

## TISZTELT OLVASÓNK!

A Magyar Bankszövetség elnöksége éppen egy esztendeje határozott úgy, hogy a gyorsan fejlődő hazai pénzügyi világ, ezen belül mindenekelőtt a pénzintézetek, a kereskedelmi bankok változó igényeihez jobban igazodva részint elektronikus, részint hagyományos módon megjelenő szakmai folyóirat elindításával segíti a pénzügyi életben dolgozó és a pénzügyi kérdések iránt hivatalból is érdeklődő szakemberek tájékozódását a monetáris politika, a pénzügyi közvetítés izgalmas kérdéseiben. A Bankszövetség honlapján is olvasható E-hírlevél mellé most felsorakozik a nyomtatott folyóirat, amely nevében jelzi: mindenekelőtt a hitelintézetek (bankok, takarékszövetkezetek, speciális intézmények) tevékenységét érintő témákban kíván írásoknak teret adni.

Az új folyóirat elnevezése bizonyára egy másik pénzügyi folyóirat nevét idézi fel emlékezetünkben, a Bankszemlét. Ez a lap negyvenöt éven át a Magyar Nemzeti Bank jóvoltából jelenhetett meg, és a pénzügy kultúra fejlődésének fontos segítője volt. A Hitelintézeti Szemle építeni kíván a 2001 nyarán megszűnt Bankszemle teremtette hagyományokra, ugyanakkor kissé szélesebb perspektívát tár az Olvasó elé. A Magyar Nemzeti Bank támogatását azonban az új lap is élvezi, s ezért megalapozottan állíthatjuk: a Hitelintézeti Szemle valóban a kereskedelmi bankok és a jegybank közös lapja lesz.

A Magyar Bankszövetség azt szeretné elérni, hogy a Hitelintézeti Szemle ran-

gos, keresett és igényes szakmai folyóirat legyen, amely elméleti és gyakorlati téren egyaránt a hazai pénzügyi élet olyan fóruma lesz, ahol – írásaikkal – gyakran találkoznak elemzők, kutatók, az egyetemi élet szereplői, oktatók és diákok, s nem utolsósorban a gyakorló bankárok.

Témahiányban az új folyóirat bizonyosan nem szenved majd. Elegendő csak arra gondolnunk, milyen sok elméleti és gyakorlati kérdés vár választ az átalakuló és felzárkózó gazdaságok pénzügypolitikáját, ezen belül monetáris politikáját illetően, különösen egy olyan világgazdasági környezetben, amikor a piacgazdasági átalakulás kiteljesítése összekapcsolódik az Európai Unióhoz való csatlakozással, annak számtalan komoly, a monetáris politikát, a szabályozást, a számvitelt érintő következményével együtt. A világgazdaság egyik legrohamosabban fejlődő ágazata éppen a pénzügyi szolgáltatások területe, ahol úgyszólván pillanatonként tapasztalható a technológiák és termékek megújulása, újak megjelenése. Ezáltal pedig a fejlődés folyamatosan új és új elméleti és gyakorlati kérdéseket vet fel. Alapjaiban alakulnak át napjainkban a pénz- és tőkepiaci szolgáltatások szabályozási keretei – itt elegendő csak a tőkemegfelelés most formálódó új nemzetközi normáit említeni –, s a szabályok változása sokszor alapvető szemléletváltást, filozófiaváltást is kifejez. A fejlődés persze sosem mentes a problémáktól, az új megoldásoknak is mindig vannak kedvezőtlen

mellékhatásai, vagy a változások felszínre hoznak addig – részben – elfedett feszültségeket. Mindezek miatt is fontos az, hogy pénzügyi életünk a szükséges ismeretek megszerzésével, illetőleg a szakmai vitákkal, elemzésekkel is képes legyen lépést tartani a nemzetközi fejlődéssel. Eb-

ben pedig komoly segítséget jelent a most elinduló „régi-új” folyóirat.

Az Olvasót arra biztatjuk, mondja el, írja meg véleményét, észrevételeit a szerkesztőnek. Bízunk benne, az új lap jól szolgálja a kitűzött célt: az igényes, megalapozott véleményalkotást.

Erdei Tamás  
a Magyar Bankszövetség elnöke

Nyers Rezső  
főtitkár

## HITELINTÉZETI SZEMLE

### MEGRENDELŐLAP

Megrendelem a Hitelintézeti Szemlét ..... példányban, a következő címre:

Megrendelő neve: .....

Teljes címe: .....

Az előfizetési díjat a megrendelés visszaigazolásában megjelölt terjesztőnek\* fizetem meg átutalással.

Az előfizetési díj egy évre 6000 Ft. A lap példányonkénti ára 1200 Ft.

..... dátum ..... aláírás

Megrendelhető levélben vagy faxon.

Cím: Nemzetközi Bankárképző Központ  
Hitelintézeti Szemle szerkesztősége  
1022 Budapest, Csopaki u. 6–8.

Fax: (1) 201-13-30

\* A terjesztő kiválasztása folyamatban van.

HARMATI LÁSZLÓ – DR. STEINER PÉTER

# A HATÁRON ÁTNYÚLÓ PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSOK SZABÁLYOZÁSA<sup>1</sup>

A globalizálódó világgazdaságban, ahol az áruk, a szolgáltatások, valamint a tőke nemzetközi áramlása egyre nagyobb méreteket ölt, természetesen egyre nagyobb az igény az ezekkel kapcsolatos pénzügyi szolgáltatások nemzetközivé tételére is. A pénzügyi szolgáltatások nemzetközi elterjedésének három legfőbb mozgatója: a globalizáció, a technikai fejlődés, illetve a bővülő piac nyújtotta működési előnyök.

A globalizáció számos tekintetben hat serkentőleg a szolgáltatások nemzetközivé válására. Ilyen például az egyes projektek növekvő finanszírozási szükséglete, ami egyre gyakrabban haladja meg a hazai tőkepiac lehetőségeit; vagy a multinacionális vállalatok állandó jellegű bankkapcsolatai.

A technikai fejlődés megengedi, hogy egy-két tényleges fizikai mozgást igénylő kivételtől (például széfszolgáltatás) eltekintve valamennyi pénzügyi szolgáltatást határon átnyúlva végezzék. Az elektronikus kereskedelem fokozatos térhódításával kiküszöbölhetők a felek közti távolságból fakadó problémák, új piacok nyílnak meg, a szolgáltatások ideje nagyban lerövidül.

A bővülő piac nyújtotta előnyökből mind a szolgáltatók, mind a szolgáltatások fogyasztói profitálhatnak. A fogyasztók a nagyobb választék, a fokozódó verseny következtében mérséklődő árak, valamint a folyamatos innovációs kényszer hozadékait tudhatják magukénak, míg a szolgáltatók a méretgazdaságosság, a finanszírozási források, illetve a kockázatmegosztási lehetőségek bővülésének hasznát élvezhetik. Az EU-ban a piac nagybodását szolgálja a közös pénz, a harmonizált prudenciális szabályozás és az unió egész területére kiterjedő egységes bankengedély. A bővülő piaci lehetőségek az univerzálódó pénzügyi szolgáltatók számára földrajzi, ügyfél- és termékszintű diverzifikációt engednek meg.

A külföldi szolgáltatók letelepedés nélküli megjelenése elleni érvek főképpen azt állítják előtérbe, hogy a belföldi piacon a határon túl nyúló szolgáltatások liberali-

<sup>1</sup> A tanulmányban foglaltak a szerzők véleményét tükrözi, a leírtak nem feltétlenül esnek egybe az MNB álláspontjával. E tanulmány az MNB Szabályozási Főosztálya által készített „A határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások szabályozása” című belső tanulmány alapján készült.

zálása – nem kellően átgondolt pénzügyi szabályozói és monetáris politika mellett – egyidejűleg korlátozhatja a belföldi központú hitelintézetek üzleti lehetőségeit, csökkentheti a jegybank monetáris politikájának hatásosságát, illetve az állami adóbevételeket is.

Ezért nagyfokú liberalizációt e téren eddig csak a legfejlettebb gazdaságú országok engedtek meg maguknak; számos esetben tapasztalhatunk burkolt (ritkábban: nyílt) szabályozói akadályokat. Ennek egyik legfontosabb oka az, hogy az OECD – alapvető célja, a gazdasági növekedéssel párosuló pénzügyi stabilitás elérésének érdekében – hosszabb ideje foglalkozik a nemzetközi fizetések szabaddá tétele után a nemzetközi befektetések szabaddá és egyúttal védetté tételével. Ennek keretében fellép a határon átnyúló szolgáltatások szabaddá tétele érdekében is, különösképpen pedig azért, hogy az egyes tagországok a felvállalt liberalizációt ne tegyék formálissá más, álcázott korlátozások bevezetésével. Ezen elvárással Magyarországnak mint OECD-tagországnak számolnia kell.

A fejlett országok megengedő gyakorlatának alkalmazása esetén viszont a magyar felügyelet nem élhetne a prudenciális szabályozás eszközeivel a pénzügyi közvetítő rendszer szilárdságának erősítésére a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások esetében, hiszen ez a külföldi szolgáltató székhelye szerinti ország felügyeletének a jogköre. Emiatt is fontos az ügyfél országa felügyelete beavatkozási lehetőségeinek – elsősorban az EU nem harmonizált szabályozási területeinek, a fogyasztóvédelemmel kapcsolatos felügyeleti eszköztárnak – a felmérése.

A nemzetközi fizetések felszabadítása, a devizakorlátozások csökkentése, illetve eltörlése megalapozza, de nem feltétlenül eredményezi a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások fellendülését, azt az érintett országoknak a tevékenység végzését korlátozó általános és specifikus szabályozása jelentősen visszafoghatja, ha a két szabályozás nem mozog együtt.

Abban a tekintetben, hogy a nemzetközi fizetések, illetve a tevékenységi szabályozás mennyire megengedő, három eset lehetséges:

- Sem a devizasabályok, sem a tevékenységi szabályok nem teszik lehetővé a határon átnyúlást.
- Mind a devizasabályok, mind a tevékenységi szabályok lehetővé teszik a határon átnyúlást.
- A devizasabályok lehetővé teszik, a tevékenységi szabályok viszont gátolják a határon átnyúlást.

Míg az első két esetben egyértelmű, hogy pénzügyi szolgáltatás végezhető-e határon átnyúló alapon, addig a harmadikban problémát okoz a tevékenységi szabályok tiltó, a devizasabályok megengedő volta. A magyar devizakorlátozások eltörlésének folyamatában túljutottunk azon a ponton, amitől kezdve a rezidens

természetes és jogi személyek túlnyomó többségét nem érinti semmilyen deviza-előírás a külföldi pénzügyi szolgáltatások igénybevételére vonatkozóan. Emiatt az a kérdés, hogy a külföldi pénzügyi szolgáltatások közül mi tekintendő határon átnyúlónak és ezek közül melyiket célszerű megengedni az EU-belépésig hátralévő átmeneti időszakban, gyakorlati fontosságúvá vált.

A cikk célja a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások fogalmának tisztázása, sajátos problémáinak és ezek kezelési lehetőségeinek bemutatása.

#### A HATÁRON ÁTNYÚLÓ SZOLGÁLTATÁSOK ÉRTELMEZÉSÉNEK, VALAMINT SZABÁLYOZÁSÁNAK NEMZETKÖZI SZERVEZETI ÉS EGYEZMÉNYES KERETEI (IMF, EU, OECD)

Először áttekintést adunk az érintett nemzetközi szervezetek és megállapodások nemzetközi pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos rendelkezéseiről, állásfoglalásairól.

A Kereskedelmi Világszervezetet (WTO) létrehozó **Marrakeshi Egyezmény** a szolgáltatások kereskedelméről szóló általános egyezményében többek között céljául tűzte ki a kereskedelem és ennek keretében a **szolgáltatások** (ezen belül a **pénzügyi szolgáltatások**<sup>2)</sup> kereskedelmének átlátható bővülését és fokozatos **liberalizációját**, mint valamennyi kereskedelmi partner gazdasági növekedését elősegítő és a fejlődő országok fejlesztését támogató eszközt.

#### Általános egyezmény a szolgáltatások kereskedelméről

1. A jelen Egyezmény a Tagok azon intézkedéseire vonatkozik, amelyek hatással vannak a szolgáltatások kereskedelmére.

2. A Marrakeshi Egyezmény 1/B mellékletének IV. melléklete.

2. A jelen Egyezmény céljából a szolgáltatások kereskedelme olyan szolgáltatásnyújtásként kerül meghatározásra, amely:

- egy adott Tag területéről, valamely másik Tag területére;
- egy adott Tag területén, valamely másik Tag szolgáltatásfogyasztói számára;
- egy adott Tag szolgáltatója által, valamely másik Tag területén lévő üzleti jelenlétén keresztül;
- egy adott Tag szolgáltatója által, valamely másik Tag területén természetes személyek jelenlétén keresztül valósul meg.

#### Belföldi szabályozás

Az Egyezmény más rendelkezései mellett, a Tagok számára nincs akadálya annak, hogy megalapozott okok alapján, ideértve a befektetők, betétesek, kötvénytulajdonosok vagy olyan személyek védelmét, akiknek valamely pénzügyi szolgáltató bizalmi kötelezettséggel tartozik, illetve a pénzügyi rendszer integritása és stabilitása érdekében intézkedéseket tegyenek. Amennyiben az ilyen intézkedések nem állnak összhangban az Egyezmény rendelkezéseivel, azokat nem lehet eszközként felhasználni arra, hogy a Tagok megkerüljék az Egyezmény szerinti kötelezettségeik, illetve vállalásaik teljesítését.

**Pénzügyi szolgáltatásnak** tekinthető bármely pénzügyi természetű szolgáltatás, amelyet egy tag pénzügyi szolgáltatója nyújt. A **pénzügyi szolgáltatások** ebben az értelmezésben magukban foglalnak minden biztosítási, pénzügyi és befektetési szolgáltatást is. Jelen tanulmányban a pénzügyi szolgáltatások alatt ezt értjük, mert a nemzetközi hivatkozásoknak ez felel meg a legjobban.

A magyar terminológiák sajnos eltérnek a nemzetközi szóhasználatától és az EU vonatkozó direktíváitól is. Az EU „financial institution” definíciója pénzügyi intézményt jelent magyarul, de a két fogalom nem ugyanaz az EU országainak jogrendjében és a magyar pénz- és tőkepiaci szabályozásban, hiszen nálunk a pénzügyi intézmények nem foglalják magukba a befektetési vállalkozásokat, ott viszont igen. A hazai szabályozás szerint pénzügyi szolgáltatást pénzügyi intézmények (hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások) végezhetnek, és a befektetési vállalkozások, valamint a bankok nyújthatnak befektetési szolgáltatást. Az univerzális bankszabályozás a jogszabályok szintjén intézmény- (és nem tevékenység-) elvű maradt, vagyis továbbra is két törvény szabályozza az univerzális bank tevékenységét, a pénzügyi és befektetési szolgáltatások teljes körét, tehát az EU terminológia szerinti „financial institution” által végzett, egy direktívában rögzített tevékenységeket is két helyen lehet megtalálni. Ez azzal jár, hogy ahol az EU a „financial institution”-t szabályozza, abba mindig beleértendők a bankok, illetve befektetési vállalkozások is, míg a magyar hitelintézeti törvényben megjelenő „pénzügyi intézmény” miatt csak a hitelintézetekre és pénzügyi vállalkozásokra vonatkozik a hazai szabályozás, ha az alkalmazó. Vagy a honosító nem vezeti minden egyes alkalommal végig az azonos szóalakot más tartalommal használó két rendszer közti különbséget, ami az EU egymásra gyakran hivatkozó szabályai miatt rejtve maradhat. A fogalmi nehézségeket tovább bonyolítja, hogy az Európai Központi Bank (ECB) is használ egy „monetary financial” institution fogalmat (monetáris szempontból fontos pénzügyi intézmény), mellyel többek között a lender of last resort (végső mentővár) feladatának vonatkozó intézményi körét határozza meg, ez pedig az eddig felsoroltaknál is tágabb, hiszen többek között a befektetési alapok bizonyos fajtáit (a pénzpiaci alapokat) is tartalmazhatja.

A WTO keretében a szolgáltatások nemzetközi kereskedelméről létrehozott megállapodás (GATS) a nem rezidens ügyfeleknek nyújtott szolgáltatások tekintetében két esetet különböztet meg.

Amennyiben a szolgáltatás nyújtása nem a pénzügyi szolgáltató, hanem az ügyfél országában történik (from the country of the service supplier), **határon átnyúló szolgáltatásokról** (cross-border services), míg abban az esetben, ha a nem rezidens fogyasztó a szolgáltató országában (in the country of the service supp-

lier) veszi igénybe a szolgáltatást, **külföldi fogyasztásról** (consumption abroad) beszélhetünk a GATS alapján. Ez a meghatározás természetesen azonnal felveti azt a kérdést, hogy hol történik egy pénzügyi szolgáltatás, például hitelnyújtás fogyasztása: ahol nyújtják, ahova átutalják, vagy ahol a hitelcél szerinti végső felhasználás történik? Ezzel a problémával az EU Bizottsága is szembesült és azt a későbbiekben található módon kísérelte meg megoldani.

A **Nemzetközi Valuta Alap** (IMF) alapokmánya a szervezet céljai közt említi a világkereskedelem növekedését gátló devizakorlátozások megszüntetését, valamint az alapokmány VIII. cikkelyében a tagok általános kötelezettségeként határozza meg az egymás közti fizetésekre és átutalásokra vonatkozó korlátozások eltörlését. Ebből – közvetve – levezethető a külföldi bankszolgáltatások igénybevételeének lehetősége is.

A **Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet** (OECD) két liberalizációs kódexében kifejti – tagjai gazdasági növekedését szem előtt tartva –, hogy támogatja az áruk és szolgáltatások kereskedelmének, valamint a tőke tagországok közti áramlásának liberalizálását. Az OECD megközelítésében a liberalizáció kettős alapon nyugszik: a piacok megnyitásán, valamint a diszkriminációmentesség biztosításán. A piacok megnyitása kötelező jelleggel csak az OECD-tagállamok szolgáltatóira és szolgáltatásaira vonatkozik, de – mivel a szervezet liberalizációs célkitűzései összhangban vannak az Nemzetközi Valuta Alap hasonló irányú törekvéseivel –, az OECD álláspontja szerint

törekedni kell a liberalizáció valamennyi IMF tagállamra való kiterjesztésére is.

Az OECD **Folyó műveleti liberalizációs kódexe** A mellékletének E pontja tartalmazza a tagországok között liberalizálandó **banki és pénzügyi szolgáltatások** listáját, amely – a külön is felsorolt **fióknyitási** szabadságon kívül – értelemszerűen tartalmazza a **külföldi szolgáltatás** igénybevételének felszabadítását is a rezidensek számára. (Magyarország a csatlakozáskor ehhez teljes körű fenntartást fűzött, a fióknyitás későbbi lehetővé tételének vállalásával, ami időközben meg is történt.)

Az OECD **Tőkeműveleti liberalizációs kódexe** külön is tartalmazza a tőkeműveletnek minősülő banki szolgáltatásokat, így a hitelezést, számlavezetést, garancia-vállalást és egy sor, értékpapírok kibocsátásával és az azokkal való kereskedelemmel kapcsolatos szolgáltatást; B listán, azaz olyan módon, hogy bármikor utólag is fűzhető hozzá fenntartás. (Magyarország a csatlakozáskor a legtöbb művelethez fenntartást tett, a külföldiek belföldi garancia-vállalása esetében nem, hitelnyújtásuk esetében pedig csak a rövid lejáratúakra korlátozva a fenntartást.) Az OECD-kódex szerint tőkeműveletnek tekintett hitelnyújtás esetében megjegyezzük, hogy a Kódex megfelelő tételéhez (IX/A) kapcsolódó liberalizációs kötelezettség nem vonatkozik a természetes személyeknek mint ügyfeleknek nyújtott hitelekre! (Ez különösen abban a kontextusban jelent értelmezési problémát, hogy a pénzügyi intézmény hitelnyújtása akkor is pénzügyi szolgáltatás, ha azt magánszemély veszi igénybe.)

Az OECD-kódexek 2. cikkelyei szerint minden – fenntartással ki nem zárt – libe-

ralizált művelet végrehajtásához szükséges összes felhatalmazást meg kell adniuk a tagországoknak. Értelmezésünk szerint ez azt jelenti, hogy ha egy, az OECD keretében liberalizált művelet végrehajtásához – például külföldről történő hitelfelvételhez – a hitelnyújtó **tevékenységi engedéllyel** is kell rendelkeznie, akkor ezt a tevékenységvégségi jogosultságot meg kell adni az OECD-nek tett vállalás alapján.<sup>3</sup>

Az **Európai Unió** (EU) direktíváiban szigorúan az **integráció keretei között** kezeli a liberalizáció kérdését. Az EU az Unión belüli határokon átnyúló pénzügyi szolgáltatások előtti piacnyitása speciális esetnek számít abban a tekintetben, hogy lényege a belső gazdasági határok megszüntetése, így nem annyira országok közötti liberalizációról, mint inkább integráción belüli, az egységes szolgáltatási piac létrehozását célzó törekvésekről beszélhetünk. Ezt szolgálja az **egységes tevékenységi engedély** (single passport), a **székhely szerinti felügyeleti** elv (home country control) általánossá tétele, a másik országban való **letelepedés**, illetőleg **szolgáltatásnyújtás szabadsága** (right of establishment, freedom to provide services).

Az EU tagállamok harmadik országokkal szembeni fellépését a tagországok WTO, OECD, IMF tagságából eredő kötelezettségei határozzák meg, kiegészülve azzal az uniós előírással, hogy a tagok harmadik országnak nem biztosíthatnak kedvezőbb feltételeket, mint a többi tagállamnak. Az egy gazdasági és politikai egységként való fellépés része, hogy a **Bizottság** az Unió képviselőjében a té-

3 Ld. a Hitelintézeti törvény módosításáról írott részt.

máról megállapodást köthet harmadik országokkal.

**Az OECD-kódexek lehetővé teszik gazdasági integrációk számára, hogy tagjaik egymás között anélkül liberalizáljanak, hogy ezeket a jogokat meg kellene adni a többi OECD-tagországnak.** Ez a kitétel azért fontos, mert az EU belépés után felveti azt a problémát, hogy a nem EU-ba tartozó harmadik országok között célszerű-e különbséget tenni OECD-tag, illetve nem OECD-tag szerint.

#### A HATÁRON ÁTNYÚLÁS FOGALMA

Az IMF rendszeresen publikálja az általa határon átnyúlónak tekintett pénzügyi szolgáltatásokért kapott és fizetett díjakat. A táblázatainak kitöltéséhez adott módszertani útmutatás szerint minden pénzügyi közvetítés ide tartozik (a biztosításon és a nyugdíjalapokon kívül), amiért egy **rezidens egy nem rezidensnek** (vagy fordítva) **díjat fizet**, a készenléti hitelkerettől a devizaügyleteken keresztül az értékpapírok letétkezelésig. Ez a legegyszerűbb meghatározása a határon átnyúlásnak, de statisztikai célon kívül másra nem használják; sem az OECD, sem az EU megfelelő fogalmai nincsenek vele összhangban.

Az **OECD CMIT** a „Cross-border trade in financial services” címmel 2000 februárjában készített jelentésében az alábbi meghatározást adta a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatásokra.

„Pénzügyi szolgáltatás nyújtása egy adott országban elhelyezkedő pénzügyi intézmény részéről egy másik ország-

ban megtelepült fogyasztó részére a fogyasztó országában, a szolgáltató üzleti jelenléte nélkül.”<sup>4</sup>

A jelentés szerint elengedhetetlenül szükséges a **külföldi fogyasztásnak a határon átnyúló szolgáltatásoktól** való megkülönböztetése, annak ellenére, hogy **a két terület teljes biztonsággal nem választható szét**, különösen például a beruházási tanácsadás, az értékpapír-kereskedelem, vagy a vagyonkezelés.

A definícióból az következne, hogy kizárólag a professzionális szolgáltató és nem professzionális ügyfele viszonyára vonatkozik, az anyag azonban részletesen foglalkozik a **pénzügyi szolgáltatók egymás számára végzett** határon átnyúló (például levelező banki, adatfeldolgozási, letétkezelési) szolgáltatásaival is. Véleményünk szerint ilyen megközelítésben a levelező banki kapcsolatok is lehetetlenülnének olyan országokban, ahol a határon átnyúlás nem megengedett sem általában, sem a pénzügyi szolgáltatások vonatkozásában, ez pedig nyilvánvalóan nem lehet célja a szabályoknak. Emiatt szigorúan a definíciónál maradunk, a szövegkörnyezet ennek ellentmondó részei figyelembevétele nélkül.

Az üzleti jelenlét fogalmába a leányvállalat mellett beletartozik a más országban létrehozott fióktelep is, azaz az OECD határon átnyúlás fogalmának nem része a más országban nyitott fiókon keresztül nyújtott szolgáltatás.

A banki és pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatban az OECD folyó műveleti li-

4 „The provision of financial services by a financial firm located in one country to a customer residing in another country without establishment of a commercial presence in the country of the customer.”



beralizációs kódexe megjegyzi, hogy külföldön nyújtott szolgáltatás esetén a tagországok a saját területükön szabályozhatják e szolgáltatás reklámozását.

Az **EU-ban** a határon átnyúló szolgáltatások közé – akárcsak az OECD-ben – nem számítják be a külföldön nyitott fiókon keresztül végzett szolgáltatást. Az előbbi a szolgáltatásnyújtás szabadsága (freedom to provide services), az utóbbi viszont a letelepedés joga (right of establishment) körébe tartozik.

A 97/C209/6. számú<sup>5</sup> Bizottsági „**Interpretative Communication**” a Második Banki Direktívát magyarázza abból a szempontból, hogy mikor kell az egyik tagállamban bejegyzett hitelintézetnek bejelentenie a másik tagállamban végezni kívánt szolgáltatást. Az EU-n belül mind letelepedéssel, mind határon átnyúló módon lehet hitelintézeti szolgáltatást nyújtani egy másik tagállamban, a már említett bejelentés után. Az anyag azt igyekszik tisztázni, hogy melyek azok az esetek, amikor nem kereskedelmi jelenlétről, vagy határon átnyúló szolgáltatásról – és így a bejelentési kötelezettségről – van szó, mert ezekkel a kivételekkel határozza meg indirekt módon a többi, bejelentésköteles tevékenységet.

**Bejelentésre** csak akkor van szükség, ha a kérdéses tevékenységet **egy másik tagállam területén végzik**.<sup>6</sup> A határon átnyúlás fogalmából tehát eleve kizárja a

külföldi vásárlás (consumption abroad) esetét.<sup>7</sup>

Annak a kritikus kérdésnek a tekintetében, hogy mely esetben kerül sor egy szolgáltatás nyújtására egy másik tagország területén, a Bizottság azt a – nyilvánvalóan eseti felügyeleti megítélést igénylő – választ adja, hogy ebben a **szolgáltatás karakterisztikus jegyeit viselő tevékenység** („the characteristic performance of the service”), vagy más megfogalmazásban: a fizetés ellenében nyújtott szolgáltatás lényegi része („the essential supply”) **ellátásának helye a döntő**. Megítélésünk szerint ez a meghatározás csak annyiban viszi előre a probléma megoldását, amennyiben ennek alapján a nem a szolgáltatás lényegét képező, de azt elősegítő tevékenységhez (például a szolgáltatásról tartott előadás-sorozat szervezéséhez) még nem kell bejelentést tenni a hazai felügyeletnek. Az viszont továbbra sem egyértelmű, hogy a hitelnyújtás, betételhelyezés stb. a mai műszaki lehetőségek közepette – amikor egyik félnek sem kell a másik országába látogatnia az ügylet lebonyolításához – hol történik.

A Bizottság megítélése szerint akkor sincs szükség bejelentésre a szolgáltatás végzéséhez, ha az ügyfél személyesen kereste fel (a beneficiary who has gone in person) a külföldi szolgáltatót. Ez közelíti meg a legjobban a consumption abroad fogalmát, de különbözik is attól, hiszen a személyes külföldi megjelenés mozzanata elegendő a határon átnyúló jelleg meg-

5 97/C209/6. Commission Interpretative Communication: Freedom to provide services and the interest of the general good in the Second Banking Directive.

6 Ez a második banki direktívának a szolgáltatásnyújtás szabadságáról rendelkező részben használt fordulatból következik: „...to exercise the freedom to provide services by carrying on its activities within the territory of another Member State...”

7 Erről az útmutató a következőket mondja: „A bank may have non-resident customers without necessarily pursuing the activities concerned within the territory of the Member States where the customers have their domicile.”

szüntetéséhez, a szolgáltatás nyújtásának helye nem számít. Véleményünk szerint az EU Bizottsága saját definíciójától és a „karakterisztikus jelleg” koncepciójától is eltér ebben az esetben, amikor lényegében a szerződéskötés helyének alapján dönt a határon átnyúlás kérdésében.

A távolról hozzáférést biztosító eszközön (distance banking), így az interneten keresztül kínált, illetőleg nyújtott szolgáltatások esetében ugyancsak úgy foglalt állást a Bizottság, hogy azt nem lehet úgy tekinteni, mint amit az ügyfél országának területén nyújtottak. Megítélésünk szerint ez sincs összhangban a tevékenység alapú meghatározással.

Az úgynevezett „grandfathering” keretében, lényegében szerzett jogként, bejelentés nélkül lehet jogosult egy EU országbeli pénzügyi szolgáltató hitelintézeti szolgáltatás megkezdésére egy másik tagországban, ha a direktíva életbe lépése előtt már nyújtotta abban az országban az adott pénzügyi szolgáltatást.

A reklámozás mint a szolgáltatás igénybevételeire való felhívás nem azonos a szolgáltatás más országban való nyújtásának szándékával, ezért e szándék nélkül nem kell hozzá előzetes bejelentés. (A belga szabályozás szerint az a reklám számít szolgáltatásnyújtási szándékúnak és így bejelentendőnek, amely kifejezetten a belga piacra irányul. Ennek megítélésére – például a reklám nyelve, vagy a helyi sajtóban való megjelenése alapján – a felügyelet hivatott.) Alkalmazott más tagországbeli munkavégzésének (például ügynök igénybevételeinek bizonyos esetei) nem minősülnek sem a szolgáltatás üzletszerű végzésének, sem kereskedelmi

jelenlétnek. Így például a szolgáltató alkalmazottjának azon nem rendszeres, más ország területén tett látogatása, mely a szolgáltatás nyújtásához kapcsolódik (például: a szolgáltatás nyújtását megelőző szerződés megkötése céljából), de nem viseli annak karakterisztikus jellegét, nem tekinthető a szolgáltatás lényegi részének, így az előzetes bejelentési kötelezettség sem áll fenn vele szemben.

A más tagállamban végzett eseti üzleti tevékenység sem igényel előzetes bejelentést, de az eseti jelleg (temporarily nature) egyedi megítélést igényel a szolgáltatás időtartama, rendszeressége, gyakorisága és folyamatossága alapján.

A magyarázat felhívja a figyelmet arra, hogy a definíciók csak a szolgáltatás szabadsága szempontjából érvényesek, a szerződések, vagy vita esetén alkalmazandó jogrendszer, továbbá a banki szolgáltatások helyi – nem harmonizált – adószabályait nem érintik. Ebből következik például, hogy letelepedés, kereskedelmi jelenlét nélküli külföldi pénzügyi szolgáltatás is megadózatható az ügyfél országában, az EU csatlakozás után is (ha ezt egyéb jogszabály, szerződés nem zárja ki).

