

Pécsi Tudományegyetem  
Állam és Jogtudományi Kar  
Doktori Iskola

**Az értékpapírosítás jogi és gazdasági aspektusai**

Dr. Bujtár Zsolt  
Doktori értekezés  
Tézisek

Témavezető:

Dr. Habil. Kecskés András PhD  
tanszékvezető

Pécs, 2019.

## 1. A kitűzött kutatási feladat rövid összefoglalása

Az értékpapírosítás (securitization) 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 látókörömbé. Az olyan árnyékbanki működési formák, mint például az ETF-k, a repo ügyletek és a szabályozási arbitrázs vizsgálatát követően az eszközfedeztetű 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 – jelentését<sup>1</sup> 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 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

---

<sup>1</sup> 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

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.<sup>2</sup> A magyar tőkepiaci jog is módosult, és a tőkepiaci törvény önálló fejezetben<sup>3</sup> 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 botrány<sup>4</sup> 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 szereplője<sup>5</sup> a 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.

## **A szakirodalom és az alkalmazott módszertan elemzése**

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

---

<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> 2011. évi CXX. törvény a tőkepiacról XXV. fejezet

<sup>4</sup> Kecskés András – Halász Vendel: Társaságok a tőzsdén HVG-Orac 2001 Budapest 140. old.

<sup>5</sup> 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. (2015)

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 joghatóságok az értékpapírosításra vonatkozó tőkepiaci jogi szabályozásainak elemzésekor. Vizsgálataim során az egyes jogintézmények vizsgálatakor a logikai és kritikai elemzés is hangsúlyt kapott az értekezésben.

## **2. Az elvégzett vizsgálatok, elemzések rövid leírása**

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 szeletelési technika (tranching) éppen a kötvények, a részvények és azok kombinációjának, a mezzazine ügyleteknek<sup>6</sup> 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.

Az értékpapírosítás fogalmi elhatárolása – az értékpapírosításhoz hasonlóan – önmagában komplex feladat, mivel az összetett konstrukció megnehezíti a világos, jól használható definíció

---

<sup>6</sup> A mezzazine ügylet egy hibrid finanszírozási forma, amely mind az adóssághoz kötelezettség jellegű hitelre jellemző, mind tagsági jogokat megtestesítő (equity) jellegű tulajdonságokkal rendelkezik.

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 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”,<sup>7</sup> valamint Franciaország és Svájc viszonylatában az úgynevezett „hajadonok jövőjének” fedezete.<sup>8</sup> 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.

---

<sup>7</sup> 1833-ban a Citizen's Bank of Louisiana által értékpapírosított követelések fedezetével bocsátott ki kötvényeket. 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.

<sup>8</sup> 1770-es években genfi bankárok az úgynevezett „trente demoiselles de Geneve” (harminc hölgy Genfből) modellel jelentke meg a piacon. A modell alapja a francia állam által kibocsátott államkötvény volt, melyek 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 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 ki 30 fiatal lányt, akinek a javára, mint kedvezményezettnek javára életjáradékot biztosító kötvényt vásároltak a francia kormánytól.

Az értékpapírosításban alkalmazott a hitelfeljavítási megoldások áttekintése jól illusztrálja az értékpapírosítás komplexitását az előnyök és potenciális hátrányok tekintetében. Ez különösen igaz a szeletelés során létrehozott új értékpapírok jellemzői tekintetében. A befektetők igényeinek minél szélesebb körű kielégítése és a követelésportfolió 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 szeletek kialakításával. Ugyanígy a túlzott külső hitelfeljavítás (harmadik személy garanciavállalása, illetve készfizetőkezessege 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 hitel feljavítás 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 szükségszerűvé 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 összeségét 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 javaslata<sup>9</sup>, 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.<sup>10</sup> Ugyanis az AIG, annak ellenére, hogy üzleti biztosítóként működött a szükséges licenz birtokában, nem képzett biztosítási tartalékot CDS-ekben foglalt jelentős mértékű helytállási kötelezettségek 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-

---

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Az AIG, az American Insurance Group az egyik legnagyobb amerikai biztosító társaságként anélkül értékesített 500 milliárd USD nominális értékű CDS-t-jelzálogfedezetű értékpapírokra a pénzügyi válság előtt, hogy azokra bármilyen fedezetet képezett volna.

k már ebben az időszakban is inkább kockázatcsökkentő 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.<sup>11</sup> Ezzel a KCGE a követelések megvásárlása nélkül, a CDS bevonásával, a követelésekből befolyó rendszeres pénzáramokat tud biztosítani a szeletelés során létrejövő értékpapírok tulajdonosainak. A referenciaportfolióra vonatkozó nemfizetési esemény bekövetkezése pedig azt biztosíthatja, hogy a követelések nemfizetése a szeletelés 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 hitelfeljavításban 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 hitelfeljavítás 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 hitelfeljavítás 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 szeletelés során a pénzáramok újrastrukturálása biztosította. A jelentős hitelminőségjavítás így a belső és külső hitelfeljavítások alkalmazása nélkül illetve a hitelfeljavítások elhanyagolható mértékű alkalmazásával valósult meg. Hasonlóan a CDS-ek

---

<sup>11</sup> A hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapír (credit-linked note) egy speciális kötvény típusú értékpapír, melynek pénzáramai a nemfizetési esemény bekövetkeztét követően jelentősen megváltoznak és ezt követően a tőke kifizetés csak a maradvány érték (recovery rate) nagyságától függően valósul meg annak ellenére, hogy a kibocsátó SPE nem került felszámolási vagy csődeljárás alá, de még fizetési problémákkal sem kell megküzdnie azaz egy mesterségesen előállított nemfizetési helyzet jön létre a nemfizetési esemény megvalósulásakor.



