case for financialization*. Competition and change 12. évf. 2. szám 2008. június 111-119. old.

¹³³ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 2-4. old.

betöltött szerepét meghaladó nagyságára utal, hogy míg 1978-ban 100 USD-ből 13-at addig 2007-ben már 100 USD-ből 50 USD-t egyik másik pénzintézettől és nem a pénzügyi szektoron kívüli szereplőtől vettek kölcsön a pénzintézetek az Egyesült Államokban.¹³⁴

5.1. Az értékpapírosítás korai története

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 forrásgyűjtését tette lehetővé. A genovai *compera* működésének kezdetei is egészen a 12. századig nyúlnak vissza. Ekkora a *compera* egy önálló jogi személyiséggel rendelkező formává vált, mely önálló bevételei felett rendelkezett és vagyonkezelők irányították a működését.¹³⁵ 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 azonban a ügyletrészsorozatokra bontás intézményének valamint a másodlagos piac jelenléte volt a *compera* esetében. Az egyes ügyletrészsorozatok önálló másodlagos piaccal rendelkeztek, olyannyira, hogy fedezetként szolgált adó és kölcsön ügyletek között. 1407-ben pedig egy nagyobb *compera*-ból jött létre a Bank San Giorgio, ezzel egy jelentős fedezeti portfólió jött létre, amelyek kezelésének a költségeit eloszthatták egymás között a tulajdonosok, melyek 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

¹³⁴ 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 Commission Pursuant to Public Law III-21 January 2011 64-66. old.

¹³⁵ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 51. old.

olvasztott, mégpedig a saját új részvényeivel fizetve a compera korábbi tulajdonosainak fedezetként 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 adva az önkormányzatnak a háborús kiadásokat finanszírozni tudja.¹³⁶

Hasonlóan az 1200-as években, de Észak-Franciaországban működött az a jogintézmény, a *bail a rente*, mely egy földbérleti jog eladása volt ezzel a föld készpénzes eladását – nyomott áron – meg lehetett előzni, a jövőbeli pénzáramok diszkont értékét pedig annak vevője biztosította a jog eladójának.¹³⁷

Az értékpapírosítás egy korai példája volt Anglia szuverén adósságainak az értékpapírosítás 1694 és 1720 között.¹³⁸ Az értékpapírosítás technikája ebben az esetben azt foglalta magában, hogy a Kilencéves háború (1688 -1697) miatt eladósodott Anglia az egyébként kevésbé 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 a hosszú lejáratú idő ellenére a visszaválthatóság hiányában nem voltak elég vonzóak a befektetők számára. Így 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 amely társaságok ezek az államadósságok mind portfólió szintű fedezet terhére pedig 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. Az értékpapírosítási folyamat

¹³⁶ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52. old.

¹³⁷ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 109. old

¹³⁸ 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.

éppen a három versenyző gazdasági társaság téves ösztönző rendszerével illetve a South Sea Bubble néven elhíresült eszközbuborék kipukkanásával ért véget. Ezzel illetve ezt követően a visszaváltható és így kevésbé merev állampapír kibocsátások valamint az angol állam megnövekedett nemzetközi hitelképessége már lehetővé tette az értékpapírosítás nélküli közvetlen államadósság finanszírozást.¹³⁹

Az értékpapírosítás újkori története egészen 1700-ig vezethető vissza. Dániában ekkor jött létre az első olyan jelzáloghitelintézet, mely jelzálogkövetelések összegyűjtését követően bocsátott ki kötvényeket, melyek forrása a jelzálog alapú követelések pénzáramai voltak. Erre azért volt szükség, mert a britek felgyújtották Koppenhágát és ezt követő 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, ahhoz az is szükséges volt, hogy a dán jelzálogjog az Egyesült Államokéhoz hasonlóan egy közvetítő típusú (pass through) finanszírozást tegyen lehetővé azzal, hogy a jelzálogkövetelésekből befolyó pénzáramok biztosítják a kötvénykibocsátásból eredő kötelezettséget teljesítésének a fedezetét.¹⁴⁰ Azonban ezek a kötelezettségek a pénzügyi intézet mérlegében, de annak fizetéseképtelenségi kockázatától elkülönítve (külön törvényi szabályozás által) kerültek egy fedezeti alapba (cover pool). Ez a gyakorlat azóta is fennmarad Dániában olyannyira, hogy ezen értékpapír kibocsátások jellemző nagysága egy és tíz billió USD közé esik. A nagyságrend miatt a jelzálogkövetelés portfólió 3 év alatt folyamatosan épül fel az egyes sorozatokból.¹⁴¹

A holland gazdaság ugyancsak a kelet-ázsiai gyarmatosítás során egy hasonló értékpapírosítás technika 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 kötelezettségeknek történő pénzügyi teljesítések forrását. Ezt követően 1753-ban – több hasonló jövőbeli pénzáram fedezetére kibocsátott értékpapír tranzakciót követően – a nyugat-indiai gyarmatokon az ültetvény tulajdonosoknak nyújtott jelzálog kölcsönök fedezetére. A kölcsön fedezetéül szolgáló ültetvényről befolyó kávé és cukor bevételek biztosították az értékpapírok kötelezettségeinek a pénzügyi fedezetét. A Deutz and Co. ebben

¹³⁹ 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, 21-22. old.

¹⁴⁰ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 127-128. old

¹⁴¹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 128. old

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 kamatszint 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.¹⁴²

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 Louisiana által értékpapírosított követelések fedezetével kibocsátott kötvények forgalmazása során. Ez volt az az időszak az Egyesült Államok történetében, amikor a rabszolgákra is lehetett zálogjogot bejegyezni, amely jog fedezetére aztán értékpapír kibocsátására került sor. A folyamat akképpen zajlott, hogy a kölcsönfelvevőknek először a Consolidated Association of the Planters of Louisiana (C.A.P.L.) részvényeire kellett pályázniuk. A sikeres pályázó pedig a C.A.P.L részvényeit a földjeit és rabszolgáinak fedezetére forráshoz jutott társaságtól a részvények ellenértékének a kifizetésére.¹⁴³ A társaság részvényei a társaság által kibocsátott értékpapírokra biztosítottak tulajdonjogot a jelzálogfedezet értékének a feléig.¹⁴⁴

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 annak hiánya egy torz ösztönző 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, ugyanis a C.A.P.L. sikeresen lobbizott a Louisiana-i törvényhozásnál, hogy 2,5 millió

¹⁴² Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52-53. old.

¹⁴³ Lásd 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.)

¹⁴⁴ Lásd 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.)

USD banki 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 londoni piaci bevezetését. Ezzel a banki szerepet betöltő kötvénykibocsátó a C.A.P.L. közvetlen kockázata - egyfajta értékpapírosítási feljavítással – közvetve átadásra került a Louisiana-i állampolgárok felé, a közvetlen kockázatmentesítés 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.¹⁴⁵ Louisiana a gyapot spekuláció hazája lett azzal, hogy a szövetségi állam, hogy összesen 46 millió USD összegben vállalt garanciát a különböző, az állam területén működő pénzintézetek által kibocsátott kötvényekre. Ezzel Louisiana a korszak legsűrűbben bankosított állama lett. A spekuláció során az így 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 bankok vezetői közé választva maguk is eladósodtak, azonban az általuk nemfizetővé vált kölcsönök behajtása kevésbé szigorú volt mint az átlagos ügyfelek esetében.¹⁴⁶ Ezzel a pénzintézetek rossz hitel állománya is jelentősen duzzadni kezdett. Azonban mint minden eszköz-buborék 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 ez a rossz ösztönző 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.

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 alapja a francia állam által kibocsátott államkötvény volt, mely örökjáradékot biztosítottak tulajdonosának élete végéig. A francia állam pedig forráshoz jutott a kötvény vásárlóitól a háborús költségeinek a finanszírozásához. Azonban arra is lehetőség volt, hogy ne a kötvény vásárlója, hanem más kiválasztott személy teljes hátralévő élete során élvezhesse a

¹⁴⁵ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52-53. old.

¹⁴⁶ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 52-53. old.

járadékszolgáltatást. Fiatal lányok, akik már túléltek a magas csecsemőhalandóság kockázatát és a kor legveszélyesebb betegségét a kanyarót is, hosszabb járadékidőszakra biztosíthattak maguknak egyfajta hozományként életük során, így már magasabb megtérülést biztosítva a kötvény és ezen keresztül az örökjáradék jogosultjának. A svájci bankárok éppen ezért választottak 30 fiatal lányt, akinek a javára, mint kedvezményezettnek javára életjáradékot biztosító kötvényt vásároltak a francia kormánytól. A mégiscsak alacsony várható élettartam miatt azonban a hozományokat a svájci pénzemberek összevonták egy portfólióba, 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 fedezetére részeségi jegyek formájában tovább értékesítették az alap összértékét meghaladó árfolyamon. Így az olcsón vásárolt kötvényhozamot magasabb áron sikerült tovább értékesíteni a svájci befektetőknek, melynek különbsége egyfajta árrészként 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.¹⁴⁷ A konstrukció azért nem volt tökéletesen kockázatmentes a svájci befektetőknek, ugyanis a francia állam az 1789-es forradalom után már nem tudott a kötelezettségeinek eleget tenni, majd csak elértéktelenedett francia frankban fizetett, azonban a svájci bankároknak svájci valutában kellett volna a befektetők felé teljesíteni, így tönkre mentek. Ezzel a túlzott kockázatvállalás egy korai példája is megvalósult. Ugyanis a befektetők egy jelentős része egy garantált befektetésként¹⁴⁸ értelmezte a konstrukciót a francia állam szereplése miatt. Azonban sem az államcsőd¹⁴⁹ lehetőségével és annak következményeivel sem az árfolyamkockázattal nem számoltak. A konstrukció érdekessége továbbá, hogy az uzsorakölcsönökre vonatkozó szabályokat ezzel legálisan ki lehetett játszani és mivel a francia állam ehhez semmilyen többlet

¹⁴⁷ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 56. old.

¹⁴⁸ 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.

¹⁴⁹ Az államcsőd esetében az állam devizaadósságai a hitelezőkkel történő megegyezést követően átutamezésre 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.

kifizetést nem kapcsolt, nem tekintették kölcsönszerződésnek sem a hatályos francia jog szerint.¹⁵⁰

A német és francia korai értékpapírosítási modellje a dánhoz hasonló fedezett kötvény 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 megvalósult. 1870-re ugyanis mindkét államban egy központi értékpapírosításért felelős állami szervezett felügyelte a kisebb vagy regionális jelzálogbankok jelzáloghitelezési tevékenységét. Ezzel megteremtették a későbbi amerikai hibrid jelzáloghitelintézetek hasonlóan jelentős állami szerepvállalásának a mintáját. Azonban a német és francia jelzáloghitelezés 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 jelzálogportfólió nemfizetése esetén és az értékpapír jogosultja e követelését bírósági úton is érvényesítheti. Amennyiben pedig a kibocsátó jelzálogbank felszámolásra kerülnek a jelzálogfedezetet felajánló és nemteljesítő adóstól közvetlenül is követelhető a teljesítés annak csődje esetében pedig a fedezetül szolgáló ingatlan elárvereztethető és követelés teljesítésére így közvetlenül is felhasználható. Így Európába e két országában csak a követelésportfólió fedezetére történő fedezett kötvény (covered bond) értékpapír kibocsátás valósult meg az értékpapírosítás során a ügyletrészsorozatok kialakítása és a harmadik személy jogalany bevonása mint kibocsátó és így a hitelkockázatok átadása nem. Ezzel a skin in the game elv ¹⁵¹ szerint a közvetlen kockázatközösség is fennmaradt a befektetőkkel és a hiteladminisztrációt végző szervezet is hitelező bank maradt annak teljes szakértelmével a morális kockázat és a kontraszelekció megelőzésére. Azonban a párhuzam a modern értékpapírosítás kialakulás és a Pfandbriefe a korai német értékpapírosítási előd

¹⁵⁰ Lásd RAJAM, Raghuram G.: *Fault Lines How hidden structures still threaten the world economy* Princeton University Press 2010 138-139. old.

¹⁵¹ 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, Bassano nem lett volna képes a kölcsönét visszafizetni.

előzményei között is hasonlóság fedezhető fel mindkét esetben turbulens időszak előzte meg a jogintézmény kialakulását mind az Egyesült Államokban mind Európában.¹⁵²

A hétéves háborút lezárását követően hároméves fizetési moratóriumot kaptak földbirtokosok és parasztok a háború alatt túlfinanszírozott (a piaci ár - mint az utolsó értékesítési ár - 50 %-ra emelt hitelezési limit miatt) kölcsöneikre vonatkozóan. Azonban ezt követően sem állt helyre a hitelpiaci egyensúly, mert az adósok jelentős része tőkre ment a háborút követően, ezért új jelzáloghitelezési rendszer felállítására volt szükség. A jelzálogpiacon a magas kockázat miatt még a korábban 2-3 %-ról 10 %-ra emelkedett kamat mellett sem volt vonzó kölcsönt adni a mezőgazdaságban Poroszországban.¹⁵³ 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. Azonban Bühring miután jól ismerte a holland gyarmatok finanszírozására a fentiekben említett értékpapírosítási folyamatot mivel Amszterdamban váltó kereskedelemmel foglalkozott, és hasonló módon pontosan átlátta brémeni bemutatóra szóló jelzálogfedezetű kötvények (Handfeste Urkunden) működését is, hiszen a német városban nőtt fel, így a két értékpapírtípus olyan mintául szolgált a tartományi jelzálogbank rendszer kialakításához, melynél jobbat abban az időben nem sikerült létrehozni.¹⁵⁴ Bühring elképzelése alapján tartományi jelzáloghitelintézeteket hoztak volna létre, melybe a területen élő nemesség teljes földállományát kötelező jelleggel be kellett volna adni. A jelzáloghitelintézet a földek piaci értékének a feléig bemutatóra szóló fedezett kötvény bocsátott volna ki 4 %-os kamat mellett és 4,5-5 %-os jelzáloghitelt nyújtott volna a kölcsönfelvevők. 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 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. Elsőként Sziléziában 1769-ben és a

¹⁵² Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 57. old.

¹⁵³ 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.

¹⁵⁴ 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.

következő évben már első Pfandbriefe kibocsátásra is került.¹⁵⁵ Nagy Frigyes 200 ezer tallért adott 2 % -os kamatra induló tőke hozzájárulásként a sziléziai pénzügyintézetnek.¹⁵⁶

Hasonló módon működött a Raiffeisen elv a szövetkezeti hitelezés területén Németországban egy évszázaddal később.¹⁵⁷ A tagok azonos összeget helyeztek el a pénzügyintézetnél és ezért kölcsön igényelhettek, amelyet azonban az összes többi tag kötelezettségvállalása garantált. A tagi vagyonok értékelést nemcsak Földművelésügyi Minisztérium szakemberei, de a választott tagok is szigorúan felügyelték éppen a visszaélések és a megfelelő fedezet biztosítása érdekében. A Pfandbriefe a fedezeti elvek szoros megtartása és betartatása és a közös felelősségvállalás olyan bizalmat ébresztett az így fedezett jelzálogkötvények iránt, hogy a német államkötvényekhez hasonlóan névértéken cseréltek gazdát a másodlagos piacon.¹⁵⁸

A két, porosz és német korai értékpapírosítási rendszer a későbbi értékpapírosítások aszimmetrikus információból eredő problémáit is sikeresen kiküszöbölte. Egyrészt a roncsproblémát (lemon problem) azzal sikerült kiküszöbölni, hogy a teljes tartományi földállomány bevonásra került és a tagok kezességet vállaltak az egyes tagok kölcsöneiből eredő kötelezettségek teljesítéséért. A kontraszelekció (adverse selection) amely ebben az esetben a túlértékelt fedezetek elfogadásában jelentkezhetett volna a fedezet értékelésével foglalkozó személyek személyes felelősségvállalásával sikerült megelőzni.¹⁵⁹ A német fedezett kötvény lett a minta kontinentális Európa és ennek keretében a már tárgyalt dán modell számára is. A német struktúrát honosította meg Louis Francois Wolowski Franciaországban Credit Foncier elnevezéssel 1852-ben és az állami monopólium formájában részvénytársaságként. Bár bürokratikus és Párizs központúnak ítélték a szervezetet ennek ellenére 1893-ban a New York-i jelzálog pénzügyintézetek közül 28-at is megelőzött a Credit Foncier. Azonban a francia befektetők is egyre inkább az egzotikusnak tűnő észak-amerikai piacon fektették be pénzüket. Ezzel a kontinentális Európa és az Egyesült Államok értékpapírosítása összekapcsolódott.

Az Egyesült Államokban a jelzáloghitelintézetek a szabad piac túlsúlya miatt az 1870-es évektől négy hullámban is magán jelzálogintézetek formájában 1880-as, 1920-as és 1970-es

¹⁵⁵ 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.

¹⁵⁶ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 58. old.

¹⁵⁷ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 59. old.

¹⁵⁸ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 59. old.

¹⁵⁹ Lásd BUCHANAN Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 59. old.

években. Az Egyesült Államokban a jelzálogügyletek értékpapírosításának legyen az a korai, az 1970-es évek előtti vagy modern kori az egyes régiók közötti jelzálogok és likviditás kiegyenlítése volt az elsődleges mozgatórugója.

Az 1870-es és 1880-as jelzálog értékpapírosítási hullám az Egyesült Államokban jelentős hasonlóságot mutat a 2007-2009-es subprime válsághoz vezető lakóingatlanok fedezetére kötött jelzálog ügyletek értékpapírosítási gyakorlatára és szabályozási környezetére.

Az alapvető különbség a fedezetek tárgya volt a két értékpapírosítási korszak között. Az 1870-es és 1880-as években a mezőgazdasági termelésbe vont földek képeztek a jelzálog hitelek fedezetét míg a 2000-es évek elejétől a lakóingatlanok. Azonban a hasonlóság az ügynökprobléma 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 az adósminősítései során tapasztalt visszaéléseire hasonlított. Ez utóbbi esetben is a hitelező pénzügyi intézmények a hitelkockázat értékpapírosítás során történő átadása miatt nem megfelelő prudens módon jártak el. 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.¹⁶⁰ Ezzel az AIG¹⁶¹ mint biztosító az értékpapírosítás során a CDS-ek kiírójaként betöltött kvázi biztosítási funkciója, mely valójában nem biztosításként működött a tartalék képzés hiányában mutat jelentős hasonlóságot az 1870-es 1880-as évek gyakorlatával. A jelzálogintézetek pedig közvetítői szerep mellett garantóri feladatok is elkezdtek betölteni a XIX. században. A garanciák portfólióból kötvények kibocsátására került sor a jelzálog fedezetére. 1881-ben bocsátotta ki az Iowa Loan and Trust Company az első ilyen fix kamatozású hosszú lejáratú adósságlevelet jelzálogfedezettel azaz egy jelzálogfedezetű kötvényt.¹⁶² Azonban a hitel adminisztráció olyan alacsony szintű volt ekkor, hogy a fedezetül

¹⁶⁰ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 63. old.

¹⁶¹ 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

¹⁶² Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 65. old

szolgált jelzálogportfolió egyes elemeinek a kötvényekhez történő hozzárendelése sem történt meg. Így a fedezetek hasonlóan a CDS-ek esetében (ahol központi szerződő fél hiányában nem volt átlátható, hogy ugyanarra a jelzálogportfolióra ki és hány CDS-t kötött) a mögöttes termékekéhez átláthatatlan nyilvántartásra épültek. Végül a jelzáloghitelezés 27 szövetségi államra és a befektetők széles körét biztosítására már 50 USD címletekben is elérhetővé vált.

Ahogy a fentiekben tárgyalta a jelölt az európai (francia) befektetők is vonzónak találták a magas hozamú egyesült államokbeli jelzálogügyleteket, ahogy a keleti parti észak-amerikai befektetők is. Azonban az Atlanti-Óceán egyik partján sem értették sem az értékpapírosításhoz sem a mezőgazdasághoz a befektetők, de még a vasútépítési láz túlfűtöttségét sem értékelték megfelelő óvatossággal. Így történhetett meg a rendkívül laza szabályozás és a csalások széles körű elterjedésével párhuzamosan az 1880-as évek közepére kibontakozó mezőgazdasági válsággal, hogy 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.¹⁶³ Az jól látható, hogy a megfelelő szabályozás hiánya az értékpapírosítás XIX. századi Egyesült Államokbeli gyakorlatát a gyenge ügynök- megbízó jogviszony miatt alacsony minőségű fedezetek nagy számú létrejötte és az értékpapírosítók kockázatvállalásának hiánya a 2007-2009 –es subprime válsághoz hasonló torz ösztönző rendszert alakított az Egyesült Államokban. Ez a torz motivációs rendszer már önmagában is jelentősen hozzájárult az értékpapírosított jelzálogkövetelések piacának összeomlásához, amit csak felerősített a befektetők alacsony kockázat tudatos viselkedése és ebből következő pánikszerű magatartása.

Sajnos a XIX. századi példából nem építkezett a XX. századi jelzáloghitelintézeti szabályozás sem az Egyesült Államokban. Az 1929-33-as gazdasági válság után új alapokra részben állami jelzáloghitelintézetek bevonásával indult egy újabb növekedési pályán lakossági jelzáloghitelezésre koncentráló új modell. A modell célja az elérhető saját tulajdonú lakások biztosítása a kevésbé tehetős lakosság minél szélesebb körének, 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

¹⁶³ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 66-67. old

pénzáramokból nyújtott részesedést az értékpapírosításban résztvevők számára. A másik újítás pedig az önálló kereskedelmi ingatlanok fedezetére kibocsátott jelzálogkötvények köre volt. A konstrukció, mely az ingatlanokra bejegyzett jelzálog fedezetére alapult és létrehozójára Simon Straus Poroszországból emigrált üzletemberről Straus kötvénynek nevezték el. A kötvény első helyi zálogjog bejegyzésével biztosította a befektetőket 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 a vállalati kötvénykibocsátások 23 százalékát ez a kötvénytípus tette ki 1925-re.¹⁶⁴ Az 1929-33-as gazdasági világválság azonban a túlfűtött kereskedelmi ingatlan piacot is bár ekkor már létezett szövetségi jelzálogbank rendszer – melyet 1916-ban hozott létre a Kongresszus döntésével – azonban sem ez a jogintézmény sem az 1928-ban létrehozott New-York-i Ingatlantőzsde a kevés bevezetett termékével és alacsony forgalmával nem tudta megakadályozni az összeomlást.¹⁶⁵ Azonban a modern értékpapírosítás Egyesült Államokbeli közvetlen előfutára az eszközfinanszírozási részjegy (equipment trust certificate) volt, mely ipari eszközök finanszírozását szolgálta, azonban a speciális jellemzője az volt, hogy homogén eszközökre vonatkozó követeléseket vont portfólióba fedezetként, azokat egy trust intézménybe helyezte és azok hozamai szolgálták az értékpapírosított értékpapírokból eredő követelések fedezetéül. A későbbiekben az értékpapírosítási típus fejlett formája (enhanced equipment trust certificate) széles körben elterjedt a repülőgép parkok lízingfinanszírozása során.¹⁶⁶

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 csökkentésére részben a jelzáloghitelezés fellendítésével részben a jelzáloghitelek illetve a későbbiekben a jelzáloghitelek értékpapírosításával létrejött értékpapírok másodlagos piacának az újraindításához.

¹⁶⁴ 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.)

¹⁶⁵ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 68-69. old

¹⁶⁶ Lásd BOWERS? William C.: *Aircraft Lease Securitization: ALPS to EETCS* <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/bowers2.html> (2019.03.20.)

E folyamat részeként több hullámban három állami majd részben állami illetve vegyes tulajdonú (hibrid)¹⁶⁷ pénzintézet alapítása a lakossági jelzáloghitelezés fellendítésére több hullámban történt az 1930-as évektől az 1970-es évek elejéig.

Az első állami intézmény az az állami jelzálogbiztosítási rendszer volt, melynek középpontjában a Federal Housing Administration (FHA) állt. Az 1934-ben létrehozott szervezet a lakóingatlanok jelzáloghitelezési kockázatát magára vállalta állami kezességvállalás formájában, ezzel jelentősen csökkentette a lakó 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 lakhatás és fenntartható lakástulajdon 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 működési modellje alapján 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 ezzel a tőkepiacról vont be forrásokat a továbbiakban az állami költségvetési finanszírozás helyett. Az új magán tulajdonú Fannie Mae (melynek részvényeit bevezették a New York-i tőzsdére¹⁶⁸) pedig nem állami finanszírozású jelzáloghitelek finanszírozására kapott megbízást. Ezen belül azonban csak azokra a lakossági jelzáloghitelekre, amelyek megfeleltek meghatározott hitelbírálati minőségi szempontoknak (conforming mortgages).¹⁶⁹ Azonban az állami szerepvállalás nem csökkent ezen jelzálogfinanszírozási szegmensben, ugyanis ugyanebben az évben egy újabb szövetségi intézmény a Government National Mortgage Association (GNMA- Ginnie Mae) mint állami tulajdonú részvénytársaság jött létre. Ez a harmadik jelzálogfinanszírozást támogató állami intézmény a Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC - Freddie Mac) 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-et is megalapításra került. Az újonnan létrejött Freddie Mac

¹⁶⁷ 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 a magán cél, a profit maximalizálás kettőssége jellemzi a társaságokat.

¹⁶⁸ Lásd Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 100. old.

¹⁶⁹ Lásd EKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillen Studies in Banking and Financial Institutions 2017 58. old.

célja - a Fannie Mae-hez hasonlóan - a másodlagos jelzálogpiac fellendítése volt. A létrejöttének pedig a konkrét oka a takarékszövetkezetek jelzáloghitelezési tevékenységének a támogatása azáltal, hogy a hosszú lejáratú lakossági jelzáloghiteleket a Freddie Mac megvásárolta tőlük így újabb hiteleket tudtak kihelyezni és az emelkedő pénzügyi kamatok mellett nem kellett a meglévő alacsonyabb kamatozású jelzáloghiteleken egyre növekvő veszteséget elszenvedniük a takarékszövetkezeteknek. A továbbiakban a Fannie Mae és a Freddie Mac egymással is versenyezve, de az előbbi magántulajdonban utóbbi állami tulajdonú részvénytársaságként működött. Azonban annak ellenére, hogy explicit állami garancia csak a Freddie Mac esetében állt fenn a Fannie Mae esetében is a befektetők, akik a társaságtól a másodlagos piacon jelzáloghiteleket vásároltak implicit módon feltételezték az állami garancia fennállását. Azonban az egyre szélesebb intézményi befektetői kör nem az egyes jelzáloghiteleket vásárolta meg, hanem azok portfóliójának fedezetére kialakított értékpapírokat. Ezeket az értékpapírosításokat úgynevezett pass-through formában átfolyatták egy harmadik személyen. Ez a konstrukció az jelzáloggal fedezett értékpapír (Mortgage backed Security- MBS) volt, ahol elsőként a Ginnie Mae bocsátott ki ilyen értékpapírt a saját maga által felvásárolt és a másik két állami jelzálogfinanszírozó által garantált jelzálogok fedezetére és azok jövőbeli pénzáramát biztosítva így fedezetként az így létrejött értékpapírból eredő kötelezettségek teljesítésére. Mindezt egy további garanciaelemmel ellátva, mégpedig azzal, hogy a garantálta is az így keletkezett kötelezettségek kifizetését a jelzáloghitel portfólió nemteljesítése esetére. Ezzel megszületett az első modernkori értékpapírosítási ügylet 1970-ben.¹⁷⁰¹⁷¹ Azonban az MBS befektetők két jelentős kockázattal kellett, hogy számoljanak, az egyik az előtörlesztési kockázat a piaci kamatlábak változása miatt, a másik pedig az egyes jelzálogportfólió elemek nemfizetési kockázata. A befektetőknek az utóbbi kockázattal azonban egyrészt az állami jelzálogintézetek (értékpapírosításból eredő kötelezettségekre kiterjedő) portfólió szintű garanciavállalása valamint a FHA egyedi (a portfólióban szereplő lakóingatlanokra vonatkozó jelzáloghitelekre fennálló) kezességvállalása miatt nem kellett a érdemben foglalkozniuk. Az állam ugyanis így kétszeresen is garantálta a követeléseiket. Azonban a kamatkockázat kezelése annál inkább 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

¹⁷⁰ Egyes szerzők szerint 1969 augusztusában lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy History and Prospects for the Future* 2017. 70. old

¹⁷¹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 329. old.

kamatokat előtörlesztették hiteleiket. Ennek eredményeképpen azonban ezek a jelzálogportfolióelemek csökkentették az értékpapírosításba vont portfolió nagyságát így az ebben a formában előtörlesztett pénzüsszeget már nem tudta a befektető ugyanolyan hozamszinten újrabefektetni és így hozamvesztést kellett elkönyvelnie.

