

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 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, amelyek 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 – jelentése¹ az értékpapírosítás széles körű és jelentős negatív gazdasági hatásaira mutatott rá. 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. 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

¹ 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 <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (2018.01.16.)

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.² A magyar tőkepiaci jog is módosult, és a tőkepiaci törvény önálló fejezetben³ 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 botrány⁴ 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*⁵ a *Quaestor Financial Hurlia Kft.* adja a vonatkozó hazai, időben mégsem túl távoli aktualitását. Az MNB 2019 márciusában meghirdetett *Növekedési Kötvényprogramja 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 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

² 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

³ 2011. évi CXX. törvény a tőkepiacról XXV. fejezet

⁴ Lásd KECSKÉS, András – HALÁSZ, Vendel: *Társaságok a tőzsdén* HVG-Orac 2001 Budapest 140. old.

⁵ 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.

vonatkozó tőkepiaci jogi szabályozásainak elemzésekor. Kutatásaim 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, 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*⁶ 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 egyre szofisztikáltabb 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 értékpapírokhoz 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 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

⁶ A mezzazine ügylet egy hibrid finanszírozási forma, amely mind az adóssággkötelezettség jellegű hitelre jellemző, mind tagsági jogokat megtestesítő (equity) jellegű tulajdonságokkal rendelkezik.

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*,”⁷ valamint Franciaország és Svájc viszonylatában az úgynevezett „*hajadonok jövőjének*” fedezete.⁸ E két korai értékpapírosítási típuson keresztül például 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.

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 *hitelfeljavítási megoldások (credit enhancing)* áttekintése jól illusztrálja az értékpapírosítás komplexitását az előnyök és potenciális hátrányok tekintetében. Ez különösen igaz az ügyletrészsorozatok kialakítása 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*

⁷ 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. részvényesként a földjei és rabszolgái fedezetére forráshoz jutott társaságtól. A részvénytársaság a föld és rabszolga fedezetek portfólióba történő összevonását követően - azok fedezetére - alacsony kamat mellett kibocsátott kötvényekből újabb és újabb forráshoz biztosított a társaság részvényese számára, amiből azok újabb föld vagy rabszolga vásárlást valósíthattak meg, ezzel jelentős spekulációs vásárlási hullámot indítva el.

⁸ 1770-es években genfi bankárok az úgynevezett „trente demoiselles de Geneve” (harminc hölgy Genfből) modellel jelentek 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. A svájci bankárok éppen ezért választottak ki 30 fiatal lányt, akinek a javára, mint kedvezményezettnek javára életjáradékot biztosító kötvényt vásároltak a francia kormánytól.

(*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 hitelfeljavítás (harmadik személy garanciavállalása, illetve készfizetőkezessége mellett)* nem feltételezi a makroszintű árnyékbanki pánikok okozta feszültségek bekövetkezését, 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 jelentenek, ezért vizsgálatuk különösen hasznos az egyes kockázatok elemzése tekintetében. A tőkeáttétel alkalmazása azonban 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.

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 pedig - 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 motivációit alakíthatja ki. Így a pénzügyi szereplők csak a stabil pénzáramokra koncentrálva, a helytállás fedezetének elkülönítése nélkül jelentős profitra tehetnek szert egy átmeneti időszakban, később azonban az elért profitok összességét meghaladó veszteségek alakulhatnak ki a helytállási kötelezettség beállása esetén.

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 került volna sor alkalmazásukra, akkor a CDS-k már ebben az időszakban is inkább kockázatsökkentő és nem kockázatonnövelő szerepet tudtak volna betölteni.

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.⁹ 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 *referenciaportfolióra vonatkozó nemfizetési esemény* bekövetkezése pedig azt biztosíthatja, hogy a követelések nemfizetése az ügyletrészsorozatok kockázati szintje 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 az ügyletrészsorozat kialakítása során a pénzáramok újrastrukturálása biztosította.