A határon átnyúló szolgáltatások osztályozásához érdemes bevezetni az aktív és passzív határon átnyúlás fogalmait.

**Aktív határon átnyúló pénzügyi szolgáltatás** abban az esetben áll fenn, ha a szolgáltatás nyújtása a nem rezidens szolgáltatásnyújtó kezdeményezésére történik, a szolgáltató a letelepült pénzügyi intézményekkel azonos ügyfél és piacszerzési jogosultságokkal bír (ld. hirdetési lehetőség). **Passzív határon átnyúló pénzügyi szolgáltatás** esetén a szolgálta-

tás nyújtása az ügyfél kezdeményezésére történik, a határon átnyúló szolgáltató a letelepült (rezidens) pénzügyi intézményekhez képest korlátozott ügyfél- és piacszerzési jogosultságokkal bír.

Nyilvánvaló, hogy szabályozói és felügyeleti szempontból a szolgáltatás kezdeményezésének az iránya gyakorlatilag nem kezelhető (nem ellenőrizhető és szabályozható). A szabályozó egyetlen – igen korlátozott – eszköze az aktív szolgáltatásnyújtás megakadályozására, hogy hirdetési tilalmat ír elő külföldi szolgáltatók részére, vagyis megtilthatja a határon átnyúló pénzügyi (befektetési, biztosítási) szolgáltatásra vonatkozó hirdetéseket. Ezzel csupán a szolgáltatás nyújtására vonatkozó felhívást korlátozhatja. Hirdetési lehetőség hiányában jobban feltételezhető, hogy a rezidens ügyfél kezdeményezte a nem rezidens szolgáltató munkáját. A hirdetési tilalom a modern marketing teljes eszköztárát tekintve valóban csak szűkítheti ügyfélkapcsolat létrehozásának csatornáit, mert mint látni fogjuk, például az internet kikaput jelent e korlátozás esetében.

#### A HATÁRON ÁTNYÚLÓ LIBERALIZÁLT PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSOK KORLÁTOZÁSA A KÖZJÓ VÉDELMEBEN AZ OECD ÉS AZ EU SZABÁLYOZÁSÁBAN

Mind az OECD, mind az EU szabályozása elfogadja, hogy az adott ország piaci, gazdasági, illetve társadalmi sajátosságaira való tekintettel szükség lehet bizonyos megszorító intézkedésekre a közjó védelmében.

Az OECD tőkeműveleti kódexe ideiglenesen felmenti a tagországokat a benne

foglalt liberalizációs kötelezettségek teljesítése alól, ha ezt szükségesnek ítélik a **közrend**, a **közegészségügy**, a **közterkölc** és a **közbiztonság**, az állam alapvető **biztonsági érdekeinek** védelme, vagy a nemzetközi **béke és biztonság** megőrzése érdekében.

Az EU belső szabályozása (89/646. [EGK] számú Második Bankdirektíva) csak abban az esetben teszi lehetővé az ügyfél országa hatóságának beavatkozását a székhely szerinti ország hatósága által felügyelt hitelintézet tevékenységébe, ha az a közjót (general good) veszélyezteti.

„A tagállamok kötelesek biztosítani, hogy a kölcsönös elismerésben részesülő tevékenységeket korlátozás nélkül, a székhely tagállamban szokásos módon folytathassák mindaddig, amíg nem sértik a fogadó tagállamnak a közjó védelmét szolgáló jogszabályait”.<sup>8</sup>

Ez a kifejezés azonban akár gumiparagrafusként is felhasználható lehetne bármilyen felügyeleti intézkedés igazolására, ezért adott ki róla értelmezést az EU Bizottsága 97/209/6. számú magyarázatában a Bíróság e témában hozott ítéleteinek és azok indokolásának felhasználásával.

Azt, hogy mi tekinthető a közjó védelmének, a Bíróság eddig a következők szerint határozta meg (kiemelések a szerzőktől):

„Az ügyfelek, a munkavállalók, a társadalombiztosítás, a fogyasztók, a hazai pénzügyi szektor megítélésének, a társadalmi rend, a szellemi tulajdon, a kultúrpolitika, a nemzeti történelmi és művészeti örökség, az adórendszer

8 A „közjó” vitatott szerepéről ld. pl.: Sherman E. Katz: The General good and the second banking directive. A major loophole? Journal of International Banking and Financial Law, 93/April 166–169. A cikk megerősíti álláspontunkat, vagyis azt, hogy a közjóra való hivatkozás a fogadó ország számára egyfajta kibúvót jelent a közösségi szinten liberalizált, fogadó országban folytatott tevékenységvégsz alól.

egységességének, a közúti forgalom biztonságának, a hiteltelzők, az igazságszolgáltatás védelme, a csalások megelőzése.”

A közjó fogalmába tehát a pénzügyi szolgáltatások védelme – közvetlenül, vagy közvetve – több szempontból is beletartozik. A lista a Bíróság újabb ítéleteivel tovább bővíülhet.

A közjóra való hivatkozással csak akkor lehet korlátozást bevezetni, ha a székhely országának jogszabályai nem védik a kérdéses érdeket. (Ez értelemszerűen azt is jelenti, hogy harmonizált jogszabály ügyében nem lehet a közjóra hivatkozni, mert a harmonizáció minden tagországban lényegileg egyforma szabályokat hoz létre.) A korlátozásoknak diszkriminációmentesnek, feltétlenül szükségesnek, a kívánt cél elérésére alkalmasnak kell lenniük, és a feltétlenül szükséges mértéken nem mehetnek túl.

A korlátozások vonatkozhatnak magukra a szolgáltatásokra, vagy azok feltételeire, ideértve a hirdetési szabályokat is. A magyar szabályozás kialakítása szempontjából nagyon fontos, hogy a gyakorlatról mit mond a Bizottság.

„Ha {a hitelintézet} olyan banki szolgáltatásokat kínál, amelyek nem felelnek meg pontosan az ország kötelező előírásainak, eljárást kezdeményez ellene a hatóság, vagy egy ügyfél. Ekkor a hitelintézetet terheli annak bizonyítása a hatóság, vagy bíróság előtt, hogy az a szabály, amelyet vele szemben érvényesíteni kívánnak, nem felel meg a Bíróság által lefektetett fenti feltételeknek.”

A Bizottság ugyanakkor bármikor eljárást kezdeményezhet az adott ország ellen, ha az eljárását nem találja összhangban lévőnek a fenti elvekkel. Végül soron az EU Bírósága dönthet. Ez eddigi ítéleteiben hangsúlyozta azt az álláspontját, hogy a közjóra való hivatkozás csak na-

gyon korlátozott körben és rendkívül indokolt esetben történhet.

Harmonizált szabály esetében – mivel azok testesítik meg a közjó elérendő minimumát – a direktívában előírtnál szigorúbbat nem szabad alkalmazni a **külföldi** EU szolgáltatóval szemben. Ilyenek elsősorban a prudenciális szabályok, de számos fogyasztóvédelmi szabály is direktívában van rögzítve. A **hazai** székhelyű szolgáltatóval szemben **szigorúbb** szabályok is előírhatók és ez egyes esetekben indokolt is lehet.

Az Európai Bizottság „Financial Services: Meeting Consumers’ Expectations” című, 1996 májusában kiadott Zöld könyve kiemelten foglalkozik a fogyasztóvédelem kérdéskörével. Ez a következő témakörökből áll: a **fogyasztók informálása, jogvédelem, jogorvoslati lehetőségek, a pénzügyi szektor megbízhatósága, a választék szélessége.**

A hirdetéseket a Második Bankdirektíva alapján minden tagállamban lehetővé kell tenni, megjelenésük módjára és tartalmára azonban a hirdetésekre vonatkozó, a közjó érdekében hozott helyi előírások érvényesek.

#### A HATÁRON ÁTNYÚLÓ PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSOK ELTERJEDTSÉGE A GYAKORLATBAN

Empirikusan is igazolható,<sup>9</sup> hogy a határon átnyúló szolgáltatók elfogadottsága és

9 E fejezet adatai az OECD: „Cross-border Trade in Financial Services: Economics and Regulation” (DAFFE/CMF(99)22/REV2), „Cross Border Trade in Financial Services-Implication of Electronic Finance (DAFFE/CMF(2001)12)”, „Electronic Finance: Recent Trends and Future Prospects” (DAFFE/CMF(2001/11.) tanulmányaiból valók.

a szolgáltatások mélysége a szolgáltatások tartalmát és a pénzügyi szektor egyes szereplőit tekintve igen eltérő. A hivatkozott tanulmányok több piaci szegmensben vizsgálták meg a határon átnyúló szolgáltatások kiterjedését.

A Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) adatszolgáltatásában résztvevő bankok jelentései szerint a nemzetközi nettó **hitelezési tevékenység** az 1992-es 165 milliárd dollárról öt év alatt 465 milliárdra nőtt, azaz csaknem megháromszorozódott (miközben az alternatív – kötvénypiaci – finanszírozás növekedése még ennél is sokkal gyorsabb volt). A tevékenység fontos jellemzője, hogy Európa, ezen belül Nagy-Britannia, Svájc és a Benelux államok bankjainak a jelentősége messze a legnagyobb. A növekedésben számottevő szerepet játszott a szindikált hitelezés terjedése (ami Magyarországon is jellemző a nagyvállalati körben).

A **befektetési banki és befektetési szolgáltatások** (például jegyzési garanciavállalás, vállalatfelvásárlási tanácsadás, saját számlás és bizományosi kereskedelmi tevékenység intézményi befektetők számára) határon átnyúló forgalmára vonatkozóan nincs adatgyűjtés. Egészen biztosan lehet azonban volumenük növekedésére következtetni abból, hogy a nemzetközi értékpapír-kibocsátás 1992 és 1998 között 111 milliárd dollárról 670 milliárd dollárra nőtt. Erre enged következtetni az is, hogy a vállalatfelvásárlással kapcsolatos tanácsadás – amelynek legjelentősebb részét angol és amerikai cégek végzik – markáns növekedést mutat. 1998-ban az OECD-tagállamok harmadik országba irányuló vállalatfelvásárlási

célu befektetései 555 milliárd dollárt tettek ki. Ebből 45 százalék esett az említett két országra, a többi országba történő befektetés esetében ezért következtetni lehet külföldi tanácsadók igénybevételére.

Ami a **retail** ügyfeleknek nyújtott bankszolgáltatásokat (például lakossági jelzáloghitelezés, autóvásárlási hitel, hitelkártya-kibocsátás, kisvállalkozásoknak nyújtott bankszolgáltatások) illeti, a BIS megítélése szerint Európában továbbra is túlnyomórészt a hazai bankok szolgáltatásait veszik igénybe az ügyfelek. Az OECD tanulmánya ehhez azt teszi hozzá, hogy a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások egy része a hitelkártya külföldön való használatából adódik. Ez utóbbi megjegyzés tovább bővítheti a határon átnyúlónak tekinthető pénzügyi szolgáltatások körét, de megítélésünk szerint a külföldi kártyahasználat ilyen módon való felfogása ellentétes lenne a korábbiakban vázolt alapelvekkel, elsősorban azzal, hogy a szolgáltatás nyújtójának és igénybevevőjének két különböző országban kell székhellyel, illetőleg állandó lakóhellyel rendelkeznie a határon átnyúlás megvalósulásához.

A **private banking** egyike a legrégebbi és a leginkább bevezetett határon átnyúló szolgáltatásoknak. Egyedül a svájci bankok mintegy 1500 milliárd frankot kezelték külföldiek megbízásából 1998-ban.

Az OECD biztosítási statisztikai adatbázisa a **biztosítási szolgáltatások** széles körű elterjedtségét mutatja, de a külföldről származó díjfizetésről kevés adat van és azokon belül sem lehet szétválasztani a fiókokba történő és a határon átnyúló szolgáltatásért fizetett díjakat. A határon

átnyúló biztosítási szolgáltatások legfontosabb központjai, Nagy-Britannia és Svájc jellegzetes – szintén régóta nemzetközi – üzletágai a hajó- és a repülőgépbiztosítás, a viszontbiztosítás és a nagyvállalati biztosítás. Ezek között némelyiknél viszontbiztosításból származik a külföldről kapott nem-életbiztosítási díjbevételek fele.

A Global Securities Consulting Services 1998-as felmérése szerint a világon **letétkezelt** 24 billió dollár értékű eszközből mintegy 7 billiót határon átnyúló módon kezeltek. Ez egyebek mellett annak is a következménye, hogy a piacon néhány globális szolgáltató uralkodik. A letétkezelők által (is) végzett nominee (részvényesi megbízott) szolgáltatások értelemszerűen tovább erősítik a határon átnyúlás elterjedését a letétkezelő bankok esetén.

A különböző pénzügyi információszolgáltatások – így például a hitelminősítés – a nemzetközi pénzügyi szolgáltatások különösen gyors növekedést mutató csoportjába tartoznak. A szolgáltatás piacát (melynek főszereplői egyebek mellett a Moody's, a Reuters, a Bloomberg) az OECD 1998-ban 11 milliárd dollár értékűre tette, és 15 milliárd dollárra prognosztizálta 2002-re.

A határon átnyúló szolgáltatásokkal kapcsolatos tanulmányok egyik fontos közös felismerése, hogy a lakossági banki és nem banki (biztosítás, befektetési alapok stb.) szolgáltatások esetében egyértelműen megállapítható, hogy a szolgáltatások bizalmi jellege miatt általános az ún. „**home-country biased**” magatartás, vagyis a rezidens személyek kötődése a

hazai bankszolgáltatóhoz, illetve alternatív közvetítőkhöz. Ennek hatását Európában nagymértékben erősíti az, hogy az EU tagállamok gazdasági jogalkotásának, különösen a **szerződések jogának az egységesítése nincs belátható időtávlatban**.

A Bizottság az euró forgalomba kerülése előtt megvizsgálva az EU-n belüli határon átnyúló transzferek ügyét, s arra a következtetésre jutott, hogy az egységes pénz bevezetése után is nagy költségvonzata lesz még az egyszerűbb lakossági bankszolgáltatásoknak is.<sup>10</sup> A Bizottság 1999-es felmérése szerint egy 100 eurós EU-n belüli átutalás átlagos költsége 17 euró volt, 10 és 30 eurós szélső értékekkel. A belföldi díjakhoz képest szinte prohibítívan drága nemzetközi transzferek tehát még az EU-n belül is erősen tompítják a szabad bankválasztás hatását ebben a piaci szegmensben.

Mindezek alapján elmondható, hogy a határon átnyúló szolgáltatások elsősorban a hitelintézetek és befektetési bankok egymás közti, illetve nagyvállalatok számára végzett ügyleteiben, továbbá a külföldi befektetésekhez kapcsolódóan, valamint egyes, hagyományosan nemzetközi biztosítási ügyletek keretében valósulnak meg.

#### INTERNET, E-FINANCE ÉS A HATÁRON ÁTNYÚLÓ SZOLGÁLTATÁSOK SZABÁLYOZÁSA

A szabályozás szempontjából a **legbizonytalanabb terület** az úgynevezett e-finance, az interneten keresztül nyújtott

<sup>10</sup> Ld. például Financial Times 2001. február 5., OECD CMF ülés 2001 március.

pénzügyi szolgáltatások köre. A jelenleg is zajló viták sokszínűségét jelzi, hogy van olyan meglátás, miszerint csak egy új elosztási csatornáról, beszélünk, s van olyan is, amely újra kívánja értelmezni a pénzügyi szolgáltatásokra való felhívását és nyújtását, amennyiben az interneten keresztül zajlik.

Az interneten keresztül mind a szolgáltatás igénybevételére való felhívásra, mind magának a szolgáltatásnak az igénybevételére sor kerülhet. A 97/209/04. Tanácsi magyarázat szerint a szolgáltatás reklámozása, illetve felkínálása bármilyen „távolsági eszközzel” (levél, fax, e-mail, stb.) akkor esik előzetes bejelentési kötelezettség alá, ha<sup>11</sup> a szolgáltató tevékenységét az ügyfél tagállamának területén tervezi végezni. A hitelintézet e célja az adott reklám, illetve felhívás elemzésével<sup>12</sup> (például a szöveg nyelve, az árak pénzneme) deríthető ki.<sup>13</sup> A Tanács magyarázatának megfelelő szabályozás eléréséhez be kell építeni a magyar jogszabályba a hirdetés

célja, nyelve, szövege, értelmezésére való felügyeleti felhatalmazást.

Az interneten folyik tényleges **szolgáltatásnyújtás** is. A technika fejlődésével, az elektronikus aláírás alkalmazásával, a külföldi hitelintézettel történő kapcsolattartás személyes utazás és aláírás nélkül is megoldható, míg a kapcsolatfelvétel („az első szerződés”) a pénzmosás elleni előírások miatt, amelyek kötelezővé teszik a személyek dokumentumokkal történő azonosítását, megköveteli a személyes megjelenést. A Tanács magyarázata szerint a távolsági bankszolgáltatások (így az interneten keresztül nyújtottak) nem esnek előzetes bejelentési kötelezettség alá, mert nem tekinthetők úgy, hogy a szolgáltató tevékenységét az ügyfél országának területén végzi. Az előzetes bejelentési kötelezettségnek – az EU-ból kapott információ szerint – a tényleges határon átnyúlás felmérésének szempontjából nincs használható eredménye. A bejelentés nem kerül pénzbe és következménye sincs, a meg nem tett bejelentés miatt viszont a hitelintézetnek hosszú ideig kellene várakozni a visszaigazolásra, ezért gyakorlatilag minden, az EU-ban székhellyel rendelkező bank az összes lehetséges kombinációban szándékbejelentést tett, azt azonban nem lehet tudni, hogy a lehetőségekkel mennyien éltek valójában.

Az OECD Pénzügyi Piaci Bizottsága 2001-ben a világ minden részéről meghívott csak interneten keresztül szolgáltató bankokat, az e-finance szolgáltatásban élenjáró egyéb bankokat, csak interneten keresztül létező bankokat és biztosítókat, vagyonkezelőket, befektetési bankokat, hogy osszák meg tapasztalataikat a

11 Ezen értelmezés oka, hogy lehetetlenség megkérni az egyes intézményektől, hogy minden egyes országban, ahol a reklámja megjelenik, vagy elméletileg megjelenhet, megtegye előzetes bejelentését.

12 Ennek ellenőrzését a belga Felügyelet úgy oldotta meg, hogy létrehozott egy kis létszámú osztályt az Interneten megjelenő hirdetések „böngészésére”, illetve kialakítottak egy külön felügyeleti web-oldalt a fogyasztók informálása céljából, azt kérve, hogy jeleljenek minden olyan hitelintézetet, amely nem felel meg a tájékoztatóban meghatározott követelményeknek. A bejelentéseket a Felügyelet ellenőrzi, kivizsgálja.

13 Nehezen képzelhető és hihető el például, hogy egy francia hitelintézet web-lapján magyar nyelvű verziót is szerepeltet, illetve szolgáltatásainak árait magyar forintban is feltünteti minden célzatosság és azon szándék nélkül, hogy piacot szerezzen a magyar fogyasztók körében.

szervezettel.<sup>14</sup> E találkozó megállapítási a következők voltak.

Tény, hogy internetes banki szolgáltatásokat csak olyan bankok voltak képesek hatékonyan kínálni (megfelelő ügyfélbázist kiépíteni), melyeknek széles fiókhálózatuk volt. Ez abból következett, hogy csak kiépített, stabil ügyfélkapcsolatra épülhet ilyen szolgáltatás, a kapcsolat bizalmas jellege és az ügyfelek hagyományos tartózkodása miatt. A tipikus internethasználó banki ügyfél az Egyesült Államokban és Európában is a fiatal középosztálybeli és a nyugdíjas(!)

Az internet-only típusú szolgáltatók gyerekcipőben járnak, megtérülésük hosszabb távra jósolható, a tranzakciós biztonság, az ügyfélinformációk bizalmas kezelésének alapvető igénye fizikai kapcsolat meglétekor is kritikus bankválasztási elem, csak online szolgáltatóknál sokkal fokozottabban jelentkezik.

A vagyonkezelési szolgáltatások elektronikus elterjedtségén jóval túlmutat a hagyományos brókerszolgáltatások elektronikus közvetítése és nyújtása. Ennek leginkább biztonsági okait láttak a jelenlévők, hangsúlyozva a vagyonkezelési megbízások szükséges személyes jellegét és bizalmasabb voltát. Az Egyesült Államokból érkezettek elmondták, hogy az internet számukra ebben az esetben kiegészítő értékesítési csatorna.

Gyakorlatban a legelőrehaladottabb szolgáltatáscsoport, melyet elektroniku-

san kínálnak és nyújtanak, a **biztosítás**. Ez egyrészt annak tudható be, hogy a neten kereskedett nagyobb értékű ingó és ingatlan vagyontárgyak felkínálásakor egyben biztosítást is kínálnak, másrészt a szerződések uniformizáltabb jellegének. Igen fejlett még az a szolgáltatástípus, amikor a különböző, ugyanolyan célú biztosítási módozatokat hasonlítja össze egymással egy online-szolgáltató.

Az e-finance szolgáltatásokat illetően – főképpen a banki szolgáltatóknál – az ehhez az elosztási csatornához kapcsolódó operatív kockázatok kezelése válthatja ki a legtöbb szabályozói aggodalmat. A jelenlévő szereplők legtöbbször a pontos belső szabályzatok és folyamatos monitoring szerepére hívta fel a figyelmet. A Fed képviselője is ezeket tarja fontosnak, de természetesen a működési kockázatok átfogóbb rendezésének mielőbbi szükségességét tartotta kívánatosnak, az új báze-li Accordra hivatkozva.

A legfontosabb másik kockázati tényező – egyelőre csak az Egyesült Államokban, hiszen Európában még elhanyagolható – a számlaaggregáció, ami azt jelenti, hogy az e-finance lehetővé teszi több pénzügyi szolgáltatás (és csoporthoz tartozó szolgáltatók) egy hozzáférési pontról történő igénybevételét úgy, hogy az ügyfélhez tartozó számlák egy helyről érhetők el, esetenként egyként is működnek. A számlák aggregálását nem feltétlenül pénzügyi szolgáltató, de egy nem pénzügyi internetes vállalkozás is végezheti, hiszen nem ő szolgáltat, csak az ügyfél számára optimalizál. Itt az ügyféltitok, az adatkezelési problémák, valamint a szabályozatlan nem pénzügyi szolgálta-

14 A találkozón személyesen részt vett a a PSZÁF és az MNB képviselője is (Harmati László). A találkozóról készült rövid összefoglalót ld. E-finance: Current Trends and Future Prospects, CMF Room document. No. 5., 26. March 2001.



tók problémáit kell megoldani. Az Egyesült Államok (pontosabban a Fed) hangsúlyozottan piackonform módon, piaci önszabályozást sürget arra nézve, hogy önkéntes jelleggel hozzanak létre kötelező közös elveket az aggregációt végzők, félve attól, hogy az innováció könnyen túllépheti a központi merev regulációt. A résztvevő hatóságok mindegyike ugyanakkor úgy vélte, hogy kikerülhetetlen lesz a hatóságilag kikényszeríthető és kontrollálható jogszabályok meghozatala.

A piaci szereplők az e-finance határon túli szolgáltatások elhanyagolható mértékét látva csalódottak voltak, és középtávon sem remélnek javulást. Az európai résztvevők az okokat egyrészt abban látják, hogy az országok pénzügyi piacait keményen védik még mindig a szabályozók, **inkonzisztensnek** érzik az e-commerce direktívát a pénzügyi szolgáltatásokról szóló direktívák némely pontjával, a retail fizetési rendszerek **integrációs** fokát alacsonynak tartják, ami komoly transzferproblémákat, illetve költségtöbbletet jelenthet. Szóvá teszük azt is, hogy elemi bankkapcsolat létesítése, melyre e-finance szolgáltatás épülhet, nem rezidensek részére még mindig komoly akadályokba ütközik.

#### MAGYAR SZABÁLYOZÁS

A magyar szabályozás általános törvényi alapja a **külföldiek magyarországi befektetéseiről szóló** (1988. évi XXIV.) **törvény**, amely kimondja, hogy gazdasági célú **letelepedés**, azaz leányvállalat alapítása, fióktelep, vagy önálló vállalko-

zás létrehozása **nélkül** külföldi csak néhány, a törvényben tételesen meghatározott, például oktatási, előadóművészi, stb. tevékenységet folytathat. Az ezzel összhangban lévő **hitelintézeti törvény** (Hpt.) és egyes határon átnyúló pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozóan liberalizált **devizatörvény** (Dtv.) e tekintetben fennálló ellentmondása miatt a hazai szabályozás 2000. december 31-ig abban a helyzetben volt, **hogy a devizasabályok engedték, a tevékenységi szabályok viszont tiltották határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások végzését.** Nagyon fontos, hogy a devizatörvény csak a hitel és pénzkölcsönnyújtási tevékenységet, a pénzügyi lízinget illetve a bakgarancia nyújtását tekintette részben liberalizált, nem rezidens által is végezhető hitelintézeti tevékenységnek, viszont a hitelintézeti törvény valamennyi pénzügyi szolgáltatás nyújtását csak székhellyel vagy fióktelepként letelepült szolgáltatónak engedélyezte.

A Hpt. olyan tevékenységeket tiltott (például a hazai gazdálkodó szervezetek külföldről történő, külföldi bank által végzett hitelezését), mely fontos szerepet játszott és játszik a vállalatok finanszírozásában és devizajogilag is liberalizáltaknak volt tekinthető. Tehát egy ágazati törvény nem jól képezte le a valós helyzetet és a szélesebb jogalkotói szándékot. Ennek magyarázata az, hogy a devizakorlátozások szinte folyamatosan zajló eltörlése mögül egyre jobban előbukkantak a mögöttes szabályozásnak azok a hiányosságai, amelyek kialakulása és fennmaradása nagyrészt éppen a devizajogszabályok korábbi teljes tiltást tartalmazó jellegére vezethetők vissza, mivel nem volt értelme

valamilyen amúgy is tiltott tevékenységre részletszabályokat alkotni.

Mivel a statisztikai adatgyűjtés a fizetési mérleg szempontjait helyezi előtérbe a külföldről érkező hitelfinanszírozásra vonatkozóan, nem rendelkezünk folyamatos információval arról, hogy a külföldi hitelnyújtó személye milyen jellegű vállalkozást takar. Arról tehát, hogy **hitelintézet-e a hitel nyújtója, nincs folyamatos információ**, ezért külön gyűjtést kellett végezni.<sup>15</sup> (Ez azért fontos, mert például az anyavállalati hitel nem minősül pénzkölcsön nyújtásának, így nem pénzügyi szolgáltatás.) Két időpontot kiválasztva a záróállományokra végeztünk gyűjtést (1999. december 31. és 2000. március 31.). A nem rezidens bankok által rezidens vállalkozásnak közvetlenül nyújtott hitelek hó végi záróállományait vizsgálva látható volt, hogy az összes, külföldtől hazai vállalkozáshoz érkező hitel hozzávetőlegesen 20 százaléka esetében a hitelnyújtó külföldi bank volt mindkét időpontban, **vagyis a külföldről történő magyar vállalatfinanszírozás ötöde határon átnyúló pénzügyi szolgáltatáshoz kapcsolódott**, amit a tevékenységi szabályok nem engedtek meg. Természetesen az eseti gyűjtés miatt ezek az adatok csak tájékoztató jellegűek voltak, mégis kellő alapot szolgáltatott arra, hogy a Hpt. a tényleges helyzetnek és így a transzparens

szabályozás elvének megfelelő módosítását haladéktalanul kezdeményezze a hazai szabályozó. A korábban beterjesztett törvényjavaslat csak az EU-csatlakozás időpontjától adott megoldást és csak a probléma egy részére, hiszen az EU hitelintézetei irányába a csatlakozástól megnyitotta volna a határon át nyújtott szolgáltatások lehetőségét, az EU-n kívüliek számára azonban akkor sem.

Magyarország egyes határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások szabadabb tételekor azt a pragmatikus vonalat követte, hogy azok a szolgáltatások élveznek elsőbbséget, amelyeknél a kockázat a külföldi szolgáltatónál van (hitelnyújtás, lízing), míg az ügyfél kockázatával járó ügyletek (betételhelyezés, számlavezetés, stb.) **határon átnyúló módon egyelőre nem** nyílnak meg külföldi hitelintézetek előtt. Az ügyfél kezdeményezésére, külföldön történő szolgáltatásnyújtás szabadságát – a későbbiekben részletezett módon – ez természetesen nem érinti.

A 2001 januárjától hatályos Hpt.-ben (2000. évi CXXIV. törvény) **határon átnyúló szolgáltatásként** lett nevesítve és engedélyezve a **külföldi hitelintézettől történő hitelfelvétel és a pénzügyi lízing** az OECD-tagországok hitelintézetei számára, de továbbra is fennmaradt az a **tilalom**, hogy ezen szolgáltatók **nem akvizrálhatnak** ügyfelet és **nem hirdethetnek** Magyarországon.

Továbbra is felemás helyzetben maradt az ugyancsak gyakori külföldi **bankgarancia** nyújtása, ami devizaszempontból szabadon igénybe vehető, míg a Hpt. szerint csak Magyarországon bejegyzett hitelintézet nyújthatja üzletszerűen.

<sup>15</sup> A leggyűjtés során az elkülönítő ismerv az volt, hogy szerepel-e a „bank” szó a hitelnyújtó nevében. Ezután az adatok közül a nemzetközi pénzügyi intézmények (például EBRD, EIB) lettek kiszűrve. Az összefoglaló adatok forrása „A devizakülföldiektől felvett deviza és -forint hitelek állománya és forgalma” c. havi jelentés volt.

A Hpt. módosításának egyik fontos eleme az EU- tagországok hitelintézetei határon átnyúló szolgáltatásainak szabad- dá tétele Magyarországon, ami az ország EU-ba történő belépésekor lép hatályba. Ez jelenleg nem okoz változást, viszont egyértelmű vállalása a tagsággal járó követelményeknek és figyelemfelhívás a hazai bankok számára a fokozott versenyre való felkészülés szükségességére.

A Hpt. módosítása – az EU megközelítését kiindulási alapul véve – a pénzügyi szolgáltatások tekintetében a határon átnyúló szolgáltatásokat a következők szerint határozza meg:

„A pénzügyi, illetőleg kiegészítő pénzügyi szolgáltatás nyújtása nem a szolgáltatást nyújtó pénzügyi intézmény székhelyével, telephelyével, főirodájával, fiókjával azonos országban történik és a szolgáltatást igénybevevő ügyfél telephelye, állandó lakóhelye sem abban az országban van, ahol a szolgáltatást nyújtó pénzügyi intézmény székhelye, telephelye, főirodája, illetve fiókja.”

A határon átnyúlás tényállásának egyik eleme az, hogy a magyar rezidens ügyfél nem magyar rezidens pénzügyi szolgáltatótól vegyen igénybe pénzügyi szolgáltatást, a másik eleme pedig az, hogy a szolgáltatást nem ott nyújtják, ahol a külföldi szolgáltató központjával, vagy fiókjával letelepedett.