A megoldás a szekvenciális kifizetésű fedezett jelzálogkövetelés (Sequential Pay Collateralised Mortgage Obligation) konstrukció létrejötte jelentette. Az új értékpapírosítási formula ugyanis lehetővé tette több, a befektetők eltérő lejáratú igényeinek megfelelően eltérő lejáratú értékpapír osztályonként bontásban (multi-class) történő kibocsátását az értékpapírosítás folyamatában ugyanazon jelzálogportfolió fedezetére. A rövid lejáratú igényeket azok a ügyletrészsorozatok tudták kielégíteni, melyeket tervezett lejáratú osztály (planned amortization class – PAC) vagy más néven célzott (target amortization class - TAC) névvel kerültek meghatározásra.¹⁷² 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 a lejáratú futamidő szerint csökkenő mértékben vagy kielégítési sorrend szerint (az előresorolttól a hátrafelé sorolt irányában) szerint kerülnek kifizetésre, míg a kamatok az adott osztályban szereplő mögöttes jelzálogügyletek kamatfizetései szerint az adott osztályon belül elosztva.

A gyakorlatban ez úgy valósult meg az első 1983-ban a Freddie Mac által kibocsátott 1 milliárd USD tőkeösszegű értékpapírosítási tranzakció 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. Jelen esetben a jelzáloghitelintézet az egyes a mögöttes jelzálogportfoliókból befolyt tőketörlesztések az erre elkülönített törlesztési alap (sinking fund)¹⁷³ féléves kifizetéseiből először a teljes első osztály, majd a teljes második osztály és csak, ha azok teljes törlesztésre kerültek indul el a harmadik osztály félévenkénti tőketörlesztése. A növekvő kockázat miatt a hosszabb futamidő növekedésével párhuzamosan a kamatfelár¹⁷⁴ 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

¹⁷² Lásd EKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 60. old.

¹⁷³ A sinking fund egy olyan elkülönített pénzalap, melyet a kötvény vagy elsőbbségi részvénykibocsátó abból a célból hoz létre, hogy a kötvényeket vagy elsőbbségi részvényeket a lejárat elől a másodlagos piacról visszavásárolhassa.

¹⁷⁴ Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011 102. old.

bázispontos¹⁷⁵ kamatfelárak kerültek kialakításra.¹⁷⁶ Annak ellenére, hogy a konstrukció gyorsan népszerűvé vált és 1986-ra már 50 milliárd USD –re nőtt a kibocsátott értékpapírosított állomány¹⁷⁷ 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 új forrásokat kellett bevonni az egyes kibocsátásokhoz ahelyett, hogy a korábban bevont tőkét használta volna fel a kibocsátó ismételten az egyes értékpapírosításokhoz.

A megoldást a real estate mortgage investment conduit (REMIC) hozta az előtörlesztés azaz kamatkockázatra úgy, hogy a kibocsátó lekötött tőkéjének növekedése helyett egy közvetítő társaság a conduit¹⁷⁸ biztosítja az értékpapírosítás megvalósulását. A REMIC lehetőségét az 1984 –es SMMEA (Secondary Mortgage Market Enhancement Act) teremtette meg azzal, hogy a jelzálogfedeztetű értékpapírok befektetői körét szélesre tárta. Az 1986. évi Adóreform törvény pedig kedvező adózási környezetet teremtett a REMIC számára.¹⁷⁹ A REMIC segítségével több osztályból álló (több ügyletrézsorozatra bontott) értékpapírosításra nyílt lehetőség, amely a REMIC számára egyre növekvő népszerűséget biztosított. Ez a lehetőség 6 év alatt 1993-ra 320 milliárd USD éves REMIC kibocsátást eredményezett. A REMIC 1987. évi indulásával az egyes altípusainak széles köre alakult ki. A teljesség kedvéért érdemes megjegyezni, hogy a REMIC megjelenésével a CMO kibocsátás megszűnt. Azonban a jellege miatt számos esetben a REMIC és a CMO 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). Az első, az 1986-ban újtára indult kategória neve a változó kamatozás (floating rate) elnevezésből ered és azt biztosította a változó kamatozású kötelezettségekkel¹⁸⁰ rendelkező pénzintézetek számára, hogy változó kamatozású eszközbe

¹⁷⁵ 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.

¹⁷⁶ Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011 102. old.

¹⁷⁷ Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapur 2011 102. old.

¹⁷⁸ A conduit szó eredeti jelentése cső formájú közvetítő eszköz. A pénzügyi szférában a piacképes értékpapírokkal finanszírozott közvetítő társaság fedí le legjobban az elnevezés tartalmát.

¹⁷⁹ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 73. old

¹⁸⁰ Jellemzően LIBOR , de más bázisokhoz kötött így forrásköltséghez (cost of fund index) különböző azonos lejáratú államkötvénymutatóhoz (constant maturity Treasury - CMS) és nagy összegű forgalomképes letéti

fektethessenek a floating REMIC segítségével. Azonban ahhoz, hogy egy jelzáloghitel portfólió egy ilyen osztályt vagy más néven ügyletrészsorozatot tudjon biztosítani a befektetői számára, szükséges ennek a komplementere a nem-floating REMIC altípus létrehozása ugyanabból az értékpapírosításra felhasznált jelzáloghitel portfólióban.

Az IO csak kamatozó interest-only elnevezése rövidítése, mely csak kamatokat fizető REMIC ügyletrészsorozatot jelöl. Ez a konstrukció emelkedő kamatok idején volt kedvező a befektetők számára, hiszen az emelkedő kamatok esetében a minél gyorsabb kamatfizetéssel így kisebb kamatvesztést eredményeznek. A nagyobb összegű kifizetésre, a tőketörlesztésre ezen ügyletrészsorozat esetében nem kerül sor. Ahhoz hogy a tőketörlesztések pénzáramai ne torlódjanak fel a jelzáloghitelportfólión belül szükségessé vált csak tőketörlesztést biztosító (principal only – PO) osztályok illetve 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.¹⁸¹ 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.¹⁸² Az összeomlás azért volt drámai, mert a befektetők hasonlóan a 2007-2009-es subprime válsághoz nem mérték fel a kockázatát az esetleges jelentős kamatemelések és a likviditás szűkülés együttes hatásainak. 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 tették 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 kényszerlikvidálásai¹⁸³ pedig könnyen a szektor egészében egy Minsky pillanatot¹⁸⁴ idézhetnek

igazolások (certificate of deposit) hozamához kötötték ekkoriban a pénzintézetek az Egyesült Államokban a kötelezettségeik azaz a forrásaik kamatait.

¹⁸¹ Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapúr 2011 107. old.

¹⁸² Lásd HU, Joseph, C: *Asset Securitization Theory and Practice* John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd Szingapúr 2011 108-109. old.

¹⁸³ A kényszerlikvidálás az a folyamat, melyre az ügyfél előzetesen engedélyt ad arra az esetre, ha a szükséges fedezetet nem tudja határidőre biztosítani.

¹⁸⁴ 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 vezetett. 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

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 válság.

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

5.2. A modern kori értékpapírosítás története

Az 1970-es évek második felében a Salomon Brothers kötvénypiac részlegén új csoport jött Lewis Ranieri vezetésével. A modern értékpapírosítás atyjának nevezett kötvénykereskedő nagy mennyiségben kezdett 1977-től jelzáloghiteleket felvásárolni „átcsomagolni” és nemzetközi ügyfeleinek értékesíteni.¹⁸⁵ Ebben az évben még csak 15 szövetségi állam ismerte el legálisan működő befektetésként az értékpapírosítás során létrejött jelzálogfedezetű értékpapírokat. Azonban az 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 köré előtt, de lehetőséget nyújtott a magántulajdonú jelzáloghitelintézeti tevékenységet végző pénzügyi intézmények számára is az előzetes regisztrációra (shelf registration).¹⁸⁶ Ezzel a magántulajdonú értékpapírosítással létrejött kötvénykibocsátások versenyhátránya megszűnt a három nagy állami jelzáloghitelintézettel szemben, mely utóbbiak számára a teljes regisztráció mentessége biztosított volt.¹⁸⁷ A Real Estate Mortgage Investment

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 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 készpénz iránt.

¹⁸⁵ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 72. old

¹⁸⁶ A SEC Rule 415 szerinti szabályozás, mely alapján az Egyesült Államok értékpapír kibocsátóinak a tényleges nyilvános kibocsátást megelőző két évvel lehetősége van a kibocsátási engedély megszerzésére a SEC-nél. Azonban a kibocsátás tényleges megvalósulásáig a negyedéves és éves jelentési kötelezettség követelményének a potenciális kibocsátónak folyamatosan eleget kell tennie.

¹⁸⁷ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 330. old.

Conduit (REMIC) 1987-es megjelenése¹⁸⁸ adózási szempontból egy további versenyhátrányt küszöbölt ki a magántulajdonú jelzálog értékpapírosítók számára.¹⁸⁹ Ez a hátrány a kötvény osztályokba sorolás során az az adófizetési kötelezettség volt, mely azon sorozatra vonatkozott mely 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 ügyletrézsorozatokra (osztályokra) bontott értékpapírosítás volt e tekintetben is. A fentiek alapján pedig jól látható, hogy az egyre egzotikusabb REMIC altípusok illetve azok komplementerei pedig a maradék elven fennmaradó jelzáloghitelkövetelés pénzáramokat is könnyedén fel tudják szívni.¹⁹⁰

A hitelminősítők szintén megtalálták a módját annak, hogy módszertani oldalról megerősítsék a nem állami (non-agency) vagy más néven magán tulajdonú (private label) jelzáloghitelintézeti kibocsátások piacát. Az egyre inkább hátrébb sorolt (alárendelt) osztályok illetve ügyletrézsorozatok esetében ugyanis részletes, szorzószámok szerint meghatározott módszertant dolgoztak ki a hitelminősítők a felmerülő lehetséges veszteségek semlegesítéséhez szükséges hitelminőség javítás (credit enhancement) tekintetében. Ez a módszertan tette azt is lehetővé, hogy a prime és az alatti Alt A minősítésnél¹⁹¹ 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. Azzal ugyanis, hogy a korábbi 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

¹⁸⁸ Az 1986-os adótörvény módosítás (Tax Reform Act of 1986)

¹⁸⁹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 10. old.

¹⁹⁰ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 330. old.

¹⁹¹ A prime és az Alt A minősítés alapja az Isaac FICO and Co által meghatározott lakossági adóminősítési rendszer, mely esetében az 500 és 800 közötti pontszámot elérő ügyfelek kaphattak prime minősítést. Az Alt A kategória még 500 pont feletti, de sem az állami sem a magán jelzáloghitelintézetek nem fogadták el, mint megfelelő minősítésű (conforming) hitelt. Mégpedig azok dokumentációs problémái miatt, mert például nem rendelkezett biztosítással vagy nem a hitel adósa volt a jelzálog fedezetéül szolgáló ingatlan tulajdonosa, vagy túl magas volt a hitel/fedezet arány az adott jelzáloghitel tekintetében. A subprime minősítés pedig ennél gyengébb (B/C) minősítésű vagy hitelműlt nélküli vagy gyengébb (500 pont alatti FICO érték) minősítésű adós jelzáloghitelek voltak. Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 336. old.

szüksége hitelminőség javításra csak a lejáratok szétválasztására. A mezzazine kategóriát 10 évnél rövidebb, gyors kifizetésű pénzáramokból álló jelzáloghitelkövetelésekből kerültek a továbbiakban kialakításra. Az így fennmaradt csökkentett nagyságú új junior ügyletrészsorozat, pedig a leghosszabb lejáratú követeléseket. Ezzel az új minősítési módszertannal az értékpapírosított jelzálogkövetelések nagyobb része vált értékesíthetővé, ezzel növelve az értékpapírosítást kezdeményező jutalékbevételeit és csökkentve kockázatát (skin in the game).¹⁹²

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. Ez a 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 lefedezésével¹⁹³ 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 takarékszövetkezett a korábban alacsony fix kamat mellett kihelyezett hiteleiken jelentős veszteségeket szenvedtek el. Ezért a kereskedelmi célú nagyobb méretű és így nagyobb nyereségpotenciál tömeggel kecsegtető ingatlanpiac felé nyitottak az üzleti tevékenységükben a takarékszövetkezetek. 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 jelentős veszteséget felhalmozó jelzáloghitelportfólióval rendelkeztek immáron nemcsak magán ügyfelek lakóingatlanjaira bejegyzett fedezetekkel rendelkező jelzáloghiteleken, de a kereskedelmi célú ingatlanokon is. Ezt a jelentős jelzálogportfóliót kellett mobilizálni ahhoz, hogy a veszteségnövekedést megállítsák illetve a felszámolásokat lebonyolító szövetségi állam

¹⁹² Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 330. old.

¹⁹³ A kamatkockázat fedezésére a legismertebb megoldás a kamatfedezeti csereügylet ahol a fix kamatozású ügylet pénzáramát cserélik át a változóóra vagy éppen fordítva.

képviselőjében eljáró társaság piacra dobhatta ezen hiteleket, a fedezetül szolgáló ingatlanokkal együtt. A Resolution Trust Corporation-t (RTC) 1989-ben pontosan erre a célra hozták létre. A társaság a csődbe ment takarékszövetkezetek eszközeit megkapta, 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 jelzáloghitelezés alapjait, melyet a piaci szereplők fejlesztettek tovább.¹⁹⁴

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, hiteljavító intézkedésekre sem volt szükségük. A magán tulajdonú, 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 jelzáloghitelek (jumbo mortgages) voltak, melyek a piaci nagyobb összegű ügyleteit foglalták magukban. A nagyobb ügyletnagyság ellenére 1995-ig nem sikerült a magán szektornak az állami jelzáloghitel intézetek értékpapírosításait túlszárnyalni. Történt mindez annak ellenére, hogy folyamatos volt a termékinnováció a magánszektorban is és az értékpapírosítást támogatta a tőkekövetelményekre vonatkozó Bázeli I. szabályozás is.¹⁹⁵ A termékinnovációk kiterjedtek a már említett REMIC altípusokra valamint a fedezétként szolgáló követelések körének bővítésére is. Az innováció így kiterjedt a géplízing és az autóhitel értékpapírosítások 1985-től történő elindulására, a hitelkártya követelések értékpapírosítására 1987-től megvalósuló értékpapírosítására végül a diákhitelek értékpapírosítására 1993-tól kezdődően. 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.¹⁹⁶

¹⁹⁴ Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 62. old.

¹⁹⁵ Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 62-63. old.

¹⁹⁶ Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 63. old.

Mielőtt azonban a modern kori értékpapírosítás történelmi áttekintését is lezárna a jelölt egy fontos szabályozói környezeti tényezőt szükséges megvizsgálni, ez pedig a fentiekben említett Bázeli I. szabályozás hatása az értékpapírosításra és különösen a magánkézben lévő pénzügyintézetek esetében. Az új szabályozás 1988-ban került elfogadásra és 1992-ben került bevezetésre szerte a világon köztük 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 Bázeli I. szabályozás 8 %-os tőke megfelelési rátát írt elő a pénzügyintézetek számára (a korábban jellemzően elfogadott 7,25 %-os szintet megemelve)¹⁹⁷ és a tőke 50 %-a legalább alapvető tőkeelemnek (core capital vagy más néven tier 1) kell ezen belül is lennie. Ez 12,5-szeres tőkeáttételt feltételez. Azonban további eltérést tesz lehetővé a lakossági jelzáloghitel esetében, ahol 50 %-kal csökkenti a 8 %-os tőkeképzési kötelezettséget.¹⁹⁸ Az állami készfizetőkezeséssel 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.¹⁹⁹ Az értékpapírosítás során az egyes eltérő tőkekövetelmények lehetőséget nyújtottak arra, hogy a pénzügyintézetek a hitelkockázatok telepítése és a hitelminőség javítási eszközök alkalmazásával valamint a speciális célú jogalanyok bevonásával, mint csődtávolsági (értékpapírosítás) kezdeményezés (remote origination)²⁰⁰ jelentősen alacsonyabb tőkeképzési követelményeknek tegyenek eleget.²⁰¹ Ez a szabályozási arbitrázs azért jöhetett létre, mert 1988 előtt mind a lakossági jelzáloghitel mind a mérlegen kívüli tételek (off balance sheet items) esetében alacsony bedőlési múlttal rendelkeztek, így ezek esetében az értékpapírosítás adta ezen lehetőségek kihasználására nem volt a nemzetközi bankfelügyeleti szabályozás felkészülve.²⁰² Az 1980-as évek latin-amerikai adósságválságára adott elsődleges válasz volt a Bázeli I. szabályok, ahogy az a szabályozó szervezet maga is elismeri, hogy hitelkockázat és ezzel összefüggésben az országhoz tartozó mint a hitelkockázat egyik aspektusát helyezi a szabályozás fókuszába.²⁰³

¹⁹⁷ Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence Of capital Measurement And Capital Standards <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf> 1988. július Bázeli 28. old. (2019.04.02.)

¹⁹⁸ Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence Of capital Measurement And Capital Standards <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf> 1988. július Bázeli 12. old. (2019.04.02.)

¹⁹⁹ Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 64. old

²⁰⁰ Lásd JONES David: *Emerging problems with Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues* Journal of Banking Finance 2000 24. szám 42. old.

²⁰¹ 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.

²⁰² Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement And Capital Standards <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf> 1988. július Bázeli 12. old. (2019.04.02.)

²⁰³ Lásd Basle Committee On Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement And Capital Standards <https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf> 1988. július Bázeli 9. old. (2019.04.02.)

A pénzügyi intézetek 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.²⁰⁴ Ezt követően az új szabályozás az eszközök kockázatainak kezelésére helyezte a hangsúlyt a pénzügyi szolgáltatóknál. Azonban az eltérő eszközosztályok jelentősen eltérő tőkekövetelményei és azok esetenként bináris (0 vagy 100 % tőkeképzési kötelezettségi) kimenetei a könyvvizsgálók részéről egy torz ösztönző rendszert²⁰⁵ eredményezett azáltal, hogy az eszközkockázatok valós kezelése helyett, azok azonos kockázati szint melletti alacsonyabb tőketartalékképzésére helyezte a figyelem középpontját. Ebben a hagyományos értékpapírosítás a visszterhesség nélküli kockázat átadással mind 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. A további, napjainkig tartó történeti áttekintést a jelölt az egyes jelentős államok illetve államalakulatok szabályozásának elemzése során mutatja be az adott államra vonatkozóan.

6. Az értékpapírosítás gazdasági előnyei és a hátrányai

6.1. Az értékpapírosítás gazdasági előnyei

6.1.1. Az értékpapírosítás mikro szintű előnyei a kínálati oldalon

Az értékpapírosítás előnyei az egyes szereplők függvényében 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 részei az eredeti követelések jogosultjai, az értékpapírosítást kezdeményezők, a szponzorok és az értékpapírosítási folyamatban résztvevő befektetési szolgáltatók. A pénzügyi intézetek 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

²⁰⁴ Lásd DEKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 64. old

²⁰⁵ Lásd JONES David: *Emerging problems with Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues* Journal of Banking Finance 2000 24. szám 45. old.

jelentősen javíthatja az eredeti követelések jogosultjának a pozícióját, nemcsak hitelezési források felszabadításával, hanem a kockázatok kezelése területén is. A pénzügyi intézetek esetében tovább javítható az eszköz-forrás megfelelés 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 pénzügyi intézet számára.

Az értékpapírosítási tranzakció létrehozója azaz *az értékpapírosítást kezdeményező*, mely jellemzően már egy másik pénzügyi szolgáltatói kör - a befektetési bankok illetve befektetési szolgáltatók köre - többletdíjbevételeire 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 értékesítési bevétele közötti különbség az értékpapírosítás felár, melyre az értékpapírosítást kezdeményező mint haszonra tehet szert.²⁰⁶

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 többletbevételeként.

A fenti tőkepiaci szereplők az értékpapírosítás kínálati oldalának elsődleges résztvevői. Azonban a mikroszintű megközelítés mellett 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.²⁰⁷ Az eredeti követelések jogosulti oldalán álló pénzügyi intézetek számára a hitelezés során az ügyfelek egy része nemfizetővé válik, akár saját

²⁰⁶ Az értékpapírosítási felár „az értékpapírosított kitétségek pénzügyi terheinek beszédéséből befolyó összeg és az értékpapírosított kitétségekkel kapcsolatos egyéb díjbevételek, a költségek és ráfordítások levonása után” 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

²⁰⁷ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 21. old.

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 profítsökkentő 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. Azonban egy recessziós időszakban szükségszerűen megnő a nemfizető ügyfelek aránya, ezért az értékpapírosítással lehetőség nyílik arra, hogy ezen ügyfelekkel szemben fenálló követelések is átadásra kerüljenek a befektetők számára alacsonyabb áron és magasabb kockázattal mellett az alacsonyabb minősítésű vagy a hitelminőség javítással akár kiváló minősítésű ügyletrészsorozatok részeként.

Ezzel a pénzügyintézet nemcsak a jó minőségű, hanem a banki átlagnál nagyobb mennyiségű rossz hitelt is át tudja adni a kockázatkedvelő befektetők számára.²⁰⁸ Ez a lehetőség a fentiekből következően a legnagyobb nemfizető adósállomány felhalmozó hitelintézet számára jelent a legnagyobb előnyt. Ez már előrevetíti a roncsautó problémát azaz a rosszabbul működő nagyobb nemfizető követelést felhalmozó pénzügyintézetek 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 alakulhasson ki. Egy transzparens értékpapírosítási piac működésével a kontraszelekció azonban jelentősen csökkenthető. A jól működő értékpapírosítási piac ugyanis a banki átlag feletti nemfizető adóssal rendelkező pénzügyintézetek követeléseit csak rosszabb minősítéssel vagy nagyobb mértékű hitelminőség javítással fogadja el, ezzel ösztönözve a hitelező pénzügyintézetet a prudens(ebb) hitelezési politika kialakítására és fenntartására. Ezzel a kontraszelektív hitelezési politikát folytató pénzügyintézetnek már nem fogja rövid távon sem megérni a nem megfelelően prudens hitelezés fenntartása így az értékpapírosítás árazása is ösztönzi a jó minőségű hitelek folyósítására. Az Egyesült Államok és az Európai Unió hatályos szabályozása közvetlenül is elvárásokat fogalmaz meg a követelések eredeti jogosultjai tekintetében a múltbéli követelés portfólió illetve a fennálló értékpapírosítások minőségére vonatkozó adatok nyilvánosságra hozatala és

²⁰⁸ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 21. old.

a befektetők folyamatos tájékoztatása érdekében. (Az Európai Unió ezt a kereskedési adattárak felé történő strukturált adatszolgáltatás formájában írja elő).²⁰⁹

Az értékpapírosítás másik jelentős érintett személyi köre a nem-pénzügyi vállalkozások köre. E személyi kör számára az értékpapírosítás előnye, hogy a követelések mobilizációjával és egy likvidebb piac létrejöttével a követelések értékesítésének az ügynökköltsége is csökkenthető.²¹⁰ 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, így a keresleti oldal növekedése pedig az árakra - jelen esetben a követelés portfóliók értékpapírosított áraira is - pozitív hatással van, ami önmagában is további értékpapírosításra ösztönzi a követelésportfóliók tulajdonosait. A nem-pénzügyi vállalkozások számára a követelések értékpapírosítása akár egy első lépcső is lehet a tőkepiaci finanszírozás irányába, hiszen ekkor még minősítés nélküli társaság egy magas minősítésű értékpapírcsomagot helyezhet el a piacon a hitelminőség javítás alkalmazásával. Amennyiben pedig alacsonyabb a társaság hitelminősítése ezzel a technikával 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 finanszírozása egy diverzifikáltabb formát ölt.²¹¹

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 birtokolja a továbbiakban mint a hitel adminisztrátora ezzel Indira Gandhi kapitalizmus képe sejlik fel, mely szerint a kapitalista már nem az erőforrások tulajdonlását, hanem azok vagyongazdálkodását végzi.²¹² 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.

6.1.2. Az értékpapírosítás mikro szintű előnyei a keresleti oldalon

²⁰⁹ 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

²¹⁰ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 10. old.

²¹¹ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old

²¹² Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 27. old.

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

A keresleti oldalról tekintve az értékpapírosítás legfontosabb előnye az ügyletrészsorozatok kialakítása és hitelminőség javítás eszközeivel történő kockázat újraelosztás lehetősége. Az ügyletrészsorozatok kialakítása során ugyanis az egyes portfólióelemek illetve azok pénzáramai a kockázati szintek szinte teljes skáláját biztosítani tudják a befektetők számára. A valóban legjobb, AAA minősítési ügyletrészsorozattól kezdve a maradék elven létrejött az értékpapírosító számára a nemfizetés kockázatát időrendi sorrendben elsőként lekövető equity típusú²¹³ ügyletrészsorozatig. Így a befektetők a portfólió elv alkalmazásával, széles körből választhatnak a kezelési szabályzatuk²¹⁴ által meghatározott eszközosztály limitek adta korlátoknak megfelelően vagy egy fedezeti alap²¹⁵ esetében, akár szinte bármilyen korlát nélkül csak a létesítő okirat által meghatározott szabályok által. Így az intézményi befektetők számára az értékpapírosítás biztosíthatja kockázatosabb befektetések elérhetőségét és rajtuk keresztül pedig a lakossági ügyfelek számára is a kisebb összegű megtakarításokkal is jelzáloghitelpiaci vagy egyéb jól kiszámítható pénzáramokkal rendelkező követeléspiachoz való hozzáférést.²¹⁶

A hitelminőség javítás 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 javítás nélkül nem valósulhatott volna meg. A másik fontos előny, hogy a feljavítás egyfajta biztonsági hálóként tud - a szélsőségesen negatív helyzetek kivételével - működni, így a leminősítések kockázata is kisebb, hiszen erre csak a mögöttes portfólió teljes iparágának a megítélésének a jelentős romlása és a hitelminőség javítást nyújtó társaság csődje vagy pénzügyi helyzetének jelentős romlása esetén kerül sor.²¹⁷

Az értékpapírosítás legfontosabb előnye kétséggkívül az, amit ezért érdemes külön is kiemelni, hogy amennyiben megfelelően prudens jogalkotással és jogalkalmazással és ezt

²¹³ Az equity típus itt az a követelésállomány csomag mely egyébként az értékpapírosítást kezdeményezőnél maradna hogy a teljes portfólió jó minőségében érdekelt legyen. (Skin in the game)

²¹⁴ A befektetési alapok kezelési szabályzata szigorú limitek határozz meg az egy vagyoneszköz osztály és egy kibocsátó felé fennálló kitétségek esetében.