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.<sup>12</sup> 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 kötelezetti oldalán álló jogalanyának. Ezzel a tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítások esetében is alulértékelték a kötelezettséget vállalók a minimális (tail-risk)<sup>13</sup> 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 – vizsgálnám, 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.

---

<sup>12</sup> A konstrukció prototípusa a JP 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 szelet és 237 m USD Ba2 szelet, mely szeletek 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 JP Morgan felügyeleti szerve elfogadott és jóváhagyta 9,8 Mrd USD tőke felszabadítását a konstrukció alapján a társaság számára.

<sup>13</sup> 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. A *tail risk* esemény bekövetkezésekor azonban jelentős hatással van a piaci hozamokra.

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,<sup>14</sup> 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.<sup>15</sup> Ezek a következők: a jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használata az értékpapírosítás során; az originate to distribute modell<sup>16</sup> téves használata; a hitel adminisztrációját végző szervezetek működése során felmerülő összeférhetlenségek; 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<sup>17</sup> esetében -, melyben a gyenge fizetőképességű adósoknak akár a sokadik hitel folyósítását, végső soron egy eszköz-buborék kialakulását eredményezte. Ez az értékpapírosítás által részben létrehozott illetve felerősített eszköz-buborék 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 kihívásaira. Az Európai Unió bár hosszas egyeztetések után, de a fenti öt probléma felvetésre a

---

<sup>14</sup> 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 piacok és vállalatfinanszírozás valamint az értékpapírosítás és reorganizáció területén. 1989-től 1996-ig a Kaye, Scholer, Fierman, Hays & Handler, New York partnere, majd ezt követően 2007-ig a Structured Finance Practice Group speciális tanácsadója.

<sup>15</sup> Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.

<sup>16</sup> 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.

<sup>17</sup> A szponzor 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.

gyökérokok<sup>18</sup> szintjén adott választ a kötelező erejű jogszabályban. Az Európai Unió ugyanis a kereskedési adattárak bevonásával és központi (ESMA)<sup>19</sup> 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.<sup>20</sup>

Az originate to distribute modell téves motivációjának megszüntetésére mindhárom joghatóság bevezette a skin in the game elv<sup>21</sup> alkalmazását, mely szerint az értékpapírosítást kezdeményező köteles az egyes szeletekből azok legalább 5 %-át megtartani a teljes futamidő alatt úgy, hogy nem hozhat létre fedezeti pozíciót e kitétségre.

---

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> Az ESMA (European Securities and Markets Authority) az Európai Unió értékpapírfelügyeleti szerve. A párizsi székhelyű uniós szerv tagjai az egyes tagországok értékpapírfelügyeleti hatóságai.

<sup>20</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 943 szakasza

<sup>21</sup> 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.

## A tudományos eredmények összefoglalása

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 negatív hatásokat alulértékelve a piacra bízta az értékpapírosítás okozta piaci turbulenciák kezelését. Kivételt jelentett azonban a FED 2008-as beavatkozása a "végső mentősvár" 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 követelésportfóliók 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<sup>22</sup> 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

---

<sup>22</sup> Az egyszerű, átlátható és egységesített (simple transparent and standardized - STS) értékpapírosítás a hagyományos értékpapírosítás egy szűkebb területe, mely kizárja az újraértékpapírosítást és szintetikus értékpapírosítást is, így utóbbiak kockázatait is.

bevonásával. A skin in the game konstrukció alkalmazása pedig az értékpapírosítást kezdeményezők felelősségét nemcsak a követelések portfólióelvé kezelésére, de a teljes futamidő idejére is megvalósította. Azzal ugyanis, hogy érdekközösséget hoz létre az egyes szeletek 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 összességül 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.

## **Az értekezés témakörében készült publikációk jegyzéke**

1. Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban  
Európai Jog 19 : 2 pp. 1-11. , 11 p. (2019)  
Bujtár, Zsolt
2. Jelzáloghitelek értékpapírosítási folyamatának jogi aspektusai  
JURA 24 : 1 pp. 215-225. , 11 p. (2018)  
Bujtár, Zsolt
3. Az árnyékbankrendszer jogi szabályozása az Egyesült Államokban és az Európai Unióban  
JURA 23 : 1 pp. 266-277. , 12 p. (2017)  
Kecskés, András Bujtár, Zsolt
4. A határidős visszavásárlási megállapodások szabályozása az Egyesült Államokban  
JURA 23 : 1 pp. 18-28. , 11 p. (2017)  
Bujtár, Zsolt
5. Eladó az egész világ? Avagy - ETF-k szabályozási kérdései  
JURA 22 : 1 pp. 171-181. , 11 p. (2016)  
Bujtár, Zsolt
6. Az árnyékbankrendszer és az értékpapírosítás az Egyesült Államokban  
CONTROLLER INFO 4 : 3 pp. 37-41. , 5 p. (2016)  
Bujtár, Zsolt
7. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai  
JURA 22 : 2 pp. 214-224. , 11 p. (2016)  
Bujtár, Zsolt