Akárcsak az EU megfogalmazásával, ezzel kapcsolatban is joggal merülhet fel az a probléma, hogy nincs egyértelműen körülhatárolva a szolgáltatás nyújtásának **helye**, amelyre a definíció felépül, ezért többféle értelmezésre is alapot adhat. Egyedül a definícióból nem vezethető le, hogy például a Rómából budapesti székhelyű vállalatnak londoni számlájára nyújtott hitelt a magyar határon átnyúlónak kell-e tekinteni.

A szabályozás nem alkalmazza a külföldi fogyasztás fogalmát, de a definícióból az is levezethető, hogy ha a szolgáltatást a szolgáltató székhelyén, vagy fiókjában nyújtják, az nem számít határon átnyúlásnak. Ezzel is az a probléma, hogy nincs meghatározva a szolgáltatás nyújtásának helye.

A Hpt. csak hazai székhelyű hitelintézet és fiók számára engedi meg tevékenységének bármilyen módon történő reklámozását és ez vonatkozik az egyébként a törvényben megengedett külföldi hitelnyújtásra és lízingre is. Ez összhangban van az OECD említett megengedő szabályával, viszont eltér az EU hivatkozott szabályértelmezésétől és a magyar reklámtörvényből levezethető attól az elvtől, hogy amely áru forgalmazása nem tilos, az reklámozható is. A magyar szabályozás ebben a tekintetben tehát egyértelműen szigorúbb a kül- és a belföldi általános gyakorlathoz képest. Ez jelenleg teljesen jogszerűen megtehető, hiszen az „unsolicited” határon átnyúlás biztosítására ennél több szabályozói eszközre nem igazán nyílik lehetőség.

Az EU-tagországok közti határon átnyúló pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó szabályozást elsősorban az **egységes bankengedély**, a „single passport” léte teszi sajátossá, más országok megközelítésétől eltérővé. Ebben a viszonylatban ugyanis mind a gazdasági letelepedés, mind a szolgáltatás külföldről történő nyújtása a **székhely** és nem a szolgáltatás helye szerint illetékes felügyeletnek történő **bejelentés** alapján kezdődhet meg, a szabályozás ezért elsősorban akörül fog, hogy mely esetekben kötelező ez a

bejelentés és mely esetekben nincs szükség erre sem a másik tagállam rezidenseinek nyújtott szolgáltatás megkezdésekor. Részletszabályokat ezért elsősorban a székhely országból más EU-országokba „kifelé” irányuló szolgáltatásokról találunk, ami a jelenlegi hazai, alapvetően a „befelé” jövő szolgáltatásokhoz kapcsolódó problémáinkhoz képest más viszonyokat tükröz. Ebben a tekintetben a hazai szabályozás szükségszerűen eltér az EU-belitől, hiszen nem a home country, hanem – az Unió által 12 évvel ezelőtt megszüntetett – host country control-on alapul és ezért a csatlakozáskor majd teljesen átalakul.

A közösségi jogszabályok és azok hivatalos magyarázatai azért igyekeznek minél pontosabban meghatározni azt a pontot, amelytől kezdve már egyik, vagy másik szolgáltatásnyújtásról van szó, mert a bejelentést a **székhely ország felügyeletének** kell megtenni, mely dönthet úgy is – saját értékelési szempontjainak megfelelően –, hogy a tájékoztatást nem továbbítja, ténylegesen megakadályozva így a szolgáltatás nyújtását a másik tagországban. Ez értékelésünk szerint alapvetően nem a másik országbeli potenciális ügyfelek, hanem a saját országbeli betétesek és tulajdonosok védelmét szolgálja a túlzott terjeszkedés következményei ellen. (Ez abból is látható, hogy a másik tagországban érvényes **fogyasztóvédelmi előírásokat** viszont nem a saját, hanem a másik ország felügyeletének kell megismertetnie a hitelintézettel.)

A jelenlegi magyar, a határon átnyúló szolgáltatást érintő szabályozás hangsúlya az előbbieknél megfelelően a külföldi

szolgáltató **bejövételének** korlátozásán van. A külföldi letelepedéssel járó szolgáltatás-nyújtás jelenleg szinte teljes körűen a PSZÁF engedélyéhez van kötve, hiszen a külföldön történő fióknyitáshoz, leányvállalat alapításához, vagy befolyásoló rész szerzéséhez a felügyelet engedélye szükséges. (A hiányzó láncszem az alárendelt kölcsöntőke nyújtásával történő tőke-kivitel.) A külföldre, külföldieknek való határon átnyúló szolgáltatás-nyújtás azonban **semmilyen külön tevékenységi engedélyt nem igényel**, ha a bank egyébként rendelkezik bankműveleteinek devizában való végzésére szóló felhatalmazással.

A hatályos magyar szabályozás ambivalens abban a tekintetben, hogy a **fiók** létesítése beleszámít-e a határon átnyúló szolgáltatásokba, ugyanis a definíció szerint nem, a „**Határon átnyúló tevékenység végzésének szabályai**” c. rész viszont **fióktelep alapítása** esetére is előírja a külföldi hitelintézet tájékoztatását a magyar fogyasztóvédelmi szabályokról.

#### A 2001. ÉVI DEVIZALIBERALIZÁCIÓVAL ELŐÁLLT HELYZET

Az árfolyamrezsim változása miatt még szélesebb körű devizaliberalizáció adta jövőbeni lehetőségek a hazahozatali kötelezettség oldásával, a szabadabb konverziós lehetőségekkel és a külföldi számlatartás szabadságával felvetik azt a kérdést, hogy igényel-e szabályozáspolitikai, felügyeleti módosítást a határon átnyúlás lehetőségének megnövekedése.

Az alábbiakban felsorolt problémák egy részét jellegzetesen az átmenet abból faka-

dó problémái teszik ki, hogy az egyik jogterület fejlődése – meglehetősen szerteágazó okokból – megelőzte a másiké, míg másik része már a tevékenység természetének tisztán technikai korlátaiból adódik, amelyek akkor is fennállnak, ha semmilyen jogszabályi korlátozás nem érvényesül.

A Hpt. határon átnyúlás fogalmából azt láthatjuk, a **szolgáltatás nyújtásának/igénybevevőjének a helye** határozza meg a határon átnyúlást, még ha e kettő sokszor el is válik egymástól. Vannak bankszolgáltatások (például betétgyűjtés, pénzforgalmi szolgáltatások) ahol – amennyiben pusztán a földrajzi ittlét-ottlét határozná meg ezt a kérdést – olyan értelmezés is előfordulhatna, hogy például egy osztrák banknál számlát vezető magyar természetes személy amennyiben átutalási megbízását papíron Ausztriában adja le, az nem határon átnyúlás (hanem külföldi fogyasztás), ha viszont Magyarországról hívja fel az osztrák bankját az átutalást elintézni, akkor már határon átnyúlásnak minősülhetne. Ugyanígy, ha „táskában” viszi ki a pénzét az ügyfél az osztrák bankba, akkor az külföldi fogyasztás, ha viszont itthonról utalja, akkor az határon átnyúlás. Problémás például egy külföldi bank által kibocsátott kártyával való fizetés is, hiszen ekkor például a magyar ügyfél osztrák bankja minden egyes Magyarországon történő osztrák bankkártyával való fizetéskor átnyúlik a határon. De ugyanígy probléma lehet a lát-szólag „helyhez kötött” széfszolgáltatás is, hiszen a szolgáltatás nyújtása az a széfben való elhelyezés, ami értelemszerűen csak a külföldi bankban történhet fizikailag, vagyis értelemszerűen csak külföldi fogyasztásról lehet szó, mégis, amennyiben az

ügyfél Magyarországon van és a kinti széfjében elhelyezett egy tárgyat, a külföldi bank a definíció szerint átnyúlt a határon.

Az érvényes definíció tehát önmagában nem elégséges arra, hogy a csatlakozás után az EU és a harmadik országbeli hitelintézetek által nyújtott szolgáltatásokat elkülönítsük, de arra sem, hogy a teljes devizaliberalizálás utáni helyzetben tisztán láthassuk a határokat.

A nemzetközi szabályozási tapasztalatok alapján külföldi szakértők e kérdésben fontosnak ítélik a helyzet elemzéséhez az **egyéb jogszabályi, a technikai-tranzakciós korlátok** figyelembe vételét.

Egyéb jogszabályi korlát a **Hpt. hirdetési tilalomra vonatkozó szövege** szerint a pénzügyi szolgáltatás hirdetése (például írott, elektronikus sajtóban) csak a Magyarországon megtelepedett (székhellyel, vagy fiókkal rendelkező) szolgáltató adhat.<sup>16</sup> E szabály szerint a megtelepedett szolgáltatók piaca védett, hiszen nem kínálhatja szolgáltatásait külföldi bank Magyarországon. (Kivétel a csatlakozás után az EU-bankok.)

Fontos természetes tranzakciós korlát a **pénzátutalások költsége**. Vagyis egy magyar ügyfél esetében annak a tranzakciós költsége igen nagy, hogy a banki passzív oldalra vonatkozó műveleteket (betétel-helyezés, pénzforgalom) külföldön bonyolítsa, úgy, hogy földrajzilag nem ott van (vagy jövedelme nem ott keletkezik), ha viszont igen, akkor már nem határon átnyúlásról, hanem külföldi fogyasztásról

<sup>16</sup> E rendelkezés számonkérése csak a hirdetést megjelentető sajtóorgánumon, vagy hirdetési felület tulajdonoson keresztül mehet, mely felvet bizonyos problémákat. Például felügyeleti hatáskör.

beszélünk. További technikai korlátozó elem az, hogy egy Magyarországon lévő/élő/működő ügyfél bizonyos bankszolgáltatásokat **korlátozottan** tud Magyarországról igénybe venni. Ilyen például a széfszolgáltatás, de arra is gondolunk, hogy egy külföldi bankszolgáltató gyakorlatilag nem tudná hazai közműszolgáltatónak a magyar ügyfele havi számláját versenyképesen fizetni, itt is tranzakciós korlátok vannak.

Korlátozó tényező az **ügyfélbizalom**, illetve a szolgáltatók és az ügyfelek természetes **elfogultsága** a hazai piac mellett. Mint a nemzetközi részben láthattuk, akár a bank, akár a befektetési szolgáltatások nyújtása nem jellemzően retail szinten történik határon átnyúlva, a határon átnyúlás elterjedtségét a bizalmi viszony miatti elfogultság nagymértékben befolyásolja.

Összességében a definíciós értelmezési problémák ellenére a nemzetközi tapasztalatakból úgy tűnik, hogy számosságában **nagyarányú ügyfélevándorlás** a hazai bankszolgáltatóktól **nem várható**. Ezzel együtt a különféle szolgáltatások eltérő jellege miatt egyértelmű **alapokra** kell helyezni és jogszabályban kell rögzíteni azt, hogy ki, milyen pénzügyi, befektetési, biztosítási szolgáltatást, milyen módon kínálhat és nyújthat magyar ügyfeleknek külföldről. Ellenkező esetben vagy teljesen kiürül a Hpt.-nek az a rendelkezése, hogy az EU-ban székhellyel rendelkező hitelintézetek (hitelezésen és pénzügyi lízingen kívül) csak a csatlakozás után nyújthatnak határon átnyúló szolgáltatást magyar természetes és jogi személyeknek, továbbá az ennek mintájára más

szolgáltatásokra vonatkozó törvények folyamatban lévő módosítása, vagy bizonytalanság keletkezik azzal kapcsolatban, hogy mikor jogszerű és mikor jogszerűtlen egy adott szolgáltatásra vonatkozó szerződés megkötése.

Ugyanígy tisztázni kell a felügyelet által vállalható felelősséget is a külföldről belföldiek által határon átnyúlva igénybe vett pénzügyi szolgáltatásokért, hiszen például a hazai pénzügyi közvetítés valós méretére vonatkozó számításokhoz szükséges az, hogy legalább információja legyen a szolgáltatások nyújtásáról.<sup>17</sup> Az EU csatlakozásig a hitelintézeti és más pénzügyi szolgáltatásokhoz hasonlóan a nem megtelepült (külföldi) szolgáltató nem végezhet **befektetési szolgáltatási tevékenységet sem Magyarországon**. Ha viszont a tőzsde fejlesztése azt eredményezi, hogy a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) cross-membership megállapodásokat fog kötni más fejlett tőzsdékkal, ez azt jelentené, hogy külföldi tőzsdén tőzsdetag külföldi szolgáltató alanyi jogon kereskedhetne a magyar tőzsdén és ugyanígy magyar a külföldin. Mivel a saját számlás és a bizományosi kereskedés is tevékenységi engedélyköteles befektetési szolgáltatás, így a jelenlegi általános tiltás miatt elméletileg nem tehetné meg a külföldi tőzsdetag, hogy saját számlás ügyletet köt a BÉT-en, hiszen akkor befektetési szolgáltatást végezne.

További – egy későbbi önálló elemzés tárgyát képező – kérdés az, hogy mely további pénzügyi szolgáltatási tevékenysé-

<sup>17</sup> Ez megvalósulhat akár bizonyos ügyfélkör általi bejelentési kötelezettségen, akár a külföldi bankfelügyeletektől beszerzett információkon keresztül is.

gek lennének felszabadíthatók még a külföldiek versenye előtt a meglévő kettőn kívül – és milyen megfontolások alapján – a csatlakozásig még hátralévő évek alatt.

#### EGY SZABÁLYOZÁSI ANOMÁLIA – A BANKKÖZI PIACON VÉGZETT PÉNZÜGYI ÜGYNÖKI TEVÉKENYSÉG

A jelenlegi szabályozási anomáliái közül van olyan, amit nem is a határon átnyúlás definíciós problémái okoznak, hanem a Hitelintézeti törvény szolgáltatáslistájának a tartalma.

Az Hpt. 3. § (2) d) pontja a **bankközi piacon végzett pénzügyi ügynöki tevékenységet** mint kiegészítő pénzügyi szolgáltatást definiálja, mely forintban és devizában egyaránt végezhető. Az Hpt.-ben a liberalizált határon átnyúlás, mint már írtuk, csak az OECD-országokban székhellyel rendelkező pénzügyi intézmények által nyújtott **hitel-**, illetve **pénzügyi lízing** szolgáltatásokra áll fenn. Így csak ezek nyújthatók a székhely szerinti felügyeleti hatóság engedélye mellett **határon átnyúló szolgáltatás formájában is**.

Az EU csatlakozásig így elméletileg tilos lenne nem megtelepült szolgáltatóknak bankközi ügynöki tevékenységet folytatni Magyarországon, hiszen a kiegészítő szolgáltatásokra is vonatkozik a tiltás. Nevezett tevékenység viszont nincs rajta a 2. bankdirektíva mellékletének kölcsönösen elismert szolgáltatásokat tartalmazó listáján, így a tevékenységet nem csupán a jogszabályok betartása felől lenne ajánlatos megközelíteni, hanem a tevékenység hasznát és kockáza-

tait elemezve kellene a szolgáltatásnyújtást szabályozni.

1. A tevékenység **meghatározó kockázatot nem** hordoz magában és a piac működésének hatékonyságához is nagyban hozzájárul. A bankközi forint- és devizapiac működésének sajátosságai közé tartozik, hogy a bankok alapvető, napi szintű forint- és devizapozícióinak lezárására viszonylag rövid idő, napon-ta körülbelül fél óra áll rendelkezésre. Ez alatt az idő alatt főként telefonon zajlik az ajánlati és vételi árak közlése a bankok kereskedői között. A piacon nincs kialakult, egységes ár, hiszen a szereplők nincsenek tisztában a többiek által keresett vagy kínált mennyiségekkel, mindenki csak a saját pozícióját ismeri. Ennek megfelelően csak a kétoldalú megbeszéléseken kialakított árak és mennyiségek alapján tudnak a szereplők információhoz jutni, ami már viszont elkötelezettséget is jelent. A **devizaliberalizáció** óta ez a forint- és devizapiac külföldi szereplők előtt is nyitva áll, ami azt jelenti, hogy a **piac mérete jelentősen megnőtt**. Ilyen körülmények között a már régóta – a devizaliberalizációt megelőzően is – jelenlevő, a piaci szereplők által széles körben ismert bankközi közvetítők tevékenysége – az anonimitás biztosítása és a kapacitáskorlátok kiküszöbölése miatt – nagyban hozzájárul az **allokációs mechanizmus hatékonyságának növeléséhez** és a **monopolhelyzetek megszüntetéséhez**. Az általuk biztosított csatorna igénybevételével a keresleti és kínálati oldal egymásra találása széles körben biztosított, így a kialaku-

ló árak volatilitása lényegesen csökken. Véleményünk szerint **ezen piaci közvetítők jelenléte lényegi kockázatot nem hordoz magában**, hiszen az áralkut követően a két bankközi szereplő közvetlenül szerződik a teljesítésről, így a teljesítési kockázatot ők maguk vállalják, míg az ügynök jutalékot kap.

2. Másrészt, ha korlátoznánk ezen közvetítők magyarországi tevékenységét, akkor az a **magyarországi bankokat hátrányos helyzetbe** hozná a külföldiekkel szemben, hiszen részükre csak a hazánkban bejegyzett közvetítők árai állnának rendelkezésre.
3. Harmadszorban pedig ha csak a **Magyarországon bejegyzett közvetítők** lennének jogosultak a bankközi ügynöki tevékenység végzésére, akkor ez számukra **indokolatlan versenyelőnyt** jelentene a bankközi piac egészére vonatkozóan.

Mindezek figyelembevételével egyértelmű, hogy nem pusztán a tevékenység határon átnyúlásának tiltása megfontolandó, hanem a tevékenységi lista korrekciója is. Ez az egy példa is azt a javaslatunkat támasztja alá, hogy a szolgáltatások tételes felülvizsgálatára van szükség a meglévő anomáliák kiküszöbölésére.

#### A HATÁRON ÁTNYÚLÓ BIZTOSÍTÁSI ÉS A BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÁSOK SAJÁTOSSÁGAI

A következőkben a hazai szabályozásban befektetési szolgáltatás néven külön kezelt, az EU nomenklátúra szerint viszont

a pénzügyi szolgáltatások közé tartozó, a magyar hitelintézetek által is folytatható tevékenységekkel, továbbá az egyre több termék tekintetében a befektetési szolgáltatásokhoz hasonló tevékenységeket végző biztosítókkal foglalkozunk. (A Marrakeshi Egyezmény pénzügyi szolgáltatásokról szóló, hivatkozott mellékletének 5. pontja szerint a pénzügyi szolgáltatások magukban foglalnak minden biztosítási, illetve biztosítással összefüggő szolgáltatást.)

A 92/49/EEC sz. Direktíva alapján a biztosítók is szabadon tevékenykedhetnek a többi EU tagállamban a hazai engedélyük alapján.

Az életbiztosítással kapcsolatos 90/619/EEC, valamint a nem-életbiztosítással kapcsolatos 88/357/EEC direktíva és módosításai szerint a biztosító köteles értesíteni a székhely (főiroda) szerinti, illetve fiók esetén ennek székhelye szerinti tagállam illetékes hatóságait, megjelölve a szolgáltatás, illetve a fedezni kívánt kockázatok fajtáját, valamint azon tagállamokat, amelyek területén a szolgáltatást nyújtani kívánják.

A szolgáltatás nyújtásának az országát az EU direktíva – eltérően a hitelintézetekre vonatkozótól – egyértelműen definiálja. Eszerint a biztosítási tevékenység ott folyik, ahol az a kockázat felmerül, amelyre az adott biztosítást kötötték.<sup>18</sup> A kockázatvállalás helye ugyancsak egyértelműen meghatározott, mind az élet, mind a nem-élet ág esetén a direktívák

<sup>18</sup> Member State of provision of services' means the Member State in which the risk is situated when it is covered by an establishment situated in another Member State.



szerint.<sup>19</sup> A Tanács a biztosítási direktívákat a 97/C 365/04. számú magyarázatában (Interpretative Communication<sup>20</sup>) értelmezi, a hitelintézetekhez hasonlóan, abból a szempontból, hogy a külföldi biztosítási szolgáltatás mely esetben minősül letelepedésnek, és mikor határon átnyúló szolgáltatásnak.

A biztosító rendelkezhet a másik országban **felszerelésekkel** – például irodahelyiség – és igénybe vehet helyi szakértőket a kockázatok, vagy kár megállapítására és **rendszerrel** a biztosítási díjak összegyűjtésére, a kárigény-bejelentések fogadására ügynököket a biztosítási ajánlatok biztosító és ügyfél közötti közvetítésére, jogi, illetve orvosi szolgáltatásokat. Fenn tarthat továbbá a fogadó ország területén konkrét biztosítási tevékenységet nem végző **állandó személyzetet** (például piackutatásra). A **hirdetés** tekintetében – hasonlóan a bankokhoz – akkor áll fenn előzetes bejelentési kötelezettség, ha a biztosító az ügyfél államának területén kíván tevékenységet folytatni. Mind a

reklámozás, mind a határon átnyúló szolgáltatás esetében köteles azonban betartani a fogadó ország közjó szabályait.<sup>21</sup>

**Magyarországon** a biztosítóintézetekről és a biztosítási tevékenységről szóló (1995. évi XCVI.) törvény kifejezetten nem használja a határon átnyúlás fogalmát, de több tekintetben rendelkezik róla. A hatályos biztosítási jog elvileg nem teszi lehetővé **külföldi** intézmények számára biztosítási tevékenységek<sup>22</sup> végzését Magyarország **területén határon átnyúló** formában, csak magyarországi fióktelepeik útján. Ha azonban a határon átnyúló tevékenység definíciója alapján vizsgáljuk meg a biztosítási törvényben foglalt engedélyezett tevékenységeket, találunk köztük határon átnyúlót és külföldi fogyasztást is, sőt, a külföldi biztosítók mozgástere bizonyos tekintetben még szélesebb, mint az egyes határon átnyúló pénzügyi szolgáltatásokat deklaráltan engedélyező hitelintézeti törvény esetében.

**Határon átnyúló** szolgáltatás a külföldi biztosítótól igénybe vehető **viszontbiztosítási tevékenység**, erről maga a tevékenységet szabályozó törvény rendelkezik. A viszontbiztosítás külföldi partnerrel való végzése annyira része a magyar gyakorlatnak, hogy ehhez nem is szükséges felügyeleti engedély, csak a partnerek nevének bejelentése van előírva.

A belföldi természetes és jogi személyek jogosultak szerződést kötni külföldi biztosítóval bármely nem-életbiztosítási

19 Member State where the risk is situated' means:

- the Member State in which the property is situated, where the insurance relates either to buildings or to buildings and their contents, in so far as the contents are covered by the same insurance policy,
- the Member State of registration, where the insurance relates to vehicles of any type,
- the Member State where the policy-holder took out the policy in the case of policies of a duration of four months or less covering travel or holiday risks, whatever the class concerned,
- the Member State where the policy-holder has his habitual residence or, if the policy-holder is a legal person, the Member State where the latter's establishment, to which the contract relates, is situated, in all cases not explicitly covered by the foregoing indents.

20 Draft commission interpretative communication – freedom to provide services and the general good in the insurance sector, Official Journal C365., 03/12/1997.

21 A biztosítások körében előírt közjó szabályok szinte teljes mértékben megegyeznek a fentiekben a bankoknál részletesen ismertetett szabályokkal.

22 Biztosítási, biztosításközvetítői, biztosítási szaknácádói tevékenységek.

kockázatra abban az esetben, amikor Magyarországon bejegyzett biztosítók nem vállalnak kötelezettséget.

A törvény lehetőséget nyújt a **külföldi fogyasztásra** is, amikor általában megtiltja, hogy belföldi külföldi biztosítóval szerződést kössön, de megengedi abban az esetben, ha egy belföldinek „szoros és tartós külföldi kötődése” áll fenn. **Külföldön munkát vállalók**, 90 napot meghaladóan külföldön tartózkodók életbiztosítási, vagyoni- és felelősségbiztosítási szerződést köthetnek külföldi biztosítóval. Nemzetközi gazdasági tevékenységet (például **fuvarozás, szállítmányozás**) folytató, magyarországi székhelyű vállalkozások a járműveikre és az áruikra (elvileg akár az ország teljes export-import forgalmára) **külföldön** bekövetkező biztosítási eseményre vonatkozó biztosítási szerződést köthetnek külföldi biztosítóval.

Ide sorolhatók továbbá a belföldi és külföldi biztosítók közötti együttbiztosítási, segítségnyújtási szerződések, a biztosítási szolgáltatásoknak a másik biztosító által történő lebonyolítására kötött megállapodások.

A biztosítási törvény **hirdetésre** vonatkozó szabálya szerint csak Magyarországon bejegyzett biztosító (biztosításközvetítő, biztosítási szaktanácsadó) tehet közlé hirdetést.

A jelenleg hatályos biztosítási törvény módosítása folyamatban van. A módosításnak, – amennyiben a Hpt. módjára leképezi a már belépéskor fennálló helyzetet, – lehetővé kell tennie az Unióban székhellyel rendelkező biztosító intézeteknek a határon átnyúló szolgáltatását az EU biztosítási direktívákkal harmonizált

módon. Az idézett jogszabályhelyekből látható, hogy számos módosítás szükséges a harmonizációhoz (például a tartós külföldi tartózkodás időhatárának háromról négy hónapra való emelése).

A **befektetési szolgáltatásokról** szóló 93/22/EEC direktíva lehetővé teszi az „európai útlevél” alkalmazását; a szolgáltatásnyújtás szabadságáról, illetve a határon átnyúló szolgáltatásokról a bankok számára előírtakhoz hasonlóan rendelkezik.<sup>23</sup>

Ami a hazai szabályozást illeti, a 2002. január 1-jétől hatályos tőkepiaci törvény (Tpt.) rendelkezései szerint külföldi vállalkozás befektetési, vagy kiegészítő befektetési tevékenységet kizárólag fióktelepe útján végezhet **Magyarországon**. Az ország területén **külföldről** belföldiek számára nyújtott szolgáltatásokat vizsgálva azonban számos legális üzletkötési lehetőséget találunk.

A devizatörvény – a felhatalmazott hitelintézetek, devizabelföldi befektetési alapkezelők, forgalmazók kivételével – devizabelföldiek számára **brókerkényszert** írt elő devizakülfölditől történő értékpapír vásárlás esetére), illetve devizakülföldi értékpapír-letétkezelői szolgáltatásainak igénybevétele kizárólag **devizabelföldi érték-**

23 A direktíva 18. cikkelye szerint a befektetési vállalkozás, mely élve a szolgáltatásnyújtás szabadságával, először kíván tevékenységet folytatni egy másik tagállam területén, köteles a hazai tagállam illetékes hatóságát tájékoztatni arról, hogy: a) mely tagállam területén, b) milyen befektetési szolgáltatás(oka)t kíván nyújtani. A hazai tagállam illetékes hatóságai ezen információkat egy hónapon belül közlik a fogadó tagállam illetékes hatóságaival, és ezt követően a befektetési vállalkozás megkezdheti tevékenységét a fogadó tagállam területén. A fogadó tagállam hatóságai a bejelentés kézhezvételét követően közlik a befektetési vállalkozással a területükön érvényesülő és betartandó közös szabályokat.

**papír-letétkezelő közvetítésével** tette lehetővé. Ezek a rendelkezések nem zárták ki a külföldi befektetési szolgáltatók igénybevételét, csak – piac és fogyasztóvédelmi okokból – előírták egy magyar szolgáltató közreműködését a lebonyolításban. A megszűnt törvénynek ezek a (korábban sem devizális tartalmú) rendelkezései lényegében változatlan tartalommal kerültek át az új tőkepiaci törvénybe.

A magyar befektetők külföldi értékpapír-ügyleteik lebonyolításához korlátlanul vehetik igénybe külföldi értékpapír-kereskedők, értékpapír-letétkezelők bizományos és értékpapír-számlavezetési szolgáltatásait. A magyar kibocsátók külföldi kötvénykibocsátásaikhoz igényelhetik külföldi szolgáltatók jegyzési garancia-vállalását, a forgalomba hozatal szervezését. Nincs akadálya a külföldi tőzsdei és tőzsdei elszámolóházi szolgáltatások igénybevételének sem. Ugyanakkor **hazai szolgáltatásnyújtásra** (ittthon, rezidens ügyfélnek) csak Magyarországon megtelepült szolgáltató jogosult.

A **reklám** (hirdetés, hirdetmény) vonatkozásában a Tpt. csak annak tartalmi követelményeiről rendelkezik, de – szemben a Hpt.-vel és a biztosítási törvénnyel – nem írja elő a belföldi székhelyű befektetési vállalkozások reklámozási jogának kizárólagosságát. Ezt nyilvánvalóan összhangba kell hozni a másik két szolgáltatás reklám-szabályaival.

### ÖSSZEFOGLALÓ

1. A határon átnyúló pénzügyi (befektetési, biztosítási) szolgáltatások általános meghatározása a szolgáltatás nyújtójának és igénybevevőjének (földrajzi) helyét tekintve elkülönítő ismérvek a határon átnyúlás definiálásához. A definíció alapján megkülönböztetjük a „határon átnyúló szolgáltatás”-t az ún. „külföldi fogyasztás”-tól. Megállapítható, hogy **ezen elkülönítés nem ad pontos választóvonalat a két típusú szolgáltatás között**, a legkritikusabb probléma a szolgáltatás-nyújtás **helyének** a definiálása.
2. A különböző nemzetközi pénzügyi intézmények és szervezetek (IMF, EU, OECD, WTO) határon átnyúló szolgáltatásokkal kapcsolatos iránymutatásai és meghatározásai általában összhangban vannak, az EU „single passport” elvéhez kapcsolódó határon átnyúlási liberalizációs elvárásainak értelmezése azonban már ellentmondásokat tartalmaz (ld. üzletszerűség, a szolgáltatás helyének problémája, külföldi fogyasztás). A „közjó” érdekében alkalmazható korlátozások értelmezése a határon átnyúló szolgáltatás-nyújtás esetén szintén nem egyértelmű.
3. Fontos szabályozói elvárás e szolgáltatástípusok esetén a fogyasztók tájékoztatása és a hazai **fogyasztóvédelmi szabályok** érvényesítése a határon átnyúló pénzügyi szolgáltató esetén.
4. Az interneten keresztül határon át nyújtott **e-finance szolgáltatás** mind a szolgáltatásnyújtás, mind a szolgáltatásra való felhívás szempontjából szabályozást igénylő terület. Értelmezés szerint a szabályozási politikák az internetet, mint **alternatív elosztási csatornát kezelik**, így tartalmilag ugyanolyan fő szabályozási elvek sze-

rint kezelik, mint a hagyományos disztribúciós csatornákat.