²¹⁵ A fedezeti alapok esetében mivel az alternatív befektetési alapok közé tartoznak, lehetőségük van több éves visszaváltási moratóriumot is meghatározni és teljes diszkrecionális befektetési politikát, 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 vagyongazdálkodó visszahívását már nem.

²¹⁶ Lásd NÁDASDY Bence: *Értékpapírosítás: miért értékpapírosítanak a bankok?* Hitelintézeti Szemle 3. évf. 2. szám 2004 34-36. old.

²¹⁷ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old.

támogató szabályozói környezetben működik, az a gazdaság számára olyan többletfinanszírozást nyújt, amely a pénzintézetek hitelezési lehetőségeit érdemben bővíti. 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 portfóliók fedezetével történik, míg az innováció esetében a védett szellemi tulajdonból befolyó jövőbeli jogdíjak értékpapírosításával valósulhat meg a kutatás fejlesztés ösztönzése.

6.1.3. Az értékpapírosítás makro szintű előnyei

Az értékpapírosítás makro szintű előnye továbbá 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.²¹⁸ Ahhoz hasonlóan, mint a FED²¹⁹, amikor jegybanki végső menedék hitelező²²⁰ 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 éppen a hitelkártyakövetelések növekvő volumene növelte a fogyasztást, mellyel a gazdasági visszaesés időtartama és mélysége is csökkenthetővé vált.²²¹ Hasonló szerepet töltött be 2002-es évben az autóhitelek növekvő értékpapírosítása, mely folyamatban az értékpapírosítás az autoértékesítések növelésével támogatta a válságból való gyors

²¹⁸ Lásd Magyar Nemzeti Bank: *A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői* 2019. 24. old. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2019-evi-sajtokozlomenyek/a-novekedesi-kotvenyprogram-elinditasanak-jegybanki-szempontjai-es-a-konstrukcio-fobb-jellemzoi> (2019. 04.03.)

²¹⁹ 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. Elérhető: (2019.05.14.)

²²⁰ 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).

²²¹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 28. old.

kilábalást.²²² Kína esetében is megfigyelhető volt egy hasonló mechanizmus a 2007-2009-es világválság idején, az egyre növekvő volumenű értékpapírosítással éppen egy anticiklikus gazdaságpolitikával tudta elérni a válság széles körű negatív hatásainak az érvényesülését a kínai gazdaságpolitika. Ennek az eszköznek segítségével - és több más anticiklikus gazdaságpolitikai eszköz együttes alkalmazásával - gyakorlatilag a kínai gazdaságot elkerülte a világgazdasági válság.²²³

Kormányzati szinten további két előny említhető. 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 érhető el.²²⁴ Míg az előbbi esetében az állammal szemben fennálló követelések értékpapírosításával az állam juthat forráshoz, a lakáspiacon történő megjelenés pedig egy elkülönített állami alap pénzüsszegének az értékpapírosítás keretében történő többszöri felhasználásával érhető el többlet eredmény azaz több jelzáloghitel helyezhető ki ugyanakkora központi forrásból ezzel biztosítva a jelzáloghitelezés olcsóbb, állami forrását. Az állami alap illetve a forrás felhasználása során biztosított állami kezesség pedig önmagában is olcsóbb forrás szerzését biztosítja, ahhoz képest mintha azt nem állami piaci szereplők saját minősítésük alapján vennék igénybe a tőkepiacról.²²⁵

6.2. Az értékpapírosítás kockázatai mikro- és makroszinten

Az értékpapírosítás összetett jellege és számos gazdasági szereplő együttműködése miatt jelentős kockázatot is hordoz magában. E potenciális kockázatok az egyes mikroszintű szereplők és a makrogazdaság szintjén is szükséges pontosan meghatározni, hogy a jogalkotó és a jogalkalmazó tőkepiaci felügyeletet ellátó intézmények megfelelőképpen fel tudjanak készülni egy válság helyzet 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

²²² Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 28. old.

²²³ 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.

²²⁴ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old

²²⁵ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 23. old

kockázat különösen azért hangsúlyos, mert az értékpapírosítás egy árnyékbanki tevékenység is, és mivel maga az árnyékbanki tevékenységek felfedezésének újdonsága (alig több mint 10 éves múlt) a jogalkotók számára önmagában is jelentős kihívást jelent. Ezért az értékpapírosítás árnyékbanki jellegét és az árnyékbanki működés specialitásait egy külön fejezetben elemzi a későbbiekben a jelölt.

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 jelölt véleménye szerint – a modern kori értékpapírosítás *fintech jellegének*²²⁶ köszönhető. Ugyanis az értékpapírosítás során az egyes pénzügyi 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 ez 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 megfelelő tőkepiaci gyakorlatok és szokásjog hiányában a hatékony jog alkalmazására.²²⁷ 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 ösztönző rendszerét és hatékony jogi szabályozás hiányát 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. Schwartz*

²²⁶ 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.

²²⁷ VISEGRÁDY, Antal: *A jog hatékonyságának problémái* MAGYAR JOG 1995 1. szám 6-16. old.

jogászprofesszor²²⁸ is, aki az értékpapírosítás, a subprime válságot megelőző években az Egyesült Államokban bekövetkezett torzulásait öt pontban foglalta össze.²²⁹

Az első meghatározó probléma Schwartz szerint²³⁰ a *jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használatából* eredt az *értékpapírosítás* során.²³¹ E problémakör lényege abban foglalható össze, hogy a befektetők a jelzáloghitelek kockázatait nem megfelelő módon mérlegelték. Ugyanis a nem megfelelő körülményekkel 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 egyébként a *Minsky pillanatként*²³² leírt mechanizmus kiterjesztőleg kezeli bármely eszkbuborékkal érintett eszközosztály esetében. A problémafelvetés azonban elvezet a megfelelő portfóliókezelés és a *makrogazdasági perspektívában történő értékpapírosítás szabályozásának szükségességéhez*. Jelen esetben a portfóliókezelés szakszerűsége arra utal, hogy a jelzáloghitelek megfelelő minősége és árazása mellett szükséges a nagyobb követelés portfóliók részeként kezelni, megosztva az értékpapírok kockázatát a makrogazdaság szektorai között.

²²⁸ Schwartz, Steven L. 1974-ben szerzett jogi diplomát a Duke University-n. Azóta folyamatosan a Duke University-n tanít, 1996 és 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.

²²⁹ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.

²³⁰ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 133-134. old.

²³¹ Lásd BUJTÁR Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019 március, XIX. évf. 2. szám 1-11. old.

²³² A Minsky pillanatot Paul McCulley amerikai közgazdász 1998-ban az 1997-es ázsiai valutaválságot követően 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 vezetett. A fedezetként felajánlott eszközök árcsökkenése azonban a befektetőket csapdába ejti azzal, hogy a befektetett eszközök által generált pénzáram 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 eszközöket is eladásra ajánlják fel, annak érdekében, hogy fizetni tudják az egy összegben esedékessé vált teljes tőketartozást. A piacon nagy mennyiségben felkínált eszközökre azonban 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 a készpénz iránt igény.

A második torzulás az a *téves értékpapírosítási modell*,²³³ melynek az a célja, hogy a követelések létrehozására, azok tovább értékesítése céljából kerüljön elsősorban sor (*originate to distribute model*).²³⁴²³⁵ A modern kori értékpapírosítás előtti hitelezési modell (*originate to hold model*) az értékpapírosítás hiányában a hitelezőt az adóssal szemben felelős magatartásra készíti 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 kockázat²³⁶ mind a hitelező mind az adós részéről fennállhat. Ha ugyanis a hitelező nem vizsgálja megfelelő alapossággal az adósok hitelképességét, illetve ha az adósok kihasználva a „laza” (túlzottan nagy kockázatot vállaló) hitelezési gyakorlatot, akár az adósok 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 a növekvő visszaélés szám jól jelzi a hitelválság kialakulásának növekvő valószínűségét.

²³³ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 134-136. old.

²³⁴ 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 kötelezett szegmens a *subprime* adósok köre.

²³⁵ Lásd BUJTÁR Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019 március, XIX. évf. 2. szám. 1-11. old.

²³⁶ 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 hitelszerződések 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 fizetésektelenségét kihasználja egy opciós vételi jog gyakorlásával.

Az értékpapírosítást torzító harmadik tényező²³⁷ a *hitel adminisztrációt végző szervezetek működése során felmerülő összeférhetlenség helyzetek kialakulása*.²³⁸ Az összeférhetlenség abból a tényből ered, hogy a követelés eredeti tulajdonosa ebben az esetben már nem érdekelt a teljes futamidő alatt a szerződés szerinti teljesítésben. A 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 infrastruktúrával, ezért harmadik személyt bízunk 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 tartós késedelmes vagy nemfizetés esetében a *hitelek átstrukturálása*²³⁹ reális alternatíva a hitelszerződés felmondásával szemben e lehetőség megfelelő helyzetben történő alkalmazása a hitelkockázattal rendelkező fél alapvető érdeke. Azonban az értékpapírosítás, mint bonyolult és sokszereplős folyamat során a hitel-adminisztrációt végző szolgáltatók a *hitelek átstrukturálása* helyett inkább az egyszerűbb és gyorsabb zálogjog érvényesítési folyamatot választják. Ezzel ugyanis kevesebb munkára és kisebb érdekösszehangolási 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. Ez a torzító hatás kiküszöbölése során célszerű azt mérlegelni, hogy az eredeti követelés jogosultja, hogyan és

²³⁷ Lásd BUJTÁR Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019 március, XIX. évf. 2. szám. 1-11. old.

²³⁸ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 136-137. old.

²³⁹ A *hitelek átstrukturálása* során a korábbi hitelszerződés feltételeinek újra gondolása 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.

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 így az érdekazonosság a fedezett kötvényt ezért tehetné évszázadokon keresztül váláságállóvá. Azonban ez a megoldás az értékpapírosítás esetében nem alkalmazható, így az optimális megoldás az eredeti hitelező hitelmonitoringgal történő megbízása harmadik fél igénybevétele helyett, így 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,²⁴⁰ azért jelenthetett alapvető torzulást a subprime válságot megelőző időszak értékpapírosítási gyakorlatában az Egyesült Államokban,²⁴¹ mert bár a számítógépes kapacitások exponenciálisan fejlődnek azonban a válságok előrejelzése továbbra sem megoldott sem a matematika sem a közgazdaságtan teljes eszköztárát felvonultató befektetési bankok és pénzügyi kutatóintézetek valamint 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*²⁴² 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. Ezért is a válságok kialakulásakor a *fekete hattyú történetek*²⁴³ a kiobbantó okok az igazi casus belik, melyek éppen ebbéli jellegüknél fogva nem előre jelezhetők matematikai modellek alapján. Az *értékpapírosítás* esetében a pontos modellek kialakítását tovább nehezíti a követelésportfoliók összetett kockázati jellemzői és az ezek

²⁴⁰ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 137-139. old.

²⁴¹ Lásd BUJTÁR Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019. március, XIX. évf. 2. szám.1-11. old.

²⁴² 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.

²⁴³ 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, ahol az áremelkedés elérte a 79,6 milliárd százalékot. Lásd Nassim Nicholas Taleb: *The Black Swan The Impact of Highly Improbable* 2007 Random House New York 2007 282. old.

szegmentálásával az ügyletsorozatok kialakításának folyamatában létrehozott többszörösen összetett értékpapírok viselkedése. Ezért fordulhatott elő, hogy számos esetben maga az *intézményi befektető* sem tudta pontosan az értékpapír működését felmérni,²⁴⁴ így alappal feltételezhető, hogy a matematikai modellek sem voltak e tekintetben megfelelő iránymutatást nyújtó eszközök.

A 2007-2009-es válság értékpapírosítási gyakorlatában az ötödik meghatározó torzító tényező²⁴⁵ a *hitelminősítők túlzott szerepvállalása* volt. A túlzott szerep kettős értelemben is vonatkozik a hitelminősítőkre az értékpapírosítás e szakaszában. Egyrészt a *hitelminősítők szerepének túlértékelése* a befektetők és az értékpapírosítást kezdeményezők részéről azzal, hogy az értékpapír kibocsátás feltételül szabták a piaci szereplők az egy vagy két hitelminősítő kiemelkedő befektetői minősítését. A fenti matematikai modellre kizárólagosan alapozott hitelminősítések éppen azt a kockázatot nem tudták számszerűsíteni, amely a jelzálogpiac széles körű visszaeséséből eredt. Történt ez a matematikai modell szintjén csak stagnálást feltételező modell kialakításával másrészt az intézményi befektetők saját modelljeinek és a józan ész használatának mellőzésével éppen a hitelminősítők tévesen feltételezett biztonságosnak vélt értékítéletére hagyatkozva. A *hitelminősítők tevékenységének torzító hatását pedig azok oligopol piaci helyzete*²⁴⁶ és az előfizetési rendszer helyett a *kibocsátók általi díjfizetés modellje* (issuer pay)²⁴⁷ tovább erősített. Ez utóbbi a második meghatározó összetevője a hitelminősítők túlzott szerepvállalásának. Ugyanis azáltal, hogy a kibocsátó fizet a pártatlan minősítés lehetősége jelentősen szűkül. Ezzel a kibocsátó akár az adott megbízásait, de a jövőbelieket mindenképpen a versenytársak felé csatornázzhatja át, ezzel biztosítva, 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

²⁴⁴ Lásd UBS AG v HSH Nordbank AG [https://www.nzdr.co.nz/site/commercialdisputes/files/CourtDecisions//UBS AG v HSH Nordbank AG \[2009\] EWCA Civ 585.pdf](https://www.nzdr.co.nz/site/commercialdisputes/files/CourtDecisions//UBS%20AG%20v%20HSH%20Nordbank%20AG%20%5B2009%5D%20EWCA%20Civ%20585.pdf) (2018.12.16.) I. 6. 2. old.

²⁴⁵ Lásd BUJTÁR Zsolt: *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* 2019. XIX. évf. március 1-11. old.

²⁴⁶ Az oligopol piaci helyzet olyan monopolpiaci helyzet, ahol nem egy, hanem néhány piaci szereplő meghatározó piaci részesedéssel bír, így az általuk kínált termékek vagy szolgáltatások ára és minőségére jelentős hatással bírnak.

²⁴⁷ 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 ellenértékéért, ha nem kapja meg, akkor pedig más szolgáltatást kereshet, így az objektív hitelminősítés elve sérülhet.

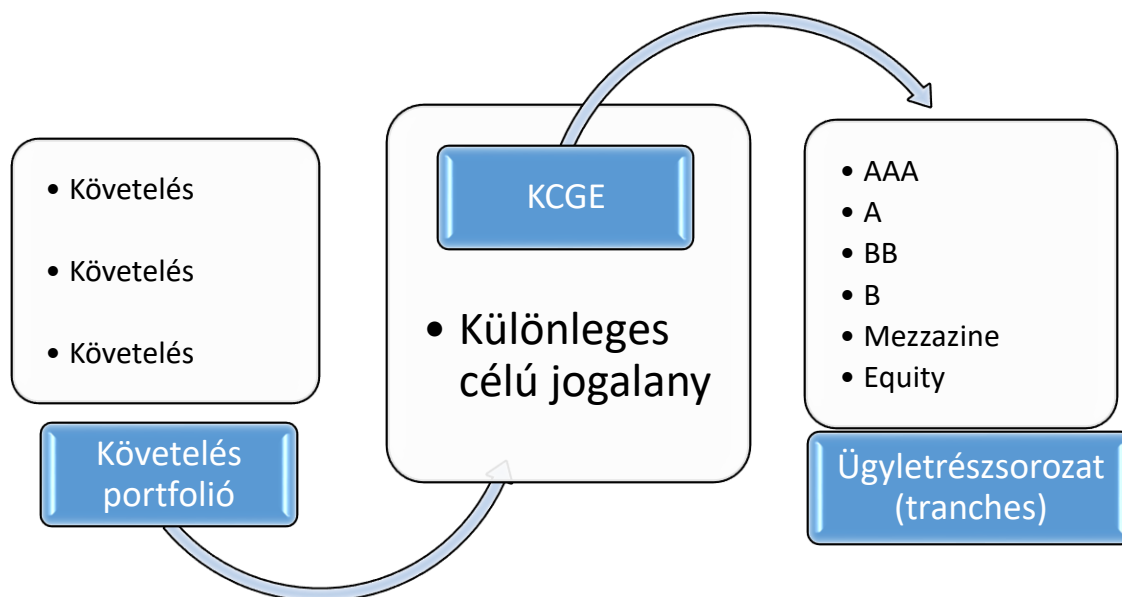
akár a sokadik hitelt nyújtva egy ingatlanpiaci eszközbuborék kialakulását eredményezték összeadva és felerősítve az egyes piaci szereplők téves és torz magatartásának hatásait.²⁴⁸

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 speciális célú jogalany (KCGE) bevonásával, melynek során az egyes követelések pénzáramai különböző lejáratú és kockázatú értékpapírok fedezetéül szolgálnak. Az így létrejött értékpapírok kockázati szintjei a hitelminőség javítás alkalmazásával jelentős mértékben eltérhetnek az eredeti követelések kockázati szintjétől valamint egyértelműen elhatárolásra kerülnek a követelésportfólió eredeti jogosulti pozíciójában lévő gazdasági alany(ok) minősítésétől.

1. számú ábra A hagyományos értékpapírosítás folyamata



7.1.1. A hitelminőség javítás (credit enhancement)

²⁴⁸ Lásd 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 130-140. old.

A *hitelminőség javítás (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 minőségű értékpapír jöhhessen létre az értékpapírosítás során.²⁴⁹

A hitelminőség javítás két fő típusa a belső és a külső hitelminőség javítás. A belső hitelminőség javítás a fedezetül szolgáló követelés portfólió segítségével harmadik személy igénybe vétele nélkül történik, míg a külső hitelminőség javítás pénzintézetek bevonásával valósulhat meg.

A belső hitelminőség javítás többféle formában valósulhat meg. Az ügyletrészsorozatok létrehozása (*tranching*) során a hitelminősítő által az elérni kívánt hitelminősítéshez szükséges feljavítás a követelésportfólió 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 legegyszerűbb forma. Ekkor a szükségesnél magasabb követelésállomány az átmeneti pénzáram kiesésére úgy biztosít fedezetet, hogy a hitelminősítő által kötelező jelleggel előírtakon túl, be nem vont követelésállományból befolyó készpénzáramból valósul meg a kötelezettség teljesítése. A harmadik legegyszerűbb, ugyanakkor az értékpapírosítást kezdeményező részéről tőkelekötést igénylő megoldás pedig készpénzállomány felhalmozása az SPE-ben, mely tőke fedezetet biztosíthat a fel nem használt pénzüsszégként a követelések határidőre történő teljesítéséhez.

A külső hitelminőség javítás 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 javítás esetében is a költségek növekedése áll fenn, hiszen a pénzügyi szolgáltatók garancia illetve biztosítási díjak ellenében vállalják a fenti szolgáltatásaikat. Ezért az értékpapírosítást kezdeményező vállalkozásnak szükséges

²⁴⁹Lásd DELIVORIAS Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015 október in depth analysis European Parliament 7-8. old.

mérlegelni – amennyiben a hitelminősítő bevonására annak javaslat alapján kerül sor -, hogy milyen mértékben vesz igénybe hitelminőség javítást illetve, hogy az egyes ügyletrészsorozatok esetében melyiknél alkalmazza a külső hitelminőség javítást és melyiknél nem vagy esetleg a belső hitelminőség javítást veszi igénybe. 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,²⁵⁰ de a KCGE végelszámolását követően az értékpapírosítást kezdeményező hasznát is növelheti az összes 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 a szempont szerint csoportosítva az egyes értékpapírosításokat, hogy milyen típusú követelés a portfólió teljes vagy meghatározó része, illetve, hogy az értékpapírosítás elsődlegesen vagy már korábban értékpapírosított követelésekre, mint követelés portfólió 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-

²⁵⁰ Lásd DELIVORIAS Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015 október in depth analysis European Parliament 9. old.

backed 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 kiterjedhet az értékpapírosítás fedezetül szolgáló követelések köre.

7.2. A CDO-k típusai

Az értékpapírosítás egyik fontos típusa a már részben értékpapírosított követelésekre is alapozott fedezett adóssággövetelések köre, a fedezett adóssággövetelés (collateralized 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 (collateralized bond obligations- CBO) a fedezett kölcsönkötelezettségekre (collateralized loan obligation – CLO) és a fedezett alapokból származó kötelezettségekre (collateralized fund obligation - CFO). A CBO elsősorban olyan nem befektetésre ajánlott (bóvikötvények) 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 eredményezi a CFO esetében, továbbá az is jellemző, hogy kevésbé diverzifikált a követelésportfolió.²⁵¹

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

²⁵¹ Lásd DELIVORIAS Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015 október in depth analysis European Parliament 7. old.

többször kockázatot hordoz magában. Ugyanis az újraértékpapírosítás veszélye önmagában is az, hogy egy jelentős számú követelés portfólió működésének és így az abból ügyletsorozatba rendezésével létrejött értékpapírok működésének, kockázatainak és pénzáramainak az áttekintése már önmagában is komplex, ha ezt további ügyletsorozat kialakításával és azok esetleges kombinációval ez az amúgy is relatíve 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 kombinációjára, a hibrid értékpapírosításra osztható.²⁵² 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. Ez a hagyományos értékpapírosítást megvalósító CDO-tól jól elhatárolható a származtatott eszközzel létrehozott a hitelkockázati kitétséget 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 portfólió kerül a követelésekből átvételre. Ugyanis ebben az esetben származtatott eszköz biztosítja a hitelkitétséget a CDO esetében. Ezzel a követelések adminisztrációja: a pénzáramok kezelése és annak költségei már nem merülnek fel. Ugyanakkor a kitétség, az azonos irányú és mértékű elmozdulás, ahhoz képest mintha a pénzáramok a követelésekből származnának szinte teljes körűen biztosítható. A tipizálás tekintetében még egy fontos tényezőt érdemes kiemelni a szintetikus értékpapírosítások esetében ugyanis a nemleges vagy csak egy benchmark portfólióra 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.

²⁵² 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 (high-yield or junk CDO) vagy bővli kategóriában tartozó, 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 portfólió 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 válik 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 nemcsak a kibocsátói kockázat és azt megtestesítő minősítés, de az országgockázat is fontos szerepet játszik a követelések értékpapírosítás során történő hitelminőség javítása során. Az országgockázat ugyanis a hitelminősítői gyakorlat szerint egy felső minősítési korlát. Ezért a feljövő piaci követelés portfóliók 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 portfólióra építenek, azaz ezeket az értékpapír formában megtestesülő követeléseket rendezik újra az ügyletsorozatok kialakítása során és hoznak létre a hitelminőség javítás eszközével újabb értékpapírokat. Azonban ezzel a technikával 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 kevésbé előrejelezhetővé válnak azok összetettsége miatt még a szakmai, intézményi befektetők számára is.

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 hitelek és azok közvetlenül az SPE-vel mint eredeti hitelezővel szemben jelentenek az adósoknak kötelezettségvállalást. Ennek a CDO típusnak a kockázata azonban azért más, mint a többi CDO-nak, mert így a hitelezés során fennálló információs aszimmetria és kontraszelekció miatt a hitelek minősége alacsonyabb lehet, mint ha azokat egy pénzügyi intézet helyezné ki a hitelkockázat teljes futamidőre történő megtartását feltételezve.

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 arbitrázs²⁵³ céllal létrehozott CDO-k között az alapvető különbség, hogy az előbbi esetben az eszközök kikerülnek az eredeti követelések jogosultjának a mérlegéből ezzel jelentős tőkét szabadítva fel a további követelések létrehozásának finanszírozására. Ugyanakkor a követelések végleges átadásával céltartalék lekötési kötelezettségeitől is szabadul a pénzügyi intézeti 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 elhelyezése az SPE-ben magasabb áron. Az arbitrázs céljából létrehozott CDO célja lehet továbbá a másodlagos piacon a követelés portfólió beszerzési értékét és hitelminőség javítás 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 előbbin alacsonyabb összköltséggel vásárol az értékpapírosítást kezdeményező és szinte azonos időben magasabb áron értékesíti azt a követeléscsomagot, akkor a két tranzakció különbségeként szinte azonnali, egyidejű tranzakciókkal kockázatmentes profitra tehet szert. A kockázatmentes profit alapja az információs asszimmetria azaz az az információtöbblet, mellyel az értékpapírosítást kezdeményező rendelkezik a pénzügyi intézetekhez, mint elsődleges jogosulti körhöz és az intézményi befektetőkhez, mint az értékpapírosítás során létrejött értékpapírok vásárlóihoz képest. Az információs többletet az értékpapírosított követelések másodlagos piaci betöltött árjegyzői szerep tovább erősíti az értékpapírosítást kezdeményező esetében.

²⁵³ Az *arbitrázs* azt a piaci szituációt 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.

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 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 ugyanakkora mértékű hitelkitettséget biztosító értékpapírosítási tranzakció lebonyolítására. A hagyományos, a teljes és tényleges követelés portfólió 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 mérleg tisztítás illetve a követelések típusai is befolyásolják az időszak hosszát. A mérleg tisztítási cél esetében a kijelölt portfólió átadásra kerül így fokozatos feltöltésnek nincs értelme, csak ha több eredeti követelés jogosult portfóliójából 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 követelésportfóliót keres, mely megfelel az arbitrázs szempontjainak. A követelések jellege is meghatározza a portfólió 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 értékpapírosításra elkülönített vagy a kibocsátott értékpapírokból befolyt összeget alacsony kockázatú – jellemzően állampapírokba – fekteti az értékpapírosítást kezdeményező.²⁵⁴

7.2.6. A kizárólag jövőbeli pénzáramokkal rendelkező értékpapírosítások altípusai

²⁵⁴ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 427. old.

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 lejáráthoz közeli életbiztosítások értékpapírosítása számos ellentmondást tárt fel különösen egy 2009-ben megjelent New York Times cikk²⁵⁵ kapcsán. Ugyanis e konstrukció során az életbiztosítások visszavásárlási lehetőségére alapították a követelések vásárlását, mégpedig a rendkívül idős illetve súlyos betegséggel rendelkező ügyfelek azon jogát²⁵⁶, hogy még a hátralévő várható rövid életük alatt élvezhessék a biztosítás nyújtotta szolgáltatást vagy legalábbis annak egy részét.²⁵⁷ Amikor e kötvényeket megvásárolja az értékpapírosítást kezdeményező pénzintézet gyakorlatilag az ügyfelek minél korábbi elhalálozására spekulál. Hiszen ha az ügyfél a névérték alatt visszavásárolva a kötvényt még ezt 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 értékpapírosításával²⁵⁸ 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 nemfizetés időszakának hosszabbodásával, ahogy az egy

²⁵⁵ 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.)

²⁵⁶ 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.

²⁵⁷ Lásd HAMILTON R. V.: *Securitization of permanent life insurance policies* Atlantic Economic Journal 2010 38. évf. 379-380. old.

²⁵⁸ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 127. old.