Hasonlóan a CDS-ek megítéléséhez, tévesen értékelték a *super-senior CDS*-ek működési modelljét is a piaci szereplők. Ebben az esetben a super-senior hitelfedezeti csereügylet kötelezettje egyfajta mérlegbiztosítási tevékenységet végez, hasonlóan ahhoz, mint amikor

⁹ 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.

először alkalmazták ezt az eszközt a tőkepiacon. Ugyanis e termék létrejöttének a célja a tőkeképzési kötelezettség csökkentése volt eredetileg.¹⁰ 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 bekövetkezésekor. A nemfizetési esemény azonban rendkívül alacsony valószínűséggel következik be, mert a szuper-senior CDS kötelezeti oldalán álló jogalanyának a többi CDS által a jogosultak felé vállalt helytállási kötelezettségek mindegyikének a teljesülését követően jelent csak a nemfizetési eseményként helytállási kötelezettséget. Ezzel a tőkeáttételes szintetikus értékpapírosítások esetében is alulértékelték a kötelezettséget vállalók a *(tail-risk)*¹¹ kockázat bekövetkezésének a valószínűségét. Amennyiben azonban 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*.

A fenti értékpapírosítási típusok és az értékpapírosítás más strukturált eszközöktől történő elhatárolásai az egyes működési kockázatok áttekintése azért volt hasznos az elemzés során

¹⁰ 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 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 JP Morgan felügyeleti szerve elfogadott és jóváhagyta 9,8 Mrd USD tőke felszabadítását a konstrukció alapján a társaság számára.

¹¹ 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.

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,¹² a Duke University jogászprofesszorának az értékpapírosításra vonatkozó megállapításait. Schwartz szerint a subprime válságot megelőző években az Egyesült Államokban bekövetkezett értékpapírosítások torzulásait öt pontban lehetséges összefoglalni.¹³ Ezek a következők: a *jelzáloghitelek nem megfelelő arányú és minőségű használata az értékpapírosítás során; az originate to distribute modell¹⁴ 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 szponzorok¹⁵ 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 kihívásaira.* Az Európai Unió bár hosszas egyeztetések után, de a fenti öt probléma felvetésre a gyökérok¹⁶ szintjén adott választ a kötelező erejű

¹² 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.

¹³ Lásd SCHWARTZ, Steven L.: *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J. Corp L. 129 2013 131-140. old.

¹⁴ 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.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

jogszabályban. Az Európai Unió ugyanis a kereskedési adattárak bevonásával és központi (ESMA)¹⁷ 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 lobbijának miatt. Így is sikerült azonban 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.¹⁸

Az *originate to distribute* modell téves motivációjának megszüntetésére mindhárom joghatóság bevezette a *skin in the game* elv¹⁹ 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.

¹⁷ Az ESMA (European Securities and Markets Authority) az Európai Unió értékpapírfelügyeleti szerve. A párizsi székhelyű uniós szerv tagjai az egyes tagországok értékpapírfelügyeleti hatóságai.

¹⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 943. szakasza

¹⁹ 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. A modelleket vizsgálva azonban 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. A FED 2008-as beavatkozása már csak a "végső mentsvár" hitelezői szerepben történt meg, amikor is árnyékbanki szereplőknek is szükségessé vált az átmeneti likviditási segítség nyújtása a pénzügyi rendszer stabilitásának védelme érdekében.

Ez alapján látható, hogy téves a piacra bízni az értékpapírosítás működési kereteinek kialakítását, de ugyanúgy hibás és megkésett csak egy likviditási válság esetén beavatkozni.

Az Egyesült Államok gyakorlatával 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 kockázatok túlsúlyát mérlegelő kérdés felvetése szükségszerű az Egyesült Államok jogi szabályozását elemezve, de az is jól látható Kína és az Európai Unió példáján, hogy ezekre a kockázatok kezelésére a jogalkotás szintjén proaktívan is fel lehet készülni. Felismerve az értékpapírosításban rejlő előnyöket, ezért született egy az *STS értékpapírosítást*²⁰ 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

²⁰ 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.

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 tőkepiaci szabályozása során.

Summary

Before analyzing the fundamentals of securitization, the economic necessities of the creation of different securities has been assessed. Basic securities have their legal basis in the law of obligations, however, property law is also applicable on them due to their appearance. That is why the general operation of securities has been examined based on these two parts of civil law. It is difficult to define securitization due to the complexity of the embedded transactions of securitization. Because of that, not only definition clarification of securitization is necessary in the thesis, but also an analysis of its operation and the clear separation of rights and obligations of the economic entities involved. The candidate also found it relevant to provide a micro and macro level demand and supply approach of securitization by describing its negative and positive effects.