5. A határon átnyúló szolgáltatásokat vizsgáló **empirikus felmérések elég hiányosak**, szolgáltatástípusonként eltérő mélységű elemzésekkel lehet találkozni. Közös jellemzőként elmondható, hogy az utóbbi tíz évben a növekedés nemcsak volumenben volt nagy, hanem a szolgáltatástípusok körét tekintve is. Továbbra is élen jár a **nemzetközi vállalati hitelezés a hitelezési szindikátusok** miatt, illetve a **nemzetközi értékpapír kibocsátás és kereskedés**. A piaci globalizáció miatt határon átnyúló szolgáltatásként domináns szolgáltatástípus a **letétkezelés**, illetve a **határon átnyúló kockázatokat biztosító** (ld. hajózási, repülőgép, nagyvállalati) biztosítási szolgáltatások, historikus okok miatt erősen jellemző a private bankingben, (lásd Svájc). A retail banking területén illetve a hagyományos nagytömegű banki és befektetési banki szolgáltatások esetében egyértelműen megfigyelhető az ún. **home country biased magatartás**, mely a hazai szolgáltatók melletti elkötelezettséget jelenti elsősorban a szolgáltatás biztonsági vetületei miatt (a szolgáltatást kínáló-oldaláról is megfigyelhető e szolgáltatásokra az ugyanezen okokra visszavezethető hasonló viselkedés). A határon átnyúló retail pénzügyi szolgáltatás igénybevételét ezen túlmenően erősen csökkentik bizonyos **tranzakciós költségek** (például nemzetközi átutalási rendszerek költségei), **szerződéskötéshez kapcsolódó egyedi szabályok**, illetve más

**szabályok** (például fogyasztóvédelem, adószabályok) érvényesítése a szolgáltatás kínálásakor.

6. Az **e-finance szolgáltatásnyújtás megjelenésével egyelőre azok a várakozások nem teljesülnek, melyek a szolgáltatástípustól független földrajzi korlátok gyors áttörését várták**, az e-finance szolgáltatások túlnyomó többsége határon belül bonyolódik. Az e-finance szolgáltatások többsége már „fizikailag” létesült elemi bank-kapcsolatra települ, s e kapcsolat létrejöttének pedig vannak területi korlátai. A **tranzakciós korlátok** is ugyanúgy fennállnak az internetes értékesítési csatorna esetén és a pénzmossás elleni szabályozás és fellépés erősödése egyelőre legalábbis nem ösztönzi az interneten alapuló bankszolgáltatások terjedését.
7. A hazai szabályozás az EU csatlakozáskori hatálybalépéssel mind a **pénzügyi, mind a befektetési szolgáltatások** esetén már megalkotta az EU körre vonatkozó határon átnyúló szabályozást. (A biztosítási terület ezzel egyelőre adós.) Az egységes európai útlevele (single passport) és a székhely szerinti felügyelet (home country control) alapelveinek hazai alkalmazásakor kiemelt szerepet kap a felügyeletek közötti munkamegosztás, egyeztetés és adatcsere. Továbbra is kérdéses azonban az EU-n kívüli kör szabályozása. A devizaliberalizálás 1996-os üteménél előálló helyzetre reagálva, mintegy legalizálva egy létező szolgáltatástípust, a szabályozás az OECD körre vonatkoztatva lehetővé teszi 2001. január 1-jétől, hogy a pénzügyi szolgáltatások

közül két finanszírozási alapinstrumentum, a hitelezés és a pénzügyi lízing nyújtása, határon átnyúló szolgáltatásként is megtörténjen. Azonban mind a többi pénzügyi szolgáltatás, mind befektetési szolgáltatások, mind a biztosítási tevékenység végzése továbbra is letelepült (székhely, vagy fióktelep) szolgáltatók joga kizárólagosan. E szolgáltatásokra hirdetési tilalom is fennáll határon átnyúlóan (hitelezésre és pénzügyi lízingre is).<sup>24</sup>

8. A 2001. évi teljes **devizaliberalizáció** miatt a külföldi számlanyitás szabadsága, a hazahozatali kötelezettség megszűnése és a teljes konvertibilitás miatt a pénzügyi szolgáltatások **külföldi** fogyasztása mindenki számára elérhetővé vált. Azonban az 1. pontban leírt bizonytalanság a **határon átnyúlás** és a **külföldi fogyasztás elkülönítésében** a nemzetközi szabályozás bizonytalanságai és a hazai szabályozás merevsége miatt sokkal élesebb szabályozási problémákat vet fel. Ezért szükséges valamennyi pénzügyi és befektetési szolgáltatásra, illetve a biztosítási tevékenységre egyenként megvizsgálni az elkülönítés tartalmát, a szolgáltatásnyújtás helyét.
9. A hazai merev szabályozási környezet saját korlátaiba először a Hpt. idézett módosításakor ütközött. Az új tőkepiaci törvényben a tőzsdék és az elszámolóházak nemzetközi együttműködésének tendenciáira reagálva **az elszámolási tevékenységek és a tőzsdei tevékenységek esetén megte-remtődött a határon átnyúlás lehetősége.** (Mivel ezek a tevékenységek tartalmukban nincsenek az EU kölcsönösen elismert listáján, így harmonizációs kényszer és időzítés sem feltétlenül vonatkozik rájuk.)
10. E feldolgozás eredményeit felhasználva nyilvánvaló, hogy az egyes (pénzügyi, befektetési és biztosítási) **tevékenységek szintjén** kell megvizsgálni a magyar szabályozást olyan szempontból, hogy a határon átnyúló szolgáltatás illetve a külföldi fogyasztás a szolgáltatás lényegét tekintve milyen esetben releváns elkülönítés és mikor nem. Az EU arra a kérdésre, hogy **mely esetben kerül sor egy szolgáltatás nyújtására egy másik tagország területén, a szolgáltatás karakterisztikus jegyeit viselő tevékenység,** (más megfogalmazásban : a fizetés ellenében nyújtott szolgáltatás lényegi része „the essential supply”) **el-látása helyének meghatározását írja elő. Ezt véleményünk szerint az egyes tevékenységeknél egyenként kell megvizsgálni.**
11. Másik szabályozási konzekvencia, hogy át kell gondolni a **fogyasztóvédelmi, a hirdetési és prudenciális szabályok érvényesíthetőségét, a fel-ügyelet szerepét, az országkört stb.**

<sup>24</sup> Némely irodalom az ügyfél kezdeményezésére tör-tént határon átnyúló szolgáltatást (unsolicited vagy passzív szolgáltatásnyújtás) külföldi fogyasztásnak tekinti.



GAUDER MILÁN

## A VaR ALKALMAZÁSÁNAK VESZÉLYEIRŐL

Az írás a kockáztatott értékkel (Value at Risk) kapcsolatos szabályozói elv érvényesülését, vagyis a VaR alapú tőketartalékolás tiszta elméleti esetét elemezi. Arra szándékozik rámutatni, milyen veszélyei vannak az említett módszer használatának a kockázat mértékének megállapítására. A szerző szerint a megfelelő konfidenciaszint kiválasztása legalább olyan fontos része a kockázatkezelésnek, mint maga a VaR érték számítása. Bevezetésként tekintsük a dolgozat által – a banki szabályozás keretei között – bemutatott elméleti eset egy közérthető analógiáját.

Ha egy ország a következő száz év lehetséges legnagyobb háborújára akarná felkészíteni a hadseregét, az elképzelhetetlen sok pénzbe kerülne. Ezért a kormányok általában azt az utasítást adják a hadügyminisztereknek, hogy egy húszévente előforduló méretű háborúhoz, vagyis száz évben az ötödik legnagyobb összecsapáshoz szükséges készenléti szintet tartsák fenn. A kérdés az, hogy miért pont a húszévente legnagyobbra készülnek. Mitől függ ez a szám, és van-e ennek a kíváncsú szintnek valamiféle optimuma, ami minden országra egységesen jellemző kellene legyen. A cikk azt mutatja meg, hogy ez a döntés az adott nép kockázatkerülési hajlandóságától (béke iránti vágy kontra katonai kiadás) függ, és éppen ezért korántsem törvényszerű, hogy különböző országok azonos erősségű hadsereget tartsanak.

Míndezen banki szabályozás oldaláról azért érdekes, mert a bankfelügyeleti hatóságok a Bázeli Bizottság ajánlását követve egyelőre világszerte azonos tőketartalékokat követelnek meg a hitelintézetektől, függetlenül a tulajdonosok szándékaitól.

A kilencvenes évek eleje óta – a Bázeli Bizottság áldásos munkájának köszönhetően – a bankok működése szabályozottabbá és így remélhetőleg biztonságosabbá vált. A pénzügyi tudományos fejlődés eredményei némi késéssel megjelennek a bizottság ajánlásaiban, amelyeket a nemzeti szabályozók átültetnek a helyi környezetbe. A kilencvenes évek pénzügyi „felfedezettje”, a kockáztatott érték a vo-

natkozó kormányrendelet nyomán immár 2000 óta része a magyar pénzügyi szabályrendszernek. A kockáztatott érték bevezetése nagy előrelépést jelentett a korábban használt hányados, illetőleg kvóta jellegű megkötésekhez képest. Az eredeti ajánlás mögött meghúzódó elv szerint a VaR-alapú szabályozás sokkal jobban figyelembe veszi a kezelt eszközök jellemzőit, a piacok közötti összefüggéseket, az

egymást ellensúlyozó hatásokat, mint a korábban használt szemellenzős megoldások.

Sajnos az elvekben megjelenő nagyobb szabadságfok jótékony hatásait ellensúlyozták az ismeretlentől való félelem miatt beépített biztonsági követelmények. A kockáztatott érték alapú tőkeképzést és kockázatkezelést még nem tapasztalhatjuk annak tiszta formájában. Noha ebben az esetben – a várakozások szerint – hatékonyabban érvényesülnének a piaci elvek, ami megtisztítaná az üzletet a szabályozói arbitrázsból élőkötől, és a valódi pénzügyi teljesítményre terelné a figyelmet.

Az írás célja, hogy a szabályozói elv érvényesülését, vagyis a VaR alapú tőketartalékolás tiszta elméleti esetét elemezze. Nem célja ugyanakkor a kockáztatott érték teljes körű kritikája, hanem mindenekelőtt arra szándékozik rámutatni, milyen veszélyei vannak a kockázat mértékének megállapítására történő használatának.

#### A VaR SZEREPE A SZABÁLYOZÁSBAN

A VaR mint pénzben kifejezhető mérőszám azt mutatja meg, hogy a befektetett összeg (portfólió) adott idő alatt – meglehetősen rossz esetben – mennyit veszít az értékéből. Ez a meglehetősen rossz eset általában száz lehetséges esetből a második vagy ötödik legrosszabb, szaknyelven második vagy ötödik percentilise az időszak végi nyereség-kimeneteknek. Függvénnyel leírható nyereségfüggvény esetén a VaR a nyereség eloszlásfüggvényének azon értéke, ahol az például egy vagy öt százalék értéket vesz fel.

Belső modellnek nevezi a szakirodalom a bank kockázatmérési és -kezelési rendszerét, amit a rendeletek szerint – a standard módszer helyett – tőkeszükséglete megállapítására használhat. A belső modellt a bank a piaci kockázatra (kamat-, részvény-, áru- és devizakockázat) vonatkozó tőkekövetelmény-számításánál alkalmazhatja. E modelltől megkövetelt feltételek közé tartozik, hogy a tőkekövetelmény számítását a kockáztatott érték módszerével – naponta, 99 százalékos szignifikanciaszinten és minimum tíz napos tartási periódussal számolva – kell végezni és utóteszteléssel szükséges megállapítani, hogy a belső modell jól becsülte-e a kockázatokat.

A tavaly elfogadott szabályozást úttörő volta ellenére Magyarországon is számos kritika érte. A rendelet szövegébe csúszott elírások<sup>1</sup> használhatatlanná tehetik az adott részeket. A fő bírálat mégis a nemzetközi kritikákhoz nyúlik vissza. Mint-hogy a belső modell használata – a többletmunkán túl – a magasabb tőkekövetelmény eredményezte többletköltségekhez vezet, így a saját modell használatának megengedése nem hoz gyakorlati változást. A belső modell feltehetőleg jobban leírná a kockázati kitettséget, így ennek mellőzése nem a megfelelő tőkekövetelmény megköveteléséhez vezet. A többlettőke felhalmozása plusz költségeket ró a befektetési társaságokra és a hitelintézetekre, de éppen a kockázatnak kevésbé kitéttekre nagyobb.

<sup>1</sup> 21. § (2) cikk, valamint a 2. számú melléklet, 2.1. bekezdése.



A cikk későbbi szakaszában azzal az idealisztikus feltevessel fogok élni, hogy a bankok kereskedési tevékenységük tőkeszükségletét a portfóliójuk kockázatosított értékének megfelelően határozzák meg. Talán bízhatunk benne, hogy a szabályozás fejlődése abba az irányba tart, hogy a bank tőkefedezete külső vagy belső kényszer hatására a portfóliója VaR értékét érje el.

Egy másik feltételezéssel is élni kívánok, melynek indoklására a következő részben kerül sor. E feltételezés szerint egy bank minimalizálni szeretné tőkeszükségletét. A tőke pedig – a két előző feltételezés szerint – a portfólió kockázatosított értéke által determinált. Így a bank érdeke kereskedési portfóliója VaR-jának csökkentése, leszállítva ezzel a tőkeszükségletet, ami a költségek (alternatív költségek) mérséklődésén keresztül a nyereség növekedéséhez vezet. A nyereség növelése mint végső cél maga után vonhatja a VaR csökkentését mint közbülső célt.

$$\max \frac{\ddot{O}E * r_h - (1 - VaR\%) \ddot{O}E * r_f}{VaR\% * \ddot{O}E} = \max \frac{r_h - r_f + VaR\% * r_f}{VaR\%} = \max \left( r_f + \frac{marzs}{VaR\%} \right)$$

ahol a marzs az átlagos kihelyezési és betéti hozamok különbsége. A végső képlet értelmében a tulajdonosok célja az  $\left( r_f + \frac{marzs}{VaR\%} \right)$  összeg maximalizálása. Ezen belül az  $r_f$ -re nincs befolyásuk, így a cél a kamatmarzs növelése és/vagy a VaR% csökkentése. A fenti képletben az  $r_f$  változásában a **tőke alternatív költsége**, amit a tulajdonosok állampapírba fektetve is elérhettek volna, míg a **marzs/VaR% a valódi gazdasági profitráta**.

### MEKKORA A JÓ VaR?

Tegyük fel, hogy egy bank tőkekövetelménye a tartott portfóliója kockázatosított értékéhez van kötve. Ennek következtében a bank saját tőkéje egyenlő az eszközök VaR-jával. A forrás oldalon kockázatmentes kamatlábon finanszírozza magát. A bank tulajdonosai a saját tőkére ( $ST$ ) vetített profitot ( $\pi$ ), vagyis a tőkearányos nyereséget akarják maximalizálni. Ez pedig:

$$\max(ROE) = \max \frac{\pi}{ST} = \max \frac{\ddot{O}E * r_h - IT * r_f}{ST}$$

ahol  $\ddot{O}E$  az összes eszköz,  $r_h$  az átlagos kihelyezési hozam és  $IT$  az idegen tőke, amire  $r_f$  kamatlábat fizet a bank. A saját tőke és az idegen tőke összege az összes forrás, ami megegyezik az összes eszközzel:  $ST + IT = \ddot{O}E$ . A saját tőke pedig a szabályozás értelmében az eszközök kockázatosított értéke:  $ST = \ddot{O}E * VaR\%$ . Ezt felhasználva a fenti egyenlet tovább írható:

A következtetés, hogy a bank – amelynek saját tőkéje a kockázatos portfóliójának kockázatosított értékéhez van kötve – célja a kamatmarzs növelése és portfóliója VaR-jának csökkentése. Ez a stratégia vezet a legnagyobb egységnyi tőkére vetített nyereséghez, vagyis tőkearányos nyereséghez ( $ROE$ ). A marzs marginális növelésének jótékony hatása a profitra nem meglepő eredmény, szemben a kockázatosított érték abszolút értékben értett zsugorításra való készítés-

sel, mely már korántsem annyira nyilvánvaló.

A konfidenciaszint választása a kockázatvállalási hajlandósággal függ össze. Ha valaki 99 százalékos szinten akarja meghatározni a VaR-t, az a kockázatelutasítás magas fokát jelenti. Amennyiben ugyanis valaki kockázatsemleges, akkor 50 százalékos VaR-t számol, mert nem érdekli, hogy mi történik rossz esetben, csak az, hogy az esetek felében legalább mekkora a hozam. A konfidenciaszint megválasztása a hozam és a kockázat közötti egyéni átváltást tükrözi és az egyéni kockázati averzióra reflektál. Ha valaki kockázatkezelési hajlandóságának megfelelően megválasztotta a szignifikanciaszintet, akkor a számított VaR% érték már olyan jelzőszám, amely a portfóliót személyre szabottan jellemzi. A személyre szabás a konfidenciaszint megválasztásának igazi funkciója. Miután a mérőszám személyre szabása megtörtént, a kívánatos szintjének elérése a cél. Mivel a VaR% (normális eloszlásnál) a hozam és a szórás lineáris kombinációja, ezért ceteris paribus a magasabb hozam nagyobb, míg a magasabb szórás alacsonyabb VaR% értéket eredményez.<sup>2</sup> Mivel a kockázatkezelés miatt az előbbi hasznos, az utóbbi haszontalan változás, ezért a magasabb VaR%-nak hasznos tulajdonságnak kell lennie.

A felhozott példák és sematikus levezetések fényében térjünk vissza az alfejezet címében feltett kérdésre: mekkora a jó VaR? A válasz: A VaR% minél nagyobb értéke a kívánatos – a minél nagyobb

VaR% jelenthet kisebb veszteséget –, s ilyen értelemben a VaR%-maximalizálás racionális törekvés egy kockázatkerülő befektető, illetve hitelintézet számára.

### A VaR% MINT HASZNOSSÁG

Ha elfogadjuk, hogy a VaR% magasabb értéke a kockázatkerülő befektető számára az általa jellemzett portfóliót kívánatosabbá teszi, akkor létezik olyan  $U(\text{VaR}\%_T, \alpha)$  hasznossági függvény – a VaR%-nak szigorúan monoton növekvő függvénye –, amely a befektető hasznosságát megfelelően írja le. Az értelmezési tartomány elemei a portfólióknak azonos időtávon és azonos konfidenciaszinten számított kockázatos értékei. Mivel az  $U$  szigorúan monoton növekvő, ezért a portfóliók hasznossági sorrendjét a VaR% nagysága is megfelelően írja le. A befektető viselkedése a szóban forgó preferenciarendszer alapján jól leírható közömbösségi görbékkel a hozam–szórás térben. Mivel a VaR% normális eloszlás esetén a hozamnak és a szórásnak lineáris kombinációja, ezért az általuk kifeszített térben az izo-VaR% közömbösségi görbék lineárisak lesznek. Ily módon egy adott hasznossághoz  $[U^*(\text{VaR}\%)]$  könnyen megadható azon hozam–szórás pontpárok halmaza, amelyek pontosan ekkora hasznosságot eredményeznek a befektetőnek. Mivel  $U^*$ -hoz pontosan egy  $\text{VaR}\%^*$  érték tartozik, és  $\text{VaR}\%^* = m - SN^{-1}(\alpha)\sigma$ , ahol  $m$  a portfólió hozamának várható értéke,  $\sigma$  a szórása és  $SN$  a standard normális eloszlás eloszlásfüggvénye. Ezért ez utóbbi egyenletet kielégítő pontpárok jelzik az  $U^*$  közömbösségi görbét.

2 Nem a hagyományos, hanem az abszolút érték nélküli értelmezésben.

$$\begin{aligned} VaR\%^* &= m - SN^{-1}(\alpha)\sigma \\ m &= VaR\%^* + SN^{-1}(\alpha)\sigma \end{aligned}$$

Egy  $VaR\%^*$ -hoz tartozó közömbösségi görbe a hozamtengelyt a  $VaR\%^*$  pontban metszi, és attól jobbra<sup>3</sup>  $SN^{-1}(\alpha)$  meredeksű egyenes. Mivel az alfa szintjét általában egyhez közelinek szokás választani, így a közömbösségi görbe meredeksége pozitív,<sup>4</sup> ez jelöli a kockázatkerülést. Amennyiben az alfa szint – egy befektető esetén történő összehasonlíthatóság miatt – állandó, a közömbösségi görbék párhuzamosak. A nagyobb alfa értékhez nagyobb meredekség tartozik. A nagyobb meredekség a hozam és a kockázat közötti nagyobb helyettesítési határárányt jelzi. A nagy határárány azt jelenti, hogy a befektető magasabb többlethozamot vár el egységnyi többletkockázatért. Ilyen értelemben a magas alfa jellemezte befektető jobban kockázatkerülő (1. táblázat). Ez összhangban áll a leírtakkal, miszerint az

alfa választása a kockázatkerülési hajlandósággal rokon.

Minden portfólió  $VaR\%$ -a a rajta átmenő közömbösségi görbe által képviselt  $VaR\%$ , ezt pedig a hozam tengelymetszeten tudjuk legkönnyebben leolvasni. Egy  $VaR\%^*$  közömbösségi görbétől észak-nyugatra fekvő portfólió  $VaR\%$  értékei mind magasabbak  $VaR\%^*$ -nál, így a befektető számára hasznosabbak. Az izo- $VaR\%$  görbék a közömbösségi görbék megfelelő rendszerét alkotják, nem metszik egymást, észak-nyugati irányban egyre magasabb hasznosságot képviselnek, és minden portfólió rajta fekszik egy görbén. A  $VaR\%$  alapú hasznosság tehát teljes, reflexív és tranzitív, így minden a hasznossági fogalmakkal szemben támasztott kritériumot teljesít. Még egy említésre méltó eredménye, hogy egy kockázatmentes hozamú állampapír  $VaR\%$ -a egyenlő magával a hozamával.

1. táblázat

Az alfa és a kockázati averzió közötti kapcsolat

Alfa	Meredekség	Kockázati averzió
$\alpha \rightarrow 1$	$\rightarrow \infty$	Végtelenül kockázatelutasító
$\alpha > 0,5$	Pozitív	Kockázatkerülő
$\alpha = 0,5$	Nulla	Kockázatsemleges
$0 < \alpha < 0,5$	Negatív	Kockázatkedvelő

3 A hagyományos hozam-szórás tér a vízszintes tengelyen a szórást, a függőlegesen a várható hozamot ábrázolja, így a jobbra a szórás növekedését jelenti.

4 A standard normális eloszlás inverzéből a szokásos 95; 97,5 és 99 százalékos konfidenciaszintekre a közömbösségi görbe meredekségei sorrendben: 1,645; 1,96 és 2,326.

A portfóliókiválasztási elméletben alkalmaznak néhány egyszerű közömbösségi görbét. A legegyszerűbb az, amely a hasznosságot a várható hozam és a variancia függvényeként adja meg, képletszerűen:  $U = m - 0,005A\sigma^2$ , ahol  $A$  a kockázatelutasítás mértékét jelző paraméter.<sup>5</sup> E fenti hasznossági megközelítés hasonlóan viselkedik, mint a korábban leírt VaR%-on alapuló koncepció. Mindkét preferenciarendezés esetén a kockázatelutasítóbb befektető görbéi meredekebbek. Mindkét esetben a befektető két portfólió közül a rajtuk átmenő közömbösségi görbék tengelymetszetei alapján rangsorol. Jelen esetben ezt **kockázatmentes egyenértékesnek** hívjuk, míg az előbb ez maga a portfólió VaR%-a volt. A kockázatmentes befektető esetén a két megközelítés

azonos képet mutat, ekkor  $A = SN^{-1}(0,5) = 0$ , a görbék vízszintesek.

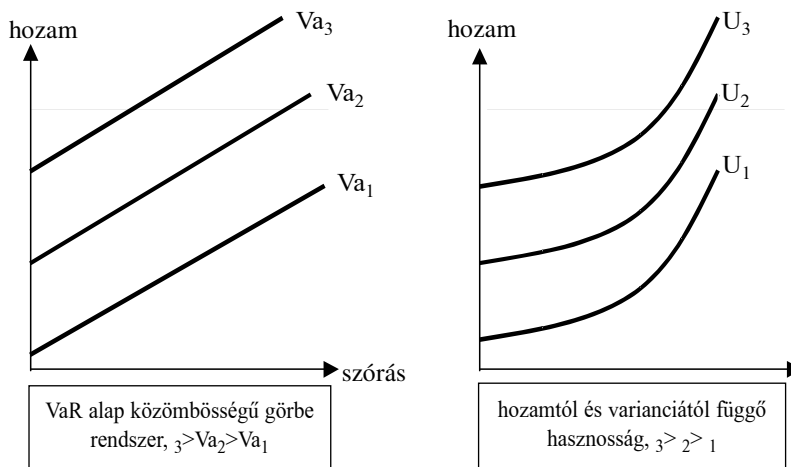
A két koncepció közötti különbség, hogy a VaR%-közömbös befektető minden pótlólagos kockázatnövekményért azonos nagyságú hozamnövekménnyel is beéri, míg a másik egyre növekvő hozamtöbblettel elégszik csak meg. A mikroökonómiából átvett terminológiával az utóbbi preferenciái szigorúan konvexek, míg a VaR%-orientált befektető preferenciái csak konvexek.

#### AZ IZO-VAR% GÖRBÉK HASZNÁLATA PORTFÓLIÓ-KIVÁLASZTÁSRA

Harry Markowitz<sup>6</sup> 1952-es – azóta a vállalati pénzügyek alapkővé vált – cikkében feltételezte, hogy minden befektető-

1. ábra

#### Közömbösségi görbék két koncepciója



<sup>5</sup> Befektetések [1996] 137. oldal. Az  $A$  értékét a tanulmányok általában 2 és 4 közé helyezik, a nagyobb  $A$  érték inkább kockázatkérülő befektetőt tükröz.

<sup>6</sup> MARKOWITZ, HARRY [1952]: Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 1952 March, 77–91. oldal.

nek létezik egy várható hozamtól és varianciától függő hasznossága  $[U(E,V), \partial U/\partial E > 0, \partial U/\partial V < 0]$ . Ha ilyen létezik és meghatározható, akkor behelyettesítve minden lehetséges portfólió paraméterét, megtalálhatjuk a legnagyobb hasznosságot. Markowitz igazi áttörést abban hozott, hogy ezt a nagy munkát megkönnyítette azzal, hogy nem kell az összes, csak a **hatékony portfóliók** paramétereit behelyettesíteni.

VaR esetében sem más a helyzet. Egy VaR%-optimalizációt alkalmazó befektető megteheti, hogy az összes lehetséges portfólió kockázatosított értékét kiszámítja, és ebből kiválasztja a legnagyobb VaR% értékűt, ami a legnagyobb  $U$  hasznosságú is.<sup>7</sup> De Markowitz módszerét ezúttal is alkalmazni lehet. Ehhez be kell látni, hogy minden VaR optimalizáció eredménye hatékony portfólió és hogy minden hatékony portfólió előállítható VaR% optimalizáció eredményeképpen.

A VaR%-ot maximalizáló cselekvését a következő szabály írja le:

$\max[m - SN^{-1}(\alpha)\sigma]$ , ez adott várható hozam mellett:

$$m + \max[-SN^{-1}(\alpha)\sigma]$$

$$m + \min[SN^{-1}(\alpha)\sigma]$$

$$m + SN^{-1}(\alpha)\min[\sigma]$$

Ezek szerint a VaR% maximalizáló adott hozam mellett minimalizálja a szórást. Ugyanígy megmutatható, hogy adott szórás mellett maximalizálja a várható hozamot. Mivel a szórás pozitív, így annak minimalizálása a variancia minimalizálását is jelenti. Ilyen eljárás pontosan megegyezik Markowitz hatékony port-

fóliókat kereső módszerével. Ezek szerint VaR% maximalizálás csak hatékony portfóliót eredményezhet.

Minden egyes hatékony portfólió lehet VaR% alapú optimalizáció eredménye. A lehetséges portfólió halmaza szigorúan konvex, így a hatékony portfóliók halmaza a szórás tengelyre konkáv. Egy adott hatékony portfólió annak a befektetőnek lesz optimális portfóliója, akinek izo-VaR% görbéjének meredeksége pontosan a hatékony portfóliók görbéjének adott portfóliónál vett meredeksége. Mivel a hatékony portfólió görbéje a globálisan legkisebb kockázatú portfóliótól felfelé lévő határoló görbéje a lehetséges portfóliók halmazának, ezért a görbe minden pontban vett meredeksége pozitív. A közömbösségi görbék meredeksége szintén befutja a pozitív valós számok halmazát, ahogy alfa 0,5-ről 1 felé tart, így az összes hatékony portfólió valamely alfa szintet választó befektető optimális portfóliója lesz. A fenti kétoldalú bizonyítás szerint egyértelmű megfeleltetés van a kockázati averziót jelző alfa paraméter és a hatékony portfóliók halmazának elemei között.

Geometriailag egy VaR%-ot maximalizáló nem tesz mást, mint egy normál befektető, vagyis keresi a lehetséges portfóliók halmazát (költségvetési halmaz) még érintő legmagasabban fekvő izo-VaR% görbét, azaz differenciálhatóság esetén megkeresi a hatékony portfóliók görbéjének azon pontját, ahol a görbe meredeksége  $SN^{-1}(\alpha)$ . Az érintési pont által reprezentált tulajdonságú portfólió lesz számára az optimális befektetés.

A VaR%-maximalizálás racionális befektetési döntési mechanizmusnak bizo-

<sup>7</sup> Mivel az  $U$  függvény szigorúan monoton növekvő.

nyul a kockázatos értékpapírok világában. A továbbiakban azt vizsgálom, hogyan viselkedik e befektetési döntési módszer a kockázatmentes befektetési lehetőség bekapcsolásával.

#### A KOCKÁZATMENTES ESZKÖZ ÉS A VAR%-OPTIMALIZÁCIÓ

A kockázatmentes befektetési lehetőség bevonása a vizsgálati keretbe a hatékony portfóliók halmazát az eddigi konkáv felületről egy affin felületre változtatja. A hozam-szórás térben a hatékony portfóliók halmazát tőkepiaci egyenesnek (CML) nevezzük, amely a hozam tengelyt a kockázatmentes kamatlábnál ( $r_f$ ) metszi. A befektető dolga továbbra is csak az, hogy a hatékony portfóliók halmazából kiválassza a számára legkedvezőbbet. Ezt úgy teheti, hogy a CML egyenes azon pontját keresi, amely a legmagasabban fekvő közömbösségi görbén van. A klaszikus esetben a közömbösségi görbe  $[U = E(r) - 0,005A\sigma^2]$  szigorúan konvex, ezért pontosan egy megoldás lesz. Képlet-szerűen a keresett portfólió szórása a  $0,01A\sigma = [E(r_m) - r_f]/\sigma_m$  egyenlet megoldása, ahol  $[E(r_m); \sigma_m]$  a piaci portfólió várható hozama és szórása. Az egyenlet az  $A$  értékétől függően más és más megoldást eredményez a befektető kosarában állampapírból és piaci portfólióból. Bármilyen kockázatkerülő befektető portfóliójában lesz állampapír (vagy ilyen kamatú hitel) és kockázatos piaci portfólió is. A kockázatkerülési szint ( $A$ ) csak ezek arányát befolyásolja.

Mint láttuk, a VaR% maximalizálásán alapuló döntéshozatal egy lineáris közöm-

bösségigörbe-rendszert implikált. Egy lineáris közömbösségi görbe valódi portfóliót eredményezett konkáv hatékony portfóliógörbe mellett, de sarokponti, vagy szélsőségesen kockázatos megoldást preferál affin hatékony halmazon.