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 figyelembe vételével tette meg.

Azonban mindkét példából levonható az a következtetés, hogy a jövőben esedékes még pozitív pénzárammal nem rendelkező követelések esetében 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.²⁵⁹

7.3. Szintetikus értékpapírosítás

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

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 szolgálja²⁶⁰, hogy olyan pénzügyi eszközök árfolyameséséből lehessen pénzügyi eredményt elérni, amelyekre egyébként nem jöttek létre olyan származtatott ügyletek, melyek ezt a csökkenő mozgást képesek lennének lekövetni. Ezen pénzügyi eszközök hiányának kevésbé technikai mint inkább erkölcsi okai vannak. A két

²⁵⁹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 423-425. old.

²⁶⁰ LEWIS Michael: *The Big Short Inside the Doomsday Machine* W.W. Norton & Company Incorporated New York London 2010 27. old.

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 személyi körének a specialitás jellege, a short eszköz hiányának az oka. Az első esetben magánszemélyek (családok) 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 piac, de az érintettek számára is. Azonban szintén érdekes különbség a többi származtatott ügylet mögöttes termékéhez képest, hogy az érintettek ekkor már sajnos nem vagy csak túl későn és lassan reagálhatnak a negatív trendre, hiszen a jelzálog elötörlesztés 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 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 bekövetkezése esetére vállalja a helytállást a másik fél névértékben meghatározott követelés állományára vonatkozóan, a névértékben felvett pozíció piaci értéke és a követelések névértéke közötti összege 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 portfólió megvásárlása helyett ugyanakkora követelésportfóliónak a kitettségét szerzi meg az SPE. 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. Azonban a követelés megvásárlása azaz a követelésekből származó jogosultságok tényleges megvétele helyett erre az összegre az értékpapírosításra létrehozott SPE kibocsát egy hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírt (credit-linked note).²⁶¹ Ez a kötvény típusú értékpapír azért speciális, mert

²⁶¹ 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

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 követelésportfólió 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 követelésportfólió, mint ebbe a speciális kötvénybe épített CDS mögöttes terméke, akkor pedig, ahogy a követelés portfólió nemfizetővé válna a névérték és a piaci árfolyam közötti veszteséget szenved el a hitelhez kötött kötvénytulajdonos.²⁶²

Azonban egy kockázatot szükséges kezelni, hogy a fenti árfolyamkülönbség minden esetben kifizetésre kerülhessen. Enélkül ugyanis az SPE partner nemfizetési kockázatot 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 hitelvizsgálat alá vetette volna az SPE. Egy központi elszámolóházon keresztül tőkeképzési kötelezettség előírására sem került sor a velük szemben és így, hasonlóan a helytállási kötelezettség arányában készpénz vagy értékpapírfedezetek elkülönítésére sem került sor elszámolóházi tevékenységet végző szolgáltató bevonásával. Ezért szükséges, hogy hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír kibocsátásából befolyt összeget kockázatmentes pénzügyi eszközökbe, jellemzően állampapírokba fektesse az SPE. Ezzel párhuzamosan az SPE hitelfedezeti csereügylet kötelezett oldalán állva az értékpapírosítást kezdeményezővel, mint jogosulttal lép szerződéses jogviszonyba. E hitelfedezeti csereügylet a referencia követelésportfólióra mint benchmark alapítja a nemfizetési eseményt, ugyanarra a referencia portfólióra, mely megegyezik a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírok referencia

kibocsátó SPE nem került felszámolási vagy csődeljárás alá, de még fizetési problémákkal sem kell megküzdenie, azaz egy mesterségesen előállított nemfizetési helyzet kialakítására kerül sor.

²⁶² Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 526-527. old.

portfoliójával. Ezzel az ellenirányú CDS megkötésével az SPE neutrális pozíciót vesz fel az értékpapírosítást kezdeményező pedig védett pozícióba kerül a nemfizetési esemény bekövetkezése esetére.²⁶³ 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. Amennyiben 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 végül így a szintetikus értékpapírosítás során létrejött értékpapírok tulajdonosai a névleges követelésportfolió pénzáramaihoz jutnak vagy teljes körűen a nemfizetés esemény hiányában vagy a helytállási kötelezettséggel csökkentett értékben, ahogy a benchmark portfoliót a piacon a nemfizetés hatására leértékelődés hatására azt egyébként ekkor a piacon értékesíteni tudták volna.²⁶⁴

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 jelzalogportfolió értéke nullára csökkenne.²⁶⁵

A tőke áttétel 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 beállítására. Ezzel szinte minimális az esélye annak, hogy a szuper-senior CDS kötelezettjének a helytállására egyáltalán sor kerül. Szinte csak a normál kockázat eloszláson kívül eső (tail-

²⁶³ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 526-527. old.

²⁶⁴ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 526. old.

²⁶⁵ 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.)

risk)²⁶⁶ 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, amikor a többi ügyletrészsorozatra 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 portfólió 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 kap az ellenérdekű féltől. Így míg a tőkeáttétel nélküli CDS ügyletet alkalmazó szintetikus értékpapírosítással finanszírozott csereügylet, addig a fenti szuper-senior CDS bevonásával kialakított értékpapírosítás egy nem finanszírozott csereügylet.

Egy történeti kitekintést is érdemes tenni a tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítás jobb megértése érdekében. A konstrukció prototípusa a J.P. Morgan által 1997 decemberében kibocsátott Broad Index Secured Trust Offering, mely 700 M USD kötvény kibocsátás fedezete egy 307 darabos kereskedelmi hitelből, vállalati és önkormányzati kötvény fedezet terhére kibocsátott 460 M USD AAA minősítésű ügyletrészsorozat és 237 m USD Ba2 ügyletrészsorozat, mely ügyletrészsorozatok 9,8 Mrd USD portfólió 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 biztosította az ügyletekben részvevő piaci szereplők számára.²⁶⁷

²⁶⁶ 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 portfólió 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.

²⁶⁷ 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.)

Azonban a tőkeáttétel jelentős kockázatot is magában hordozhat. A mögöttes, benchmark portfólió meghatározása és annak nyomon követése is jelentős kockázat, hiszen a portfólió nemteljesítése esetén kerül sor nemfizetési (default) biztosítási eseményre. Ha ugyanis nem az SPE tulajdonában van, vagy egy nem likvid pénzügyi eszköz portfólióra 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.²⁶⁸

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 minimumra szorítva a mögöttes követelés portfóliók nemfizetésének a kockázatát. A hitelminősítők ennek alátámasztására egy szakmailag nehezen védhető közgazdasági álláspontra alapozták modelljüket, mely a befektetők éberségét elaltatta. A 2000-es évek nagy hitelminősítő hármasa az Egyesült Államokban (Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings) ugyanis egyfajta téves biztonságot kölcsönöztek feljavított és így legjobb minőségű jelzálogadósoknak vagy éppen befektetői kategóriába minősített csődközel nemzeti gazdaságok szuverén állampapír kibocsátásainak az alacsony csőd bekövetkezéssel számoló kockázati modelljeik alkalmazásával.

8.3. Eszközalapú kereskedelmi kötvény

7.3.1. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény működési modellje²⁶⁹

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 kötvény. Azonban az *eszközfedezett kereskedelmi kötvény* két fontos szempontból különül el a *kereskedelmi kötvény*

²⁶⁸ Lásd LEWIS Michael: *The Big Short Inside the Doomsday Machine* W.W. Norton & Company Incorporated New York London 2010 48. old.

²⁶⁹ Lásd BUJTÁR Zsolt: *Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai* Jura 2016 22. évf. 2.szám 214-224 old.

másik két típusától a *vállalati és pénzügyi kereskedelmi kötvénytől*. E különbségek egyrészt az új típus szerkezetében másrészt annak átláthatóságában érhetők tetten.

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

7.3.2. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény szerkezete

Szerkezetileg az *eszkőalapú kereskedelmi kötvény* kibocsátását egy *követelésekkel feltöltött pénzügyi közvetítő (conduit)*²⁷⁰ végzi, mely hasonlít az SPE-re hiszen a finanszírozó bank mérlegétől elkülönül. E formában közvetett módon kerül a tőke bevonásra, ugyanis a pénzügyi intézet lesz az értékpapír kibocsátója. A *pénzügyi intézet a pénzügyi közvetítőben elhelyezett fedezetek terhére bocsát*²⁷¹ *kereskedelmi kötvényt*. Az értékpapírokkal finanszírozott társaság követelés portfólióját egy *működtető* (administrator) vagy másnéven szponzor társaság üzemelteti. A működtető társaság általában egy kereskedelmi banki jogosítvánnyal rendelkező kereskedelmi bank vagy bankcsoport banki licensszel 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 szponzorálásnak* az utóbbit *nem banki vagy harmadik személy által végzett szponzorálásnak* nevezzük. Így a szponzornak abban is meghatározó szerepe, hogy milyen árazással, azaz milyen kamatozással kerüljön a piacra, a conduit eszközeinek a fedezetével kibocsátott *eszkőalapú kereskedelmi kötvény*.

Az eszközalapú kereskedelmi kötvény esetében a *conduit struktúra* segítségével egy transzformációs folyamat zajlik le. 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 *eszkőalapú kereskedelmi kötvényt* bocsát ki a conduit-on keresztül a pénzügyi intézet. Ezzel az ABCP lejárat transzformációja egy árnyékbanki jellemzőt testesít meg. A *kereskedelmi bankok* is egy

²⁷⁰ A conduit szó eredeti jelentése cső formájú közvetítő eszköz. A pénzügyi szférában a piacképes értékpapírokkal finanszírozott közvetítő társaság (pass-through) fedi le legjobban az elnevezés tartalmát.

²⁷¹ A kereskedelmi kötvény működő tőke finanszírozásra szolgál eredetileg azaz készletek és vevőkövetelések finanszírozását szolgálja. A kereskedelmi kötvények maximális 270 napos futamideje a rulírozás illetve megújítás során a valós futamidőt (Európában több évre) az Egyesült Államokban határozatlan időre növelheti.

hasonló, de fordított előjelű lejáratú konverziót hajtanak végre. A *kereskedelmi bankok* ugyanis 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 hitelekkel álló portfóliót vagy egy csődközeli társaságot, hiszen évekre elkötelezik magukat a portfólió 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*²⁷² okozhatja, addig a *kockázat jelentős növekedése az eszközalapú kereskedelmi kötvénynél tovaggyűrűző pénzügyi likviditási válságot is előidézhet*. 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 pénzalapjaira²⁷³ 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 hitelportfóliót 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

²⁷² 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 döntse káoszba a pénzügyi piacok működését.

²⁷³ Ilyen speciális pénzügyi forrás a discount window, mellyel, mint egy olyan 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, egy napos (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-es szeptember 11-i terrortámadás idején a discount window 46 milliárd USA dolláros szintű igénybevitelére került sor, ami a korábbi igénybevétel kétszázszorosát érte el. Érdekes megjegyezni, hogy 2007 augusztusában a FED a kamatlábát úgy csökkentette, hogy a korábbi egy százalékos prémium (többség) a fél százalékosra csökkent és az egy napos futamidő harminc napra nőtt. Mintha csak érezte volna a FED az eszköz hamarosan várható igénybevitelét, 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 igénybevétele ismét jelentősen megnövekedett.

diszkontkincstárjegy attól függően, hogy kibocsátó 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.

7.3.3. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény konstrukció átláthatósága

Az átláthatóságot vizsgálva azt látjuk, hogy az *conduit* -ra azért van szükség, hogy minél kevésbé legyen átlátható a konstrukció és ugyanakkor minél inkább csődtávoli(bankruptcy remote)²⁷⁴ is legyen.²⁷⁵ 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 hitelportfólió 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 hitelportfólió 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 hitelportfólió és a fedezetére kibocsátott kereskedelmi kötvények eltérő lejáratából eredő megújítási kockázat. A két kockázatra született egy-egy kockázatcsökkentő megoldás. A folyamatos fizetőképesség fenntartását a *hitelminőség javítás* intézményrendszere biztosítja. Az utóbbi kockázat, azaz a kereskedelmi kötvény megújításának a kockázata, amit egy *likviditást erősítő* (liquidity provider) konstrukció keretében szintén jellemzően egy pénzüintézet nyújt, arra az esetre, ha a kereskedelmi kötvény megújítását már nem kérné a befektetők egy köre. Ekkor a likviditást nyújtó pénzüintézet hitele átmeneti forrásként finanszírozza a megvásárolt követelésekből eredő

²⁷⁴ 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 csőd eljárása alá nem vonhatók be.

²⁷⁵ 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.

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 jegybank segítsége nélkül eleget tenni. A helyzetet tovább bonyolítja, hogy a fizetési kötelezettség a helytállás, mennyire megalapozott jogi szempontból. Ugyanis ha a szerződés alapján egy *pénzügyi válsághelyzetben* a pénzintézet nem tud megfelelni a fizetési kötelezettségeinek, akkor a befektetők nem juthatnak a pénzükhöz ebben az esetben még korlátozott mértékben sem.

A fenti két bizalomerősítő eszköz mellé még csatlakozik a *hitelminősítők* által elvégzett vizsgálat és annak tanúsítványa, abból a szempontból segítve az *intézményi*²⁷⁶ és magánbefektetők döntéseit, hogy mennyiben felel meg a befektetők saját döntési preferenciának az adott pénzügyi eszköz esetünkben az *eszkőzalapú kereskedelmi kötvény*.

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

7.3.4. Az *eszkőzalapú kereskedelmi kötvény* a 2007-2009-es pénzügyi válság idején

7.3.5. A bukás okai és a megoldás

Az *eszkőzalapú 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 pénzpiacon²⁷⁷, amely szerint a *hitelfedezetet megerősítő és a likviditást megerősítő pénzintézeti készenléti hitelek* helyett az *eszkőzalapú kereskedelmi kötvényt kibocsátó conduit belső likviditása* lett a fedezet az átmeneti *nemfizetési* vagy

²⁷⁶ Intézményi befektetőnek minősülnek a bankok, a befektetési vállalkozások befektetési alapok, biztosító társaságok, nyugdíjalapok, vagy egyéb célra rendelt alapok, amelyek fő szakmai tevékenysége, hogy a tőkepiacon jelentős mennyiségű tőkét fektetnek be.

²⁷⁷ 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.

megújítási kockázat fedezetére. Ez olyan szinten bizalomcsökkentő lépés volt, hogy még a *hitelminősítő intézetek* sem fogadták el ezt a logikát feltétel nélkül. A külső pénzintézetek garanciái helyett a *conduit kipárnázását*²⁷⁸ (cushion) kérték fedezetül azaz többlet eszközöket, amiket vészhelyzetben a *conduit* adminisztrátora értékesíteni tud, ezzel fedezve a felmerült likviditási rést. A probléma éppen ebből ered, ha egy eszköz 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 átmenetileg a pénzintézetek követelésekbe fektetett tőkéje a *conduitok* eszközeiben állt. Ahogy az *értékpapírosítási folyamat* megakadt, a tőke az *eszközalapú kereskedelmi kötvények conduitjaiban* lévő követelésekben koncentrált.

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 elsődleges oka a másodlagos jelzáloghitelekkel jelentősen terhelt *Bear Stearns*²⁷⁹ két fedezeti alapjának csődje volt 2007. július 31-én.²⁸⁰ Ezt hamarosan követte a befektetési bank harmadik alapjának felfüggesztése is. A BNP Paribas 2007. augusztus 7-én három *befektetési alapjának visszaváltását, és még a nettóeszközérték*²⁸¹ számítását is felfüggesztette. A közvetlen hatás 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

²⁷⁸ 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.

²⁷⁹ 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.

²⁸⁰ Lásd KACPERCZYK, Marcin- SCHNABBL Philipp: *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.

²⁸¹ A nettó eszközérték megmutatja egy portfólió összes követeléseinek és kötelezettségeinek egy adott időpontra eső különbségét. Ez a nettó eszközérték egy egységnyi befektetésre, egy befektetési jegyre vetítve is meghatározható, ha a portfólió nettó eszközértékét elosztjuk a befektetési jegyek számával.

jelzáloghitel²⁸² tényreése, akkor felmerül a gyanú, hogy kevésbé átlátható portfóliójú *eszkőzalapú 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 10 bázispontos többlet a bankközi kamatlábhoz képest 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, de a legnagyobb intézményi befektető a *pénzpiaci alapok* oldaláról is jelentős mértékben csökkent. Ezek a pénzpiaci alapok azért csökkentették az *eszkőzalapú kereskedelmi kötvénykitettséget*, 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* bukását, amikor ez (az első) pénzpiaci alap²⁸³ úgy szűnt meg, hogy első alkalommal nem tudta az egy USD összegű egy befektetési jegyre eső nettó eszközértéket²⁸⁴ fenntartani.²⁸⁵ 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 Fund*nak le kellett a kereskedelmi kötvény portfólióját értékelnie. A *bankrohamszerű reakciót* az a tény nyilvánosságra kerülése váltotta ki, hogy az alap 2005-ig nem fektetett *kereskedelmi kötvényekbe*, azonban 2006-tól egyre nagyobb mértékben investált éppen a hozam növelése érdekében – a *kereskedelmi kötvényekbe*. Az ügyfelek *bankpánikszerűen* megrohanták a *pénzpiaci alapokat* attól tartva, hogy a megtakarításaik immáron a korábban véltől jóval kockázatosabb jelzálogpiachoz kapcsolódó – többek közt *eszkőzalapú kereskedelmi kötvényekbe* - pénzügyi eszközökbe került 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*²⁸⁶-nek is be

²⁸² Toxikus vagy mérgező eszközök azok, melyek a másodlagos piacuk beszűkülésekor illikvid eszközökké válnak. Ez azt jelenti, hogy az értékesítésük átmeneti időszakban nemcsak nagy árfolyamvesztéssel, de egyáltalán nem valósítható meg.

²⁸³ A *Reserved Primary Fund* 1971-ben alakult az első pénzpiaci alapként.

²⁸⁴ A nettó eszközérték megmutatja egy portfólió összes követeléseinek és kötelezettségeinek egy adott időpontra eső különbségét. Ez a nettó eszközérték egy egységnyi befektetésre, egy befektetési jegyre vetítve is meghatározható, ha a portfólió nettó eszközértékét elosztjuk a forgalomban lévő befektetési jegyek számával.

²⁸⁵ *Breaking the buck* kifejezés azt jelöli, amikor a nettó eszközérték a lélektani, egy USA dolláros szint alá esik.

²⁸⁶ *FED* a *Federal Reserve System* az Egyesült Államok jegybankja, a regionális jegybankok szövetségi szintű intézménye.

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 eszközértékét²⁸⁷. Habár így a *pénzpiaci alapok* elleni roham lecsillapodott mégis a *pénzpiaci alapok* egy hónap alatt 15 %-kal 1,76 billió USD összegről 1,43 billió USD összegre csökkentették portfóliójukban a *kereskedelmi kötvények* arányát, helyette kincstárjegyet és állami szervezetek által kibocsátott értékpapírokat vásároltak. Ezzel a pénzpiaci alapok portfóliójában 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 az amerikai központi bank közvetlen *kereskedelmi kötvényvásárlásba* kezdett. Ezzel a lépéssel a jegybanknak sikerült a kereskedelmi kötvény piacon a normál működés helyreállítani. 2009 januárjára a *FED kereskedelmi kötvény portfóliója* 357 milliárd USD összegre bővült és szinte az egyetlen vásárlóvá vált a jegybank a kereskedelmi kötvény piacon. 2009 végére azonban a jegybank folyamatosan csökkentette a tulajdonában lévő kereskedelmi kötvényeket és így az év²⁸⁸ végére mindössze 40 milliárd USD értékű portfólió, 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 *prime pénzpiaci alapok*²⁸⁹ 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

²⁸⁷ 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 investált befektetési jegyét vissza szeretne volna váltani, ha a nettó eszközérték a visszaváltás napján egy USA dollár alatt lett volna akkor a garancia program segítségével ebben az esetben is megkapta volna az egy dolláros 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 kér, de a 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.

²⁸⁸ 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.

²⁸⁹ 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.

kockázatu eszköz képzete volt többségüknek. A *Lehmann Brothers*²⁹⁰ bukásával mindkét téves elképzelés nyújtotta biztonságérzet szertefoszlott. A hatás így sokszorozódott, amit a *pénzpiaci alapok* igyekeztek proaktívan kezelni a további *kereskedelmi kötvényeladásokkal* már az ügyféligenyek 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 amely más pénzpiaci eszközök hasonló hatásmechanizmusa miatt már önmagában is jelentős likviditás szűkében volt. Ezért kellett a *FED*-nek utolsó mentsvárként beavatkoznia, mert valóban, ahogy látható volt 2008 végére az egyetlen vevővé vált a kereskedelmi kötvénypiacon.

7.3.6. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény újraszabályozása

A hasonló krízishelyzetek megelőzéséhez az Egyesült Államokban a Dodd-Frank Act²⁹¹ elfogadása adta a jogi keretet. Az egyébként roppant szigorú és átfogó szabályozás lényege két oldalról fogható meg, egyrészt legalább öt százalékban a conduitban szereplő követelésekből az adminisztrátor pénzügyintézetnek is részesedést kell szereznie hasonlóan a többi értékpapírosítási formához – az eszközfedezett kereskedelmi kötvények kibocsátása során.²⁹² Másrészt az egyes ügyletrészsorozatokból²⁹³ (tranch) szintén részesedést kell szereznie az adminisztrátor társaságnak (skin in the game). A Basel III. szabályok alapján a pénzügyintézeteknek a mérlegen kívüli kötelezettségekre is tőketartalékot kell képezniük.²⁹⁴ Mindkét intézkedéscsomag a kockázatmegosztást és a részvételt a közös kockázatviselésben

²⁹⁰ 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.

²⁹¹ 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 által finanszírozott beavatkozások elkerülése volt. A *Dodd-Frank Act* új autoritásokat létesített a szisztematikus kockázatok feltérképezése és a pénzügyintézetek átfogóbb felügyelete érdekében. A Dodd-Frank Act-nek azonban nagy szerepe volt a részvényesi jogok kiterjesztésében is, például a vezető tisztségviselők javadalmazásáról.

²⁹² 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.

²⁹³ A tranche-kre, ügyletrészsorozatokra történő felbontás során az egyes kereskedelmi kötvények meghatározott szabályok szerinti részét kapták meg a conduit hitel portfóliójából befolyó kamat és tőketörlesztéseknek. E folyamat során először a hitelek csoportokba (classes) sorolták, mégpedig hasonló hitelképességgel rendelkező adósokat választva az egyes homogénnek tekintet csoportokba. Ezt követően az egyes csoportokat kisebb ügyletrészsorozatokra (tranches) bontották, hogy a kívánt, előre rögzített szempontoknak megfelelő és kiszámítható cash-flowt biztosíthassák az adott kereskedelmi kötvénykibocsátáshoz. Így gyakorlatilag tetszés szerint testre szabottá válhatott – a befektetők vagy a kibocsátó igényei szerint – az eszközfedezett kereskedelmi kötvénykibocsátás.

²⁹⁴ 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.

támogatja. A tőketartalék képzés pedig csökkenti a tőkeáttételi hatást egyúttal a mérlegen kívüli tevékenységet is internalizálja azaz transzparensszen a pénzügyi intézet éves mérlegének részévé teszi a *conduitban* vállalt (*credit line, credit enhancement*) kötelezettségeket is.

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 mutat a tőkepiacok egyes jogintézményeivel szemben. Ezért a jelölt célszerűnek tartja az értékpapírosítási technikához a leginkább fogalmilag és strukturálisan 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 jogintézményi kör a strukturált értékpapírokon belül a hagyományos és tőzsdén jegyzett alapok a szabályozott ingatlanbefektetési alapok és certifikátok.

8.1. Értékpapír kibocsátás

Az értékpapírkibocsátás alapvetően két formában valósulhat meg a nyilvánosság bevonását tekintve. Egyrészt zártkörű kibocsátással másrészt nyilvános módon a potenciális tőkepiaci szereplők körét a média és a tőkepiaci felügyelet által jóváhagyott befektetési tájékoztató (prospektus) segítségével tájékoztatva a potenciális befektetőket a kibocsátó üzleti múltjáról az aktuális üzleti teljesítményéről és a jövőbeli várható üzleti környezetéről és profitlehetőségeiről. A tájékoztató központi eleme a kockázati tényezők feltárása részben makrogazdasági részben mikrogazdasági szinten, hiszen a lakossági befektetők számára is széles körben és jellemzően nyitva álló lehetőség esetében a teljes körű információ átadása megvalósulása a cél. Olyannyira, hogy teljeskörűség a releváns adatok esetében és a pontosság a közölt információk tekintetében személyes felelősséget határoz meg a prospektus felelősség intézménye a társaság vezető tisztségviselői köréből valamint a kötelezően alkalmazott befektetési szolgáltató a tranzakcióért felelős vezetői körében. 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 a széles körű tájékoztatási kötelezettség a nyilvános értékpapír kibocsátások esetében és annak hiánya a zártkörű kibocsátások - köztük az értékpapírosítások alacsony szintű információs 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 portfólióról azonban a követelések eredeti jogosultjának hitelezési tevékenységéről már csak a válságot követő szigorúbb szabályozás bevezetését követően. Ekkor már nemcsak a hitelminősítő, de megfelelő nyilvánosan elérhető és rendszeresen naprakész adatokkal feltöltött információs bázist szükséges az értékpapírosítást kezdeményező társaságnak a piaci szereplők számára rendelkezésre bocsátani.

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 átmenő szerepén kívül. Sőt az értékpapírosítás éppen a hitelminőség javítás segítségével nemcsak újraelosztja az egyes követelések pénzáramait, de a jellemzően gyengébb minőségű, hitelképességű követelésportfólió 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 a kibocsátási tájékoztatóhoz hasonló tájékoztatási kötelezettségek jogalkotói előírása csökkentheti csak ezt az asszimetriát érdemben illetve az intézményi befektetők részéről a due diligence vizsgálatok elvégzése a tranzakció megkötése és időtartama alatt. Azonban az alapvető különbség a kibocsátó, mint üzleti entitás hitelminősítése 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 követelésportfólió újracsomagolását követően a követelések korábbi hitelképességi mutatóitól is érdemben különböznek – 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. A pénzügyi vállalkozás a faktoring - jellemzően - visszterhes jellege miatt²⁹⁵ a hitelezési kockázatot nem veszi át a szállítótól annak adósa nemfizetése esetén a követelést visszaadja a szállítónak és faktoring szerződés keretében átutalt diszkontált követelésösszeget pedig a szállító utalja vissza a faktor számlájára.

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

Abban az esetben viszont, amikor a követelés kötelezettje késedelembe esik a hiteladminisztrátor eltérően viszonyulhat a nemteljesítő késedelembe esett ügyfélhez. Ugyanis míg egy pénzügyi intézetnek arra is lehetősége van, hogy újrastrukturálja a követelését alacsonyabb törlesztőrészzel 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 javítások alkalmazását követően) a nemfizető követelések fedezetével kibocsátott értékpapírok tulajdonosaként értékesíti a befektetését annak a másodlagos piacán.

²⁹⁵ 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 a szerződő feleknek.