The thesis examines those financial assets that are partly similar to securitization but at least in one or two major characteristics different from it.

By assessing the capital law rules stipulating legal norms for securitization in the United States, in European Union and in China, it can be concluded that the regulation of European

Union has given the most proper answer for the challenges presented by the distorted motivations in securitization in 2007-2009 subprime crisis in the United States. The European Union put emphases on investor's liability to apply due diligence and to bind original obligors to disclose preliminary and regular data releases to trade repositories and put a central oversight by ESMA into the system of STS securitizations. In the regulation the credit rating agencies' role omitted from securitization process in European Union. In the United States credit rating agencies has embedded so much in the legal practice that regulators aimed only to promulgate legal norms to eliminate or reduce macroeconomic risks caused by credit agencies. To avoid false motivation in securitization all three jurisdictions stipulate skin in the game rule, which means that originators has to hold 5 percent stake in all tranches during the complete investment period without hedging any part of this exposure.

Finally, it can be concluded that although securitization has several macroeconomic risks, but as the examples of European Union and Chinese securitization regulation underlines, that regulation with proper risk management can be efficient, even in such cases as the 2007-2009 subprime crisis. The subsequent application of the skin in the game rule in China, giving limited role for credit rating agencies from the process in of securitization in Europe and the lack of originate to distribute model in both jurisdictions significantly alleviated the risks stemming from securitization. The European Union recognized the advantages of securitization and to support it, introduced STS regulation, which encourage traditional securitization model called STS.

The analysis highlighted that the regulators and law enforcement agencies reached sufficient conclusions from the significant flaws of securitization (problematic asset type, originate to distribute model, servicing conflicts, overreliance on mathematical models and on rating agency ratings) in 2007-2009 subprime crisis. Based on that knowledge the regulators enacted a properly efficient regulation in all three examined jurisdictions, which can be crisis-proof in the future. The research underlined that the key to proper securitization is a regulation that properly defines the responsibilities of all stakeholders of the process. This task best implemented with application of high level due diligence and sufficient disclosure rules making all relevant data available for all participants of securitization contracts. This law principle fully transplanted only in the European Union by incorporating trade repositories into securitization regulation. Besides the application of skin in the game theory provides sufficient liability level for originators not only for portfolio management of debts but also for administration of debts for full maturity of securitized products. The thesis finally underlines, that there is an efficient regulation for securitization, but we can only see its validity during law enforcement process.

Az értekezés témakörében készült publikációk jegyzéke

1. Az értékpapírosítás újraszabályozásának egyes kérdései az Európai Unióban
Európai Jog 19 : 2 pp. 1-11. (2019)
Bujtár, Zsolt
2. Jelzáloghitelek értékpapírosítási folyamatának jogi aspektusai
JURA 24 : 1 pp. 215-225. (2018)
Bujtár, Zsolt
3. Az árnyékbankrendszer jogi szabályozása az Egyesült Államokban és az Európai Unióban
JURA 23 : 1 pp. 266-277. (2017)
Kecskés, András Bujtár, Zsolt
4. A határidős visszavásárlási megállapodások szabályozása az Egyesült Államokban
JURA 23 : 1 pp. 18-28. (2017)
Bujtár, Zsolt
5. Eladó az egész világ? Avagy - ETF-k szabályozási kérdései
JURA 22 : 1 pp. 171-181. (2016)
Bujtár, Zsolt
6. Az árnyékbankrendszer és az értékpapírosítás az Egyesült Államokban
CONTROLLER INFO 4 : 3 pp. 37-41. (2016)
Bujtár, Zsolt
7. Az eszközalapú kereskedelmi kötvény Egyesült Államokbeli tündöklésének és bukásának okai
JURA 22 : 2 pp. 214-224. (2016)
Bujtár, Zsolt
8. Tőzsdeuniverzum
HVG-Orac pp. pp. 124-266. (2019)
KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel - BUJTÁR Zsolt