1. Ha a közömbösségi görbe meredeksége  $SN^{-1}(\alpha)$  meghaladja a CML meredekségét:  $[E(r_m) - r_f]/\sigma_m$  az azt jelenti, hogy a fogyasztó kockázatkerülőbb, mint a piac átlaga, vagyis minden szinten csak nagyobb addicionális várható hozamért cserélne el egységnyi többletszórást, mint amennyit a piac ad. Így a piac által ajánlott cserearányon kockázattól szabadul meg, és hozamot ad vele. Egy ilyen cserével nő a VaR%-a, ezáltal a hasznossága. Ezt a cserét addig folytatja, míg a csere határhaszna pozitív. De mivel a két „görbe” egyenes, így a nyert haszon mindig felülmúlja a veszteséget. A csere addig folytatódik, amíg van még kockázat. E miatt a számára legelőnyösebb a lehető legkisebb kockázat, vagyis a tisztán állampapír portfólió.
2. Ha a meredekségek fordítottak  $\{SN^{-1}(\alpha) < [E(r_m) - r_f]/\sigma_m\}$ , vagyis a közömbösségi görbe laposabb, mint a tőkepiaci egyenes, akkor a befektető mindig növelheti hasznosságát, ha a piac által kínált kockázat-hozam cserearányon hozamot vásárol kockázatért. Az ezért rárótt kockázati többlet ellenéri is nő a portfóliója VaR%-a. Az általa elfogadhatónak tartott árnál (hozamban mérve) többlet kínál a piac egységnyi többlet-kockázatért. Mivel a görbék relatív meredeksége nem változik a csere következtében, a csere folytatódik. Ennek kö-

vetkezménye, hogy a VaR% nagysága alapján döntő befektető korlátlanul növeli portfóliója hozamát és szórását. Ezt úgy teheti meg, hogy kockázatmentes kamatlábon hitelt vesz fel, és tőkeáttételes portfóliót hoz létre. A tőkeáttétel mértéke az optimalizálás eredményeképpen végtelen nagyra válik.

3. Ha egy befektető közömbösségi görbéjének meredeksége megegyezik a tőkepiaci egyenes meredekségével:

$$SN^{-1}(\alpha) = [E(r_m) - r_f] / \sigma_m$$

$$\alpha = SN\left(\frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m}\right),$$

akkor az alfa megegyezik a standard normális eloszlás kockázat piaci<sup>8</sup> ára

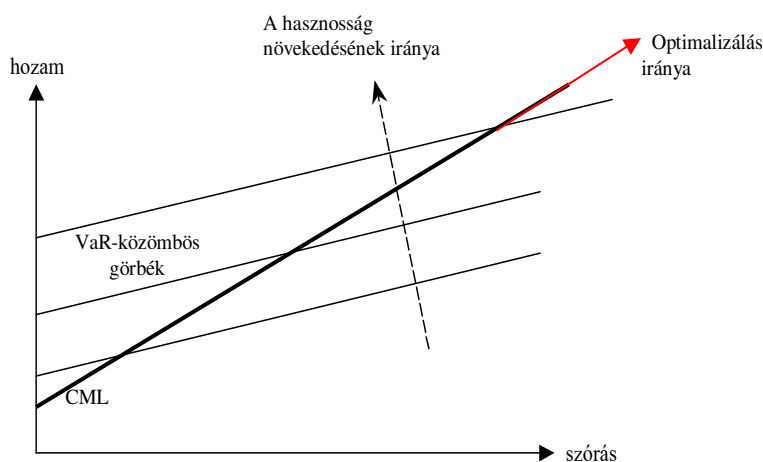
helyen vett értékével. Az ilyen alfa által jellemzett befektetőnek az összes CML-en fekvő portfólió közömbös, mindnek  $VaR\% = r_f$  a kockázatotott értéke, így  $U(r_f)$  a hasznossága. Ebben az esetben a befektető véletlenszerűen választ a CML portfóliói közül.

Ezek szerint a befektetőket portfólióválasztásuk alapján három csoportra lehet osztani. Minden befektető kockázatkerülési hajlandóságát jellemzi egy alfa paraméter. Azon befektetők, akiket jellemző alfa paraméter értéke a standard normális eloszlás kockázat piaci ára helyen felvett értéke

$$[\alpha_i < \alpha^* = SN\left(\frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m}\right)]$$

2. ábra

### Optimalizálás folyamata CML-nél laposabb közömbösségi görbékkel rendelkező befektető esetén



- 8 A kockázat piaci ára bevett terminológia a piaci portfólió többlethozama a kockázataára vetítve, vagyis a kockázat egységára. Képletben kifejezve:

$$\left( \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m} \right)$$

alatt van, azok a lehetőségekhez mérten maximális kockázatu és hozamú portfóliót választanak. Ha lehetőség van hitelfelvételre kockázatmentes kamatlábon, akkor végtelen kockázatu értékpapírkosarat vá-

lasztanak. Azon kevés befektető, aki alfa paramétere pontosan a fenti  $\alpha^*$  értékkel egyezik meg ( $\alpha = \alpha^*$ ), azok nagy valószínűséggel megosztják vagyonukat állampapír és piaci portfólió tartása között, de számukra a kettő bármilyen kombinációja közömbös. Az  $\alpha^*$ -nál nagyobb kockázatelutasítási paraméterrel jellemzett befektetők ( $\alpha > \alpha^*$ ), adott piaci körülmények mellett szélsőségesen kockázatkerülőkké válnak és teljes befektetési portfóliójukat állampapírba fektetik. Ez utóbbiakat nem nevezhetjük teljesen kockázatelutasítóknak, mert a piaci kockázati ár változásával átrendezhetik portfóliójukat.

E fejezet eredménye, hogy a befektetőket cselekvésük alapján három csoportra lehet osztani, abból kettő csoport szélsőségesen viselkedik, a harmadik véletlenszerűen. A kockázatelutasítás mértékét jelző alfa paraméter változása nem a kockázatmentes és a kockázatos befektetési eszközök súlyának fokozatos változását vonja maga után, hanem vagy kategóriaváltást, és így a portfólió drasztikus átrendezését, illetve kategóriában maradást és így a cselekvés hiányát. A tőkepiaci egyenes változása, így például a kockázatmentes kamat csökkenése feltehetőleg néhányakat teljes állampapír-portfóliójuk likvidálására és helyette részben hitelből piaci portfólió vásárlására késztet. A klasszikus elméletben a piaci árváltozások, vagy kockázati averzió folytonos változása az egyéni portfóliók összetételének folytonos változását vonták maguk után. Egy VaR% maximalizálása mellett döntő, vagy arra késztetett befektető illetve bank reakciója a folytonos változásokra nem folytonos, hanem szélsőséges.

#### NORMALITÁSI DISZKUSSZIÓ

Mint már számos empirikus vizsgálat bebizonyította, az értékpapírok hozameloszlása ritkán normális. A hozamok eloszlását jobban írják le a *Levy-eloszlások*, amelyek szórása nem véges, így a hagyományos kockázatmérésre a szórást nem lehet használni. A hozamok eloszlása a tapasztalat szerint leptokurtikus, vagyis a normális eloszlásánál gyakoribban az átlagtól való nagy és az apró eltérések, míg az átlagos eltérés kevésbé valószínű. Ennek különösen nagy jelentősége van a kockázatotott érték számításában, ahol a hozam eloszlásának 'farkát' elemezzük. Ebben a részben az előzőekben felvázolt problémákat mutatom be más megközelítésben, amely nélkülözi a hozamok eloszlására tett normalitási feltételezést. Az alfejezetben megtartjuk a folytonos oszthatóság feltételét, a hozamok eloszlását pedig szimmetrikusnak és egymódusúnak tételezzük fel. Ez a levezetés természetesen felöleli a hozamok normális eloszlásának lehetőségét is, tehát az előző levezetésnél általánosabb.

Szórás hiányában vissza kell térnünk a VaR általános meghatározásához. Egy portfólió VaR%-a az a hozam, amelynél a portfólió adott időszak alatt alfa valószínűséggel többet hoz. Ez nem más, mint az a hozam ameddig balról integrálva a hozam sűrűségfüggvényét  $(1-\alpha)$ -t kapunk, azaz az eloszlásfüggvény értéke  $(1-\alpha)$ .

$$1 - \alpha = F(\text{VaR}\%)$$

$$F^{-1}(1 - \alpha) = \text{VaR}\%$$

ahol  $F(?)$  az adott portfólió hozamának eloszlásfüggvénye. Két portfólió közül a



VaR%-ot maximalizáló befektető azt választja, amelyik hozamának eloszlásfüggvénye később, nagyobb hozamnál éri el az általa választott  $(1-\alpha)$ -t. Az eredményül kapott VaR% értéknél a preferált portfólió hozameloszlása alacsonyabb értéket vesz fel,  $(1-\alpha)$ -t, mint a diszpreferált hozamának eloszlásfüggvénye, vagyis a másik portfólió legalább ekkora veszteséget nagyobb valószínűséggel szenved el.

#### A TŐKEÁTTÉTEL HATÁSA

A tőkeáttétel ( $k$ ) a befektetett összeg osztva a saját tőkével. A tőkeáttételes portfólió hozama – mint valószínűségi válto-

zó – az alapportfólió hozamának transzformáltja:  $\xi' = k\xi - (k-1)r_f$ . Egy portfólió tőkeáttétellel való megvalósítása a hozam sűrűségfüggvényét úgy transzformálja, hogy a várható érték hozamprémiuma  $k$ -szorosára nő, emellett a hozam szórása (amennyiben létezik) vagy terjedelme szintén  $k$ -szorosára nő:

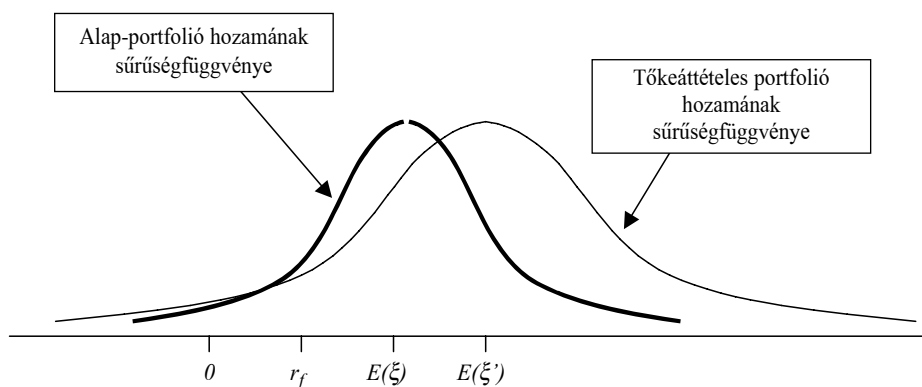
$$E(\xi') = r_f + k*[E(\xi) - r_f],$$

$$D(\xi') = k*\sigma_p$$

A tőkeáttételes portfólió eloszlásfüggvénye kezdetben nagyobb (főltte van, nagyobb értékeket vesz fel), mint a tisztán saját portfólió eloszlásfüggvény. Ennek magyarázata, hogy az áttételezés miatt a

3. ábra

**A tőkeáttétel hatása a befektetett összegre vetített hozam sűrűségfüggvényére**



saját tőkerészre vetített extrém nagy veszteségek előfordulási valószínűsége nagyobb. A 0,5-ös kumulált valószínűséget mindkettő a saját várható értékénél éri el.<sup>9</sup>

Ha a piaci portfólió hozamának várható értéke ( $r_m$ ) meghaladja a kockázatmentes kamatlábat ( $r_f$ ) (mint általában), akkor a tőkeáttételes portfólió várható hozama  $[r_f - k(r_m - r_f)]$  a nagyobb. Így ez utóbbi a 0,5-ös értéket egy, a piaci portfólió várható hozamánál magasabb hozamnál, vagyis

<sup>9</sup> A sűrűségfüggvény szimmetriája miatt a medián és a várható érték egybeesik.

attól jobbra éri el. Ennél a hozamszintnél, már a piaci portfólió eloszlásfüggvénye nagyobb. A két függvény folytonossága és szigorú monotonitása miatt a Bolzano-tétel segítségével beláthatjuk, hogy a két eloszlásfüggvény egy és csak egy helyen metszi egymást. A metszéspontban a két függvényérték megegyezik, ami azt jelenti, hogy azt a bizonyos hozamot a tőkeáttételes és az eredeti portfólió hozama azonos valószínűséggel haladja meg, vagy múlja alul. Ha a metszésponthoz tartozó valószínűség eggyel vett komplementerét használnánk konfidenciaszintnek a VaR% kiszámításához, akkor a két portfólió kockázatot értéke azonos lenne. Ha ennél a szintnél nagyobb konfidenciaszintet választ a befektető, akkor az egyik, ha kisebb, akkor a másik portfóliót választja. A metszéspont helye mint látjuk kitüntetett, ezért keressük  $x$ -et, ahol  $x$ -re teljesül, hogy:

$$\begin{aligned} P(\xi < x) &= P(\xi' < x) \\ P(\xi < x) &= P[k\xi - (k-1)r_f < x] \\ F(x) &= F\left[\frac{x + (k-1)r_f}{k}\right], \end{aligned}$$

a szigorú növekvő monotonitás miatt:

$$\begin{aligned} x &= (x + (k-1)r_f) / k \\ kx &= x + (k-1)r_f \\ (k-1)x &= (k-1)r_f \\ x &= r_f \end{aligned}$$

A levezetés eredménye szerint egy  $P$  portfólió hozamának eloszlásfüggvénye pontosan a kockázatmentes kamatlábnál egyezik meg a  $P$  portfóliót tőkeáttétellel megvalósító befektetés saját részre vetített hozamának eloszlásfüggvényével. Az

eredmény jelentősége, hogy a metszéspont helye független a tőkeáttétel mértékétől. Most már tudjuk, hogy a kockázatmentes kamatlábnál kisebb hozamok mellett a tőkeáttételes portfólió eloszlásfüggvénye a nagyobb értékű, míg  $r_f$ -nél nagyobb hozamoknál az eredeti portfólió eloszlásfüggvényének értékei a magasabbak.

#### A VaR% MAXIMALIZÁLÁSA

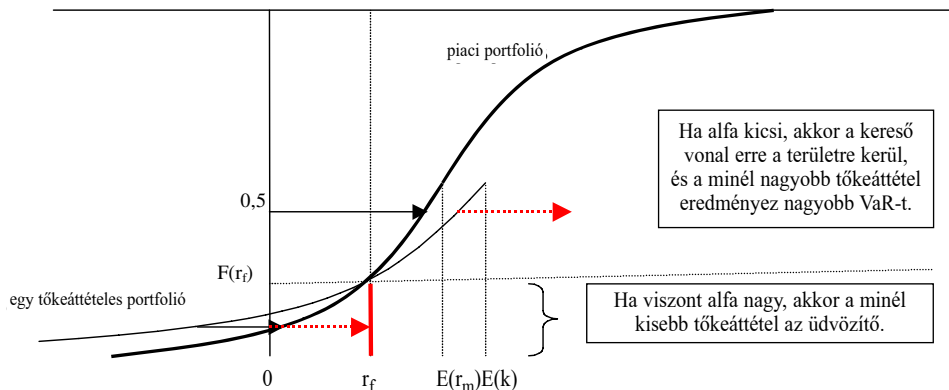
A fenti eredmény tudatában a portfólióválasztás leegyszerűsödik. A maximális hasznosságú, így VaR%-ú portfólió keresése geometriai bemutatással a legszemléletesebb. A befektető rendelkezik egy kockázatkerülését jellemző  $\alpha$  paraméterrel. A cselekvési szabály szerint az  $1-\alpha$  értéknél húz egy szintvonalat a koordinátarendszerben. Berajzolja a hatékony portfóliók hozamainak eloszlásfüggvényeit. Ezek mind a CML elemei, a piaci portfólió tőkeáttétellel vagy állampapírral való kombinálással létrehozott portfóliók, így eloszlásfüggvényeiket a fent leírtak jellemzik. Mindegyik az  $[F(r_f); r_f]$  pontban metszi a többi, ahol  $F(?)$  a piaci portfólió hozamának eloszlásfüggvénye. Mivel  $VaR\% = F^{-1}(1-\alpha)$ , a befektető megkeresi azt az eloszlásfüggvényt, amely az  $1-\alpha$  vízszintes egyenest a lehető leginkább jobbra, vagyis legmagasabb értéknél metszi. Ez az érték az adott portfólió VaR%-a. Mivel ez a VaR% a lehető legmagasabb, így a befektető e portfólió választásával a lehető legnagyobb hasznosságot éri el. Ez a VaR% maximalizálás módszere általános esetben, tőkepiaci egyenes létezése mellett.

Ha a befektető alfa értéke olyan, hogy  $1-\alpha < F(r_f)$ , akkor a fenti levezetés értelmében a VaR% maximalizálás a minél kisebb tőkeáttétel irányába való elmozdulást jelenti. Ez a kizárólag állampapírból álló portfólió választásához vezet. Ha a befektető alfa értéke szerint  $1-\alpha = F(r_f)$ , akkor az összes lehetséges eloszlás ugyan

annál az értéknél metszi a kereső-egyenest. A piaci portfólió és az állampapír bármilyen kombinációja ugyan akkora hasznosságot okoz neki, így a választás közömbös. Ha egy befektető azon csoportból való, akiknek  $\alpha < 1-F(r_f)$ , akkor ő a tőkeáttétel minden mértéket meghaladó növelésében érdekelt.

4. ábra

#### Optimalizálás folyamata nem normális eloszlás esetén



Az alfejezet konklúziója azonos az előző alfejezetével. Annyival többet tudtunk meg, hogy a normalitás elvetése nem szünteti meg a jelenséget. A jelenség továbbra is az, hogy egy kitüntetett alfa értéknél nagyobb konfidenciaszintet választó befektetők csak állampapírt vesznek, annál kisebbet választók extrém kockázatú portfólió hoznak létre, míg  $1-F(r_f)$ -fel pontosan egyező szignifikancián VaR%-ot maximalizáló befektető véletlenszerűen osztja meg pénzét államkötvény és piaci portfólió között.

Az eredmény könnyen specifikálható újra normális eloszlásra. Az átalakítást

az állampapírt vásárlók példáján mutatott be:

$$1-\alpha < F(r_f), \text{ ahol } F \sim N(m; \sigma)$$

$$1-\alpha < F(r_f) = N_{m, \sigma}(r_f) =$$

$$= SN \frac{r_f - m}{\sigma}$$

$$1-\alpha < SN \frac{r_f - m}{\sigma}$$

$$\alpha > SN \frac{m - r_f}{\sigma}$$

Ami azonos a normális esetben levezetett eredménnyel.

### KONKLÚZIÓ

Az előző fejezet tanulsága a következőkben foglalható össze:

Egy befektető, aki

- kockázatkerülő és
- külső vagy belső indítatásból portfóliója hasznának maximalizálásához annak kockázatosított értékének maximalizálását használja,
- egy tőkepiacon, ahol
- az értékpapírok folytonosan oszthatóak,
- az értékpapírok hozamának eloszlása egy szimmetrikus sűrűségfüggvénnyel jól jellemezhető,

portfólióját vagy csak állampapírból, vagy csak piaci portfólióból állítja össze. A portfólió megosztása e két összetevőre csak feltehetően marginális számú befektető számára előnyös, és az ő vagyontkompozíciójuk véletlenszerű. Az, hogy egy befektető a fenti két nagy csoport melyikébe tartozik, attól függ, hogy milyen a kockázatvállalási hajlandósága. Ezt pedig az általa választott konfidenciaszint és mérési időtáv jelzi. A magasabb konfidenciaszint és a rövidebb tartási periódus nagyobb mértékű kockázatelutasításra utal.

A dolgozat a kockázatosított érték veszélyeire szándékszik rámutatni. Mint említettem, a VaR használata vagy a szabályozásba való integrálása könnyen oda

vezethet, hogy a mutatót egy befektetés jellemzésére használják.

A hozam pozitivitása, és az eloszlások normálistól eltérő volta miatt a maradék  $1-\alpha$  százalék nem arányos magával a VaR-ral. Ha az említett kettő lehetőséget kizárom, akkor a VaR jó mutató, és a konfidenciaszint és idő tudatában ismerem a teljes eloszlást, és a maradék jellemzőit is. De ez a két feltétel igenis releváns és nem elhanyagolható. A két feltétel mellett a „túlcsordulás” kerülhet a betétesek pénzének teljes elvesztésébe vagy pusztán pótlólagos tőkeemelésbe. A szűnyogháló öt százalékos lyukán lehet, hogy ártatlan muslica jön be, de lehet, hogy a legádázabb vérszívó. Éppen ezért a konfidenciaszint megválasztása nem lehet egy hatóság vagy szokás dolga. A megfelelő konfidenciaszint kiválasztása legalább olyan fontos része a kockázatkezelésnek, mint a VaR érték számítása maga. A konfidenciaszintnek tükröznie kell a maradék  $1-\alpha$  eset jellemzőit, az abban a kis részben elszenvedett veszteség okozta kárt. Vagyis szükséges egy ’hasznossági függvény’ a maradék néhány százalék bekövetkeztére. Az eloszlás farkának várható értékét pedig érdemes szintén a jelentés részeként tekinteni, hisz ez árulkodik arról, hogy a tőke elvesztése esetén a betétesek vagyonának hányada vesz el.

### IRODALOMJEGYZÉK

#### A SZABÁLYOZÁSRÓL

1. 1996. ÉVI CXI. TÖRVÉNY Az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír-tőzsdéről.
2. 1996. ÉVI CXII. TÖRVÉNY A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról
3. A KORMÁNY 244/2000. (XII. 24.) RENDELETE a kereskedési könyvben nyilvántartott pozíciók fedezetéhez szükséges tőkekövetelményéről és a kereskedési könyv vezetésének szabályairól.
4. MÉRŐ KATALIN [1998]: A tőke megfelelés új generációs szabályainak szükségességéről. Bankról, pénzről,

tőzsdéről; Válogatott előadások a Bankárképzőben. *Bankárképző*, 164–173. oldal.

**A KOCKÁZATVÁLLALÁS–BIZONYTALANSÁGBAN HOZOTT  
DÖNTÉSEK ELMÉLETEIRŐL:**

5. ARROW, KENNETH JOSEPH [1951]: Döntés kockázat vállalásával: a különböző elméleti irányzatok, magyarul megjelent: Egyensúly és Döntés, *KJK*, 335–367. old., Budapest 1979.
6. BERNSTEIN, PETER L. [1998]: Szembeszállni az istennel. A kockázatvállalás különös története. *Panem–Wiley*.
7. HIRSHLEIFER J. & RILEY J. G. [1992]: A bizonytalan-ságban hozott döntések elemei. A racionális döntések elmélete. *Osiris – Láthatatlan Kollégium*, 1998. 25–62. oldal.
8. KAHNEMAN D. & TVERSKY A. [1979]: Kilátáselmélet: A kockázatos helyzetekben hozott döntések elemzése. A racionális döntések elmélete. *Osiris – Láthatatlan Kollégium*, 1998. 82–113. oldal.
9. MARCH, JAMES G. [2000]: Bevezetés a döntéshozatalba. *Panem*.
10. NEUMANN, JÁNOS & MORGENSTERN, OSKAR [1944]: Theory of Games and Economic Behavior. *Princeton University Press*, 1953.

11. SZÁZ JÁNOS [1999]: Tőzsdei opciók vételre és eladásra. *Tanszék*.
12. TOBIN, JAMES [1958]: A likviditási preferencia mint a kockázattal szembeni magatartás, Pénz és Gazdasági Növekedés. *KJK* 1984, 41–74. oldal.

**A PORTFÓLIÓKIVÁLASZTÁS HAGYOMÁNYOS  
ELMÉLETEIRŐL:**

13. BODIE–KANE–MARCUS [1997]: Befektetések. *Aula*.
14. BREALEY–MYERS [1998]: Modern Vállalati Pénzügyek. *Panem–McGraw-Hill*.
15. MARKOWITZ, HARRY [1952]: Portfólió selection. *The Journal of Finance*, 1952 March, 77–91. oldal.
16. MIKOLASEK ANDRÁS [2000]: Sztochasztikus módszerek a pénzügyekben. Tanítási segédanyag.

**A KOCKÁZTATOTT ÉRTÉKRŐL:**

17. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION: Performance of Models-Based Capital Charges for Market Risk, 1 July–31 December 1998, 1999. szeptember
18. J. P. MORGAN BANK, 1996, negyedik kiadás „RiskMetrics – Technical Document” New York.
19. JORION, PHILIPPE [1999]: A kockáztatott érték. *Panem*.

KISS ROLAND

# A SZISZTEMATIKUS KOCKÁZAT BECSLÉSÉNEK EREDMÉNYEI A FEJLETT TŐKEPIACI TAPASZTALATOK TÜKRÉBEN

A Budapesti Értéktőzsde alig több mint tízéves gyakorlata során számos technikai és fundamentális elemzéssel találkozhatott a téma iránt érdeklődő. Ritkán találkozhatunk azonban olyan elméletileg megalapozott hazai tanulmányokkal, melyek a tőkepiaci eszközök értékelésének alapjául szolgáló kockázat, illetve szisztematikus kockázat témakörét vizsgálják. Az elméletekben és tőkepiaci modellekben megfogalmazott eredmények hitelességét a gyakorlati használhatóság igazolhatja és számos esetben dokumentáltan igazolja is. A különböző modellek empirikus igazolhatósága legtöbbször a piaci környezettől, a szabályozási politikától és a kortól függ. A különböző időszakok különböző tőkepiacokon igazolt modelljei más időszakokban és tőkepiacokon eltérő eredményeket mutathatnak. A modellek sikeres adaptációja azonban segítséget adhat a hazai tőkepiac viselkedésének leírásában és értékelésében. A tanulmány az angolszász irodalom azon jelentős eredményeit és hipotéziseinek igazolását tekinti át, amelyek átfogó képet adnak az olvasónak a napjainkban aktuális legjelentősebb kockázatbecslési módszerekről és modellekről.

A Capital Asset Pricing Model SHARPE<sup>1</sup> [1964], LINTNER<sup>2</sup> [1965] és BLACK<sup>3</sup> [1972]

- 1 SHARPE, WILLIAM F. [1964]: Capital Asset Prices – A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19, 425–442. oldal.
- 2 LINTNER, JOHN [1965]: The valuation of risk assets and the selections of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics* 47, 13–37. oldal
- 3 BLACK, FISCHER [1972]: Capital market equilibrium with restricted borrowing. *Journal of Business* 45, 444–455. oldal.

munkája jóvoltából hosszú évtizedekig irányadó és jól használható elméleti alapul szolgált a gyakorlati alkalmazók és elméleti szakemberek számára az átlaghozam és a kockázat kapcsolatának vizsgálata során. Mivel a modell az elvárt hozamot a szisztematikus kockázat mértékében határozza meg, a béta becslése kritikus lépés az eszközök tőkeköltségének megállapítása folyamán. A tőkekölt-

ség becslése tipikus alapja lehet a vállalati tőkestruktúra vagy az egyes üzleti folyamatok értékelésének. A modell alapfeltételezése az, hogy a piaci portfólió a Markowitz-i értelemben hatékony határvonalon helyezkedik el. A piac hatékonyságából adódóan az eszköz elvárt hozama lineáris kombinációja a piaci bétának, valamint az egyes eszközökhöz meghatározott béták önmagukban kielégítően leírják az elvárt hozamot. Az elmúlt két évtizedben számos olyan publikáció született, mely ellentmond Sharpe, Lintner és Black (SLB) a CAPM-elméletben megfogalmazott következtetéseinek.

#### A VÁLLALATI MÉRET ÉS EGYÉB FAKTOROK MINT A KOCKÁZAT MUTATÓI

A legkorábbi mérvadó publikáció, a méret effektus elmélet (size effect), BANZ<sup>4</sup>-tól [1981] származik, amely arra a következtetésre jutott, hogy a piaci kapitalizáció, vagyis az eszköz mérete (ME, market equity), nagymértékben hozzájárul az elvárt hozam és a szisztematikus kockázat kapcsolatának megértéséhez. Banz empirikus vizsgálataiban arra a számszerűsített eredményre jutott, hogy a kisorosult részvények átlagos hozama túl magas, a nagyrésztvények átlagos hozama pedig túl alacsony ahhoz képest, amit a CAPM-modell alapján becsült bétájuk vetített volna előre. Egy másik nevezetes ellentmondó elméletben

BHANDARI<sup>5</sup> [1988] arra világít rá, hogy az átlaghozam és az áttétel (leverage) között szoros statisztikai kapcsolat fedezhető fel. STATTMAN<sup>6</sup> [1980], valamint ROSENBERG, REID és LANSTEIN<sup>7</sup> [1985] munkáikban úgy találják, hogy az amerikai részvények esetében pozitív arányosság fedezhető fel az átlaghozam és a könyvszerinti érték, valamint a piaci érték aránya között (BE/ME, book value/market equity).

A japán tőkepiacon hasonló következtetésre jutott CHAN, HAMAO, és LAKONISHOK<sup>8</sup> [1991] is. Először BALL [1978] végzett jelentős kísérleteket az E/P (earnings/price) mutató hatékonyságával kapcsolatosan, majd később BASU<sup>9</sup> [1983] eredményei igazolták, hogy az E/P mutató jelentősen hozzájárul az elvárt hozam megbízhatóbb meghatározásához, amikor azt a méret (size), és béta faktorról együtt használja a regresszió analízis folyamán.

Ahogy azt BLACK, JENSEN és SCHOLÉS<sup>10</sup> [1972] közös munkájában publikálta az 1969 előtti amerikai tőkepiac vizsgálata során, az SLB-modellnek megfelelően

4 BANZ, ROLF W. [1981]: The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9, 3–18. oldal.

5 BHANDARI, LAXMI CHAND [1988]: Debt / Equity ratio and expected common stocks returns: Empirical evidence. *Journal of Finance* 43, 507–528. oldal.

6 STATTMAN, DENNIS [1980]: Book values and stock returns, The Chicago MBA. *Journal of Selected Papers* 4, 25–45. oldal

7 ROSENBERG, BARR; KENNETH, REID; RONALD, LANSTEIN [1985]: Persuasive evidence of market inefficiency, *Journal of Portfolio Management* 11, 9–17. oldal.

8 CHAN, LOUIS K.; HAMAO, YASUSHI; LAKONISHOK, JOSEF [1991]: Fundamental and stock returns in Japan. *Journal of Finance* 46, 1739–1789. oldal

9 BASU, SANJOY [1983]: The relationship between earning yield, market value, and return for NYSE common stocks: further evidence. *Journal of Financial Economics* 12, 129–156. oldal

10 BLACK, FISCHER; JENSEN, MICHAEL C; SCHOLÉS, MYRON [1972]: The capital asset pricing model: some empirical tests, in M. Jensen, ed: *Studies in the Theory of Capital Market* (Praeger)

pozitív kapcsolat mutatható ki az átlaghozam és a béta között a vizsgált részvények vonatkozásában, ami CAPM-elmélet gyakorlati használhatóságáról adott tanúbizonyságot.