A probléma ebben az esetben, az, hogy a másodlagos piac kevésbé likvid vagy éppen az értékpapírosítást kezdeményezője a másodlagos piac árjegyzője. Ezért a befektető a veszteséget el kell, hogy szenvedje kivéve, ha nem kötött a hitelkockázat védelmében egy hitelfedezeti csereügyletet éppen ennek a nemfizetési eseménynek a biztosítására. A 2007-2009-es subprime válság korai időszakában a csódtávoli jellegű SSPE de jure függetlensége ellenére az értékpapírosítást kezdeményező illetve szponzor mégis felvásárolta a teljes SSPE-t, hogy helytálljon annak követeléseikért, holott eredetileg a célja éppen a követelések átadása volt az SSPE részére. Az értékpapírosítási tranzakció célja éppen az volt ugyanis, hogy a követelések ne terheljék az értékpapírosítást kezdeményező társaság mérlegét és tőkéit szabadíthasson további értékpapírosítások finanszírozására.²⁹⁶ Azonban ez csak a válság elején 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 a technika az értékpapírosítás alkalmazása, melynek során a követelések kezelése, mint a fedezetek megfelelő adminisztrációja szükséges az értékpapír fedezett jellegéből eredően.²⁹⁷

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 Pfandbrife 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

²⁹⁶ 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 Commission Pursuant to Public Law III-21 January 2011 406-407.old.

²⁹⁷ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 72. old.

átadásra a kötvénytulajdonosk 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,²⁹⁸ melyet *fedezeti alapnak*²⁹⁹ (*cover pool*) neveznek.³⁰⁰ Ezek a követelések magas minősítésű és alacsony kockázati pénzügyi eszközök. Jellemzően lakossági jelzáloghitelek, állam szervek hitelei és olyan hitelek melyek fedezete hajókra bejegyzett jelzálogjog képezik a pénzügyi eszközök ezen körét.³⁰¹ A fedezeti alapba szigorú hitelkihelyezési követelmények teljesülése esetén kerülhetnek be a hitelek, mint fedezetek. Így az adósminősítésen megfelelő pontszámot kell elérnie követelés kötelezettjének, a *hitelfinanszírozási arány* (*loan to value*) érték nem lehet például 60 % felett³⁰² és a *hitelportfolió nemteljesítési rátája* (*delinquency rate*) nem nőhet egy meghatározott szint fölé.

A fedezeti alap kezelése továbbá dinamikus azaz folyamatos monitoring alatt áll, ami alapján havonta vagy negyedévente a portfólió elemeinek felülvizsgálata során a rosszul teljesítő hitelek a hitelező által jobb minőségű hitellel lecserélésre kerülnek kötelező jelleggel.³⁰³

A fenti két jellemzőn túl azonban 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 megvalósulásához. Ennek az esetnek a megelőzését is szolgálja a fedezeti alap dinamikus monitoringja. Ha azonban a követelések eredeti és egyetlen jogosultja fizetéseképtelenné válna a fedezett

²⁹⁸ 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.)

²⁹⁹ A fedezeti alapot szükséges a magyar fordításban azonos, de kockázati jellegében éppen a kiemelt kockázatú pénzügyi eszközök kategóriájába tartozó hedge fundoktól elhatárolni.

³⁰⁰ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 175. old.

³⁰¹ Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 361 old.

³⁰² Lásd KOTHARI, Vinod: *Securitization The Financial Instrument of the Future* John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006 Singapore 360. old.

³⁰³ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017,175. old.

kötvények tulajdonosai a fedezeti poolból közvetlenül nyerhetnének kielégítést. A fentiek szerint ugyanis a fedezeti alap csődtávolsága, azaz a pénzügyi szolgáltató fizetési képzetlensége esetén sem elégíthető ki belőle egyéb követelés, mint a fedezett kötvényekkel szemben fennálló kötelelem.³⁰⁴ Az értékpapírosítás esetében a visszertheség csak többletfedezetek és a hitelminőség javítások tekintetében értelmezhető. A többletfedezet bevonása, mint hasonlóság is megjelenik az értékpapírosítással történő összehasonlításban, hiszen a fedezett kötvény esetében ez az egyetlen és gyakran alkalmazott hitelminőség javítási eszköz.³⁰⁵

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)³⁰⁶ bevonása megvalósul. A fedezetül szolgáló követelések 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 szinte fordítva a pénzügyi leányvállalata a követelések eredeti tulajdonosa, aki a kötvény kibocsátója lesz. Az anyavállalat pedig átveszi a követeléseket elkülöníti azokat és dinamikus monitoringolja azokat. Az anyavállalat fizetési képzetlensége esetén a leányvállalat átveszi követeléseket és teljesíti a strukturált fedezett kötvényből eredő kötelezettségeket.³⁰⁷

Az Európai Unióban a Bázeli III. szabályok szerint azon rezsimek esetében, ahol külön jogszabály határozza meg a fedezett kötvény működési szabályait - így többek között Németországban és Dániában - csak 10 %-os a tőkekötelezettség e tranzakciók összeg után. Az ilyen rezsim hiánya esetében (például Egyesült Királyság és Egyesült Államok) pedig 20 %-os tőkekötelezettség ír elő a Bázeli III. a pénzügyi számára e tranzakciók esetében.³⁰⁸

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

³⁰⁴ Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 76. old.

³⁰⁵ Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 79-80

³⁰⁶ Hasonlóan az SPE-hez speciális célú jogalany elnevezése az angol nyelvben.

³⁰⁷ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 176-177. old.

³⁰⁸ Lásd DEKU, Solomon Y – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 78. old.

meghatározó különbség az ügyletsorozat kialakításának a hiánya a fedezett kötvény esetében, ellentétben azok minden esetben történő megvalósulásával az értékpapírosításoknál.

8.4. Hagyományos befektetési alap³⁰⁹

A *befektetési alapok* olyan *intézményi befektetők*, amelyek *nyilvános és zárt körű* befektetési formával 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 bízák a megtakarításaikat, gyakorlatilag szakértelmet vásárolnak.

A befektetések forgatása során a csoportosan kezelt vagyon a *méretgazdaságosság*³¹⁰ és a *portfólió-diverzifikáció*³¹¹ előnyeit 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 vagyona a *portfóliókezelési és bizományosi megbízásoktól és a különböző (bizalmi) vagyonkezelési konstrukcióktól* eltérően jogalanyi szinten is elkülönül az *alapkezelő*, a vagyon kezelésével megbízott személy vagyonától. Egy önálló jogalany, a *letétkezelő* végzi a befektetési tevékenységek ellenőrzését. 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 is megtörténik, a befektetők jelentős garanciát kapnak a vagyonuk megőrzésére.

³⁰⁹ Lásd KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel – BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG- Orac 2019 Budapest 225-231. old.

³¹⁰ 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.

³¹¹ A portfólióelven 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 portfólió összkockázata csökken.

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 szervezettel és jellemzően alkalmazottakkal sem. Mind az alapkezelők mind az SPE-k egy célvagyon jogilag elkülönült nyilvántartására és kizárólag erre 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 alap fizetéseképtelensége esetén a befektetők értékpapírjainak fedezete ne kerülhessen a hitelezők tulajdonába.

A különbség is azonban számottevő, a befektetési alap jellemzően nem struktúrált 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 portfóliójú alapok osztott, növekedési és jövedelem típusú hozamokat nyújtó befektetési jegyeivel.³¹²

8.5. A tőzsdén jegyzett befektetési alapok (exchange traded funds)³¹³

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 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.

³¹² Lásd KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel – BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG- Orac 2019 Budapest 227-228. old.

³¹³ Lásd KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel – BUJTÁR Zsolt: *Tőzsdeuniverzum* HVG- Orac 2019 Budapest 245-254. old.

Ez úgy valósulhat meg, hogy az *elsődleges piac működtetésére* a szponzor bevon egy úgynevezett *felhatalmazott kereskedőt*,³¹⁴ (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 portfóliójában szereplő pénzügyi eszközök tekintetében és így megfelelő likviditással rendelkező piacokhoz rendelkezik hozzáférés vagy saját maga is képes ilyen szabályozott piacot létrehozni és működtetni az adott *ETF*-ben szereplő pénzügyi eszközökre és akár az *ETF* befektetési jegyeire is. A *másodlagos piacon* a *felhatalmazott kereskedő* számos esetben *árjegyzőként*³¹⁵ működik - hasonlóan az állampapírpiacon működő *elsődleges forgalmazókhoz* (prime-dealer).³¹⁶ Az *ETF* befektetési 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 portfólió* (creation basket) áll. Ez a *létrehozási portfólió* 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 portfólió* eszközeiért cserébe.³¹⁷

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 portfólió (creation basket) eladását az *ETF* kezelője vagy másnéven szponzora felé.

³¹⁴Lásd Investment Company Yearbook 2015, 55. kiadás. Az Egyesült Államokban a befektetési társaságok szakmai szervezetének (ICI - Investment Company Institute) a kiadványa 63. old.

³¹⁵*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 folyamatos állományt tart fenn a saját számláján az adott eszközökből. 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.

³¹⁶ Az *elsődleges forgalmazónak* a *felhatalmazott kereskedőhöz* hasonlóan joga van részt venni állampapír kibocsátásokon (aukciókon) és a másodlagos piacon saját számlára köteles meghatározott mennyiségben venni és eladni meghatározott állampapírok körét. Ezzel a másodlagos piaci információkkal tud hatékonyan részt venni az aukciókon, ahol ügyfelek számára azok megbízásai alapján és saját számlára tovább értékesítési céllal jegyez állampapírokat.

³¹⁷ Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Eladó az egész világ? Avagy - ETF-k szabályozási kérdései* JURA 2016, 22. évf: 1. szám 171-181. old.

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, valamint a saját számlán levő befektetési jegyek összeg 25 ezer vagy 50 ezer befektetési jegyet vagy annak megfelelő hiányt mutatna akkor egy visszaváltási csomag (redemption unit) segítségével az *ETF szponzorától* visszavesz 25 vagy 50 ezer darab befektetési jegyet. Ezzel a darabszámmal csökken a piacon lévő befektetési jegyek száma a napi eszközértéken.

Azonban azzal, hogy készleten is tart befektetési jegyeket a felhatalmazott kereskedő lehetősége van *arbitrázsra*, ha ilyen árkülönbség alakul a piacon. A felhatalmazott kereskedő, ha a tőzsdén a nettó eszközérték feletti árat észlel, *ETF*-et vásárol a tőzsdén és egy a vagyonkezelőtől kölcsönzött mögöttes *visszavásárlási portfólióval* (redemption basket) egy short ügyletet hajt végre, azaz eladja a portfólióban lévő eszközöket a piacon. Majd a kereskedési nap végén a nettó eszköz értéken eladja az *ETF*-et a vagyonkezelőnek és visszavásárolja a nap közben eladott mögöttes visszavásárlási portfólió (redemption basket) elemeit.³¹⁸ Ha a tőzsdei árfolyam magasabb a nettó eszközértéknél, akkor fordított tranzakció-párost hajt végre a felhatalmazott kereskedő. *ETF*-et ad el a tőzsdén *short ügylet* keretében³¹⁹ és a létrehozási portfólió (creation basket) elemeit veszi meg a piacon. Nap végén a meghatalmazott kereskedő *ETF*-et vesz a vagyonkezelőtől, 25 vagy 50 ezres vagy annak többszörösének megfelelő csomagban, a magasabb nettó eszközértéken. A nap közben vásárolt vagyonelemeket (creation basket) adja át a vagyonkezelőnek ahhoz hasonlóan mintha csak a (a felhatalmazott kereskedővel közvetlenül üzletet kötő) intézményi befektetők kereslete magasabb lett volna, mint eladásaik száma és ezért hozott volna létre újabb *ETF*-eket a szponzorral való együttműködés keretében. Ezzel az arbitrázs tevékenységgel azonban *felhatalmazott kereskedő* azt is biztosítja, hogy minél kisebb legyen az eltérés a nettó eszközértéktől, ami jelen esetben a követett index vagy az *ETF* portfólióeszközeinek az árfolyama. Ezzel az úgynevezett *követési hibát*³²⁰ így az *ETF* e működési rendszere jól ki tudja

³¹⁸Lásd Investment Company Institute Yearbook 2015, 55. kiadás. Az Egyesült Államokban a befektetési társaságok szakmai szervezetének a kiadványa (Investment Company Institute - ICI) 65. old.

³¹⁹Ebben 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.

³²⁰*Követési hiba* (tracking error) a követett termék, csoport mozgásától való átlagos eltérését fejezi ki százalékos mértékben.

küszöbölni a fenti automatizmus során, míg a hagyományos befektetési alapoknál erre nincs lehetőség az árjegyző hiányában és az úgynevezett *jövőbeni árazás* (forward pricing)³²¹ 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 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 portfólióban lévő eszközök folyamatos adásvételét a befektetői igények szerint, mégpedig a fent említett felhatalmazott kereskedőt bízta meg ezen feladat ellátásával. Az értékpapírosítás során is hasonló szerepet tölt be a szponzor azzal, hogy pénzügyi intézményként megvásárolja a követeléseket az eredeti követelések (nem pénzügyi intézményi) tulajdonosától értékpapírosítás céljából. Az *értékpapírosítást kezdeményező* pénzügyi intézmény ennél a szponzori meghatározásnál annyiban bővebb területet ölel fel, hogy a saját maga, mint jogosult által kihelyezett hitelek mint követeléseket kiemeli egy portfólióba és átadja az SPE számára, vagy ilyen kitettséget szerez (származtatott eszközök bevonásával) értékpapírosítási céllal.³²² Az Egyesült Államokban szponzor és az értékpapírosítást kezdeményező nem kerül elkülönítésre, a fenti európai uniós elhatárolással szemben, ahol a szponzor és az értékpapírosítást kezdeményező két különböző jogalany.

Az értékpapírosítás és az ETF esetében is 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, megkötöti a szükséges szerződéseket az érintett a folyamatban résztvevő piaci szereplőkkel. A kockázatvállalás szintje is hasonló, hiszen saját forrásból vásárolja az értékpapírosításhoz a követelésportfóliót, illetve az ETF lejegyzéséhez annak sikeres elindulásához, akár formálisan, akár csak de facto jegyzési garanciát vállal annak szponzoraként.

³²¹ A jövőbeni árazás (forward pricing) az jelenti, hogy a befektető a mai napon (T nap) ad a hagyományos befektetési alap jegyeire megbízást, de az csak a következő munkanapon (T+1 nap) fog teljesülni a mai nap végén meghatározott árfolyamon és akár későbbi értéknapi (T+3 vagy T+4) teljesüléssel.

³²² DELIVORIAS Angelos: *Understanding Securitisation Background – benefits – risks* European Parliamentary Research Service 2015 október in depth analysis European Parliament 4. old.

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. 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

Az ingatlanalapok két piaci szereplő a lakossági és a szakmai ügyfél számára is új funkciókat hordoz magában a közvetlen ingatlanbefektetéssel szemben. A lakossági ügyfél számára egyáltalán a hozzáférés lehetőségét és a szakértelmet nyújtja az ingatlanalap, míg a szakmai befektető számára portfólió diverzifikálásának lehetőségét és ugyancsak a piaci hozzáférést a nagyobb például kereskedelmi és ipari ingatlanok piacához. Ugyanis az általános portfóliókezelési gyakorlat szerint 10-12 különböző eszköz - jelen esetben ingatlan - szükséges egy jól diverzifikált portfólió 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 tőzsdei értékpapír. 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 szakértő harmadik személyt igénybe venniük. A speciális szaktudással az értékecselők rendelkeznek. A független társaság a megfelelő szakértelemmel egyrészt havonta, negyedévente értékeli a meglévő ingatlanportfólió egyes elemeit. Ezzel ad lehetőséget az ingatlanalap a letétkezelőjének, hogy az alap nettó

eszközértékét a portfólió likvid (készpénz és értékpapír) elemei mellett az ingatlan elemekre is ki tudja számítani. Az értékebecslőnek 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 értékesítéskor egy minimális eladási árat is kell az értékebecslőnek az adott ingatlanra vonatkozóan az ingatlanalap számára meghatároznia az eladás szándék kialakulását követően. 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: 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 pénzüpiaci alapok lennének.

Az értékpapírosítás látszólag szintén jellegénél fogva megoldja a problémát 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 piacon 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 elsőprő 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.

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 ingatlanportfólióból 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

*Az ingatlanalapokon beleül egy érdekes ingatlanalap jellegű befektetési forma az ingatlanokba fektető fix portfóliójú alap (Real Estate Investment Trust – REIT) jött létre az Egyesült Államokban. E formát Magyarországon szabályozott ingatlanbefektetési társaság néven vette át a jogalkotó, amivel elvesztette befektetési alap jellegét és a részvénytársasági forma kapott nagyobb hangsúlyt hazánkban.*³²³

Mai formáját a REIT az Egyesült Államokban hosszú fejlődési folyamat eredményeként érte el.³²⁴ Az *Egyesült Államokban* a jogi szabályozás már 1960-tól³²⁵ lehetőséget teremtett arra, hogy a lakossági befektetők is részesedjenek az ingatlanpiac növekedéséből ebben a formában. 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*)³²⁶ voltak az Egyesült Államokban. A külső befektetők az alap befektetési jegyeit - az alapot létrehozó ingatlankezelő társaság által meghatározott

³²³ A 2011. évi CII. törvény a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokról

³²⁴ Lásd SHARPE, William F. ALEXANDER Gordon J., BAILEY Jeffrey V.: *Investments Fifth Edition* Prentice Hall International Edition 789 old.

³²⁵ Lásd *Real Estate Investment Trust Act of 1960, 26 U.S. Code § 856*

³²⁶ 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.

értékű ingatlanok által generált eszközértéken - vásárolhatták meg vagy adhatták el. Ez azt jelentette, hogy a külső befektetőknek a tranzakciót egy elfogulatlannak és függetlennek 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 szeretnék 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 által meghatározott eszközértéken tudták értékesíteni a befektetéseiket. A kilépők pedig csökkenő eszközárak mellett 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 portfólió 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.³²⁷

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, hogy jegyzési árfolyamon vásárolták meg a befektetési jegyeket. Ez ugyan prémium árfolyamon történt a kezdeti teljes ingatlan és likvid eszköz portfólió értékéhez képest, de megfelelt az értékpapír alapokra is jellemző (néhány százalék) feltöltési díjnak (load fee).³²⁸ Ilyen alap futamideje alatt nincs lehetőség új befektetőket bevonni és a futamidő végéig a befektetések sem értékesíthetők. Az így kialakult likviditási problémára több válasz is elképzelhető a befektetők részéről. Az egyik a befektetési jegyek hosszú távú befektetési eszközként történő kezelése. A másik, 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.

A likviditási és vagyonértékelési problémákra a tényleges megoldást a szabályozott ingatlanbefektetési társaságok jelentették. Az *Egyesült Államokban* az 1976-os *adóreform*

³²⁷ Lásd BUJTÁR, Zsolt: *Jelzáloghitelek értékpapírosítási folyamatának jogi aspektusai* Jura 2019 24. évf. 1. szám 215-225. old.

³²⁸ A feltöltési díj az alapkezelő által, az alap kezelési szabályzata szerinti induló portfólió kialakításáért felszámított szakértői költségének tekinthető.

³²⁹Lehetővé 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 részvény³³⁰ vagy közvetlen ingatlanbefektetésből származik. Ezen kívül legalább száz részvényese van és olyan diverzifikált ingatlanportfólióval rendelkezik, melynek legfeljebb 30 %-a kerülhet értékesítésre négy éven belül.³³¹ Ez utóbbi kitétel azt célozta, hogy ez a befektetési forma ne lehessen rövidtávú ingatlanspekuláció eszköze.

Magyarországon is a tőzsdei bevezetés, a szórt részvényesi struktúra és a nyereség kötelező magas kifizetési hányada osztalék formájában a szabályozott ingatlanbefektetési társaságokra vonatkozó jogszabály által meghatározott jellemzői.

A szabályozott ingatlanbefektetési társaságok abban hasonlítanak leginkább az értékpapírosításhoz, hogy a pénzáramok meghatározó része legalább 90-95 % 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 jogalanyban a befektetési alapba kerülnek az ingatlaneszközök. Azonban ez a forma a magyar jogban már a részvénytársasági formával nem került átvételre. De még a REIT esetében sem használható fel a befektetési alap alapkezelő letétkezelő hármasszerkezet az ingatlanokból befolyt jövedelmek újraszstrukturálására, 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.

³²⁹ 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.)

³³⁰ Ingatlan alapú részvény tulajdon olyan részvényforma, melyben a társaság fő tevékenysége ingatlanok építése vásárlása és értékesítése és működtetése.

³³¹ Lásd SHARPE, William F. ALEXANDER Gordon J., BAILEY Jeffrey V.: *Investments Fifth Edition* Prentice Hall International Edition 789. old.

8.8. Certifikátok³³²

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 milliárd EUR összeget.³³³ A legismertebb *certifikát* piac a stuttgarti EUWAX (*European Warrant Exchange*).

A *certifikátok* több alaptípusa létezik. A *certifikátok* úgy működnek, hogy 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 termékcsoporthoz egyik legfontosabb előnye, hogy a likvid, transzparens és költséghatékony elérést biztosít a mögöttes termékek árfolyamának lekövetésére. Ugyanakkor a származtatott termékek többségével szemben az *opciókhoz* hasonlóan csak a befektetett tőkét kockáztatja a befektető további pénzügyi kötelezettsége - még a legnagyobb kockázatú *certifikátok* esetében sincs.

A *certifikátok* *likviditását* elsődlegesen a *tőzsdei bevezetés*, másodsorban pedig az *árjegyzői rendszer* biztosítja. Az árjegyző számítógépes kereskedési rendszer segítségével folyamatos vételi és eladási ajánlatot tesz 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 elérhetősége biztosítja. Ellentétben a portfólió 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, új a trendnek megfelelő típusú *certifikát* kibocsátásra van lehetőség. Az *opciós* és *határidős* piacokkal ellentétben létezik olyan fajta *certifikát* is (*bonus és diszkont certifikátok*), amelyek az oldalazó piacokon kínálnak befektetési lehetőséget.

³³² Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel – BUJTÁR, Zsolt Tőzsdeuniverzum HVG-ORAC 2019 213-215. old.

³³³ Lásd: BRÜCKNER, Gergely, JUHÁSZ, Péter: *Amit a certifikátokról tudni kell* 2008. 4. old.

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 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 csődjének a kockázata hordozhatja magában a *nemfizetés kockázatát* a termék lejáratakor. A *szerződéses partner nem fizetésének kockázata* 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 szintetikus formájára. Ennek oka a részben azonos eszköz a swap ügylet illetve a szintén származtatott eszköz az opció használata a certifikátok esetében. A tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítás szintén swap ügyletet használ, mégpedig super-senior hitelfedezeti swap ügyletet így azzal, mint mögöttes eszközzel biztosítja a hitelkockázat szintetikus átadását. A tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítás azonban CDS-t használ, míg a certifikátok éppen az átláthatóság és a lakossági ügyfelek felé történő nyitás miatt is az egyszerűbb derivatív eszközöket preferálják, melyekből a referenciaportfolió nem része a certifikátnak ellenkezőleg a certifikát meghatározott kiutési ár elérésekor átvált a mögöttes

termékre. Ez utóbbi átváltás oka, hogy a certifikát a 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.

9. Az értékpapírosítás, mint árnyékbanki finanszírozási forma³³⁴

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 árnyékbankrendszer mind fogalmi, mind időbeli kiterjesztése.

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 nyomon követhetők. A továbbiakban a jelölt először az árnyékbankrendszer komplex meghatározására tesz kísérletet, majd az értékpapírosítás, mint árnyékbanki finanszírozási forma sajátosságait vizsgálja.

9.1. Az árnyékbankrendszer meghatározása³³⁵

Az *árnyékbank* elnevezést *Paul McCulley*,³³⁶ tőkpiazi szakember használta első alkalommal egy, a *Federal Reserve*³³⁷ által rendezett konferencián 2007-ben Kansas City-

³³⁴ 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.

³³⁵ 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.

³³⁶ *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 vagyionkezelő társaság ügyvezető igazgatójaként dolgozott. 2010-es nyugdíjba vonulását követően a *Global Interdependence Center* kutatóközponthoz csatlakozott.

³³⁷ *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

ben.³³⁸ Az *árnyékbank* fogalmát mindazon nem-banki pénzügyi intézmények vonatkozásában határozta meg, melyek *lejáratí transzformációt* végeznek. A *lejáratí transzformációt* pedig úgy definiálta meg, mint olyan *pénzügyi közvetítői folyamatot*, melynek révén sor kerül a jellemzően rövid lejáratú források (betétek) 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.

Kecskés András korábbi meghatározása szerint³³⁹ *árnyékbankrendszer* vegyes – tehát *kereskedelmi*³⁴⁰ és *befektetési banki*³⁴¹ jellegű – szolgáltatási portfólióval 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*³⁴² esetén a forrásgyűjtés, a forráskihelyezés és a megtérülés is befektetési banki jellegű tevékenység során valósul meg.

hosszú távú kamatok csökkentését és a foglalkoztatottság maximalizálását jelölte ki a törvény az USA jegybankjának legfontosabb feladataiként. Lásd <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history> (2019.06.03.)

³³⁸ Lásd <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm> (2019.06.03.)

³³⁹ Lásd KECSKÉS András: *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén*. In: Az Unió jog és a magyar jogrendszer viszonya (szerk.: Tilk Péter), Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2016. 334-336. old.

³⁴⁰ A *kereskedelmi bankok* jellemzően számlavezetési, betétgyűjtési és hitelezési tevékenységet folytatnak önkormányzati, vállalati és lakossági ügyfelek 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.

³⁴¹ 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, melyre az úgynevezett *saját számlás tevékenység* keretein belül kerül sor.

³⁴² A *hiteltranszformációs folyamatok* azon pénzügyi tranzakciók összességét jelentik, melyek során a jellemzően rövid lejáratú (egy éven belüli) *megtakarítások* hosszú lejáratú *hitelek*ké (elsősorban magánszemélyeknek nyújtott jelzáloghitelek ké vagy társaságoknak folyósított beruházási hitelek ké) vagy *értékpapírokká* (államkötvény vásárlás, részvénybefektetés) kerülnek átalakításra. A *transzmisszió* során megváltoznak a megtakarítás *likviditási és lejáratí* jellemzői is. A legfőbb kockázatot az jelenti, amikor a betétesek pánik hatására a betéteik jelentős részét felmondják és készpénz formájában szeretnék hozzájutni azokhoz. Ezek azonban a magas készpénztartási költségek és üzleti tényezők miatt nem állnak azonnali rendelkezésre, ami fokozhatja a pánikot. Ez – megfelelő *jegybanki védőháló* hiányában – a pénzintézet csődjét eredményezheti.

Kecskés András tanulmányában³⁴³ 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)*³⁴⁴ is például a 2007-ben kezdődött *egyesült államokbeli 2007-2009-es subprime válság* kapcsán úgy definiálta, az árnyékbankrendszer fogalmát: egy olyan hitel-transzformációs rendszer, amely azokat a piaci szereplőket és tevékenységeiket foglalja magába, amelyek a *hagyományos bankrendszeren kívül* esnek.³⁴⁵

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
- Lejárat, illetve likviditási transzformáció³⁴⁶
- 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:

³⁴³ Lásd KECSKÉS András: *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén*. In: Az Unió jog és a magyar jogrendszer viszonya (szerk.: Tilk Péter), Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2016. 334-336. old.

³⁴⁴ 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 pénzügyi stabilitás elérése a legfejlettebb húsz nemzetgazdaságban (G-20), a résztvevő államok pénzügyi vezetőinek és monetáris hatóságai vezetőinek a bevonásával. A szervezet a fenti célt a nemzetközi sztenderdek 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.)