FAMA és FRENCH<sup>11</sup> [1992] hasonló vizsgálatokat (FF) végeztek az ezt követő 1963 és 1990 közötti időszakban. Tesztjeik során nem látták igazoltnak az SLB-modell feltételezéseit, vagyis a béta és az elvárt hozam közötti feltételezett szoros összefüggés abban az időszakban – sőt egy másik vizsgálatban is, 1941 és 1990 között – teljesen eltűnt. Az FF vizsgálatai szerint, ha kombináljuk az ME méretet, illetve az BE/ME faktorokat a tesztekben, azok teljesen helyettesíthetik az áttétel és az E/P faktorokat a modellben. Mindazonáltal a CAPM-elmélet elleni támadások – különösen FAMA és FRENCH [1992, 1993,<sup>12</sup> 1997<sup>13</sup>] vezetésével – nem hozták meg az egyértelmű áttörést, ezért mind többen fordultak ismét az SLB modellen alapuló összefüggések felé. Ilyenformán, napjainkban fontossá vált a béta – mint a szisztematikus kockázat mérőszáma – különféle szempontok szerinti meghatározása. Az ilyen béták definiálásának már több mint húszéves hagyománya van az amerikai tőkepiacon. Az úgynevezett bétakönyvek tartalmazzák az egyes részvények, iparágak, szegmensek béta értékeit,

valamint az egyéb, különböző feltételek szerint szűrt bétákat is. BOQUIST és MOOR<sup>14</sup> [1983], valamint később ERHARDT és BHAGWAR<sup>15</sup> [1991] az iparági béták becslésében hoztak eredményt empirikus megközelítésben.

#### SPECIÁLIS BÉTÁK MEGJELENÉSE

KAPLAN és PETERSON<sup>16</sup> [1998] teljes információs (full-information, később f-i) megközelítésben alkalmazta a piaci kapitalizáció súlyozta iparági béták becslését, és összehasonlította a tisztán iparági béta (pure-play, később p-p) becslés eredményével. A tiszta iparági portfólióba csak bizonyos keretfeltételeknek megfelelő cégek kerülhetnek bele. Például a Philip Morris jelentős piaci szereplő a dohány- és az élelmiszeriparban egyaránt, de mivel egyikben sem éri el a kritikus 75 százalékos értékesítési arányt, nem kerülhet bele egyik tiszta iparági portfólióba sem. Kaplan és Peterson az f-i béta becslését a következők szerint fogalmazta meg. Először az összes cégre kiszámították az egyedi bétákat, majd az adott cég minden egyes iparágban játszott szerepe szerinti eladási százalékeit határozták meg. Az iparági százalék arányában meghatározott piaci kapitalizációval súlyozott tiszta iparági béták (p-p) nagyobbak, mint a tel-

11 FAMA, EUGENE F.; FRENCH, KENNETH R. [1992]: The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 47, 427–465. oldal.

12 FAMA, EUGENE F.; FRENCH, KENNETH R. [1993]: Common risk factors in the return on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* (February), 3–56. oldal.

13 FAMA, EUGENE F.; FRENCH, KENNETH R. [1997]: Industry costs of equity, *Journal of Financial Economics* (February), 153–193. oldal.

14 BOQUIST, J. A.; MOOR, W. T. [1983]: Estimating the systematic risk of an industry segment: A mathematical programming approach, *Financial Management* (Winter), 11–18. oldal.

15 ERHARDT és BHAGWAR [1991]

16 KAPLAN, PAUL D.; PETERSON, JAMES D. [1998]: Full-information industry betas, *Financial Management* (Summer), 85–93.



jes információs béták (f-i). Eredményeik szerint a p-p béták felfelé torzítanak az f-i bétákhoz képest, mivel nincsenek benne a kevésbé kockázatos több iparágat átfogó óriás konglomerátumok. Az f-i megközelítés azon az előfeltevésen alapszik, hogy a cég felfogható az egyes üzletágak összességének portfóliójaként. A cég teljes bétája az egyes üzletágak bétájának súlyozott átlaga. Az egyes súlyokat meghatározhatjuk az üzletág piaci értékének és a cég piaci értékének hányadosaként.

A teljes béta becslését a következő regresszió analízis írja le:

$$\beta_j = S^{-1}_{i=1} \beta_{full_i} w_{ji} + u_j, \quad (1)$$

ahol

$\beta_{full_i}$  paraméterek a becslendő együtthatók,

$w_{ji}$  a j cég i iparágban reprezentált súlya,  
 $u_j$  a regressziós hiba.

A használt regressziós eljárás nem az OLS, hanem az IV (instrumental variables), mely  $\beta_{full_i}$  becslött paraméterei alacsonyabbak, mint az OLS-módszerrel. Az (1) egyenletben megfogalmazott módszer feltételezi, hogy létezik egy optimális áttétel (D/E) az adott iparágban, és minden cégnek ilyen optimális áttétele van. Az áttétel eltávolítását az alábbi képlet szerint érdemes elvégezni, és csak ezek után alkalmazni az (1) egyenletet.

$$\beta^A_j = \beta^E_j / [1 + D/E(1 - T_e)] \quad (2)$$

ahol

T a marginális adókulcs,

$\beta^A_j$  és  $\beta^E_j$  rendre az eszköz (asset) béta és a sajáttőke (equity) béta,

mely a fenti módon az áttétel hatását nélkülöző bétát reprezentálja.

IBBOTSON, KAPLAN és PETERSON<sup>17</sup> [1997] másfajta béta becslés kikísérletezésébe fogott. A tradicionális bétát úgynevezett igazított formában (adjusted beta) állították elő, hogy magyarázatot adjon a hozamok autokorrelációjára, ami a múltbeli piaci hozamok hatásából ered. Az így becslött úgynevezett SUM $\beta$ -t úgy állítják elő, hogy az értékpapírhozam és a piaci hozam, valamint a késleltetett (előző időszakbeli) piaci hozam regressziós együtthatójának összegét képezik. Az ilyenformán előállított módosított béta korrelációja a jövőbeli hozamokkal, sokkal erősebb, mint a tradicionálisan becslött bétaké, melyek értéke többnyire lefelé torzít. Az autokorreláció mértéke kis értékpapírok hozamának tekintetében sokkal nagyobb, mint a nagy papírok esetében. Ibbotson, Kaplan és Peterson véleménye az, hogy e jelenség esetében is nagy szerepet játszik a méret effektus (size-effect). Megállapításuk szerint viszont, a méret csak más egyéb faktorok mutatója, melyek például a megfigyelhető autokorrelációs jelenséget is okozzák. Azt állítják, hogy az autokorrelációs jelenséget okozhatja részben az aszinkron kereskedelem is, ám ez sem nyújt teljes egészében kielégítő magyarázatot. Az aszinkron kereskedelem abból adódik, hogy az egyes papírok kereskedése nem reguláris intervallumokban történik. Általában a záróárat tekintik

17 IBBOTSON, R.G.; KAPLAN, P.D.; PETERSON, J.D. [1997]: Estimates of small stock betas are much too low. *Journal of Portfolio Management* (Summer), 104–111. oldal.

az időszak mérvadó értékének a hozam számításához, de ez az érték lehet, hogy még az előző, vagy a még korábbi időszakra jellemző igazán. Ez a hatás a kis papíroknál érzékelhető leginkább, ahol nem biztosított megfelelőképpen a folyamatos likviditás. A kutatók szerint azonban az aszinkron kereskedelem nem ad teljes és kimerítő magyarázatot önmagában az autokorreláció kialakulására. Az IKP béta-elemzésben a tradicionális CAPM béta és a módosított SUM $\beta$  összehasonlítását, az alábbi algebrai leírás alapján végezték el 10, méret alapján kialakított portfólió segítségével. Mindkét modellben a hozamokat csak a fix hozamokat meghaladó értékeknél (excess return) értelmezték.

A tradicionális  $\beta$  becslését az:

$$R_t - R_{ft} = \alpha + \beta(R_{mt} - R_{ft}) + e_t \quad (3)$$

regresszió végrehajtásával végezhetjük el, majd az

$$R_t - R_{ft} = \alpha + \beta(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{-1}(R_{mt-1} - R_{ft-1} - R_{mt} - R_{ft}) + u_t \quad (4)$$

többszörös regressziós egyenletből eredő béta együtthatók összegeként megkapott módosított szisztematikus kockázatot az alábbi összefüggéssel definiálhatjuk:

$$\text{SUM}\beta = \beta + \beta_{-1} \quad (5)$$

A magas publicitással és alacsony tranzakciós költséggel rendelkező nagy cégek papírai gyorsabban reagálnak az új információra, ezért ezen papírok hozamai alacsonyabb autokorrelációt mu-

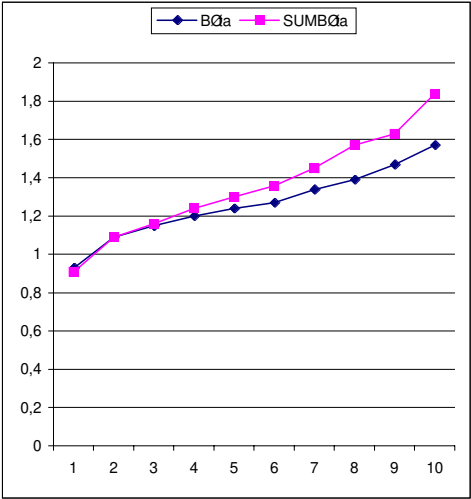
tatnak. Ebből következően, az alacsony publicitással és magas tranzakciós költséggel rendelkező kis cégek papírai lassabban reagálnak az új információra, ezért ezeknél viszont nagyobb autokorreláció figyelhető meg. A késleltetett piaci hozamok használata, mely során nagyobb súlyt kapnak a nagy és likvid papírok, segít kiküszöbölni az autokorrelációt mely a kis papírok trendhez képesti lemaradásából adódik. Általában  $\beta_{-1}$  nagysága fordítottan arányos a cég méretével. Így a  $\beta$  és a  $\beta_{-1}$  aránya a méret függvénye. Könnyen belátható, hogyha elfogadjuk a SUM $\beta$  hatékonyságát, akkor igaz, hogy a nagy cégek esetében a tradicionális  $\beta$  és a SUM $\beta$  közel azonos, viszont a kis cégek esetében a CAPM $\beta$ , nem ad releváns képet a jövőbeli hozamokról. Az IKP-elemzés szerint a tradicionális CAPM $\beta$  többnyire alulbecsült a kis cégek esetében.

1. táblázat

Méret Portfólió	R-R <sub>f</sub>	Béta	SUM Béta
1	0,58	0,93	0,91
2	0,73	1,09	1,09
3	0,78	1,15	1,16
4	0,82	1,2	1,24
5	0,87	1,24	1,3
6	0,88	1,27	1,36
7	0,91	1,34	1,45
8	0,95	1,39	1,57
9	1,02	1,47	1,63
10	1,31	1,57	1,84

Az IKP-elemzésben elvégzett béta összehasonlítás eredményeit, melyben a

1. ábra



tradicionális CAPMβ és a SUMβ értékei sorakoznak az 1926 és 1994 közötti időszakból, az 1. táblázat és az 1. ábra tartalmazza. Az 1–10-ig számozott méret portfóliók a legnagyobbtól a legkisebbig haladva a NYSE, AMEX és NASDAQ papírjaiból állnak. Az  $R - R_f$  az adott portfólió havi átlagos prémiumát jelöli.

A táblázat és a kétfajta béta becslését tartalmazó ábra jól szemlélteti Ibbotson, Kaplan és Peterson állítását, mely szerint a nagy méretű portfóliók kevésbé tartalmaznak autokorrelációs jelenséget, és így a vizsgált két béta közel azonos, míg a kisebb portfóliók felé haladva az eltérés fokozatosan növekszik.

2. táblázat

Válogatott portfóliók éves hozama					
	<0, =0	Legalacsonyabb	2	3	Legmagasabb
Méret		0,251	0,179	0,153	0,126
B/M	0,824	0,146	0,172	0,184	0,2
E/P	0,29	0,124	0,161	0,187	0,223
Osztalék	0,255	0,143	0,158	0,182	0,167
Válogatott portfóliók éves hozamának t-tesztje					
	<0, =0	Legalacsonyabb	2	3	Legmagasabb
Méret		0,276	0,22	0,188	0,166
B/M	0,393	0,217	0,21	0,186	0,23
E/P	0,425	0,211	0,182	0,189	0,229
Osztalék	0,323	0,211	0,193	0,183	0,186

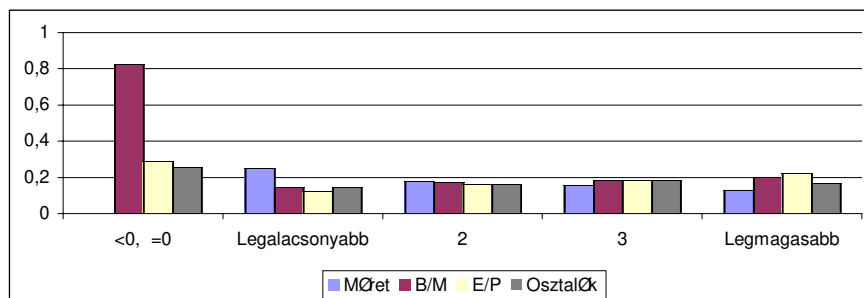
MEI<sup>18</sup> (1993) publikációjában, Ross<sup>19</sup> (1976) nyomdokain járva, az „Arbitrage

Pricing Theory” (APT) elméleten alapuló autoregressziós megközelítésben alkalmazott multi-faktor modellel arra tett kísérletet, hogy a vállalat specifikus hatásokat vizsgálja, mint például a B/M és a E/P hányados, közvetlenül a hozamsorok leírása tekintetében.

18 MEI, JIANPING [1993]: Explaining the cross-section of returns via a multi-factor APT model. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 331–345. oldal.  
19 ROSS, S. [1976]: The arbitrage theory of capital asset pricing, *Journal of Economic Theory* 13 (July), 341–360. oldal.

2. ábra

## Portfóliók a hozamok tükrében



A 2. táblázatban az 1971 és 1990 közötti időszak alapján 5 évenként felülvizsgált portfólió látható, melyek az egyes mérőszámok értéke alapján lettek a legkisebbtől a legnagyobbig kialakítva. Az éves átlagos hozamokat a felső számok jelzik, míg az alsó zárójeles tételek a hozzártartozó t-teszt eredményei.

A 2. táblázatban és a grafikonon jól megfigyelhető, hogy a mérethatás ezzel a közvetlen és egyszerű faktor-hozam vizsgálattal is igazolható, vagyis a kis papírok hozama felülmúlja a nagyokét. A többi faktor esetében is megfigyelhető hasonló szabályosság. A magas B/M rátájú vállalatok papírjának hozama magasabb az alacsonyabb B/M rátával rendelkező papírok hozamánál. A magas E/P hányadossal rendelkező eszközök szintén túlszárnyalják az alacsonyabb rátával rendelkező papírok teljesítményét. Az osztalék esetében szintén hasonló összefüggések figyelhetők meg. A következőknek ellentmondani látszik azonban a legkisebb mérőszámmal rendelkező portfóliók viselkedése, melyek kilógva a sorból, szokatlanul magas hozamokat mutatnak, annak ellenére, hogy

itt a mutatók 0 illetve 0-nál kisebb értéket hordoznak.

Ennek a látszólagos ellentmondásnak az az oka, hogy az ilyen paraméterekkel rendelkező cégek közül sok az olyan, amelyik váratlan kedvező piaci kilátásai miatt hirtelen fordulatot vesz, és ezáltal a kereslet is hirtelen megnő irántuk, noha vagyoni és jövedelmezőségi mutatóik önmagukban erre semmi okot nem adnának. Összefoglalóan, egy igen hatásos előrejelző módszer fogalmazható meg a vállalat-specifikus mutatók használatával, ahogy azt az iménti példa alapján látható. Mei munkája a többfaktoros autoregressziós vizsgálatokkal ugyanakkor azt is sejteti, hogy a mérethatás (size-effekt) csak más – a modellből kihagyott – faktorok közvetett hatásaként jelentkezik, és nem tekinthető önálló tényezőnek az elvárt hozamok magyarázatában.

KOTHARY, SHANKEN és SLOAN<sup>20</sup> [1995] szintén megvizsgálták az 1940 utáni amerikai időszakot a tradicionális béta relevanciája tekintetében, és hasonló követ-

20 KOTHARY, S. P.; SHANKEN, JAY; SLOAN, RICHARD G. [1995]: Another look at the cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 50 (March), 185–224.

keztetésre jutottak, mint korábbi szerzőtársaik; vagyis a béta önmagában gyenge erőt képvisel a hozamok magyarázatában. A szerzők regressziós vizsgálataikban főleg azzal nyújtottak újdonságot, hogy a hagyományos havi hozam adatok helyett éves hozam adatokat vettek alapul a béta-becslésekhez. Ezzel – állításuk szerint – nagyrészt elkerülték az aszinkron kereskedelem, a szezonális és más nem kívánt jelenségek hatását.

Empirikusan kimutatható (HANDA, KOTHARY, WASLEY<sup>21</sup> [1989]), hogy ha növeljük a hozammérési időintervallumot, akkor a kis cégek esetében nő, a nagy cégek esetében pedig csökken a béta értéke. A KSS elemzés – éves bétákat használva és különböző portfólióalakításokon vizsgálva az 1941 és 1990 közötti amerikai tőkepiacot – arra a következtetésre jutott, hogy a CAPM-béta megfelelő szignifikanciával bír mind közgazdasági, mind pedig statisztikai értelemben. Ezzel szemben viszont az addigi irodalom sztárjaiként ünnevelt méret- és B/M hatásoknak, a havi helyett az éves intervallumot használva a bétabecslésénél, nem igazolódott akkora szerepük, mint FAMA és FRENCH publikációiban [1992, 1993, 1995].

#### AZ IDŐBEN VÁLTOZÓ BÉTA

A legtöbb imént vázolt angolszász irodalmi tanulmány feltételezte a méret és a kockázat közötti inverz kapcsolat jelenlétét, de

mindezt konstans kockázat, vagyis béta mellett igazolták. Számos más tanulmányban felvetették azonban annak a lehetőségét, hogy a szisztematikus kockázat elképzelhető az időben változó formában is.

CHRISTIE<sup>22</sup> [1982] tanulmányában nagyfokú volatilitást állapít meg a részvényhozamok idősorában, melyet a pénzügyi áttétel hatásának tulajdonított.

FENSON és HARVEY<sup>23</sup> [1991] szerint a hozamok váltakozása a méret, illetve iparág szerinti portfóliók esetében a kockázati prémium váltakozásával vannak összefüggésben. Értelmezésük szerint a hozamok üzleti trendeknek megfelelő változása közvetlenül köthető az arra az időre vonatkozó szisztematikus kockázathoz. KARPOFF<sup>24</sup> [1987] egy igen érdekes magyarázatot nyújt az ilyen váltakozó kockázati modellek életképességéről. Tanulmányában egy lehetséges tranzakciós költség hatás létezéséről számol be, melynek alapjául az szolgáltat, hogy recesszió idején a tranzakciós költség magasabb, míg konjunktúra idején ugyanez alacsonyabb. Ez a különbség befolyással lehet a szisztematikus kockázat trendek szerinti váltakozására. Ezt megerősítendő SCHWERT<sup>25</sup> [1989] erre vonatkozó elemzésében nagyobb piaci volatilitást igazolt recesszió idején. Ez a jelen-

21 HANDA, PUNEET; KOTHARY, S.P.; WASLEY, CHARLES E. [1989]: The relation between the return interval and betas: implications for the side effect, *Journal of Financial Economics* 23, 79–100.

22 CHRISTIE, A. A.: [1982] The stochastic behavior of common stock variances: value leverage and interest rate effect, *Journal of Financial Economics* 10, 407–432.

23 FENSON, W. E., and C. R. HARVEY: [1991] The variation of economic risk premiums, *Journal of Political Economy* 99, 385–415.

24 KARPOFF, J. M.: [1987] The relation between price changes and trading volume: a survey, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 109–126.

25 SCHWERT, G. W.: [1989] Why does stock market volatility change over time, *Journal of Finance* 44, 1115–1153.

ség még nyilvánvalóbb „kis papírok” esetén, melyeknek magasabb a vételi-eladás sávja, illetve jutaléka a tőkepiaci kereskedelemben. Fama és French konstans szisztematikus kockázatot használ piaci modelljének kialakításában, mely nyilvánvalóan nem teszi lehetővé az értékpapírok kockázata időbeni változásának kimutatását, és ilyenformán azt sem, hogy különbséget tegyen konjunktúra és recesszió, illetve bull és bear piac szerinti szisztematikus kockázat között.

FABOZZI és FRANCIS<sup>26</sup> [1977, 1979] arról számol be, hogy a szisztematikus kockázat és az abnormális hozam (alfa) – mind az egyes értékpapírok, mind pedig a befektetési alapok tekintetében – attól függően változnak, hogy bear vagy bull trend van. Ezekben a munkájukban azonban még túl nagy különbséget nem jegyeztek föl a béta illetve az alfa bull és bear értékei között. BHARDWAJ és BROOKS<sup>27</sup> [1993] viszont a méretporfóliók esetében – a bull és bear piacok vizsgálatában – szignifikáns statisztikai különbségre talált az egyes trendekhez tartozó szisztematikus kockázat és abnormális hozam tekintetében. A „kis papírok” gyengébben teljesítettek a „nagy papíroknál”, amikor a kockázatot különbözőféleképpen értelmezte a bull és bear ciklusok esetében. Tanulmányukat a NYSE és az AMEX tőkepiacán végezték az 1926–1988 közötti időszakra vonatkozóan.

<sup>26</sup> FABOZZI, F. J., AND J. C. FRANCIS: [1977,]: Stability test for alphas and betas over bull and bear market conditions, *Journal of Finance* 32, 1093–1099.

<sup>27</sup> BHARDWAJ, RAVINDER K., and LE ROY D. BROOKS, 1993, Dual betas from bull and bear market: reversal of the size effect, *Journal of Financial Research* 16 (Winter), 269–283.

3. táblázat

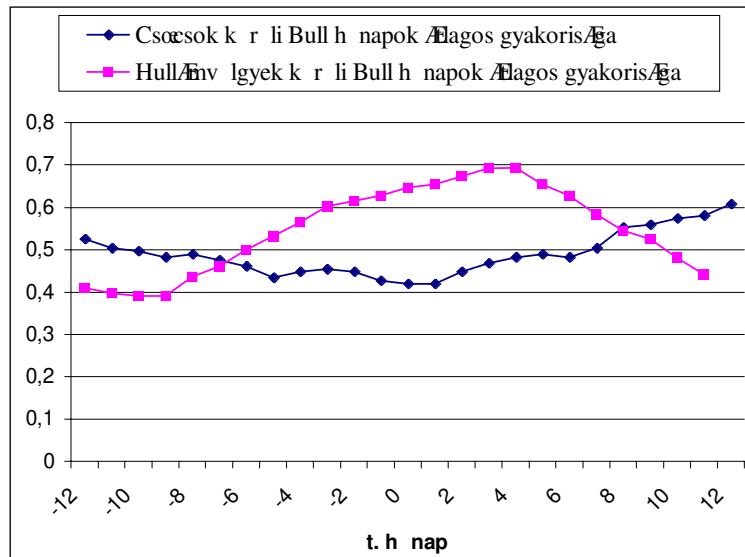
**Átlagos bull hónap gyakoriság  
a csúcsok és hullámvölgyek között  
1926–1988**

	Csúcsok körüli	Hullámvölgyek körüli
Hónapok a csúcstól/ hullámvölgytől	Bull hónapok átlagos gyakorisága	Bull hónapok átlagos gyakorisága
–12	0,5245	0,4103
–11	0,5035	0,3974
–10	0,4965	0,391
–9	0,4825	0,391
–8	0,4895	0,4359
–7	0,4755	0,4615
–6	0,4615	0,5
–5	0,4336	0,5321
–4	0,4476	0,5641
–3	0,4545	0,6026
–2	0,4476	0,6154
–1	0,4266	0,6282
0	0,4196	0,6474
1	0,4196	0,6538
2	0,4476	0,6731
3	0,4685	0,6923
4	0,4825	0,6928
5	0,4895	0,6538
6	0,4825	0,6282
7	0,5035	0,5833
8	0,5524	0,5449
9	0,5594	0,5256
10	0,5734	0,4808
11	0,5804	0,4423
12	0,6084	0,4432

A 3. táblázatban összegyűjtött adatok összefoglalják a konjunktúra, illetve recesszió idején kialakult csúcsok és hullámvölgyek körül csoportosuló bull hónapok gyakoriságát. Az első oszlop azt mutatja, hogy az egyes csúcsoktól, illetve

hullámvölgyektől az adott bull trendű hónap milyen távolságban van. A második oszlop az átlagos bull hónapok gyakoriságát mutatja a csúcstól mérve, a harmadik oszlop pedig ugyanazt a hullámvölgyektől számítva.

3. ábra



A változó béta modell kialakításához a konstans béta modell szolgál alapul.

$$R_t = a_1 + b_1 R_{mt} + e_{1t} \quad (6)$$

A változó szisztematikus kockázati modell:

$$R_t = a_2 + a_3 D_1 + b_2 R_{mt} + b_3 R_{mt} D_1 + e_{2t} \quad (7)$$

Ami tovább egyenlő:

$$R_t = a_{bull} + (a_{bear} - a_{bull}) D_1 + b_{bull} R_{mt} + (b_{bear} - b_{bull}) R_{mt} D_1 + e_{2t} \quad (8)$$

$R_t$  = portfólió hozama a kockázatmentes ráta felett a t. hónapban

$R_{mt}$  = a piaci portfólió hozama a kockázatmentes ráta felett a t. hónapban

$D_1$  = bináris mutató: 1 ha bear, 0 ha bull

Az  $a_1$  az abnormalis hozam,  $b_1$  szisztematikus kockázat a tradicionális modellben. Az  $a_2$  és a  $(a_2 + a_3)$  a bull és bear piacok esetén reprezentálja az átlagos abnormalis hozamot, míg a  $b_2$  és a  $(b_2 + b_3)$  a szisztematikus kockázatot reprezentálja a változó kockázati modellben.

A 4. táblázat húsz méret szerinti portfólió átlag havi hozamát tartalmazza az összes, valamint a bull és a bear hónapok tükrében. Az MV1 a legkisebb, míg az MV20 jelöli a legnagyobb piaci értékű portfóliót. A hónapok – csakúgy, mint a korábbiakban – annak függvényében so-

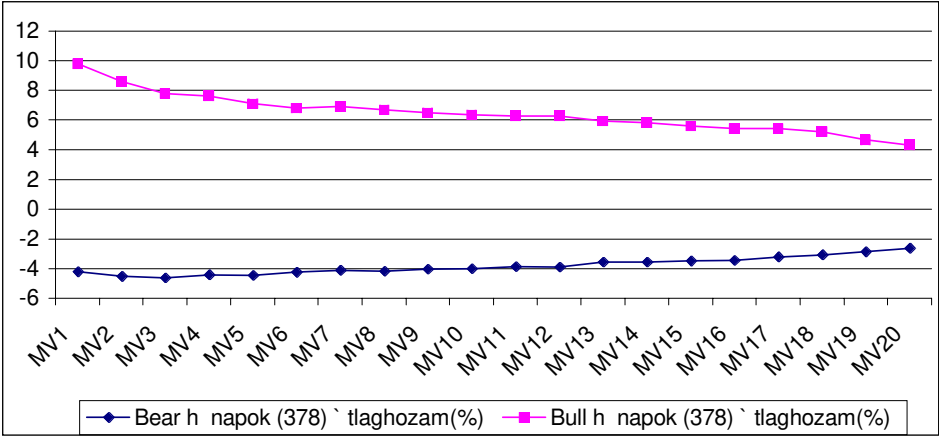
4. táblázat

**Átlagos havi hozam (%) és szórás Bear és Bull hónapok esetén 1926–1988**

Piaci érték (méret) portfólió	Átlagos piaci érték	Összes hónap (756)		Bear hónapok (378)		Bull hónapok (378)	
		Átlaghozam (%)	Szórás	Átlaghozam (%)	Szórás	Átlaghozam (%)	Szórás
MV1	2,36	2,81	13,5	−4,2	6,64	9,81	14,93
MV2	4,63	2,03	11,95	−4,53	6,54	8,59	12,55
MV3	6,84	1,59	10,92	−4,62	6,42	7,8	10,97
MV4	9,44	1,61	10,23	−4,43	6,26	7,64	9,88
MV5	12,45	1,33	9,67	−4,46	6,05	7,12	9,15
MV6	16,01	1,29	8,97	−4,24	5,8	6,81	8,15
MV7	20,25	1,4	9,14	−4,09	5,83	6,9	8,54
MV8	25,22	1,26	8,41	−4,17	5,66	6,69	7,12
MV9	31,29	1,21	8,19	−4,05	5,49	6,48	6,99
MV10	39,3	1,19	8,12	−3,99	5,67	6,37	6,79
MV11	49,67	1,22	7,65	−3,87	5,33	6,3	6,08
MV12	63,04	1,2	7,97	−3,89	5,44	6,3	6,77
MV13	81,28	1,19	7,31	−3,57	5,19	5,95	5,9
MV14	106,37	1,15	7,39	−3,54	5,26	5,85	6,13
MV15	141,67	1,05	7,03	−3,5	5,02	5,6	5,69
MV16	194,43	0,98	6,79	−3,44	5,07	5,41	5,23
MV17	275,15	1,09	6,8	−3,22	4,91	5,41	5,6
MV18	413,11	1,07	6,44	−3,08	4,67	5,21	5,17
MV19	666,77	0,9	5,97	−2,87	4,49	4,67	4,77
MV20	2537,58	0,86	5,6	−2,61	4,4	4,32	4,4
Market (CRSP equally weighted index)		1,33	7,96	−3,79	5,15	6,45	6,92
Risk-free rate (Tbills)		0,29	0,27	0,3	0,28	0,27	0,26



4. ábra



5. táblázat

Átlagos havi „excess” hozam (%) és szisztematikus kockázat becslése  
1926–1988 (756 hónap, jan.–dec.)

Piaci érték (méret) portfólió	Konstans béta modell			Változó béta modell							F-próba
	a <sub>1</sub>	b <sub>1</sub>	Adj. R <sup>2</sup>	a <sub>bull</sub>	a <sub>bear</sub>	a <sub>bear</sub> – a <sub>bull</sub>	b <sub>bull</sub>	b <sub>bear</sub>	b <sub>bear</sub> – b <sub>bull</sub>	Adj. R <sup>2</sup>	
MV1	0,99	1,47	0,74	–1,62	–0,24	1,38	1,81	1,04	–0,77	0,78	50,27
MV5	–0,18	1,18	0,93	–0,91	0,17	0,74	1,26	1,13	–0,13	0,94	16,34
MV10	–0,13	1	0,96	0,28	0,09	–0,19	0,94	1,07	0,13	0,96	20,78
MV15	–0,11	0,85	0,92	0,66	0,03	–0,63	0,76	0,94	0,18	0,93	37,64
MV20	–0,08	0,62	0,77	1,05	0,15	–0,9	0,49	0,75	0,26	0,8	43,88
MV1 (long)– MV20 (short)	1,07	0,85	0,37	–2,68	–0,39	2,28	1,32	0,29	–1,03	0,45	58,76

rolódtak bull vagy bear kategóriába, hogy az adott hónap piaci hozama rendre magasabb vagy alacsonyabb, mint a középérték piaci hozam (median market return). Mind a húsz portfólió negatív átlaghozamot mutat a bear és pozitívat a bull hó-

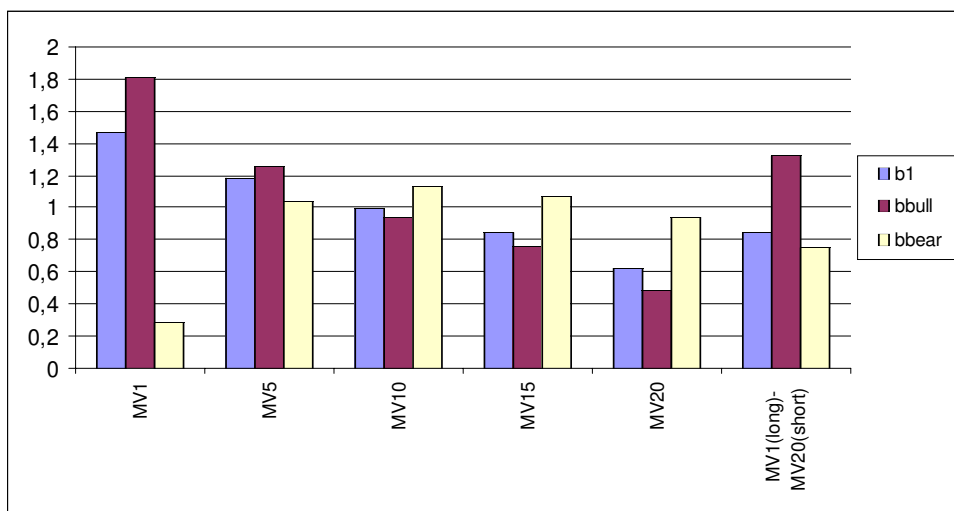
napokban. Megfigyelhető, hogy a kis portfóliók a bear hónapokban negatívabb, a bull időszakban pedig pozitívabb hozamot értek el, mint a nagyobbak. A hozam-szórások vizsgálata arra engedte következtetni a Bhardwaj-Brooks szerzőpárost,

hogy recesszió idején a magas volatilitás legfőképpen kispapírok jelenlétének hatásából fakad.

Az 5. táblázat szintén a portfóliók méretének függvényében ad képet arról, hogy a változó szisztematikus kockázat modellben szereplő  $b_{bull}$  és  $b_{bear}$  hogyan

aránylik egymáshoz. Statisztikailag szignifikáns különbség mutatkozik  $b_{bull}$  javára a kisebb portfóliók esetén, míg a nagyobbaknál ez fordítva mutatkozik. Tehát, nagy piaci értékű portfólió esetén  $b_{bull} < b_{bear}$ , kis piaci értékű portfólió esetén pedig  $b_{bull} > b_{bear}$ .

5. ábra



Az F próba:

$$F = [(SSE_1 - SSE_2)/k] / (SSE_2 / (n - 2k)),$$

ahol

$SSE_1$  és  $SSE_2$  rendre a konstans, illetve a változó béta hiba négyzetösszegei,

$n$  az összes megfigyelt hozam száma,  $k$  a becsült paraméterek száma.

Az F próba az  $a_{bull} = a_{bear}$  illetve a  $b_{bull} = b_{bear}$  kettős hipotézis szignifikanciáját vizsgálja. A többszörös determinációs együttható  $R^2$  értéke minél inkább 1-hez közele, annál inkább determinisztikus a hipotézis.  $R^2 = SSR/SST$ .

## ÖSSZEGZÉS

Az előzőekben a várható hozamok becslésével kapcsolatosan sokféle magyarázat található az elmúlt negyven év tudományos publikációiból, a szisztematikus kockázat tárgyköre csoportosuló különböző faktormodellek és elméletek alapján. A szisztematikus kockázat becslése – a tradicionális bétától a különböző hatásokat kiszűrő és egyéb tényezőket magába foglaló bétán keresztül az időben változó bétáig – napjainkig nagy változáson ment keresztül módszereit tekintve. Ezekre a változásokra nem azért volt és van

szükség folyamatosan, mert a régebbi modellek és elméletek helytelenek lettek volna, hanem azért, mert a modellek többsége egy adott időszakra és piaci környezetre készült, és ezek empirikus igazolása a feltételek módosulása esetén különböző eredményt hoz. Sharpe, Lintner és Black CAPM modelljét a korábbi időszakokra számos esetben többen is igazolták statisztikai tesztekkel. Az utóbbi évek vizsgálatai viszont többnyire csak más – bétán kívüli – faktorok egyidejű bekapcsolásával bizonyultak hitelesnek a hozamok megbízhatóbb becslése tekintetében. Az utóbbi négy évtizedet tesztelő tőkepiaci vizsgálatok jelentős részében megtalálhatók a vállalat méretén – piaci kapitalizációján – alapuló faktormodellek, melyek empirikus vizsgálatok által megállapított eredményessége felülmúlja a többi hasonlóan alkalmazott faktort, mint például a P/E vagy az osztalékráta faktort. A méret effektus létezésének igazolásához Fama és French publikációi járultak hozzá leginkább az elmúlt évtizedben. Azonban

sok más publikációban is jelentős nyomát fedezhetjük fel a méret effektusnak akár közvetlen, akár közvetett formába. Az előzőekben bemutatott 2. grafikonból jól kivehető a méret alapján összeállított portfóliók egymás mellé tételével az, hogy a méret növekedésével az éves átlaghozamok értéke csökken. Az 5. grafikon szintén igazolja a méreteffektus jelenlétét, a különböző méretű portfóliók bétáinak egymás mellé helyezésével, melyből látható, hogy a portfóliók nagyságának növelésével a béta, illetve a  $Beta_{bull}$  csökken, a  $Beta_{bear}$  esetében azonban már nem állapítható meg hasonlóan egyértelmű következtetés. A fejlett tőkepiacok hosszú kockázatbecslési és eszközértékelési tapasztalata nagy segítséget adhat egy a hazai szerény gyakorlati és kutatási múltra visszatekintő tőkepiac viselkedésének megértésében, olyan modellek megalkotásával, melyek más piacok tapasztalataira alapozva, testre szabottan adhatnak képet a hazai eszközök kockázatáról és várható hozamáról.

## IRODALOM

- BANZ, ROLF W. 1981, The relationship between return and market value of common stocks, *Journal of Financial Economics* 9, 3–18.
- BASU, SANJOY, 1983, The relationship between earning yield, market value, and return for NYSE common stocks: further evidence, *Journal of Financial Economics* 12, 129–156.
- BHANDARI, LAXMI CHAND, 1988, Debt / Equity ratio and expected common stocks returns: Empirical evidence, *Journal of Finance* 43, 507–528.
- BHARDWAJ, RAVINDER K., AND LE ROY D. BROOKS, 1993, Dual betas from bull and bear market: reversal of the size effect, *Journal of Financial Research* 16 (Winter), 269–283.
- BLACK, FISCHER, 1972, Capital market equilibrium with restricted borrowing, *Journal of Business* 45, 444–455.
- BLACK, FISCHER, MICHAEL C. JENSEN, AND MYRON SCHOLES, 1972, The capital asset pricing model: some empirical tests, in M. Jensen, ed: *Studies in the Theory of Capital Market* (Praeger).
- BOQUIST, J. A., AND W. T. MOOR, 1983, Estimating the systematic risk of an industry segment: A mathematical programming approach, *Financial Management* (Winter), 11–18.
- CHAN, LOUIS K., YASUSHI HAMAO, AND JOSEF LAKONISHOK, 1991, Fundamental and stock returns in Japan, *Journal of Finance* 46, 1739–1789.
- CHRISTIE, A. A., 1982, The stochastic behavior of common stock variances: value leverage and interest rate effect, *Journal of Financial Economics* 10, 407–432.
- FABOZZI, F. J., AND J. C. FRANCIS, 1977, Stability test for alphas and betas over bull and bear market conditions, *Journal of Finance* 32, 1093–1099.

- FAMA, EUGENE F., AND KENNETH R. FRENCH, 1992, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 47, 427–465.
- FAMA, EUGENE F., AND KENNETH R. FRENCH, 1993, Common risk factors in the return on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* (February), 3–56.
- FAMA, EUGENE F., AND KENNETH R. FRENCH, 1997, Industry costs of equity, *Journal of Financial Economics* (February), 153–193.
- FENSON, W.E., AND C.R. HARVEY, 1991, The variation of economic risk premiums, *Journal of Political Economy* 99, 385–415.
- HANDA, PUNEET, S. P. KOTHARY, AND CHARLES E. WASLEY, 1989, The relation between the return interval and betas: implications for the side effect, *Journal of Financial Economics* 23, 79–100.
- IBBOTSON, R. G., P.D. KAPLAN, AND J. D. PETERSON, 1997, Estimates of small stock betas are much too low, *Journal of Portfolio Management* (Summer), 104–111.
- KAPLAN, PAUL D., AND JAMES D. PETERSON, 1998, Full-information industry betas, *Financial Management* 27 (Summer), 85–93.
- KARPOFF, J. M., 1987, The relation between price changes and trading volume: a survey, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 109–126.
- KOTHARY, S. P., JAY SHANKEN, AND RICHARD G. SLOAN, 1995, Another look at the cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 50 (March), 185–224.
- LINTNER, JOHN, 1965, The valuation of risk assets and the selections of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics* 47, 13–37.
- MEI, JIANPING, 1993, Explaining the cross-section of returns via a multi-factor APT model, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 331–345.
- ROSENBERG, BARR, KENNETH REID, AND RONALD LANSTEIN, 1985, Persuasive evidence of market inefficiency, *Journal of Portfolio Management* 11, 9–17.
- ROSS, S., 1976, The arbitrage theory of capital asset pricing, *Journal of Economic Theory* 13 (July), 341–360.
- SCHWERT, G. W., 1989, Why does stock market volatility change over time, *Journal of Finance* 44, 1115–1153.
- SHARPE, WILLIAM F., 1964, Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance* 19, 425–442.
- STATTMAN, DENNIS, 1980, Book values and stock returns, *The Chicago MBA: Journal of Selected Papers* 4, 25–45.



JÁNOSSY DÁNIEL

## AZ OBA ÚJ DÍJRENDSZERE\*

Az Országos Betétbiztosítási Alap (OBA) számára fizetendő normál díjrendszer szerkezetét, a díjak mértékét alapvetően az OBA potenciális kártalanítási kötelezettsége (a védett betétek, illetve betétrészek állománya) és ezzel összefüggésben a szükséges likvid vagyon határozza meg. A cikk első részében a díjrendszer szóban forgó tényezőinek alakulásáról, majd a díjszerkezet és a díjkulcs 2002. évi változásáról, illetőleg a 2004-ig (a reménybeli uniós csatlakozásig) megfogalmazott díjpolitikáról esik szó. Az egyes tagintézetek díjkötelezettségeinek szelektív eltérítése a normál díjtól lefelé vagy fölfelé számottevően nem befolyásolja az OBA likvid vagyonát; funkciója nem is ez, hanem pozitív vagy negatív jelzés az érintett tagintézeteknek. Előbb a díjtérítések indítékait és ez évtől érvényes módját tekinti át a szerző, végül a díjpolitika távlati, uniós csatlakozás utáni alternatíváit összegzi.

### A DÍJRENDSZERT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK ALAKULÁSA

A díjrendszert meghatározó legfontosabb tényezők az OBA kártalanítási kötelezettsége és a felhalmozott likvid vagyon, illetve a vagyon és a kötelezettség hányadosaként értelmezett fedezettségi mutató.

Az 1. táblázat százalékos megoszlásban mutatja a hitelintézeti megtakarításokon belül a biztosított, illetve garantált (együttesen: védett) állomány arányának változását 1993 (az OBA létrejöttének éve) és 2000 között. A betétbiztosítás bevezetése előtt a védettség mértéke – az állami garanciának köszönhetően – 33 százalék körül volt. Az OBA megalakulásával a biztosí-

tottság és garancia együttes aránya ugrászerűen megnőtt (44 százalékponttal), mert az állam által addig nem garantált betétek nagy része egy csapásra biztosítottá vált.

Nyolc év alatt a védett betétek részaránya – az OBA-biztosítottság térnyerésének és az állami garancia szabályozott „lemorzsolódásának” eredőjeként – 77 százalékról 83 százalékra nőtt. Figyelemre méltó az, hogy bár az állami garancia részaránya az összes betéten belül alacsony (6 százalékos) szintre süllyedt, a takarékbetéteken belül még mindig számottevő (32 százalék) maradt. A takarékbetétek megközelítőleg egyharmada tehát nyolc év alatt – a kamatjövőírás hatását leszámítva – nem mozdult.

\* A cikkhez nyújtott segítségért köszönet illeti dr. Ivanyos Jánosnét, Kelemen Lászlót és Barczy Györgyit, az OBA munkatársait.

1. táblázat

**A garantált és a biztosított megtakarítások arányának alakulása  
1993–2000 között**

év végi adat, %-ban

Megnevezés	OBA által biztosított	Állam által garantált	Nem védett állomány	Védett állomány összesen
Összes megtakarítás védettség szerint	44 → 77	33 → 6	23 → 17	77 → 83
Kártalanítási, illetve garanciális kötelezettség aránya a biztosított/garantált összegben belül (OBA esetében 1 millió Ft-os összeghatár figyelembevételével)	66* → 35	100 → 100	–	–
Kártalanítási, illetve garanciális kötelezettség aránya a teljes OBA tagintézeti megtakarításon belül	29 → 27	33 → 6	38 → 67	62 → 33

\* becsült adat

Lényegesen módosul a kép, ha figyelembe vesszük az egymillió forintos kártalanítási összeghatárt. Eszerint az 1993. évi induláskor az OBA által biztosított betétállományon belül mintegy kétharmadnyi volt a kártalanítási kötelezettség alá eső megtakarítások aránya. Ez 2000-re alig haladta meg az egyharmadot, ráadásul nem minden tagintézet él még az ügyfelenkénti betétösszevonásnak (ezzel a díjalap csökkentésének) a lehetőségével, ami – ha teljes körű volna – még kisebb védettségi rátát eredményezne. Az OBA-biztosítottság és ezen belül a kártalanítási kötelezettség arányát együtt te-

kintve a hitelintézeteknél elhelyezett betétek és egyéb megtakarítási formák tényleges védettsége nyolc év alatt enyhén csökkent (29 százalékról 27 százalékra). Ugyanakkor az állami garanciát is figyelembe véve az OBA megalakulása előtti védettségi ráta az Alap létrejöttével csaknem kétszeresére nőtt (62 százalék), majd fokozatosan visszasüllyedt az indulás előtti 33 százalékos szintre, amelyből 2000 végén 27 százalék volt az OBA kártalanítási kötelezettségének és 6 százalék az állami garanciának a részaránya. Valószínűsíthető, hogy az összesített védelmi szint 1993. évi ugrásszerű növekedése

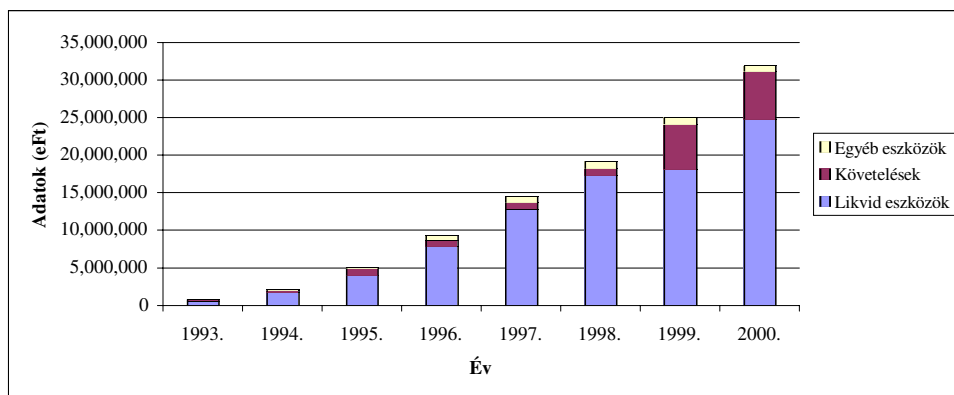
hozzájárult a megtakarítók biztonságérzetéhez, így elősegítette az állami garanciáról az OBA-biztosításra való zökkenőmentes átmenetet.

Az Országos Betétbiztosítási Alap 1993. március 1-jén jött létre, és néhány hónappal később, július 1-jén kezdte meg betétbiztosítási tevékenységét. 2001 tehát már a kilencedik pénzügyi év volt az

Alap életében. Az OBA állami feltőkésítés nélkül kezdte meg működését. Mérlegében akkor alap-, illetve saját tőkeként a hitelintézetek által befizetett csatlakozási díj jelent meg 6-700 millió forint értékben. 1993–2001 között folyamatosan növekedett a mérlegfőösszeg, 2001-ben – előzetes adatok alapján – megközelítette a 37 milliárd forintot.

1. ábra

**Az OBA eszközállományának alakulása 1993–2000 között**



A szóban forgó időszakban az Alap eszközeinek 92–98 százalékát forgóeszközök, ezen belül túlnyomó részt értékpapírok tették ki, hiszen a likvid pénzeszközöket állampapírokban köteles tartani. Míg 1993 végén az értékpapírok állománya könyv szerinti értéken az 500 millió forintot sem érte el, a 2001. évi mérlegben 30 milliárd forint körüli érték szerepel. Az értékpapír-állomány, illetve likvid vagyontöbbletének eleinte a díjbevételeknek volt döntő szerepe, ezt követően az értékpapírok hozama is egyre jelentősebbé vált. Az értékpapír-állomány, illetve likvid eszközök folyamatos gyarapodása az időszak

folyamán csak két esetben – kisebb mértékben 1998-ban, nagyobb mértékben 1999-ben – torpant meg, részben a Realbank válságkezelésének likvideszköz-szükséglete, részben a díjkulcsok 1999-es, átlagosan 40 százalékos csökkenése miatt.

1999-ben kiugró növekedést mutatott a követelések állománya. A követelések nagyrészt tagintézetekkel szemben álltak fenn, ugyanis ezen a mérlegsoron jelennek meg az Alapra a kártalanítási kifizetések következtében átszállt követelések. A Realbank betéteseinek kifizetése folytán előállt több mint 5 milliárd forint értékű ilyen követelés 2000 végéig nem – és



egyelőre azóta sem – térült meg a felszámolásban.

2001-ben az újabb, átlagosan ugyan-csak 40 százaléknyi díjkulcs-csökkentés

már nem okozott törést a likvid eszköz növekedésében, mert azt részben a díjalap növekedése, részben egyéb bevételek elmentételezték.

2. táblázat

**A fedezettségi mutató alakulása 2000–2002 között**

Megnevezés	2000. évi	2001. évi	2002. évi
OBA kártalanítási kötelezettség (Mrd Ft)	1585	1711	1940
OBA vagyon* (Mrd Ft)	19,3	25,5	31,0
Fedezettségi mutató (%)	1,22	1,49	1,60
Átlagos díjkulcs (ezrelék)**	1,06	0,60	0,58

\* Az OBA - a tárgyévet megelőző év végén meglévő (tárgyévi nyitó) – értékpapírban megtestesülő likvid eszközeinek kamattal növelt piaci értéke.

\*\* A 2000. évre vonatkozó adat – az OBA éves beszámolójától eltérően – nem tartalmazza a díjtérítések (emelt, illetve kedvezményes díjkulcsok) hatását.

A betétbiztosító intézmények vagyoni helyzetének, „feltöltöttségének” nemzetközileg szokásos mutatója a fedezettség, amely a tagintézeteknél lévő védett betétek, illetve betétrészek állományát (a potenciális kártalanítási kötelezettséget) a betétbiztosító likvid eszközeinek állományával veti össze (értelmszerűen azonos időpontban). Nemzetközi összehasonlításban az 1–1,5 százalékos sávba eső fedezettség már megfelelőnek mondható.

Az OBA 2001 elejére lényegében elérte ezt szintet és – előzetes, illetve becslült adatok alapján – a mutató az átlagos díjkulcs csökkenése ellenére tovább javul 2002 elejére.

#### **DÍJKULCSOK ÉS DÍJSZERKEZET 2002-TŐL**

Az OBA igazgatótanácsának múlt év szeptemberében hozott döntése értelmében a 2002-től alkalmazandó díjfizetési rendszer alapelvei a következők:

„A) Nagyobb összegű válságkezelés esetét nem számítva, csökkenő ütemű díjfizetéssel, de folytatódjon az alap feltöltése annak érdekében és olyan mértékben, hogy az EU-csatlakozásra az OBA pénzügyileg felkészült legyen.

B) Az Igazgatótanács felkéri az ügyvezetést arra, hogy a következők figyelembe vételével dolgozza ki és terjessze az Igazgatótanács elé a 2002-től érvényes Díjfizetési Szabályzatot (...):

- a normál díjkulcs szerkezetének kialakításánál a jelenlegi kártalanítási összeghatár (1 millió forint) mellett az EU csatlakozás utáni (6 millió forintig terjedő) védett állomány legyen meghatározó;
- normálnál alacsonyabb díjkulcs (díjkedvezmény) bármely kockázatközösség számára legyen hozzáférhető az előterjesztésben meghatározott előre meghirdetett normatív feltételek teljesülése esetén;

- *a normálnál magasabb (emelt) díjat – a normál díj mindenkor mértékétől vagy az esetleges kockázat-közösségi tagságtól függetlenül – egyedi kockázat megítélés alapján alkalmazza az OBA.*

C) *Az Igazgatótanács megtárgyalta és elfogadta a továbblépés előterjesztett lehetőségeit, mint az Európai Unióhoz való csatlakozás utáni időszak díjpolitikai alternatíváját. (...)”*

A számítások azt mutatták, hogy a 2001. évihez képest változatlan, esetleg enyhén csökkenő átlagos díjkulccsal is elérhető, hogy az OBA 2004-re pénzügyileg felkészült legyen az uniós csatlakozásra, ami a kártalanítási összегhatár 1 millió forintról 6 millió forintra emelkedésével jár majd. A felkészültség követelményének teljesítése abban áll, hogy a fedezettségi mutató az összегhatár megemelkedése nyomán sem süllyed 1 százalék alá.

Az előbbiek alapján a 2002-től életbe lépő díjpolitikára kidolgozott változatok közös peremfeltétele volt a 2001. évi 0,6 ezrelékes (vagy azt megközelítő) átlagos díjkulcs. A díjalap, illetve díjszerkezet kialakításakor fontos szempont volt az, hogy az uniós csatlakozás után védetté váló – 6 millió forintig terjedő – állomány megfelelő szerepet kapjon a díjterhek elosztásában. A jogszabály alapján a díjalap meghatározásánál a biztosított betétállomány teljes összegét kell figyelembe venni, ide értve az összегhatáron felüli betétrészeket is. Mindemellett az OBA kezdetől fogva törekedett arra, hogy a díjszerkezete egyre pontosabban tükrözze a potenciális kártalanítási kötelezettségét az érvényes összегhatár és a tagintézetek betétszerkezete alapján Ennek megfelelően a 2001-re vonatkozó díjszabályzat a betéteket nagyságuk szerint négy osztályba sorolta, és a nagyobb összegű betétosztályokban kisebb díjkulcsot alkalmazott:

3. táblázat

#### A 2001-ben érvényes díjkulcsok

(ezrelékben)

1 millió forintig terjedő betétek értékösszege után	1 millió 1 forinttól 2 millió forintig terjedő betétek értékösszege után	2 millió 1 forinttól 4 millió forintig terjedő betétek értékösszege után	4 millió forintnál nagyobb betétek értékösszege után
1,2	0,9	0,6	0,3

A 3. táblázatban összefoglalt induló helyzetből két irányban kellett előrelépni 2002-től. Az új díjszerkezetnek egyrészt tükröznie kell azt, hogy az uniós csatlakozás után nem 2 vagy 4 millió, hanem 6

millió forint lesz a kártalanítás összегhatára. Ugyanezen időponttól életbe lép az a szabály is, hogy a kártalanítás mértéke csak egymillió forintig 100 százalék, azon felül 90 százalék. Másrészt, immár a jö-

vendő 6 millió forintos összeghatárra tekintettel, indokolt, hogy az OBA-díj egyre inkább csak a kártalanítási összeghatárt el nem érő betéteket (betétrészeket) érintse. (Egyszerűség kedvéért erre a követelményre a továbbiakban mint a díjszerkezet „igazságosságának” követelményére hivatkozunk. További egyszerűsítés, hogy

itt és a továbbiakban **betétet** említünk és nem – a jogszabály szerint pontosabb – ügyfélre összevont betétkövetelést.)

A díjszerkezetre vonatkozó kettős követelmény alapján két szélsőséges változat között kellett megtalálni a célszerű közenső változatot 2002-re, és előíranyozni egy kívánatos pályát 2003–2004-re.

4. táblázat

**„Konzervatív” díjszerkezet 2002-re**

Betétnagyság (Ft)	Díjkulcsok (ezrelékben) 2001. évben	Betétnagyság (Ft)	Díjkulcsok (ezrelékben) 2002. évre
1 millió Ft alatt	1,20	1 millió Ft alatt	1,20
1 és 2 millió Ft között	0,90	1 és 6 millió Ft között	0,65
2 és 4 millió Ft között	0,60		
4 millió Ft fölött	0,30	6 millió Ft felett	0,30
Átlagos díjkulcs	0,60	Átlagos díjkulcs	0,57

5. táblázat

**„Radikális” díjszerkezet 2002-re**

Betétosztály	Betétnagyság (Ft)	Díjkulcsok (ezrelékben)
I. betétosztály	1 millió Ft alatti betétek és betétrészek után	1,10
II. betétosztály	1 és 6,6 millió Ft közötti betétrészek után	1,00
III. betétosztály	6,6 millió Ft feletti betétrészek után	0,00
Összesen:	Átlagos díjkulcs	0,58

Ebben a változatban betétosztályonként lényegében a 2001. évi díjkulcsokkal számoltunk a 2002. évre is, tehát a díjte-

her tagintézetek közötti megoszlása – legalábbis a díjkulcs-szerkezet miatt – nem változik. 2002-re a középső díjosztályban

a 2001. évi díjszerkezet alapján kiszámított átlagos díjkulccsal kalkuláltunk. E szerint a változat szerint nem történne előrelépés az „igazságosabb” díjszerkezet felé.

Ez a változat következetesen „leképezi” az uniós csatlakozással életbe lépő OBA-kártalanítási szabályokat, mintegy megelőlegezve a 10 százalékos betétesi „önrészt” is. A csatlakozáskor életbe lépő szabályok szerint kerekítve személyen-

ként legfeljebb 6,6 millió Ft összegű – díjalapot képező – betét(rész) után fizethető majd legfeljebb 6 millió forint összegű kártalanítás ( $5,6 \times 0,9 + 1 = 6$  millió forint). Mivel az átlagos díjkulcs adott, a díjkulcsok radikális átrendeződése egyik évről a másikra túlzott mértékű teherújraelosztást okozna az egyes tagintézetek között aszerint, hogy mekkora náluk az 1 és 6,6 millió Ft közé eső, illetve a 6,6 millió forint feletti betétek súlya.

6. táblázat

**Az elfogadott díjszerkezet 2002-re**

Betétosztály	Betétnagyság (Ft)	Díjkulcsok (ezrelékben) 2002. évre
I. betétosztály	1 millió Ft alatt	1,20
II. betétosztály	1 és 6 millió Ft között	0,90
III. betétosztály	6,6 millió Ft felett	0,20
Összesen:	Átlagos díjkulcs	0,58

Az elfogadott és január elsejétől hatályos díjszerkezet a konzervatív és radikális változat közötti középutat jelenti: az említett értelmezésben „igazságosabb”, ugyanakkor elviselhető mértékű a 2001-hez viszonyított díjteher újraelosztó hatása. A 2002-ben megvalósítottéhoz hasonló kis lépésekkel – továbbra is elviselhető ütemű újraelosztó hatással – 2004-re megközelíthető a most túl radikálisnak tartott változat. Megjegyzendő, hogy a díjkulcs jogszabályban rögzített felső határa 2 ezrelék, amelynek tehát még a legmagasabb díjkulcs is csak a 60 százalékát használja ki.

#### DÍJELTÉRÍTÉSEK

A díjeltérítések közül a díjkedvezményt 2001-ig az OBA az általa megadott feltételeket vállaló, megfelelő vagyoni helyzetű intézményvédelmi alappal való megálapodás keretében alkalmazta és a normál díj százalékában határozta meg.

A díjkedvezményre ezentúl is kizárólag a „duplán védett” tagintézetek (mint például jelenleg az Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alap tagjai) esetében lesz lehetőség, de a 2002. évtől kezdve valamennyi jelenleg már működő, vagy a jövőben esetleg kialakuló ön-

kéntes betétbiztosítási, illetve intézményvédelmi szervezet tagjainak jár, amennyiben egyrészt a működésüket, szabályzataikat a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete is jóváhagyja, másrészt ha következő feltételeknek is megfelelnek.

- A díjkezdvezményt az intézményvédelmi, illetve önkéntes betétbiztosítói szervezetnek kell kérnie a tagintézeti részére.
- A szervezet alapszabálya rögzíti az intézmény szükség esetére vonatkozó mentési kötelezettségvállalását, beleértve azt is, hogy az alapszabály ezen pontját a szervezet a díjkezdvezmény megadásának időpontjától számítva a tárgyév végéig nem változtatja meg, továbbá e két időpont között – az Alap előzetes tájékoztatása nélkül – tagot nem zár ki.
- Az intézményvédelmi szervezet biztonsági alapjának feltöltöttsége érje el a kockázattal súlyozott tagintézeti mérlegfőösszeg 2 százalékát, vagy az intézményvédelmi szervezetbe tömörült tagintézeteknél levő OBA-kártalanítási kötelezettség 1,5 százalékát.
- A szervezet a tagjainak az Alappal szemben esetleg mégis keletkező tartozásaiért szükség esetén – legalább az adott kedvezménnyel arányos mértékben – helytáll.
- A felsorolt feltételeket a szervezet – a kedvezmény iránti kérelemhez csatolva – írásban vállalja.

E feltételek teljesülése esetén az OBA az illető szervezetet a normál díj vonatkozásában egy kockázati alannak tekinti, és a tagjai számára egységesen, egyéb feltételek kikötése nélkül 2002-től 50 száza-

lékos díjkezdvezményt ad a normál díjból.

A díjeltérítés másik formája, az emelt (növelt) díj szempontjából a kockázati alany (az egyéb védelmi szervezetben való esetleges tagságtól függetlenül) maga a tagintézet.

Az emelt (növelt) díj alapja a jövőben csak az OBA kártalanítási kötelezettségének megfelelő díjalap-rész (2002-től tehát csak az egymillió, az uniós csatlakozástól kezdve pedig a 6 millió forintig terjedő betétek és betétrészek összege), mértéke pedig – a normál díj mindenkorai szintjétől függetlenül és azon felül – maximum egy ezrelék.

A normál díjon felül fizetendő emelt díj az összehatár feletti betétrészek nélkül számított díjalap 0,5 ezreléke, ha díjbevallást megelőző év végén a tagintézet tőke megfelelési mutatója 6–7,99 százalék között van; egy ezrelék, amennyiben a tőkemegfelelési mutató 6 százaléknál kisebb, vagy ha a tagintézet saját tőkéje a Hpt. 71. § (1) bekezdés alapján nem éri el jegyzett tőkéje összegét, illetve egyéb, a PSZÁF által jelzett kockázat esetében.