³⁴⁵ 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.

³⁴⁶ A hiteltranszformációs folyamatok során a jellemzően rövid lejáratú (egy éven belüli) megtakarítások hosszú lejáratú hitelekkel (elsősorban magánszemélyeknek nyújtott jelzáloghitelekkel vagy társaságoknak folyósított beruházási hitelekkel) vagy értékpapirokká (államkötvény vásárlás, részvénybefektetés) kerülnek átalakításra. E transzmisszió során megváltoznak a megtakarítások nemcsak lejárat, de likviditási jellemzői is.

- a) Értékpapír-kibocsátás
- b) Értékpapír-kölcsönzés
- c) Értékpapír-visszavásárlási megállapodás használata (*repo ügylet*)³⁴⁷

A *Financial Stability Board (FSB)* vizsgálati fókusza kiterjed minden olyan piaci szereplőre, amely működése rendszerszintű kockázatot jelenthet a pénzügyi rendszer számára.³⁴⁸

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) Lejáratú 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 jár (ingatlan alapok);
- c) Jelzálog fedezettel kibocsátott értékpapírok³⁴⁹
- 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 lejáratú transzformációt végeznek pénzügyi jogosítványok nélkül;
- f) Biztosítók és viszontbiztosítók,³⁵⁰ melyek hiteltermékeket bocsátanak ki, vagy garantálnak.

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.

³⁴⁷ 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 és különböző formában (kamat, árfolyamnyereség) jelenik meg a kölcsönadó félénél.

³⁴⁸ 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.

³⁴⁹ Lásd <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/basics.htm> (2019.06.03.)

³⁵⁰ 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 portfólió kialakításával* illetve az alacsony kárhányad elérésével növelheti a profitját.

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 a 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.³⁵¹

Az *árnyékbankrendszer* működése számos formában beazonosítható világszerte. 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. Ezek közül még egy fontos jogi szempontból releváns jelenséget a *szabályozási arbitrázs*t 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 választás során éppen az utóbbira esik számos esetben a választás az alacsonyabb tőkeképzési kötelezettség illetve a tartalékképzési kötelezettség hiányában. Ezzel az értékpapírosítás meghatározó jelenségeihez is átvizet a szabályozási arbitrázs jelensége.

Az értékpapírosítás a fenti árnyékbankrendszeri jogalanyok körével jól azonosíthatóvá válik. A speciális célú jogalanyok használata akár KCGE, akár ABCP esetén alkalmazott conduit forma azonos célok mentén hozzák őket létre, mégpedig az alapkövetelések átstrukturálását kívánja így annak létrehozója a független jogalany bevonásával létrehozni. A KCGE esetében a pénzáramok újraelosztásával is eltérő lejáratú ügyletsorozatok jönnek létre, hiszen egy equity típus esetén bár nincs lejárat, de paradox módon nemfizetés esetén előbb szűnik meg mint a mezzazine vagy kötvény típusú seniorabb ügyletrészsorozatok esetében. Az eszközfedezett kereskedelmi kötvény esetében is megvalósul a lejárat transzformáció azonban éppen ellentétes irányban. Az ABCP ugyanis hosszú lejáratú eszközök fedezetére bocsát ki kereskedelmi kötvényeket amelyek lejáratú éven belüli így azok megújítása különösen nagy kockázatot foglal magában likviditás szűke esetén.

³⁵¹ Lásd MUNOZ, David Ramos: *Shadow Banking a Blind Spot in Banking and Capital Markets Reform* European Company and Financial Law Review Volume 13 2016 Issue 1 164.old

A jelzálogfedezett értékpapírok különösen közel állnak az értékpapírosításhoz, amennyiben a követelésportfólió jelzálogfedezetű eszközökből áll. Azonban a fedezett kötvénnyel ellentétben az értékpapírosításhoz szükséges a KCGE és az ügyletrézsorozatok létrehozásával megvalósuló pénzáramok újrendezése. Ezzel megvalósul a *lejárat* *transzformáció* az eredeti követelésekhez képest. Az értékpapírosítás során annak jellegéből következően pedig megvalósul a *likviditási transzformáció* is, mely éppen az értékpapírok megnövekedett forgalomképességéből eredeztethető a követelések szerződéses formájával szemben. Ennek a likviditási transzformációnak a legeklektánsabb példája az ABCP, ahol a hosszú lejáratú követelések folyamatos megújítással történő újrafinanszírozása valósul meg az egyes lejáratú kereskedelmi kötvények lejáratakor.

10. Az értékpapírosítás újraszabályozása az Egyesült Államokban a 2007-2009-es subprime válságot követően³⁵²

Az értékpapírosítás - ahogy az, már a fentiekben említésre került - a 2007-2009-es *subprime válsághoz* jelentős mértékben hozzájárult. Ennek a negatív hatásmechanizmusnak a működését részletesen elemzi az Egyesült Államok a Pénzügyi Válságot Vizsgáló Bizottságának a jelentése a pénzügyi válság okairól.³⁵³ 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 a krízishelyzetekben betöltött hasonló negatív szerep megelőzése.

A továbbiakban az Egyesült Államok szabályozói megoldásait elemzi a szerző a tekintetben, hogy a fenti kihívásoknak mennyiben sikerült megfelelniük az Egyesült Államok jogalkotóinak.³⁵⁴

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 kialakulásának megelőzése

³⁵² Lásd BUJTÁR Zsolt *Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban* Európai Jog 2019. március 19. évf. 2. szám 6-8. old.

³⁵³ 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 Commission Pursuant to Public Law III-21 January 2011

³⁵⁴ SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 115

érdekében.³⁵⁵ E szabályozás változás köre négy fő területre összpontosított az Egyesült Államok esetében: ezek a közzétételi szabályok jelentős szigorítása, az értékpapírosítást kezdeményező kötelező részvétele a kockázatvállalásban, a hitelminősítők (NRSRO)³⁵⁶ szabályozásának szigorítása és a tőkekövetelmények növelése.³⁵⁷

Az Egyesült Államok a *Dodd Frank Act*³⁵⁸ hatálybalépését megelőzően a *Securities Act of 1933* szabályozta a közzétételi és regisztrációs szabályokat a nyilvános értékpapírosítás tranzakciók esetében. Ezek körét az Egyesült Államokban a fenti szabályozás összefoglaló néven az *eszközfedezetű értékpapírok (Asset-Backed Securities - ABS)* körét foglalta magában.³⁵⁹ A *zártkörű értékpapírosítási ügyletekre (private ABS)*, - melyek szintén eszközfedezetű értékpapírok ernyőfogalom alá tartoznak az Egyesült Államok esetében - sem regisztrációs sem közzétételi kötelezettség nem vonatkozik a kibocsátás során. Ebben az esetben a befektetővédelem a befektetők személyi körének a minősített intézményi befektetők körére történő korlátozásával valósul meg.

A *Dodd Frank Act* a közzétételi szabályok szigorításának felülvizsgálatát írta elő³⁶⁰ az *Egyesült Államok Értékpapír és Tőzsdedefülgylete (Securities and Exchange Commission – SEC)* számára azzal a céllal, hogy a befektetők érdekeinek védelmét és ezzel együtt a piaci transzparenciát növelje. A *Dodd Frank Act* alapján a SEC 2014 szeptemberében hozott egy szabályozási döntést (*Final rule 79 FR 57183*) az ABS³⁶¹ közzétételi és regisztrációs szabályokról. A SEC e jogszabály értelmezői és alkalmazói minőségében a *Securities Act of 1933* prospektusra vonatkozó szakaszát³⁶² kibővítette az egyes értékpapírosítás ügyletrészsorozatainak (tranches) minden egyes követelés eszköz elemére vonatkozó tájékoztatási kötelezettség előírásával.³⁶³ A folyamatos követelés állomány felülvizsgálatot is kötelezővé tette a SEC³⁶⁴ a nyilvános értékpapírosítások esetében azonban konkrét időbeli és

³⁵⁵ Lásd LENTNER Csaba-ZÉMAN Zoltán: *A pénzügyi válság bankszabályozási kontroll elveinek meghatározóbb történeti elvei* Európai Jog 2017. január 8-14. old.

³⁵⁶ 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.

³⁵⁷ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 117-121. old.

³⁵⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Dodd-Frank Act

³⁵⁹ Lásd <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/assetbackedsecurities.shtml> (2019.01.02.)

³⁶⁰ Lásd Dodd -Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 942 szakasz c bekezdés

³⁶¹ Asset Backed Securities – ABS az eszközfedezetű értékpapírok elnevezése.

³⁶² Lásd 15 U.S.C. 77g

³⁶³ Lásd <https://www.federalregister.gov/documents/2014/09/24/2014-21375/asset-backed-securities-disclosure-and-registration> 57185. old. (2019.01.02.)

³⁶⁴ Lásd Securities Exchange Act of 1934 7 szakasz d pont 1 bekezdés

tárgyi feltételeket nem határozott meg, e helyett a *reasonable assurance eljárást*³⁶⁵ alkalmazta, mely alapján a befektetők érdekeit úgy tudja megfelelő módon figyelembe venni, hogy előírja az értékpapírosítást kezdeményező részére a szükséges információk feldolgozásához megfelelő időtartam biztosítását a nagy mennyiségű és komplex adatbázis alapos tanulmányozására.³⁶⁶

Az *értékpapírosítást kezdeményező kötelező kockázatvállalása* meghatározó szabályozási szigorítás volt a felelős értékpapírosítói magatartás biztosítására. A SEC 2014 októberében meghozta a közös szabályozói döntést³⁶⁷ a *Dodd Frank Act* 941-es szakaszában előírt kötelezettségének eleget téve, mely a *Securities Exchange Act of 1934* 15 G szakaszát e szerint módosította. A szabályozás értelmében az *értékpapírosító*³⁶⁸ 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 jelzáloghitelek*ből (*Qualified Residential Mortgage - QRM*)³⁶⁹ áll.³⁷⁰ 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 meg is haladhatja.

A hitelminősítők értékpapírosításban megvalósuló hitelminősítői feladatainak és piac megfelelő információkkal történő ellátása érdekében a SEC a *Securities and Exchange Act of 1934* 17g-7 ponttal való kiegészítésében (*Dodd Frank Act* 943 szakasz) a hitelminősítőket kötelezi a várható és előzetes minősítések a befektetők számára történő teljes körű közzétételére. Továbbá azon információk közzétételére is, melyekben a hitelminősítő hasonló értékpapírok minősítése során alkalmazott módszerektől miként és mennyiben tér el az

³⁶⁵ 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.

³⁶⁶ Lásd <https://www.federalregister.gov/documents/2011/01/25/2011-1503/issuer-review-of-assets-in-offerings-of-asset-backed-securities> 4235.old.

³⁶⁷ 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)

³⁶⁸ 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.

³⁶⁹ 15 USC CHAPTER 41, SUBCHAPTER I: CONSUMER CREDIT COST DISCLOSURE 1639C § b2A

³⁷⁰ Lásd <https://www.federalregister.gov/documents/2014/12/24/2014-29256/credit-risk-retention> (2019.01.02.) 77603 old.

eszközportfólió mintavételi eljárásai és követelések alapját szolgáló hitelszerződések a hitelezési szabályoknak való megfelelésének vizsgálata során.

A *tőketartalék képzési követelmények szigorítása* egy újabb ösztönző rendszert szüntetett meg a torz értékpapírosítás rendszerében, így a tőke illetően 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. Azonban a makrogazdasági szintű kockázatok megelőzése céljából a *makroprudenciális eszközök*³⁷¹ keretében nemcsak *anticiklikus tőkepufferek*³⁷² képzésére, de a *túlzottan nagy kockázatot hordozó (Too Big To Fail –TBTF)*³⁷³ pénzügyi szolgáltatók egyedi kockázatvállalása esetében is szükséges lehet a felügyeleti szerv beavatkozása. Az Egyesült Államok negyedik szabályozási módosítása e torz ösztönző alkalmazását zárja ki azzal, hogy *magas tőketartalékképzési kötelezettséget ír 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* követelmények ötvözve a *FED* egy olyan szabályozást³⁷⁴ vezetett be, amelyet két további felügyeleti szervvel³⁷⁵ 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.³⁷⁶ 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. Ezt a szigorú és hosszabb, akár több éves határidőhöz kötött felügyeleti rendelkezés

³⁷¹ 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.

³⁷² Az anticiklikus puffer alkalmazása során a jelentősen megugró hitelezési aktivitást a pénzintézet számára előírt növekvő tőketartalék (puffer) képzési kötelezettség részben vagy teljesen visszafogja.

³⁷³ 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.

³⁷⁴ Lásd <https://www.federalregister.gov/documents/2014/10/10/2014-22520/liquidity-coverage-ratio-liquidity-risk-measurement-standards> 61448 -61454 old. (2018.12.21.)

³⁷⁵ The Office of the Controller of the Currency (OCC) és Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

³⁷⁶ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization and Post-crisis financial Regulation* 2015-2016 101 Cornell L. Rew. Online 120. old.

azonban nem minden esetben szükséges. Ugyanis az évente két alkalommal végzett *banki stressztesztek* esetében a legfontosabb hatás a nyilvánosság ereje, ugyanis azáltal, hogy nyilvánosságra kerül a nem megfelelés és annak mértéke, ezzel nyilvánvalóvá válik, hogy a társaság tulajdonosainak a betétesek érdekeinek szem előtt tartásával szükséges tőkemegfelelőség biztosítása (tőkebevonás) önkéntes módon, amely folyamat törvényességét aztán a bankfelügyeleti hatóság felügyeli.

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*,³⁷⁷ (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.³⁷⁸ 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*³⁷⁹ (BBB) értékpapírosított követelések esetén, 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

³⁷⁷ 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

³⁷⁸ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 203. old.

³⁷⁹ 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 ajánlott, a Standard and Poor's esetében pedig szintén a BB és D közötti a befektetésre nem ajánlott kategória.

értékpapír szegmensben.³⁸⁰ Az Európai Unióban az értékpapírosítás kisebb súlyt képvisel a követelések újrafinanszírozásában. Ugyanis az Európai Unióban az értékpapírosítás során kibocsátásra került értékpapírok állománya az Egyesült Államokban értékpapírosított követelések értékének mindössze egynegyedét tette ki 2017-ben.³⁸¹

Az EU vonatkozó szabályozása 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 külön fejezetben foglalkozik az értékpapírosítás szabályozásával a pénzügyi intézetek prudens gazdasági működésével.³⁸²

A hagyományos értékpapírosításra történő szabályozói fókusz a bankok prudenciális szabályozásakor további két fontos tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a hagyományos pénzügyi intézetek esetében az értékpapírosítás eltérő szerepet tölt be hitelek eladásakor, mint a kizárólag befektetési banki tevékenységnél. A kereskedelmi bankok ezzel hitelkihelyezési lehetőséget biztosítanak azzal, hogy egyrészt csökkentse a céltartalékként ily módon lekötött tőkét, másrészt az értékpapírok fedezetül adott követelésekből befolyt pénzeszközzel a hitelezéshez biztosítanak maguknak többletforrást. Másrészt a tőkeáttétel és a kezdeményező szervezetre vonatkozó mérlegen kívüliség ezen, immáron hagyományosként definiált értékpapírosítás során jelent a legnagyobb mikro³⁸³ - és makroprudenciális³⁸⁴ 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.

A fentiekből következik, hogy az Európai Uniónak nem volt időkényszere a gyors szabályozásszigorításra, így sokkal hosszabb idő állt rendelkezésére a megfelelően előkészített és kimerített jogszabályi környezet kialakítására. Az értékpapírosításról szóló EU rendelet³⁸⁵ így

³⁸⁰ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 203-204. old

³⁸¹ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 204. old.

³⁸² A bankszabályozás európai modelljének változását részletesen lásd LENTNER Csaba-ZÉMAN Zoltán: A pénzügyi válság bankszabályozási kontroll elveinek meghatározóbb történeti elemei Európai Jog 2017 január 8-13. old.

³⁸³ A mikroprudenciális megközelítés a pénzügyi rendszer egyes szereplőire vonatkozóan vizsgálja az adott gazdasági társaság kockázatait és annak lehetséges hatásait a pénz- és tőkepiacokra.

³⁸⁴ 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.

³⁸⁵ 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

csak 2017. decemberében került jóváhagyásra és több, mint tíz évvel a válság kitörése után, 2019. január elsején lépett hatályba. Ennek elvi alapvetését a *Bazeli Bankfelügyeleti Bizottság* (Basel Committee on Banking Commission – BCBS) 2015. júliusi 23-án az *Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szövetségével* (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) közös javaslata határozta meg, melyben az *egyszerű átlátható és összehasonlítható* (simple, transparent and comparable – STC) értékpapírosítás egységes nemzetközi szinten azonos elveit és azok megvalósításának kritériumait határozták meg. Az Európai Unió az értékpapírosításon belül a *hagyományos értékpapírosítást* ösztönzését tűzte ki céljául a 2015-ben elindított jogalkotási folyamata során, melynek keretében az *egyszerű átlátható és egységesített* (simple transparent and standardized – STS) értékpapírosítás szabályozására helyezte a hangsúlyt a jogalkotási folyamat eredményeképpen elfogadott, már említett értékpapírosítási EU rendeletében.³⁸⁶

11.2. Az értékpapírosítás meghatározása az Európai Unió jogában

Az értékpapírosítás rendelet egységes jogszabályi keretbe foglalja a korábban számos európai jogszabályban az értékpapírosításra vonatkozó részszabályokat. Így a *hitelintézetek tőke megfelelési kötelezettségeire vonatkozó irányelv*³⁸⁷ a *hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális feltételeiről szóló rendelet*³⁸⁸ a *biztosító társaságok működéséről szóló irányelv*³⁸⁹ a *befektetési alapkezelési tevékenységről szóló irányelv*³⁹⁰ és az *alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv*³⁹¹ már meghatározta az értékpapírosítás fogalmát és az értékpapírosított követelésekre vonatkozó tőkeartartalék-képzési és működési szabályokat. Az EU értékpapírosítási rendelete azonban nemcsak az értékpapírosítás fogalmát határozza el, de

³⁸⁶ 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

³⁸⁷ 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

³⁸⁸ 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

³⁸⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 2009/138/EK irányelve (2009. november 25.) a biztosítási és viszontbiztosítási üzleti tevékenység megkezdéséről és gyakorlásáról (Szolvencia II)

³⁹⁰ 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

³⁹¹ Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve (2011. június 8.) az alternatív befektetésialapkezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról

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.) a 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 kitettségek³⁹² vagy kitettségek halmazával kapcsolatos hitelkockázatot több ügyletrészsorozatba sorolják

b) úgy, hogy a kifizetések a kitettségek teljesítményétől függenek

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 kizárását. 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 hagyományos³⁹³ és származtatott értékpapírosítás³⁹⁴ fogalmi meghatározását is részben magában foglalná.

³⁹² Kitettség (exposure) az a maximális mérték, amekkora mértékű veszteséget az adott piaci eszköz teljes értékvesztése esetén a kitettséggel rendelkező pénzügyi intézmény vagy személy elszenvedhet.

³⁹³ 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 érdekeltég 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 részesedéssel keresztül való átruházásával, úgy, hogy a kibocsátott értékpapírok az értékpapírosítást kezdeményező számára nem jelentenek fizetési kötelezettséget”

³⁹⁴ 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;

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.³⁹⁵ A jogalkotó a jogszabály a személyi hatályát is ennek megfelelően, elsősorban az intézményi befektetőkre terjeszti ki, azonban nem zárja ki szigorú feltételek mellett³⁹⁶ 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 jogintézményét 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 adattárak³⁹⁷ jogintézményét. 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*³⁹⁸, melyek szintetikus értékpapírosítási eszközként működtek nem központi szerződő félén 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

³⁹⁵ Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról Preambulum 2. pont

³⁹⁶ Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 2. cikkely

³⁹⁷ 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 jogi személy, amely központilag összegyűjti és kezeli a származtatott ügyletek adatait”

³⁹⁸ A csere ügyletek (swap) során két különböző pénzügyi termék által generált pénzmozgások kerülnek átadásra a szerződő felek között. A csere ügyletek egy fontos típusa a hitelfedezeti csere ügyletek (Credit Default Swap – CDS). A hitelfedezeti csereügyletek abban különböznek a többi csereügylettől, hogy egyfajta biztosítási ügyletként funkcionáló származtatott ügyletek. Ez azt jelenti, hogy a hitel adósának csődje esetén a hitelfedezeti csereügylet kibocsátója fog helyállni a még fennálló tőkeköveteléséért. A tőzsdén kívüli piac esetében ahol a CDS ügyletek nem tartoznak az elszámolóházak felügyelete alá a fedezetek megképzése elmaradhat. Ezt történt a 2007-2009-es pénzügyi válság során is.

tőke- és pénzpiacokat a likviditási válság okozta összeomlástól. A subprime válság alatt tapasztalt az értékpapírosítás átláthatatlansága miatt okozott bizonytalanság elkerülésére került bevezetésre a *kereskedési adattárak* intézménye. Ezekben az adatbázisokban a fennálló pozíciókról és azok mögött álló követelés állományokról széles körű naprakész és hiteles nyilvántartás áll rendelkezésre, a felügyeleti 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 követelésportfólió adatai tekintetében.

Ezzel a lehetőség 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)*³⁹⁹ látja el, amely a kereskedési adattárak esetében is betölti ezt a szerepet, és amely így ilyen típusú tevékenységében jelentős tapasztalatot szerzett.

Az értékpapírosítás folyamatának az *átláthatóságát* tovább növeli az a tény, hogy az *értékpapírosítást kezdeményezők illetve a szponzorok* kötelesek a befektetők részére egységesített formában rendelkezésre bocsátani. Ez a kötelezettség vonatkozik a kezdeti azaz a befektetési döntés előtti időszak adatai mellett a befektetés futamideje alatt is a szükséges és releváns adatok esetében különösen azoknál, melyek a követelés portfólió minőségére vonatkoznak.⁴⁰⁰

Az értékpapírosított követelések piacának *biztonságát és átláthatóságát* továbbá az a tény is növeli, hogy *tiltja az újra-értékpapírosítást*, néhány legitim kivételtől eltekintve.⁴⁰¹

³⁹⁹ 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 hatóságait tömöríti.

⁴⁰⁰ EU 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról 7. cikk

⁴⁰¹ 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

A továbbiakban fontos még az *egyszerű átlátható és egységesített (STS) értékpapírosítást* is elhatárolni, a már említett a tőkepiacra veszélyes összetett, nem átlátható és kockázatos értékpapírosításoktól. Az *STS értékpapírosítás* fogalmi elhatárolása már a hitelintézetek fizetőképességét meghatározó EU rendelet (szolvencia II) alapján kibocsátott rendelet⁴⁰² preambuluma 10. bekezdése is említi.

Az (EU) 2017/2402 rendelete (2017. december 12.) az *értékpapírosítás általános keretrendszerének meghatározásáról* 20. cikke határozza meg az *egyszerű értékpapírosítás* feltételrendszerét. E tekintetben fontos kiemelni KCGE tényleges tulajdonossá válását a követelések esetében, valamint a követelések teljes körű jogszatosságának 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 a befektetők részére kell bocsátani a követelések mint források jövőbeli várható pénzáramlásának a modelljét és az árazást követően is ezt a pénzáram modellt ismételt a befektetők rendelkezésére kell bocsátania.

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 jogalanyok a hitelkezeléssel kapcsolatos szolgáltatásnyújtó, a fiduciárius kötelezettségeket teljesítő vagyonkezelő és egyéb kiegészítő szolgáltatásokat nyújtó vállalkozások szerződéses kötelezettségeit, és felelősségi körét.⁴⁰³ Ezzel elkerülhetővé válik az a korábbiakban perek tárgyát is képező lehetőség⁴⁰⁴, hogy az egyes szolgáltatók a szükséges beavatkozás helyett, a másik féltől várják a szerződéses kötelezettségük teljesítését például az átstrukturálás megindítását. A dokumentációnak ki kell terjedni az egyes követelések kötelezettjeinek késedelembe esésére vonatkozó egyértelmű és következetes fogalom meghatározásokra és egyéb intézkedésekre is valamint az egyes különböző befektetői osztályok

⁴⁰² 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

⁴⁰³ 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.

⁴⁰⁴ Lásd UBS AG v HSH Nordbank AG [https://www.nzdr.co.nz/site/commercialdisputes/files/CourtDecisions//UBS AG v HSH Nordbank AG \[2009\] EWCA Civ 585.pdf](https://www.nzdr.co.nz/site/commercialdisputes/files/CourtDecisions//UBS%20AG%20v%20HSH%20Nordbank%20AG%202009%20EWCA%20Civ%20585.pdf) (2018.12.16.)

közötti érdekkonfliktusok kezelésére is. A subprime válság egy további tanulságából is levonta a helyes következtetést a jogalkotó, akkor amikor a jogszabályban⁴⁰⁵ a torz motivációs rendszert alapját képező *originate to distribute működési modell* negatív hatásainak kivédésére tesz intézkedéseket. Ez olyan kötelezettség előírásában jelenik meg, amely mind az *eredeti hitelező mind az értékpapírosítást kezdeményező* 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 azért érdekes, mert nem része a rendeletnek: ez pedig a *hitelminősítők szerepe az értékpapírosításban*. A rendelet a hitelminősítőket mint külső szakértőket meg sem említi, a tekintetben, hogy a kibocsátás 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 megvásárlás 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 értékpapírosítás* kritériumainak történő megfelelést végző külső szakértőként részt vehessenek az adatok auditálásában.⁴⁰⁶

Összefoglalásképpen a jelölt fontosnak tartja kiemelni, hogy *az értékpapírosítás európai uniós szabályozása hosszú idő alatt kiérlelt jogszabálya a subprime válság torzulásait és 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. Ezekkel a hangsúly eltolódásokkal és az *STS értékpapírosításra* téve a szabályozás pozitív fókuszát a jogalkotónak jó eséllyel bízhat abban, hogy az *Európai Tőkepiaci Unió* résztvevői részesülhetnek az értékpapírosítás nyújtotta előnyökből anélkül,

⁴⁰⁵ 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

⁴⁰⁶ 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

hogy az értékpapírosítás torzulásai, egy makroprudenciális kockázatot képezve egy válsághelyzet kialakulását erősíthetnének vagy okozhatnák az Európai Unióban.

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 a jelenleg az üzleti ciklus utolsó szakaszához ért, így az eddigi növekedés kifulladásra és recesszió következhet akár már a közeli jövőben. Az *értékpapírosítás* ugyanis a gazdaság ciklusai között két időszakban is fontos szerepet tölthet be. Egyrészt az üzleti ciklus *növekedés 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 kifulladás látszó vagy éppen egy alacsonyabb növekedési szintre visszaeső gazdasági helyzetben. A *recesszió* idején pedig az értékpapírosítás egy speciális új reneszánsza jöhet el a gazdaság pénzügyi szektorában, amikor a finanszírozó pénzintézetek immáron a nemfizető 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 és egyúttal a magasabb kockázatot és hozamot kereső intézményi befektetőknek jó befektetési lehetőséget biztosíthatnak az értékpapírosítás jogintézményének alkalmazásával.

A jelölt a továbbiakban először az értékpapírosítás és annak folyamatának elhatárolását követően a feljövő piaci értékpapírosítási sajátosságokat tekintik át a fejlett piaci jellemzőkhöz viszonyítva. A kínai piac értékpapírosítási szabályozása és várható trendjei képezi a tanulmány harmadik, fő részét, melynek keretében a három fő értékpapírosítási konstrukciót elemezve a kínai jogszabályi környezet tovább fejlődési kilátásaira is kitér a jelölt e jogintézmény vizsgálata során .

Az *értékpapírosítás* folyamatát és annak egyes lépéseit szükséges ahhoz áttekinteni, hogy érthetővé váljon a folyamat mely alapján a követelés portfólióból illetve annak fedezetére eltérő kockázatú értékpapírok kerülnek kibocsátásra.

Az *értékpapírosítás* folyamatában az első lépés a követelés portfólió kiválasztása.⁴⁰⁷ Ez a kiválasztása két formában történhet. Egyrészt meglévő követelés portfólió leválasztása a többi, a pénzügyi intézmény mérlegében maradó eszköztől így alkalmassá téve azt egy *KCGE*-be történő átadásra. A másik lehetőség pedig az, hogy a piacon más pénzügyi szolgáltatótól olyan követelések vásárlásához követelések azonosítása, melyek alkalmasak az *értékpapírosításra*, azaz megfelelő kockázati struktúrával és pénzáramokkal rendelkeznek a kibocsátandó értékpapírok kockázati szintjének és pénzáramának biztosításához. Ezt követően illetve ezzel párhuzamosan a kizárólag erre a célra létrehozott *KCGE* megalapítása és csődtávollívá tétele következik, majd pedig a követelések átadására kerül sor a *KCGE* részére. A fenti feladatot az *originátor* azaz az értékpapírosítás kezdeményezője végzi, mely jogalany a követelés portfóliót az *értékpapírosításhoz* átadja illetve megvásárolja a *KCGE* számára annak létrehozását követően.

A második lépés az értékpapírok kibocsátása.⁴⁰⁸ Ennek a folyamatnak az első lépése a ügyletrészsorozatok kialakítása azaz a kiválasztott követelésportfólió felosztása a különböző kockázati osztályokba. Ezt követően kerül sor az egyes kötvények fedezetének pontos meghatározására. Ahhoz, hogy a kötvény piacképes legyen szükséges az Egyesült Államokban az is szükséges, hogy legalább egy hitelminősítő megfelelően magas minősítéssel lássa el az értékpapírt, hiszen az értékpapír a kibocsátó üzleti múltja nélkül kerül a tőkepiacra. Az értékpapírosítás létrehozójának hitelminősítése, éppen a csődtávollí jelleg miatt nem mutathat megfelelő iránymutatást az értékpapír vásárlói számára sem a kibocsátáskor sem a másodlagos piacon. A jegyzési garanciavállalás azonban az értékpapírkibocsátások általános gyakorlatának megfelelően az *értékpapírosításnál* is segítheti a kibocsátás sikerességét.

A *KCGE* a kötvények értékesítésével biztosítja a forrást ahhoz, hogy ki tudja fizetni az általa megvásárolt követelések vételárát. Ezzel az értékpapírosítás kezdeményezője az általa kifizetett vagy portfóliójában tartott követelések ellenértékéhez jut és így az értékpapírosítás elsődleges, kibocsátási szakasza ezzel pénzügyileg is lezárul.

Ezt követően kezdődik a kibocsátott értékpapírok másodlagos piaci léte. Ez jellemzően nem egy szabályozott piaci jelenlét, hanem az *értékpapírosítás kezdeményezője* illetve *szponzora* által működtetett másodlagos piac. Ez a tény különösen fontos két szempontból: egyrészt a piac nem átlátható és ezért könnyen manipulálható a piac likviditását biztosító

⁴⁰⁷ Lásd EKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 8-9. old.

⁴⁰⁸ Lásd EKU, Solomon Y Deku – KARA, Alper: *Securitization Past, Present and Future* Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions 2017 8-9. old.

*árjegyzői szerepet*⁴⁰⁹ betöltő szereplő által. Másrészt a követelés portfólió megvásárlója vagy létrehozójaként *értékpapírosítás kezdeményezője illetve szponzora* a kialakult információs többletét a piac többi szereplőjével szemben tovább erősítheti, hiszen a másodlagos piaci információk birtokosaként is funkcionál.

A kibocsátást követően a pénzáramok mozgása a *KCGE* által meghatározott. A *KCGE* számára az adott értékpapírhoz rendelt követelések (mint értékpapír fedezet) pénzáramai biztosítják az értékpapírhoz kapcsolódó a kibocsátó által vállalt pénzügyi kötelezettségek fedezetét. Amennyiben sor kerül nemteljesítésre azaz a hozzárendelt követelésportfólió nem képes az értékpapírban vállalt kötelezettség fedezetét biztosítani és a fizetést garantáló pénzügyi kötelezettség sem nyújt megfelelő védelmet, mert a helytállás nem terjed ki a tömeges követelésből eredő nemteljesítésre, akkor az értékpapír kibocsátója, a *KCGE* nemfizetővé válik. Ha azonban erre a rendkívüli esetre nem kerül sor a kibocsátott kötvény lejáratakor a fennálló tőke és az utolsó kamatfizetés is megvalósul és az értékpapír valamint az abból eredő követelések és kötelezettségek is teljes körűen kielégítésre kerülnek. Ezt a teljes körű pénzáram megfeleltetést a letétkezelők és vagyonkezelők meghatározott joghatóságok esetében trustok illetve az általuk megbízott pénzügyi szolgáltatók végzik.⁴¹⁰

12.1. A feljövő országok⁴¹¹ 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

⁴⁰⁹ Az árjegyző az a jellemzően befektetési szolgáltató vagy természetes személy, amelyik egy meghatározott nagyságrendű pénzügyi eszközre, folyamatosan vételi és eladási kötelezettséget vállalva biztosítja az eszköz likviditását, azaz az árjegyző nélküli piaci árrésnél szűkebb ársávot valamint a folyamatos vételi és eladási árfolyamok alapján az üzletkötések megvalósulását.

⁴¹⁰ Például az Európai Unióban 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 a 1006/2009/EK és a 648/2012/EK rendelet módosításáról 2. cikk 13. pontja szerint a hitelezéssel kapcsolatos szolgáltatásnyújtó az a jogalany, mely egy „olyan szervezet, amely napi szinten foglalkozik vásárolt követelések egy halmaza vagy az alapul szolgáló hitelkitettségek kezelésével”

⁴¹¹ *A fejlődő vagy feljövő országok (developing or emerging countries)* a *fejlett országok (developed countries)* két eltérő fejlettségű országsoportot jelölnek. Maga az elnevezés is a két országsoport 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 vásárló erő 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 világ gazdasági átlag feletti volt. Végül harmadik fontos jellemző, hogy egy gazdasági és jogi intézményi átalakulás eredményeképpen jelentősen növekedett a világ gazdaság felé az adott nemzetgazdaság nyitottsága. Ezek a szempontok alapján a világ gazdasági GDP 45 %-át és a világ népességének közel felét teszik ki fenti hármas definíciónak megfelelő feljövő piaci ötven ország. 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.

országok összehasonlításában. Míg ugyanis az Egyesült Államokban az értékpapírosítás kezdeti időszakában jellemzően a klasszikus értékpapírosítás valósult meg, addig a 2000-es évek elejétől már a *szintetikus értékpapírosítás*⁴¹² és az értékpapírosítási folyamat jelentős torzulásai is megjelentek. E vadhajtások vezettek oda, hogy az értékpapírosítás a subprime válság egyik kiinduló okaként került meghatározásra.⁴¹³

Az *értékpapírosítás* válságban betöltött negatív szerepére vonatkozóan Steven L. Schwartz jogászprofesszor a Duke University professzora az értékpapírosítás, a subprime válságot megelőző években az Egyesült Államokban bekövetkezett torzulásait öt pontban foglalta össze.⁴¹⁴ Ezek a következők: a *jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használata az értékpapírosítás során*; az *originate to distribute modell téves használata*⁴¹⁵; a *hitel adminisztrációját végző szervezetek működése során felmerülő érdeellentétek*;⁴¹⁶ a *matematikai modellek túlzott használata*,⁴¹⁷ a *hitelminősítők túlzott szerepvállalása a befektetői due diligence vizsgálat helyett*. A fenti torzító tényezők eredményeképpen egy olyan belső ösztönzési rendszer alakult az Egyesült Államokban az értékpapírosítás szereplői körében különösen az *értékpapírosítást kezdeményezők és a szponzorok*⁴¹⁸ esetében, melyben a gyenge fizetőképességű adósoknak akár a sokadik hitelt nyújtva egy eszköz buborék kialakulását eredményezték. Történt mindez anélkül, hogy erre a veszélyre megfelelően transzparens módon felhívták volna a hitelminősítők a befektetők figyelmét és anélkül, hogy a jogalkotók olyan jogi környezetet alakítottak volna ki, mely elvárta volna az intézményi befektetőktől a megfelelően prudens magatartást azaz a *due diligence* vizsgálatok előzetes és időszakos elvégzését. Ennek a tévesen rögzült teljesítmény elvárási rendszernek az eredménye lett az, hogy az egyes piaci szereplők téves és torz magatartásainak hatásai összeadódtak⁴¹⁹ és a többi árnyékbanki

⁴¹² A szintetikus értékpapírosítás: olyan értékpapírosítás, amelynél a kockázati transzfer hitelderivatívákkal vagy garanciákkal valósul meg, és az értékpapírosított hitelkitettségek az értékpapírosítást kezdeményező kitettségei maradnak.

⁴¹³ 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 Commission Pursuant to Public Law III-21 January 2011

⁴¹⁴ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.

⁴¹⁵ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 134-136. old.

⁴¹⁶ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 136-137. old.

⁴¹⁷ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 137-139. old.

⁴¹⁸ A szponzor pedig olyan hitelintézet vagy befektetési szolgáltató, amely értékpapírosítási programot vagy más értékpapírosítást hoz létre és működtet vagy ehhez értékpapírokat vásárol és azok napi szintű aktív portfóliókezelésére olyan szervezetet bíz meg, aki erre jogosult

⁴¹⁹ 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.

működési modellel együtt azok egymás hatását felerősítve makrogazdasági krízishelyzetet: likviditási válságot eredményeztek.⁴²⁰

A fenti negatív példával szemben a fejlődő piacok értékpapírosítása, - hasonlóan az európai értékpapírosítási folyamatokhoz – egy jóval lassabb organikus növekedést eredményezett.⁴²¹

A másik fontos különbség a fejlődő és a fejlett piacok értékpapírosítási gyakorlata között, hogy a fejlődők esetében az értékpapírosítás a *nem teljesítő hitelek* (Non-Performing Loans – NPL) esetében alkalmazták először ezt a technikát, 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. A hasonló mindkét országcsoporthoz 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, addig fejlődő országokban a kis számú 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.⁴²² E riasztás hatására az IOSCO⁴²³ Fejlődő Piaci Bizottsága 2009 szeptemberében egy speciális munkacsoportot hozott létre, mely összes fejlődő piaci tagszervezetet számára kiküldött kérdőív alapján összeállított egy jelentést⁴²⁴ a fejlődő piaci értékpapírosítás gyakorlatáról. A jelentés célja az volt, hogy feltárja a pénzügyi kockázatok áttekintésének lehetséges forrásait az egyes joghatóságok területén és hogy megvizsgálja a pénzügyi instabilitás csökkentése érdekében tett intézkedések körét az egyes joghatóságok esetében. A kutatás megállapította, hogy a fejlődő piacok egyre

⁴²⁰ Lásd 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 130-140. old.

⁴²¹ Lásd HALMAI Péter: Az európai növekedési potenciál eróziója és válsága *Közgazdasági Szemle* 62. évf. 4. szám 379-414. old.

⁴²² Lásd BÉLYÁCSZ Iván, SZÁSZ Erzsébet: Ciklikus pénzügyi válság, vagy szisztematikus rendszerhibák tragikus összeadódása? *Gazdaság és Pénzügy* 2016 3. évf. 2. szám 86-109. old.

⁴²³ Az *Értékpapír Felügyelet 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 értékpapírpiacon szabályozásban való együttműködés a tőke és pénzpiacok átlátható működésének biztosításával és rendszerszerű kockázatok feltárásával; a befektetők 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 érdekében. 2018. áprilisában 218 tagjából 128 értékpapír felügyelet, 26 nemzetközi vagy regionális felügyeleti szerv és 64 önszabályozó piac szervezet volt.

⁴²⁴ *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

inkább összekapcsolódnak a fejlett piacokkal, ezért fontos a feljövő piaci tőkepiaci felügyelet bevonása a nemzetközi szabályozórendszer kialakításába és a tapasztalatok széles körű megosztása a fejlett és fejlődő országok között. Továbbá a makrogazdasági kockázatok csökkentése érdekében kiemelt célul tűzték a befektető és fogyasztóvédelmet valamint a *szabályozási arbitrázs* minél alacsonyabb szinten tartását. A tőkepiacok hatékony működése az egyes nemzetgazdaságok tartós növekedésének a fontos összetevője, ezért fontos, hogy a szabályozás a funkció megvalósítását támogassa azonban úgy, hogy mindez ne jelentsen makrogazdasági többletkockázatot az adott joghatóság esetében.⁴²⁵

Az IOSCO ugyanez a speciális munkacsoportja 2010-ben éppen a fenti felmérés alapján egy újabb riportban⁴²⁶ foglalta össze immáron nemcsak a pénzügyi válság a tőkepiacokra gyakorolt hatásait a feljövő piacokon, de célul tűzte ki azt is, hogy a *strukturált pénzügyi termékekre* vonatkozóan szabályozási elvek meghatározza és a legjobb gyakorlatok meg is ossza a feljövő piacokon.

A továbbiakban a kínai értékpapírosítás történeti áttekintését követően a kínai értékpapírosítás szabályozási környezetét és jellemzőit vizsgálja a jelölt.

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 a *Brady-terv* részeként.⁴²⁷ A kötvény névadója Nicolas Brady Egyesült Államok pénzügyminisztere volt, és valójában nem tekinthető valós értékpapírosításnak, hiszen *szindikált hitelek*⁴²⁸ értékpapír formába történő átalakítására került mindössze sor, az Egyesült Államok által kibocsátott diszkontkötvények fedezete mellett. A program sikerét a feljövő piaci banki finanszírozás szükségessége és így magas kamatköltsége alapozta meg. Ugyanis, amíg az 1980-as évek második felében feljövő piaci kötvénykibocsátás kamata jellemzően 17 % volt, addig a hasonló lejáratú amerikai államkötvény hozama 8 % volt így a 13 %-on értékpapírosított követelésekkel 4 %-kal olcsóbb forráshoz jutott annak

⁴²⁵ *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.

⁴²⁶ *Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets Final Report* Emerging Market Committee of the International Organization of Securities Commissions 2010. október

⁴²⁷ BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 142. old.

⁴²⁸ A szindikált hitelezés során egy vezető pénzintézet több pénzintézetet von be a nagy összegű és jelentős kockázatú hitelügylet közös finanszírozására.

kibocsátója.⁴²⁹ Mindezek mellett a bankok pozícióját 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 az ekkor Latin-Amerikával ahol a jövőbeli pénzáramok értékpapírosítása terjedt el.⁴³⁰ Ez utóbbi jövőbeli követelések olyan harmadik országra vonatkozó exportkinnlevőségekre vonatkoztak, melyek szerződesei 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 adós minősítéssel* rendelkező export célországba történő kitettség volt.⁴³¹ Az 1997-es ázsiai valutaválságot követően ezért is terjedt el Ázsiában is a feljövő országok körében az értékpapírosítás ezen a jövőbeli pénzáramok fedezetére vonatkozó értékpapírosítás, hiszen az egyes valutaválságokban érintett országokban működő vállalkozások és természetes személyekkel szembeni követelések minősítése nem lehetett jobb az adott ország szuverén adósminősítésénél.⁴³²

A kínai értékpapírosítás előzményének tekinthető a *Bank of China* 1979-től indult mérlegen kívüli tevékenysége. Annak ellenére, hogy ekkor már kétszintű bankrendszer működött Kínában. Az 1990-es évektől kezdve pedig már Kínában is előtérbe került a magántulajdonban lévő lakóingatlanok arányának növelése.⁴³³ 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.⁴³⁴ 1998-ban pedig - az Egyesült Államok Freddie Mac⁴³⁵ jelzáloghitelezést támogató intézményének mintájára

⁴²⁹ BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 141. old.

⁴³⁰ HILL, C. A.: *Latin American securitization. The case of disappearing political risk* Virginia of International Law 38, 1998, 295-303. old.

⁴³¹ BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 147-151. old.

⁴³² BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 151-152. old

⁴³³ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160. old.

⁴³⁴ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160. old.

⁴³⁵ A Fannie Mae, mely a Federal National Mortgage Association rövid neve, 1938-ban került megalapításra. Azzal a céllal jött létre, hogy olyan jelzálogokat vásároljon, melyeket az állami FHA (Federal Housing Agency)

létrejött - Shanghai Housing Authority 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 infrastrukturális 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.⁴³⁶ A mintát az Egyesült Államokban a *takarékszövetkezeti válságban*⁴³⁷ felhalmozott nemteljesítő, toxikus hitelek kezelésére létrehozott *Resolution Trust Corporation* (RTC)⁴³⁸ szolgáltatta. Olyannyira, hogy a korábbi RTC elnököt, William Seidmant is alkalmazta az AMC program. A cél hasonló volt a felhalmozott nemteljesítő hitelek által lekötött tőke és likviditás felszabadítása a bankrendszerben.⁴³⁹ Az *AMC program* keretében 1,4 billió RMB összegben került sor értékpapírosításra és a program a *Brady-terv* által alkalmazott amerikai államkötvények fedezete mellett valósult meg.⁴⁴⁰

A kínai értékpapírosítás következő jelentősebb hulláma 2005-ben indult el egy kísérleti program keretében, amelyet aztán a 2008-ban kitört *subprime válság* az Egyesült Államokban megakadt a kínai hatóság a *subprime buborék* tovagyrúzó hatásától való félelem által kialakult óvatosság miatt. Ekkora már a kínai értékpapírosítás az ügyfél igényeknek szélesebb körben eleget téve különböző földrajzi lokációkból és eltérő hiteltípusokból képzett kibocsátást is megtudott valósítani. A 2005-ös kísérleti programnak négy fő célja volt. Az első cél a bankok

hitelfedezeti biztosítása véd. A program során azon magánszemélyek lakáshoz jutását támogatták, akik számára a piaci lakáshitelek nem elérhetőek. 1968 után a Ginnie Mae létrehozását követően státusza GSE-vé (Government Sponsored Enterprise) vált. A GSE státusz nem jelent állami garanciavállalást, de még szükségszerűen állami tulajdont sem. De a piaci szereplők ennek ellenére az állam implicit garanciájával, helytállásával számolnak, azzal, hogy az állam nem hagyja ezeket a társaságokat csődbe menni és szükség esetén beavatkozik a védelmük érdekében.

⁴³⁶ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160-161. old.

⁴³⁷ 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 ebben az államban volt bejegyezve és a csődök hatására az Texas állam gazdasága recesszióba fordult.

⁴³⁸ 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.

⁴³⁹ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160-161. old.

⁴⁴⁰ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160-161. old.

hiteleszközeinek a kockázatának szétterítése a gazdaságban illetve részben átadás a befektetők számára. A második cél a pénzintézetek megszabadítása a nemteljesítő hitelektől. A harmadik és a negyedik cél is összefüggött egymással, ahogy az első kettő is. A nem pénzügyi vállalkozások könnyebb forráshoz juttatása és a befektetők befektetési lehetőségeinek szélesítése a kínálati és keresleti oldal összekötésével valósulhat meg az értékpapírosítás segítségével.⁴⁴¹

A 2005 és 2008 közötti időszakban a *China Development Bank* által létrehozott fedezett vállalati hitelkövetelések (*Collateralized 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.⁴⁴² 2008-ban a *subprime válság* kibontakozásának hatására mind az Egyesült Államokban mind Európában jelentősen 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*⁴⁴³ megvalósítva a válság alatt további hitel oldali likviditást tudott a gazdaságba pumpálni ellentétben az Egyesült Államokkal, ahol ez az eszköz már nem állt rendelkezésre. Így bár a *Bank of China-nak* is, mint a legjelentősebb ázsiai subprime értékpapírosított portfólióval rendelkező intézményi befektető is jelentős portfólió-eszköz romlással kellett szembenéznie (közel 8 milliárd USD összegű értékpapírállományának a negyedét kellett veszteségként elkönyvelnie).⁴⁴⁴ 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

⁴⁴¹ Lásd BUCHANAN, Bonnie G.: *Securitization and the Global Economy* History and Prospects for the Future 2017, 160-161. old.

⁴⁴² 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.)

⁴⁴³ 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.

⁴⁴⁴ 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. A túlfűtött gazdasági helyzetben is fontos az állami szerepvállalás a kialakuló buborék méretének és negatív hatásának csökkentésére.

értékpapírosítások szigorúbb kezelésére vonatkoztak, azon belül is a hitelkockázatok szigorúbb kezelésére a valódi kockázat átadás biztosítására, a kockázátadás pontos kezelésére, a tőkekövetelményeire vonatkozó előírások szigorúbb betartására, valamint a belső ellenőrzés és kockázatkezelés javítására és a közzétételi szabályok betartatására és a végül, de nem utolsósorban az értékpapírosítások egységesítésre.⁴⁴⁵

2012-ben egy újabb kísérleti program indult először 50 milliárd renminbi (RMB) kerettel, melyet aztán a *Kínai Állam Tanács* (PRC State Council) 2015. május 13-án 500 milliárd RMB összegre emelt.⁴⁴⁶ A késői indulás ellenére a 2017-re a kínai értékpapírosított követelések nagysága elérte az 1500 milliárd RMB értéket, amivel a kínai gazdaság 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 1980-as évektől egészen napjainkig. Ez azért fontos tényező, mert így a kínai banki válságkezelési gyakorlat nem alakulhatott ki a kereskedelmi bankok szintjén. Bár volt egy csődközeli állapot 1999-ben az 1997-es ázsiai válság tovagyrúzó hatásaként, de ezt a kínai vezetés olyan jól kezelte, hogy csak évekkel később derült fény.⁴⁴⁷ A másik fontos tényező a nemzetközi trendekhez késői csatlakozásban a rövid követelés és hiteltermék múltak és a szabályozás átfogó jellegének hiánya mellett a külföldi intézményi befektetők piaci hozzáféréseinek lassú és fokozatos biztosítása volt.

12.3. A kínai értékpapírosítási konstrukciók

A továbbiakban az egyes jellemző kínai értékpapírosítási típusokat tekinti át a jelző és ezek kapcsán a kínai tőkepiaci felügyeleti rendszer működését, mely meghatározó jelentőségű az értékpapírosítások tekintetében is.

⁴⁴⁵ 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.

⁴⁴⁶ 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.)

⁴⁴⁷ 1999-ben a kínai bankrendszer gyakorlatilag fizetéseképtelenné 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.)

Az egyes értékpapírosítási konstrukciók között az alapvető eltérés a követelés portfólióban lévő eszközök, a konstrukciót engedélyező felügyeleti szerv, a másodlagos piac megléte, az értékpapírosítást kezdeményező és a megcélzott befektetők körében határozható meg.⁴⁴⁸ Ezért ezen jellemzőket kiemelve kerül elemzésre a három konstrukció.

Az első értékpapírosítási konstrukció az *eszközfedeztetű 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 által. Tehát ez egy részben önszabályozó piaci szervezet által meghatározott⁴⁴⁹ értékpapírosítási forma Kínában. Azonban az általános jogi keretet a kínai jegybank 2008 áprilisában kiadott rendelete rögzíti,⁴⁵⁰ mely kínai jegybanktörvénnyel⁴⁵¹ összhangban meghatározza a kibocsátott értékpapír típusát,⁴⁵² amely egy *adósság típusú kötelezettség vállalás (debt instrument)* a nem pénzügyi intézmények részére, és amely a kínai bankközi kötvénypiacon⁴⁵³ meghatározott időszakon belül kamat és tőke fizetésére kötelezi az értékpapír kötelezettjét. A regisztrációs, a letétkezelési és elszámolási kötelezettségeket pedig a kínai központi értéktár és elszámolóház⁴⁵⁴ látja el.

A konstrukció legfontosabb jellegzetessége a *trust intézmény* igénybevétele. A speciális célú jogalany vagy KCGE helyett itt egy speciális célú trust látja el csődfüggetlen harmadik személy szerepét, amely részére a követelés portfólió átadásra kerül. A *trust kedvezményezett* *vagyoni jegyeket (beneficiary certificate)* bocsát ki, amiből a trust megvásárolja a követeléseket az értékpapírosítás kezdeményezőjétől. Az értékpapírosítás során a befektetők biztonságát és a trust folyamatos képességét a kamatok fizetésére és a tőketörlesztésére vonatkozóan egy *garantőr társaság* és egy másik pénzintézet által nyújtott *likviditást biztosító hitelkeret* erősíti.

⁴⁴⁸ Lásd 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.)

⁴⁴⁹ Guidance for the Issue of the Asset Backed Notes issued by Non-financial Enterprises on the Inter-bank Bond Market

⁴⁵⁰ 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.)

⁴⁵¹ 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.)

⁴⁵² 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

⁴⁵³ PRC National Interbank Bond Market

⁴⁵⁴ China Government Securities Depository Trust & Clearing Co. Ltd. -CGSDTC 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 5. cikk

A kifizetések biztonságát az értékpapírosítást kezdeményező és a befektetők között a már említett *központi elszámolóházon* túl egy letétkezelő bank közbeiktatása is segíti. A befektetők köre ebben a konstrukcióban 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*, *lizing követelések*, *trust kedvezményezett jogok (trust beneficiary rights)* és az infrastrukturális 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.⁴⁵⁵ A további előny, hogy az értékpapírosítást kezdeményezőnek nem szükséges *hitelkockázati kitettséget*⁴⁵⁶ megtartania az értékpapírosított követelésportfolióból. Az értékpapírosítás során csak a nyilvános forma igényel megfelelő minősítésű hitelminősítést, kivéve a legalacsonyabb⁴⁵⁷ minősítésű ügyletrészsorozatot (*tranche*) és a zártkörű formát, ahol nem szükséges a hitelminősítő alkalmazása.

A második értékpapírosítási konstrukció a *CBIRC*⁴⁵⁸ *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 *CBIRC* 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

⁴⁵⁵ ASIFMA Growing Asia's Markets 2018 ASIFMA Securitisation in Asia 2018, 2018 szeptember 23. old. lásd <https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2018/09/asifma-2018-securitization-handbook-final-003.pdf> (2019.01.15.)

⁴⁵⁶ 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.

⁴⁵⁷ 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 a ügyletrészsorozat a leggyengébb, a nem befektetési kategória legalacsonyabb értékét (C, CC, CCC)kaphatna csak meg, ami azonban nem növelhetné az értékpapír vonzerejét, így felesleges költségkiadás lenne.

⁴⁵⁸ A China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC) 2018. április 3-án jött létre a korábbi kínai bank- és biztosításfelügyelet (China Banking Regulatory Commission és China Insurance Regulatory Commission) összevonásával.

vertikális ügyletrészsorozatból választva. A *horizontális ügyletrészsorozat kialakítás* szerint a junior ügyletrészsorozatból legalább öt százalékos kitettséget kell megtartani. A *vertikális ügyletrészsorozat kialakítás* szerint a junior ügyletrészsorozat öt százaléka mellett a senior ügyletrészsorozatokból is 5-5 %-ot kell megtartania, úgy hogy az összkitevés legalább öt % legyen a teljes eszközportfólióból. Az így megtartott *hitelkitevést* az értékpapírosítást kezdeményezőnek a lejáratig meg kell tartania.⁴⁵⁹

A harmadik konstrukció pedig a *CSRC ABSP*⁴⁶⁰ *struktúra*, melynek lényege hogy bár az összes vállalati követelés esetében lehetőséget biztosít, mint az értékpapírosított követelések alapjául szolgáló eszközre, azonban ez valójában csak a nem-pénzügyi intézmények mint független lízingtársaságok, autópálya díjbeszedő társaságok elektronikus kereskedelemmel foglalkozó platformok és a telekommunikációs szolgáltatók. 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 ügyletrészsorozataira kedvezményezetti jogosultságot biztosítanak. Az így befolyt kibocsátási értékből a követelések megvásárlásra kerülnek, mely követelések pénzáramai biztosítják a különböző ügyletrészsorozatok kamat és tőkekötelezettségeinek 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.⁴⁶¹

⁴⁵⁹ 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.)

⁴⁶⁰ Asset Backed Security Program – ABSP egy olyan értékpapírosítási megoldás Kínában, mely a Kínai Értékpapír-Felügyelet (CSRC) az ABSP rules (Administrative Provisions on the Asset Securitisation Business of Securities Companies and Subsidiaries of Asset Management Companies) alapján szabályoz annak 2014. évi bevezetése óta.

⁴⁶¹ 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 megmértetésben 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. Azonban a jogi környezet még mindig egy relatíve zárt piacot feltételez. Az értékpapírosítás lényege - a banki finanszírozás kockázatmegosztása a tőkepiaci szereplőkkel - még kevésbé 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 harmadok az SPT és ABSP közötti különbség megszüntetése. Hasonlóan a külföldi intézményi befektetők esetében az *onshore*⁴⁶², 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 három éves forrásadó mentesség⁴⁶³ véglegessé tétele lehetne a külföldi befektetők *onshore kötvénypiaci* befektetéseire vonatkozóan.⁴⁶⁴

Egy további javaslat a hitelminősítők szerepét és Kínában is megtépzott hitelességének helyreállítását szolgálná. E szerint érdemes a kínai jogalkotónak megfontolnia a kettős hitelminősítés bevezetését, ezzel egyfajta minőségbiztosítási szempontot is beemelve a hitelminősítés rendszerébe, de az igazi áttörés éppen a kibocsátó fizet – *issuer pay* - modelltől (jelen esetben az értékpapírosítást kezdeményező vagy a speciális célú trust) a befektető fizet - *investor pay* - modellre való áttérés jelenthet.⁴⁶⁵

⁴⁶² 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.

⁴⁶³ Lásd SZILOVICS, Csaba: *Az adójogi norma szerepe az optimális adórendszer kialakításában* JURA 2016, 22. évf. 1. szám 322-328 old.

⁴⁶⁴ 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.)

⁴⁶⁵ 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 már 2008. január elsejétől 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 értékpapírosítás 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,⁴⁶⁶ 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 ABCP (asset backed commercial paper) értékpapír előképe. Hasonlóan az Egyesült Államokban használt fogalom elhatároláshoz, a *szponzor és az értékpapírosítást kezdeményező* elkülönítése nem történt meg a kormányrendeletben azzal, hogy olyan vállalkozásként definiálja 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.⁴⁶⁷ A vonatkozó, ekkor hatályos európai uniós jogszabály Az Európai Parlament és a Tanács 2006. június 14-i 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”.⁴⁶⁸

Hasonlóan az Egyesült Államok gyakorlatát követve, de az európai uniós szabályozás alapján a hitelminősítők az értékpapírosításban betöltött szerepének a szabályozása is a kormányrendelet részévé vált. Azonban a kormányrendelet 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 hitelminősítés szempontjából, akkor a külső hitelminősítő alkalmazását elfogadja.⁴⁶⁹ A magyar

⁴⁶⁶ 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 2 § 1. bek. 1. pont

⁴⁶⁷ 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 2 § 5. bek.

⁴⁶⁸ Európai Parlament és a Tanács 2006. június 14-i 2006/48/EK irányelve - a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról 4. cikk 36. bek.

⁴⁶⁹ 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 11 § lásd <https://www.mnb.hu/letoltes/2011-xii-9-8> (2019.05.31.)

tőkepiaci felügyelet ajánlásában⁴⁷⁰ 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 (Committee 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 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.⁴⁷¹ 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) fogalmát⁴⁷² hatályon kívül helyezte 2011. január elsejével az értékpapírosítás hagyományos formájának az alap elemeit 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 irányelvnek a kereskedési könyvre és az újraértékpapírosításra vonatkozó

⁴⁷⁰ Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete elnökének 4/2011.(XII. 9.) számú ajánlása a külső hitelminősítő szervezetek és minősítéseik elismeréséről

⁴⁷¹ Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete elnökének 4/2011.(XII. 9.) számú ajánlása a külső hitelminősítő szervezetek és minősítéseik elismeréséről III. 6-7. pont

⁴⁷² 380/2007. (XII. 23.) Korm. rendelet 11 § lásd <https://www.mnb.hu/letoltes/2011-xii-9> 8 (2019.05.31.) 2 § 2.,5., 10., 19. bekezdés

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.⁴⁷³ Ezzel az Európai Unió a mérlegen kívüli tőkekövetelményeket csökkentő veszélyekre hívta fel a figyelmet. Ezzel azonban a magyar jogalkotó 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 rajta kívül álló okok miatt nem járt sikerrel. Utólag megállapítható, hogy részben pozitív az értékpapírosítás elindulásának a hiánya, így ugyanis az Egyesült Államokban tapasztalt potenciális 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.

Ugyanakkor az is tény, hogy bár a hazai szabályozás 2008-tól 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. Ahogy az Európai Unióban a válság hatására a közel 1,5 Mrd USD kibocsátási összeg 2009-re a felére majd 0,5 Mrd USD alá esett.⁴⁷⁴ A csökkenő trend oka lényegében nem is közvetlenül a válság volt, az Európai Unióban, hanem annak közvetett hatásai: így az állami támogatás hiánya és az a tény, hogy az értékpapírosítást kezdeményező

⁴⁷³ 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

⁴⁷⁴ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 31. old

pénzüntézetek a szabályozás szigorításával az egyre olcsóbb jegybanki források felé fordultak.

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.⁴⁷⁵ Ez a tény részben érthető, ha a hazai és nemzetközi CDS piac fejlettségét tekintjük a szintetikus ügyletekkel történő indulás alapjának. Azonban a fő ok a 2014 előtt hatályos Polgári Törvénykönyvnek az engedményezésre és a követelés átruházásra vonatkozó szabályozása, mely nem támogatta az értékpapírosítás hazai elterjedését.⁴⁷⁶ 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 jogi szabályozás hiányában.

A 2019. január elsejétől hatályos magyar szabályozás az új alapokra helyezett európai uniós értékpapírosítási modellt vezette be. 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 jogalkotó által kevésbé szabályozott komplex adózási, csődvédelmi és befektetővédelmi aspektusait is. A jogszabálytervezet el is készült 2015 –re és az Nemzetgazdasági Minisztérium felé továbbításra került, de a hazai jogszabály kezdeményezési folyamat - az értékpapírosítás európai uniós jogalkotási folyamatának előrehaladtával - leállt.⁴⁷⁷

Az (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelet határozta meg azokat a kötelező jogi normákat, melyek a magyar jogban az értékpapírosítást 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 közvetítőrendszer érintő egyes törvények jogharmonizációs célú módosításáról 2-12 § módosították. Az alapvető változás, hogy az értékpapírosítási típusok közül az STS értékpapírosítást és a nem szintetikus értékpapírosítást kívánja a Tpt. a nemzeti jogszabályokkal külön kiegészítve szabályozni, míg a szintetikus értékpapírosítást az (EU) 2017/2402 európai parlamenti és tanácsi rendelet a Tpt.-vel foglaltakkal együtt⁴⁷⁸ (erre kizárólag a Tpt. XXVI. fejezete utal) az EU rendelet hatáskörébe

⁴⁷⁵ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 35. old

⁴⁷⁶ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16. 35. old

⁴⁷⁷ Lásd LÁSZLÓ Adrienne: *Az értékpapírosítás és annak szabályozási kérdései* Budapesti Corvinus Egyetem MNB tanszék előadás 2017. március 16., 35. old

⁴⁷⁸ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 231 § 2-3. bek.

utalja.⁴⁷⁹

A Tpt. az európai értékpapírosítási normák alapján elkülönítteti 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.⁴⁸⁰

A Tpt. nyolcadik részének a XXV- XXVI. fejezete a KCGE és annak működésére és megszűnésére (fizetéseképtelenségi eljárások és jogutód nélküli megszűnések) vonatkozó speciális szabályokat rögzíti, azokat, amelyek (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 a KCGE által az értékpapírosítás során kibocsátott értékpapírok működése kizárólag a KCGE-ben az adott ügyletsorozat fedezetéül szolgáló követelések teljesítésétől függjön és ne legyen köthető 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 fizetéseképtelenség esetében különösen fontos a KCGE speciális jellegének megfelelő szabályozás. A Tpt. ebben az esetben is garanciális eszközt biztosít azáltal az értékpapírosítás során értékpapír formában szerzett követelések jogosultjainak, hogy követeléseik nem természetes személy kötelezettjeinek nem teljesítése esetében sem vonható a követelés a felszámolási vagy csődvagyon körébe a kötelezett illetve annak hitelezői által.⁴⁸¹ Az egyes ügyletrészsorozatok közötti „keresztfinanszírozás” lehetőségét is kizárja a jogalkotó azért, hogy az egyes ügyletsorozat követelésjogosultjai ne kezdeményezhessenek felszámolási eljárást más ügyletrészsorozat követeléseinek terhére. 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

⁴⁷⁹ 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.

⁴⁸⁰ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 391 § 1. bek. 21-22. bek.

⁴⁸¹ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 234 §

másik ügyletrészsorozat felszámolási vagyonába annak ellenére sem, hogy mindkét követeléscsomag a KCGE tulajdonában van. Így az egyes ügyletrészsorozaton belül kerülnek a kielégítési csoportba sorolva az adott értékpapírosításból származó értékpapír tulajdonosok követelései és nem a teljes KCGE-vel szemben.⁴⁸²

Felmerül a kérdés, hogy a 2019-es jogi keretek mennyiben adnak jobb lehetőséget az értékpapírosítás hazai bővülésére a 2008-as kormányrendelettel szemben. A válasz az MNB Növekedési Kötvényprogramjában (NKP) és a monetáris politika eszköztárának bővítése szándékában található meg.⁴⁸³ Az Magyar Nemzeti Bank az NKP bevezetése során kettős célt tűzött ki a program megvalósításakor. Az egyik cél a hazai kötvénypiac fellendítése mellett az értékpapírosítás támogatása.⁴⁸⁴ Az NKP a kötvénypiac fellendítésével az egyes kötvények esetében biztosít keresletet azzal, hogy a GDP 0,7 %-ig összesen 300 Mrd HUF értékben 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 kötvények számára egy likvid másodlagos piac kialakulásának a lehetőségét is létrehozza a jegybank. Ez nemcsak a gazdasági növekedés időszakában fontos, de mint anticiklikus gazdaságpolitikai eszköz is lehetőséget biztosít a likviditási csapda helyzetben a gazdasági növekedés monetáris politikai ösztönzésére. Ugyanis a nulla közeli kamatlábaknál a kötvénykibocsátások ösztönzésével és azok MNB általi vásárlásával - likviditási többletet tud biztosítani és így újabb gazdaságpolitika növekedési ösztönzőt 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 fedezetül szolgáló követelésportfolió. Így a követelések eredeti jogosultjai a követeléseik részleges vagy teljes átadásával 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. Így megvalósulhat másodszori nekifutásra az értékpapírosítás állami támogatása egy jól szabályozott környezetben Magyarországon is, ahol a hitelminősítők bevonása helyett a befektetők due diligence vizsgálatára helyeződik a hangsúly - mindez a kereskedési adattárak megfelelő adatbázisával támogatva.

⁴⁸² 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 235 §

⁴⁸³ A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői Magyar Nemzeti Bank 2019 8., 25. old.

⁴⁸⁴ A növekedési kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői Magyar Nemzeti Bank 2019 8. old.

14. Az értekezés során vizsgált hipotézisek vizsgálati eredményeinek összefoglalása

Az értékpapírosítás elemzését megelőzően először az értékpapírosítás alapjait képező, különböző értékpapírok létrejöttének a gazdasági szükségszerűségét vizsgáltam. 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 áru piacok alapjait is. Az alapvető értékpapírok kötelmi jogon alapulnak, de megjelenési formájukban a dologi jog határozza meg működésüket. Ezért a két polgárjogi terület jellemzőinek bevonásával elemeztem az értékpapírok általános működését. Az értékpapírosítás elemzése előtt az egyes értékpapírtípusok, így a részvények a kötvények és e kettő alap értékpapírtípus és azok altípusainak bemutatását is szükségesnek tartottam. Ez azért volt releváns az értekezés során, 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, kevésbé felkészült megtakarítók tömeges félrevezetésére. Ezért tartottam fontosnak, 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 megalapozzam és áttekinthetővé tegyem a kapott eredményeket. Hasonló az eljárás végelszámolás esetében is azzal a kiegészítéssel, hogy ahogy öncsödöt úgy végelszámolást sem indíthat a KCGE mint jogalany társaság amíg egyetlen ügyletrészsorozatból eredő követelés is kielégítésre nem került.⁴⁸⁵

Az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása – az értékpapírosításhoz hasonlóan – önmagában komplex feladat, mivel az összetett konstrukció megnehezíti a világos, jól használható definíció megalkotását. Ezért az értekezésben a fogalmi elhatárolása során nemcsak az értékpapírosítás folyamatának az elemzése, de az egyes résztvevő jogalanyok jogainak és kötelezettségeinek elhatárolása is szükségessé vált.

Az értékpapírosítás történetét két részre bontottam: korai és modern kori értékpapírosításra. A korai értékpapírosítások ugyanis még csak részben felelnek meg a ma

⁴⁸⁵ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 237 §

elfogadott értékpapírosítási ismérveknek, azonban számos esetben a modern kori értékpapírosítás jellemzői is megtalálhatók e korai konstrukciókban is. A korai értékpapírosítási modellek e hiányosságaik ellenére érdemben hozzájárulnak a fentiekben felvetett kérdések 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 a téves értékpapírosítási jellegű piaci ösztönzők kialakulásának és a befektetők nem megfelelő pénzügyi tudatosságának. E rész tehát bemutatja a korai értékpapírosítás és a kapcsolódó válságok főbb jellemzőit is, így korai és a modern értékpapírosítás összehasonlítására is lehetőség nyílt az értekezés bevezető részében.

A bevezető szakaszban szükségesnek tartottam még az értékpapírosítás több szempontú, keresleti és kínálati oldalú, mikroszintű, pozitív és negatív irányú megközelítését. Ugyanakkor éppen a 2007-2009-es subprime válság tanulságaként a kockázatokat makroszintű szemszögből is vizsgálni kell. Ezért a makroszintű előnyöket és kockázatokat is az elemzés tárgyává tettem az értékpapírosítási előnyök és hátrányok vizsgálatakor.

Az egyes értékpapírosítási típusok elhatárolása ezzel már érdemben hozzá tudott járulni mindkét vizsgált kérdéskörben megfogalmazottak elemzéséhez.

Az értékpapírosításban alkalmazott a hitelminőség javítási megoldások áttekintése jól illusztrálja az értékpapírosítás komplexitását az előnyök és potenciális hátrányok tekintetében. Ez különösen igaz a ügyletrészsorozatok kialakítása során létrehozott új értékpapírok jellemzői tekintetében. A befektetők igényeinek minél szélesebb körű kielégítése és a követelésportfólió még átlátható és kezelhető szintű részekre történő felbontása között szükséges a megfelelő egyensúly kialakítása, vagyis a befektetők többségének az igényeinek kielégítése és az értékpapírosítást kezdeményezők profit érdekei közötti összhang megteremtése. Jól mutatja ezt az egyik korai modern értékpapírosítási konstrukció, a REMIC (real estate mortgage investment conduit) esete is, amelynek bukását az okozta, hogy a tömeges igényeket kielégítő értékpapírosítás nem működhetett szűk körű, specifikus igények kielégítésére alapozott ügyletrészsorozatok kialakításával. Ugyanígy a túlzott külső hitelminőség javítás (harmadik személy garanciavállalása, illetve készfizetőkezesse mellett) nem feltételezi a makroszintű árnyékbanki pánikok okozta feszültségek bekövetkezését, de ez azonban a feltételezés ellenére likviditási válság esetében mégis bekövetkezik. Ha azonban erre sor kerül, a helytállásra kötelezettséget vállaló gazdasági szereplők pénzügyi helyzete is megroppan, ezzel a

hitelminőség javítás külső és belső formái nem nyújtanak valós védelmet a kockázatokkal szemben a befektetők számára.

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 hasznos 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 így, valós követelések átadása nélkül kerül sor a hitelkockázat átadására. A származtatott ügylet alkalmazása és a szintetikus jelleg azonban még nem teszi szükségsszerűvé a tőkeáttétel alkalmazását.

Azonban a tőkeáttétel nélkül is a szintetikus értékpapírosításnál használt derivatív (származtatott) ügylet, a hitelfedezeti csereügylet (Credit Default Swap - CDS) egy sokak által és sokszor félreértelmezett jellemzője - a biztosításhoz hasonló rendszeres díjfizetést tartalmazó és csak ritkán valóban megvalósuló helytállási kötelezettség tartalma - önmagában is tovább növelheti a 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 koncentrálnak, a helytállás fedezetének elkülönítése nélkül jelentős profitra tehetnek szert egy átmeneti időszakban, később azonban az elért profitok összességét meghaladó veszteségek alakulhatnak ki a helytállási kötelezettség beállása esetén. Ennek bekövetkeztét a 2007-2009-es subprime válságban azonban a CDS-ek megfelelő tőkepiaci szabályozása megelőzhette volna. Azonban Alan Greenspan, akkori FED elnök és Robert Rubin az Egyesült Államok hivatalban lévő pénzügyminisztere megakadályozta, hogy a CFTC, a határidős tőzsdék felügyeleti szervének a vezetőjének a javaslata⁴⁸⁶, alapján a CDS-eket a többi származtatott ügylethez hasonlóan központi szerződő fél és elszámolóház 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

⁴⁸⁶ 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.

teljesítésére. A központi szerződő fél 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 nyilvántartás hiánya nemcsak a teljesítés megvalósulását, de a fennálló kötelezettségek mértékének a meghatározását is jelentősen megnehezítette, mert azonos követelésportfoliókra: benchmark jelzáloghitelállományokra többszörös helytállási kötelezettségek kerültek vállalásra a CDS-ek által. Ezen kötelezettségek nagyságának és pontos mértékének a hiánya viszont a teljes pénzügyi rendszer szereplőibe vetett bizalmat megingatta. 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.

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 portfóliókezelés elveit alkalmazva az intézményi befektetők portfóliójában kiegészítő jelleggel kerültek volna sor alkalmazásukra, akkor a CDS-k már ebben az időszakban is inkább kockázatsökkentő és nem kockázatnövelő szerepet tudtak volna betölteni.

Azonban a CDS éppen a fenti, rendszeres díjfizetésű biztosításhoz hasonló működése az, amely a hitelkockázat átadását illetve annak replikálását lehetővé teszi. Ezért kerül a CDS beépítésre a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírba (credit-linked note), melyet a szintetikus értékpapírosítást megvalósító KCGE bocsát ki befektetői számára. Ezzel a KCGE a követelések megvásárlása nélkül, a CDS bevonásával, a követelésekből befolyó rendszeres pénzáramokat tud biztosítani az ügyletrészsorozat kialakítása során létrejövő értékpapírok tulajdonosainak. A referenciaportfólióra vonatkozó nemfizetési esemény bekövetkezése pedig azt biztosíthatja, hogy a követelések nemfizetése az ügyletrészsorozat kialakítása szerinti sorrendben azokat a veszteségeket állítsa be az egyes értékpapírok pénzáramába, melyek a követelések tényleges tulajdonlása esetében is bekövetkeznének a követelés piaci értéke és tényleges fennálló tőkeértéke (nominális érték) között.

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 nemzetközi mértékben félrevezető - kiemelkedő jó minősítéssel (AAA, AA) látva el az A kategóriásnál gyengébb (subprime) minősítésű jelzálogköveteléseket, egy nem megfelelően átlátható hitelminőség javítás során. Ebben a téves kockázati modellben ugyanis a gyengébb minősítésű subprime hitelekkel álló követelésportfoliókból az értékpapírosítások során létrejött értékpapírok úgy kaphatták meg a legjobb minősítést, hogy azok, a reálisnál magasabb minősítését szinte csak a téves modell alkalmazása (nem számolt az ingatlanárak esésével) és ügyletrézsorozat kialakítás során a pénzáramok újrastrukturálása biztosította. A jelentős hitelminőségjavítás így a belső és külső hitelminőség javítások alkalmazása nélkül illetve a hitelminőség javítások elhanyagolható mértékű alkalmazásával valósult meg. 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. E szerepét pontosan azáltal töltötte be, hogy a FED mint jogalkalmazó elfogadta a tőkecsökkentés fedezeteként a szuper-senior CDS-ként működő eszközt, mint egy olyan eszközt, mely ténylegesen fedezetet nyújt meghatározott nemfizetési esemény bekövetkeztekor. 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-senior CDS kötelezett 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 beállítását jelenti a szuper-senior 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 – vizsgálánám, fontosnak tartottam az értékpapírosítás elhatárolását

több látszólag hasonló, valójában attól lényegesen eltérő technikától, pénzügyi eszköztől. Ez az elhatárolás az elemzés során nemcsak azért volt fontos, mert így pontosabb áttekinthetőbb definícióval dolgozhattam, 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 hasznos az elemzés során hogy az értékpapírosítás szabályozásának összehasonlító elemzése valóban értékpapírosítás specifikus problémákra fókuszálhasson. Ehhez alkalmaztam kiindulási bázisként az értékpapírosítás 2007-2009-es pénzügyi válságban betöltött negatív szerepére vonatkozóan Steven L. Schwartz, a Duke University jogászprofesszora az értékpapírosításra vonatkozó megállapításait. Schwartz szerint a subprime válságot megelőző években az Egyesült Államokban bekövetkezett értékpapírosítások torzulásait öt pontban lehetséges összefoglalni.⁴⁸⁷ 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, végső soron egy eszközbuborék kialakulását eredményezte. Ez az értékpapírosítás által részben létrehozott illetve felerősített eszközbuborék kialakulásának a megelőzése a jog eszközeivel a második vizsgált kérdéskör, mégpedig, hogy sikerült-e a hatékony jog eszközeivel megfelelően szabályozni az értékpapírosítást, gondolva elsősorban az Egyesült Államokra, vélelmezhetően a hasonló kockázatokat hordozó Kínára, illetve az Európai Unióra. E három állam, illetve államalakulat értékpapírosításra vonatkozó tőkepiaci szabályozását vizsgálva megállapítható, hogy az Európai Unió egységes rendelete ad leginkább választ a 2007-2009-es válság értékpapírosítási

⁴⁸⁷ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.

kihívásaira. Az Európai Unió bár hosszas egyeztetések után, de a fenti öt probléma felvetésre a gyökérokok⁴⁸⁸ szintjén adott választ a kötelező erejű jogszabályban. Az Európai Unió ugyanis a kereskedési adattárak bevonásával és központi (ESMA) felügyeletével 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 javaslat nem emelkedett törvényi erőre a hitelminősítők lobbijereje 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, melyekben a hitelminősítő hasonló értékpapírok minősítése során alkalmazott módszerektől miként és mennyiben tér el az adott eszközportfólió mintavételi eljárásai és követelések alapját szolgáló hitelszerződések a hitelezési szabályoknak való megfelelésének vizsgálata során. Ezzel az utóbbi közzétételi kötelezettség előírásával a kontraszelekció hitelezési döntések során megvalósuló kockázatát is jelentősen csökkenti a Dodd Frank törvény vonatkozó szakasza.⁴⁸⁹

Az originate to distribute modell téves motivációjának megszüntetésére mindhárom joghatóság bevezette a skin in the game elv alkalmazását, mely szerint az értékpapírosítást kezdeményező köteles az egyes ügyletrészsorozatokból azok legalább 5 %-át megtartani a teljes futamidő alatt úgy, hogy nem hozhat létre fedezeti pozíciót e kitételekre.

Az értekezés két egymással összefüggő kérdéskörre keresett válaszokat az értékpapírosítás viszonylatában. Az első vizsgált terület arra a kérdésre vonatkozóan kereste a választ, hogy az értékpapírosítás előnyei felülmúlják-e a potenciális hátrányait, avagy tiltani vagy megfelelő jogi keretek között támogatni szükséges-e az értékpapírosítást? A kérdés vizsgálata során a történeti áttekintés mellett az értékpapírosítás mikro- és makrogazdasági aspektusait is elemezve arra a megállapításra jutottam, hogy 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

⁴⁸⁸ 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.

⁴⁸⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 943 szakasza

negatív hatásokat alulértékelve a piacra bízta az értékpapírosítás okozta piaci turbulenciák kezelését. Kivételt jelentett azonban 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 látható, hogy téves a piacra bízni a működési keretek kialakítását, de ugyanúgy hibás és megkésett csak egy likviditási válság esetén beavatkozni. Azonban ezzel ellentétben a kínai és európai uniós értékpapírosítási modellek a túlzott kockázatok kezelésével még a 2007-2009-es válság idején is helyt álltak. Így a skin in the game szabály alkalmazása Kínában és a hitelminősítők korlátozott szerepe az Európai Unióban az értékpapírosítás kockázatait önmagában is kordában tudta tartani a helyi követelésportfoliók értékpapírosítása esetében. Tehát a kérdés szükségszerűen merült fel az Egyesült Államok jogi szabályozását elemezve, de láthatóan szükséges Kínában és az Európai Unióban ezekre a kockázatokra felkészülni. Felismerve az értékpapírosításban rejlő előnyöket, ezért született egy az STS értékpapírosítást támogató EU rendelet az Európai Unióban.

A második kérdés arra vonatkozott, hogy sikerült-e a válságot követően levonni az értékpapírosítás és a helytelen belső ösztönzők 2007-2009-es subprime válságban betöltött szerepének a tanulságait a jogalkotóknak és a jogalkalmazóknak, és ennek birtokában kialakult-e egy kellően hatékony jogi szabályozási környezet az Egyesült Államokban, az Európai Unióban és Kínában?

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 megvalósítása 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 portfólióelvű kezelésére, de a teljes futamidő idejére is megvalósította. Azzal ugyanis, hogy érdekközösséget hoz létre az egyes ügyletrészsorozatok befektetőivel az 5 %-os kötelező, fedezet nélküli 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 összegzésül elmondható, hogy kialakítható megfelelően hatékony jogszabályi környezet az értékpapírosításra, azonban csak a jogalkalmazás során kaphatunk választ a megfelelően hatékony jog megvalósulására. Ez utóbbi kijelentés különösen az Egyesült

Államokban igaz, ahol a FED nemcsak jogalkalmazóként, de számos esetben jogalkotóként is fellép az Egyesült Államok extraterritoriális jellegű tőkepiac szabályozása során.