#### DÍJPOLITIKA A TÁVOLABBI JÖVŐBEN

Az OBA pénzügyi, vagyoni helyzetének alakulását, valamint a bankrendszer stabilizálódását figyelembe véve nem irreális feltételezés az, hogy valamikor az uniós csatlakozást követően az OBA lényegében pénzügyileg feltöltötnnek lesz tekinthető és a jelenlegihez képest kisebb mértékű díjbevétele is elegendő lesz számára. A díjfizetés szüneteltetése két elvi okból nem lenne célszerű. Nem volna igazságos

az, ha egy új tagintézet – a csatlakozási díjat nem számítva – ingyen jutna a versenytársai által korábban felhalmozott alap terhére nyújtott biztosítási szolgáltatáshoz. Ugyanez vonatkozik a betétállományát növelő régi tagintézetekre is. Indokolt tehát a betétállományok növekménye után a távolabbi jövőben is díjat fizettetni. Nem lenne igazságos az sem, ha a tagintézetek a távolabbi jövőben a koc-

kázatoságuktól függetlenül nem fizetnének OBA-díjat. Az emelt díj mai rendszerre nagyon korlátozottan képes tükrözni az egyes tagintézetek biztosítási kockázatát, érdemes tehát megvizsgálni egy többtényezős, kockázat szerint normatívan differenciált díjfizetési rendszer lehetőségét.

Jelenlegi tudásunk alapján a fenti megfontolások alapján vázolható fel a távolabbi jövő díjpolitikai alternatívája.

SZÉP PÉTER – HROTKO TIMUR

# JELENLÉT ÉS A RETAIL BANKSZOLGÁLTATÁSOK MÁS KIHÍVÁSAI

A nemzetközi tapasztalatok alapján paradigmaváltásnak tekinthető átalakuláson mennek keresztül a pénzügyi szolgáltatók. Köztük a – cikkben elemzett – széles körű termékkínálattal rendelkező, számos módon elérhető, a lakossági ügyfelekre koncentráló bankok. A magyarországi nagy hitelintézetek itt-ott kisebb késéssel ugyan, de felmutatják az elektronikus csatornákhöz kapcsolódó innovációkat. Mindazonáltal a szerzők úgy gondolják, hogy napjainkban nem elegendő csupán ez: a lakossági üzletágban<sup>1</sup> a mind teljesebb komplexitás megvalósítása a valódi kihívás. Ez részint az előre mutató és a hagyományos eszközök, módszerek, valamint az erőforrások ötvözését jelenti, aminek következtében egységes infrastruktúra és értékesítési logika képezi a működés alapját; részint ezen a bázison olyan szolgáltatás-együttes kialakítása, amelynek révén az ügyfélkör profittermelő képessége lényegesen jobb hatásokkal aknázható ki. A cikkben megfogalmazott ajánlások figyelembe veszik mind a bankok vezetőségének, mind a tulajdonosainak szempontjait, stratégiái keretét adva a fejlesztések irányultságának.

Amikor Freiherr Karl Friedrich Hieronymus von Münchhausen a 18. század végén beszámolt a holdutazásáról – szabadjára engedve fantáziáját –, már senki sem kérdőjelezte meg, bolygó-e a Hold, ám az még nem foglalkoztatta a gondolkodókat sem, hogyan változtatja meg az ürrepülés a földi életvitelt. A 21. századra teljesen természetessé vált, hogy a mindennapjaink számottevően függenek a műholdas

rendszerektől. Mára az elmélet és a tapasztalatok alapján nem kérdőjelezzük meg, hogy az internet egyenrangú csatorna a banki termékek értékesítésben, arról azonban kevesebb szó esik, az interaktív üzletvitel miképpen módosítja a bank jövővelmezőségét hagyományosan meghatározó tényezőket.

A lakossági bankolásban érvényesülni akaró bankoknak rövid időn belül ott kell

<sup>1</sup> A szerzők a szolgáltatás értelmezése szempontjából a cikk során a lakossági és retail fogalmat szinonimaként használják. Az ügyfélkört tekintve a szerzők az utóbbiba beleértik a kisvállalkozási tevékenységet végző ügyfélkört is, és ahol ez szükséges, ott önállóan is említik.

lenniük a legtöbb életszituációnál az ügyfél igényének megfelelően kialakított pénzügyi termékkel. Mi sem lesz természetesebb, hogy ennek a **jelenlétnek köszönhetően lesznek források és eszközök a bankok mérlegében**, illetve hogy a gazdaság szereplői megint szívesen számolják el a **közvetítői díjakat**, hiszen **hozzáadott értéket** látnak a bankok szakértő jelenlétében. Alapvetőnek gondoljuk a jövőre nézve azt, hogy az elkövetkező években multi-csatornás rendszerben fog megvalósulni a pénzügyi közvetítés a retail ügyfelek számára. Ez a jelleg akár egy-egy egyszerűbb tranzakció, szolgáltatási szituáció kezelését is áthatja. A bankrendszer retail szegmensére jelentős átalakulás vár az úgynevezett konvergenciális versenyhelyzet nyomán. Ez azt jelenti, hogy nem csupán saját szektorbeli konkurenseikkel szemben kell építeniük piaci részesedésüket, hanem a lakosságot „megtámadó” más szolgáltatókkal szemben is. Ebből eredően a bevételek egy része a gyors pörgésű retail fogyasztási termékek értékesítésében (FMCG<sup>2</sup>) eltrejdt szolgáltatási tevékenységekből származhat majd, s ez a jövedelmek további átstrukturálódásához vezet.

A kihívások átalakulása miatt a piaci lehetőségek kiaknázásának lehetőségét a jelenlét (beágyazottság), az interaktivitás (online alkalmazkodás), illetve az interoperabilitás (online integráció és transzformáció) fogják megteremteni. Ezek a képességek átformálják a korábban kialakult lakossági banki operációs és szervezeti metódusokat, s így az ügyfelek lénye-

gesen jobb kiszolgálására, ezáltal a jövedelmek intenzív növelésére nyílik mód a korábbi csatornákon, illetve új bevételi forrásokra lehet szert tenni.

Teoretikusabb megvilágításba helyezve felvetéseinket, emlékeztetünk az – első sorban Douglas W. Diamond<sup>3</sup> nevéhez fűződő – közvetett monitoringmodellre, amely szerint a pénzügyi közvetítők létjogosultsága aligha kérdőjelezhető meg a – hatékonyabb kockázatdiverzifikációs szerepüket megalapozó – információs aszimmetria következtében. Ez leegyszerűsítve azt jelenti, hogy a pénzügyi közvetítők helyzetükből, „tudásukból” adódóan kompetensebbek az információk megszerzése és értelmezése tekintetében. Mára az önkiszolgáló, elektronikus piacok elterjedésével a pénzügyi termékeket fogyasztók (ügyfelek) információs aszimmetriából eredő hátránya számottevően csökken(t) – és ezt tekinthetjük a dezintermediáció<sup>4</sup> felé mutató jelentős tényezőnek, mely egyúttal a specializált szolgáltatókat helyezi előnybe. Mindazonáltal a bankok olyan új eszközökkel élhetnek, melyekkel képessé válnak sajátos információs aszimmetriát keletkeztetni ügyfelek pénzügyi keresletének és kínálatának figyelemmel kísérése és elemzése (azaz monitoringja) révén, illetve lehetőségük nyílik a kompe-

3 Részletesebben lásd az irodalomjegyzékben feltüntetett műben.

4 Dezintermediáció tekintetében egy általános iparágfüggetlen trendre utalunk, melyet a fogyasztók informáltságának növekedéséhez szokás kapcsolni. Ez azt jelenti, hogy a korábban használt intermediáló szolgáltatóval szemben a magasabb szinten informált fogyasztó más utakon veszi igénybe ugyanazt a szolgáltatást. Kétségtelen azonban, hogy a lakossági bankszolgáltatások, különösen a lakossági hitelezésben e trend nem értelmezhető.

2 Fast Moving Consumer Goods.



tenciából fakadó pozíciós előnyeik további hozzáadott értéként történő érvényesítésére a pénzügyi piacon.

A bankok esetében ez az információ, illetve kompetenciabeli előny a retail ügyfelek automatizált, sokcsatornás kiszolgálásában váltható pénzre. Egymást erősítő folyamatról van szó: az ügyfelek tömegének intenzívebb kiszolgálása csak is alaposabb megismerésükkel és a kapcsolatok szorosabbra fűzésével képzelhető el, amit viszont az információ mennyisége és az interakciók számossága miatt csak automaták segítségével multiplikált és perszonalizált eljárások tömeges alkalmazása tesz lehetővé. Az ennek során keletkező információtömeg kompetens értelmezése révén halmozott „tudás” birtokába jut a bank, amelyet megint fel tud használni. A konkrét ügyfelekről megszerzett ismeret a bank szakavatott értelmezésében és más kompetenciáival ötvözve jelentős hozzáadott értéként ugyanezeknek a konkrét ügyfeleknek ismét értékesíthető termékek és szolgáltatások formájában. Ilyen lehet az, amikor adattárház-megoldás révén a bank képes arra, hogy élet és/vagy családciklus szerinti bankhasználati szokásoknak megfelelő folyószámla-szolgáltatási csomagokat ajánl különböző díjstruktúrával és termékegységekkel (overdraft, kártyák típusa, utalási költségek, számlafenntartási díj mértéke stb.). Így jutunk el a retail üzletágban napjainkban legfontosabbnak tekinthető kérdésekhez. Hogyan

- teremthető meg a bank számára létfontosságú monitoring lehetősége a lakossági piac nagy számosságú ügyfélkörében?

- legyen jelen a bank a retail ügyfél pénzügyeit meghatározó élethelyzeteknél?
- fogalmazható meg az eddig felhalmozott tudásra és az ügyfél élethelyzetének ismeretére alapuló kompetens pénzügyi ajánlat egy-egy konkrét esetben?
- valósítható meg és ésszerűsíthető az adott retail ügyfélre szabott termék értékesítési folyamata?
- képezhető elemi termékekből komplex termék, mely szorosabban köti az ügyfelet bankhoz?
- építhető fel és tartható fenn olyan összetett kép a bankról, amelyben folyamatosan jelen van a szolgáltatások tartalma és előnye?
- lehet megfogalmazni a retail ügyfél igényeit helyette, és olyan igényt támasztani, amelyet sajátjának vall?

Mindezekre a kérdésekre akkor tudunk válaszolni, ha tisztában vagyunk a lakossági piac sajátosságaival és azzal, milyen irányultságok képzelhetők el ezen a piacon, s melyek a legfontosabb tennivalók a kihívásoknak történő megfelelés érdekében.

#### A LAKOSSÁGI PIAC SAJÁTOSÁGAI

Az univerzális szolgáltatásokra törekvő bankoknak tisztában kell lenniük azzal, hogy a lakosság – „természetéből adódóan” – maga a legmarkánsabb kihívás. A lakossági üzletág művelése másfajta gondolkodást és üzleti logikát igényel a bankároktól, mint a vállalati piacon megszokott. A lakossági piac dinamikusan bővíthetőnek tekinthető (az egy ügyfélre jutó termékmennyiség növelhető), ám csak a szolgáltatók proaktív és kreatív maga-

tartása hozza meg gyümölcsét. Bővében vannak a más piacokon működő szolgáltatókkal közösen kialakítható értékesítési és termékfejlesztési lehetőségek. A lakossági ügyfelek által elvárt, gyorsan általánossá váló innovációk bankon belüli megvalósítása beruházásigényes és több meglévő megvalósítást is érint. A komplex értékesítési csatorna kiépítése elképzelhetetlen a költséges információs technológiai fejlesztések nélkül. (Érdemes ugyanakkor elgondolkozni azon, hogy más dinamikus fejlődő, komplex és tömeges termelést, szolgáltatást nyújtó iparágakkal ellentétben a banki szektor nem, vagy nagy nehézségek árán képes ráfordítási terheket elosztó szövetségek építésére.)

#### AZ ÜZLETÁG IRÁNYULTSÁGAI

A retail banki szolgáltatásoknak négy alapvető irányultsága írható le a verseny erőssége, a technika fejlettségi foka és a marketingtevékenység szervezeti beágyazottságának függvényében. Ezek: a termék-, a piac-, az ügyfél- és a jelenlétorientáció. Úgy ítéljük meg, a négy orientáció bizonyos mértékben sorrendiséget is jelöl.

A hazai lakossági bankolásban az első három irányultság figyelhető meg, bár a fejlődés sajátosságai miatt nem mindig dönthető el, egy adott bank melyiket részesíti előnyben retail banki stratégiájában. Például a termék-orientáció során a bank főként a termékek fejlesztésével foglalkozik, amelyek révén megfelelő kamatbevételt tud realizálni. A megfelelő ebben az esetben annyit jelent, hogy árai kialakításakor belső controlling- és jöve-

delmezőségi elvárásokra támaszkodik, amelyek nincsenek alátámasztva külső ügyfél-, illetve konkurenciaelemzéssel.

A továbbiakban a jelenlét-orientációval foglalkozunk. Ez a legösszetettebb irányultság, amely az értékesítési csatornák kombinációjára és az ügyfelek elemzésén alapuló termékelosztásra épülve meghatározza a szervezet és a marketing fejlesztésének, illetőleg a beruházásoknak a feltételrendszerét. Megítélésünk szerint ez lesz a jövőben leginkább meghatározó orientáció a bankok jövedelmezőségének növelésében és újrastrukturálásában.

Minden orientációt három dolog jellemez: a legfontosabb kompetenciák, a jövedelemforrások és az eredményesség mérőszámai. A legfontosabb kompetenciák alatt azt értjük, milyen szempontok határozzák meg az ügyfél és a pénzügyi közvetítő együttműködését. Például az ügyfél-orientáció esetében a banknak az a legfontosabb szempontja, hogy feltárja és „megválaszolja” az ügyfél igényét a megfelelő termékkel.

Az egyes orientációk fő bevételi forrásai jelentősen különböznek. Míg például a termék-orientáció esetén a kamatbevételek számottevők, addig a jelenlét-orientációban a termékek egységre bontása révén összeállítható csomag-szolgáltatások díj- és jutalékbevételei a bevételnövelés fő elemei.

Az eredményességhez szorosan kapcsolódik a mérés-visszamérés problematikája. Jelenlét-orientáció esetében egyebek mellett az „ügyfélérték” meghatározása, a szolgáltatási ciklus ideje, valamint az értékesítési csatorna teljesítménye igényel különös figyelmet.

### AZ ÜGYFELEK ÉS A SZOLGÁLTATÓK JELLEMZŐI

**Az ügyfelek inkompetenciája.** A lakossági fogyasztó kevésbé képes keresletének szakszerű megfogalmazására. Így döntése az informáltságának, a követhető mintáknak, az ötletességének és természetesen a szolgáltatók marketingjének a – sokszor véletlen – eredőjeként születik meg (feltéve, hogy eljut arra a következtetésre, miszerint pénzügyi megoldást vehet igénybe). Ezzel szemben a szervezeti-ileg is pénzügyi funkcióval bíró közép- és nagyvállalati szektor tudatos és kompetens tevékenység révén artikulálja pénzügyi megoldások iránti keresletét. Mindazonáltal ma már a lakossági ügyfél is hatalmas információs bázisra támaszkodhat, az akadályt mindinkább a feldolgozás-értelmezés nehézsége jelenti.

**A lakosság pénzügyi keresletének és kínálatának összetettsége.** Egy-egy ember vagy háztartás pénzügyi szükségletei között megtaláljuk a klasszikus banki megoldásokkal és a biztosítási, befektetési, finanszírozási termékekkel lefedhető igényeket, illetve a szorosan vett banki funkciók által kevésbé érintett közteherviselési, adózási, társadalombiztosítási problémákat. Könnyen belátható, hogy a háztartás szempontjából ezek mind adott időszakban, évben is és évtizedes távlatban is összetartozó komplex egységet képeznek. A hitelintézetek az alapvető és előnyösen kihasználható összefüggésekre építenek a termékfejlesztés során, de a háztartás összetett és hosszú távon jelentős volument képviselő pénzügyi keresletének kiszolgálására még nem ké-

pesek vállalkozni, vagy megközelítőleg sem olyan mértékben, mint a private bankingben szolgáltatásokban.<sup>5</sup>

**Gyenge ügyféllojalitás.** A lakossági ügyfelek az adott szükségletüknek leginkább megfelelőnek tűnő terméket és vele a szolgáltatót is választják, mindenekelőtt a hiteltermékeket illetően. A **folyószámla** tekintetében azonban nehezebben mozdíthatók ki, hiszen még mindig nem eléggé vannak ösztönözve arra, hogy lojálisan válasszanak ugyanazon szolgáltató hitelkínálatából. Számos iparágban, szolgáltatásban ugyanakkor hosszú ideje megfigyelhető a lojalitás ösztönzése. Az ügyfél „röghöz kötésére” kifinomult technikákat alkalmaznak, s ezek paradox módon akár a versenytársak közötti szövetségekhez is vezetnek.

**Személyes átélés.** Az ügyfelek többsége érzelmileg mélyen átéli a kapcsolatát a bankkal, és benyomásai meghatározzák a viselkedését. Ezek nem feltétlenül és elsősorban a pénzügyi szolgáltatás elsődleges tartalmával kapcsolatos tapasztalatok és ítéletek. Érvényes ez a bank dolgozói által végrehajtott és az automatákkal támogatott műveletekre, illetve a marketingkommunikációban megjelenített képre. A személyes hatások szempontjából kritikus szituációkat és jellemzőket viszonylag egyszerű felmérni (például a pénztári kiszolgálás, a call center kultúrája stb.), de gyakran elmarad az eredmé-

5 A private banking tevékenység mindig a kezdetektől a jelenlét orientáción alapuló pénzügyi szolgáltatás volt. A több mint 200 éves hagyományokra múltra visszanyúló tevékenység, a leggazdagabb magánügyfelek teljes körű kiszolgálására, azaz (nem csak pénzügyi vagyonának kezelésére jött létre (először Angliában és Svájcban).

nyek értékelése és a tanulságok érvényesítése.

**Adatbázis alapú értékesítési logika.**

A bank az ügyfélműveletekről rendelkezésre álló információk alapján homogén csoportok képzésére törekszik. A bankhasználati szokások alapján termékcsomagokat állít össze és ehhez optimális értékesítési módokat rendel. A retail bankban az ügyfél pénzügyi tevékenységéről és a szocio-demográfiai státuszáról szóló adatok képviselik a legnagyobb értéket. Ma már informatikai megoldások (és ilyeneket szállító cégek) sora áll rendelkezésre az adatok megfelelő értelmezéséhez és a stratégiába történő beépítéséhez.

**Rendelkezésre állás.** A banknak olyan alkalmazási architektúrával kell rendelkeznie, amely képes a folyamatos 24×7×365-ös szolgáltatásra. Követelmény a megfelelő zárási idők kialakítása és a zárás alatti folyamatos elérhetőség az ügyfelek számára, így a tranzakciók fogadása (ami nem jelenti az azonnali végrehajtást).

**Multi-csatornás jelenlét.** A bank az új értékesítési csatornákat és az ügyféltípusokat optimálisan kombinálhatja az árazás és elérhetőség révén. Az ügyfél az „elágazásokhoz” (döntési pontokhoz) érve más csatornában is tudja folytatni a szolgáltatás igénybevételét (például call center-fiók, call center-Internet, vagy Internet-fiók).

**A pénzügyi szolgáltató mint szakértő távolléte.** A bank megoldást kínáló szakértelmével nagyon kis számosságú esetben tud jelen lenni az ügyfél életében felmerülő, pénzügyi szolgáltatásokat igénylő szituációknál. A marketingkommunikáció ugyan segíti összehozni az érdekelt feleket, de csak statisztikailag mér-

hető eséllyel. A privát bankolás gyakorlata mutatja, hogy az egyedi tanácsadói viszony keretében az ügyfelek jószerével minden igénye lefedhető. A tömegszerű szolgáltatásban azonban a személyesség mellett nagyobb figyelmet kell fordítani algoritmizálhatóságára.

**Költségesség.** Egy-egy retail ügyfél intenzív, személyesnek ható kiszolgálása jelentős beruházásokat és adatelemzési költségeket von maga után.

**Érték-többlettel rendelkező ügyfélszolgálat.** Ez olyan folyamatosan rendelkezésre álló, főleg elektronikus csatormán elérhető információhalmazt jelent, amelyből merítve az ügyfelek vagy a potenciális ügyfelek segítséget kaphatnak döntéseik meghozatalához. Ebben a megközelítésben még az is benne van, hogy a konkurenciával kapcsolatos információkat is rendelkezésre bocsátjuk.

**Az operáció rugalmassága.** A kifejezés alatt egyrészt a számlavezető és az adatbányászati rendszer megfelelő paraméterezhetőségét, másrészt az operációs munkafolyamatok optimalizálását (például a bank egy termékkörön belül egyféle rögzítési eljárást, formanyomtatványt alkalmazzon), továbbá rugalmas illeszthetőségét és változtathatóságát értjük. Mindkét szempont a banki operációk kritikus pontját, az interoperabilitást érinti.

A leírtakat úgy is összegezhethetnénk, hogy a szolgáltató és az ügyfél viszonya a hagyományos lakossági szolgáltatási modell keretében távolságtartónak tekinthető, viszont a jelenlét-orientációban a korábban említett interaktivitás és belső interoperabilitás fogja jellemezni az alapvető viszonyt.

### A SIKERES PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÓ KÉPESSÉGEI

Tekintsünk el a bankok jó vagy kevésbé jó marketingtevékenységétől,<sup>6</sup> és vizsgáljuk a pénzügyi szolgáltatás tartalmát. A pénzügyi termék iránti kereslet származékos, vagyis a pénzügy nem más, mint az egyének, a háztartások, szervezetek és intézmények gazdasági, társadalmi viszonyainak nyilvántartására és közvetítésére szolgáló konstrukció. És mielőtt ezen a ponton a tisztelt olvasó kétségbe vonná az elvont megközelítés helyénvalóságát, leszögezzük, hogy a retail pénzügyi szolgáltatások fejlesztésénél elengedhetetlennek tartjuk ennek a mögöttes tartalomnak a szem előtt tartását.

Ugyanis az alapvető kihívásokat úgy is megfogalmazhatjuk, miszerint a sikeres univerzális pénzügyi szolgáltató képes:

- az ügyfelei pénzügyi megoldással lefedhető élethelyzetükönél aktívan jelen lenni és értelmezni azokat (jelenlét);
- az ügyfelei pénzügyi szempontból értelmezhető problémáira haladéktalanul informált és szakértői megoldást ajánlani (interaktivitás);
- a tranzakciós képességeit közvetíteni az ügyfél gazdasági cselekvéseinek színhelyére (jelenlét);
- az alapvető pénzügyi termékeit és szakértelmét személyre szabottan összeválogatni és összehangoltan módosítani (belső interoperabilitás);

- az ügyfél pénzügyi konzekvenciákkal bíró viszonyaiban érintett felekhez kooperatívan kapcsolódni (külső interoperabilitás és interaktivitás);
- pénzügyi szolgáltatásait és azok teljesítését az ügyfél szemszögéből követni és értelmezni (jelenlét és interoperabilitás).

A képességek ilyen elvontabb megfogalmazása teoretikusnak tűnhet, de a mai magyarországi gyakorlatra gondolva is belátható, mennyire kézenfekvő megközelítésről van szó és milyen lehetőségek állnak a bankok rendelkezésére.

A hitelintézetek a bankkártya-szolgáltatással, az áruhitelzéssel nagy előrelépést tesznek annak érdekében, hogy elkerülhetetlen szereplői legyenek ügyfeleik vásárlási tranzakcióinak, amelyeket azok az adott bank nevével fémjelzett infrastruktúrát használva hajtanak végre. Ez értelemszerűen erősíti a szolgáltató imázsát. (Ugyanakkor az ügyfél is kamatoztatja a bankja rangját, mikor a kiváltságokat megtestesítő, presztízst növelő hitelkártyájával tudatja pénzügyi potenciálját.)

A kis összegű elektronikus fizetésekben (micro-payments) meglévő terjeszkedési lehetőségek kiaknázásában ugyanezen elkerülhetetlenség játszik majd szerepet. Jelenleg azonban a fő kihívás a hagyományos szituációkban történő jelenlét.

Amint kialakult a lakossági hitelezésben az adatbányászat eredményeire is támaszkodó minősítési módszertan és gyakorlat, úgy megjelent az a képesség is, hogy heurisztikus alapokon ugyan, de informáltan lehessen gyors és megfelelő megoldást ajánlani az ügyféligényekre. Az ügyfelek hosszú távú tranzakciós története és egyéb körülményei ismeretében

<sup>6</sup> E cikkben nem vizsgáljuk a banki imázs jelentőségét és hatását a banki szolgáltatások értékesítésére, de nem is vitatjuk fontosságát. Véleményünk szerint az innovatív bank kategória jócskán előbbre fog sorolódni az imázskategóriák között.

sokkal inkább egyedivé válhat a hitelképesség minősítése is. Mi több, egyre határozottabban tapasztalható, hogy a hitelképesség megítélésakor számos nem pénzügyi, jóval inkább jellembeli attribútumnak (pl. pénzkezelési magatartás) kell figyelmet szentelni.

A unit-linked biztosítási, megtakarítási termékek ugyan nem személyre szabottak, de előfutárai az összehangolt komplex lakossági termékeknek. Ezekben a szolgáltató saját kompetenciáját is értékesíti.

A közüzemi számlák kiegyenlítése például az egyik jó példa az ügyfél kényelmét szolgáló együttműködésnek a szolgáltatók között. Amint szaporodnak a B2B<sup>7</sup> megállapodások a pénzügyi és más szolgáltatók között, úgy válik majd egyre erősebbé a beágyazott jelenlétben rejlő potenciál. (Élő példaként a co-branded – a bank és a kereskedő cég neve alatt kibocsátott – vásárlói kártyákat említhetjük meg, bár e termékek inkább marketingcélokat szolgálnak.)

A CRM<sup>8</sup> rendszerekkel és az ügyfélnyilvántartások konszolidációjával megnyílnak a lehetőségek a bank ügyintézői számára, hogy azonnal aggregált képet kapjanak az ügyfél bankkapcsolatairól és az aktuális problémáikról. Az ügyfélelemzési képesség továbbfejlesztésével kielégíthető az ügyfelekben élő elvárás, miszerint a bankjuk a „virtuális bankár”, aki „képpen van” a viszonyuk minden apró, de jelentős rezdüléseivel kapcsolatban.

Az említettek is jól mutatják, hogy a pénzügyi szükségletek alapvetően származékos igényhalmazként értelmezhetők. Leegyszerűsítve: az ügyfeleknek vagy fogyasztási, vagy jövedelem-transzformációs igényük kielégítéséhez kapcsolódóan keletkezik a pénzügyi szolgáltatók által kielégíthető szükségletük. Ennek a ténynek a szem előtt tartása elősegítheti a retail pénzügyi megoldások kidolgozását általában, az értékesítési csatornák fejlesztését pedig különösen.

### ÜGYFÉL-ORIENTÁLTSAĞ, LOJALITÁS

Eddig azt próbáltuk körbejárni, hogy miért más a lakossági szolgáltatás, és milyen képességek birtokában lehetséges hatékonyabban kiaknázni a szegmensben rejlő profitpotenciált.

Mielőtt a cikk központi gondolatát képező jelenlét-orientációra mint a kiaknázás egyik fő eszközére térnénk rá, meg kell ismételnünk azon megállapításunkat, hogy a jelenlét-orientáció szervesen ráépül a termék-, a piac- és az ügyfél-orientációra. A mai bankok a termék-orientálttség jegyében jöttek létre, jelenleg az ügyfél-orientált szolgáltatási modell meghonosításának fázisában találhatók. Az ügyfél-orientálttság problematikáját a retail szolgáltatásokban – a korábbi felvetések esszenciájaként, leegyszerűsítve – fel foghatjuk úgy is, mint törekvést arra, hogy szolgáltatásainkat az ügyfelek által történő igénybevételük oldaláról építsük fel. Ebben a szemléletben érdemes végiggondolni, hogy az ügyfeleknek milyen helyzetekben van szükségük pénzügyi

<sup>7</sup> Business to business, azaz vállalatközi.

<sup>8</sup> Consumer Relationship Management, szabad fordításban ügyfélkapcsolat-kezelés.

megoldásokra, adott esetben miért nem ismerik fel a megoldás lehetőségét; mi ezeknek a szituációknak a kontextusa, a teljes háttere, és ezt figyelembe véve milyen eszközökkel érdemes elérni őket egyebek mellett a marketingben, az értékesítésben és a követő tevékenységben; melyek az ügyfél pénzügyi szolgáltató szempontjából értékes vagy fontos élethelyzetei és milyen ezek lehetséges lefolysa (szcenáriója).

Megjegyezzük, hogy az utóbbi kérdésből egy fontos megállapítást is leszűrhetünk: az ügyfél szempontjából a problémák megoldása folytonos képből jelenik meg – szemben a hagyományos szolgáltatói szemlélet diszkrét megközelítésével. Az ügyfél a saját problémahalmazát, az adott szolgáltató ajánlatait és a konkurenseket egyben látva hozza meg döntését.

A lakossági szolgáltatás átalakulását tekinthetjük abból a szempontból is, hogy az önkiszolgáló, illetve a szolgáltatási folyamatokban különböző pontokon beágyazott értékesítési csatornák miatt átrendeződik az ügyfeleket eladdig „röghöz kötő” fiók-alapú szolgáltatási struktúra. A bank technikai fejlődés kihasználásával „körbepátyázhatja” fogyasztóit az élet számtalan szituációjában igénybe vehető szolgáltatásokkal, újabb és újabb, e csatornákon elérhető élethelyzet-függő termékekkel, illetve nem banki szolgáltatásokba illesztett szolgáltatásaival. De ne felejtjük el, hogy mindennek egyik előfeltétele az interoperabilitás képessége, amely révén egy olyan összetett szolgáltató intézmény, mint a bank, képessé válik a heterogén belső funkcióit koope-

ratív működésű virtuális egységgé kovácsolni.<sup>9</sup>

Más irányból közelítve, és erre már utaltunk, egy-egy embernek vagy háztartásnak igen összetett a pénzügyi kontextusa, különösen hosszú távra tekintve. Egy kompetens szolgáltató segíthet ennek optimális kezelésében, s feltételezhető, hogy számos összefüggő termékkel – és az ügyfél számára is kézzelfogható – hozzáadott értéket tud nyújtani, ugyanakkor a díjait és profitszerzési módszereit is előnyös szerkezetben tudja kialakítani. Tehát a szoros, hosszú távú szolgáltatási viszony haszonmaximalizáló a szolgáltató szempontjából, ám egyúttal optimális pénzügyi szerződésekkel jelenthet az ügyfélnek.

A szolgáltató érdeke a lakossági piacon (is) nyilvánvalóan az, hogy magához kösse az ügyfelet, és minél nagyobb szerephez jusson az ügyfél pénzügyeinek kezelésében.

Az ügyfél „virtuális röghöz kötése” és – a jelenlét-orientáció szempontjából tekintve – „körbepátyázása” többek között kiterjedt és összehangolt szövetségi rendszer kiépítését feltételezi. Elsősorban a komplex pénzügyi szolgáltatások teljesítését segítő beszállítókkal, illetve a pénzügyi következményekkel járó ügyleteknél az ügyféllel kapcsolatba kerülő más vállalatokkal, iparágakkal, intézményekkel.

Figyelembe véve az interaktív, nyílt vagy vállalatközi elektronikus infrastruktúrára épülő üzleti és társadalmi tranzakciók további várható terebélyesedését, belátható, hogy elkerülhetetlen az on-line

9 Jelen írásban a korszerű működés megvalósítására nem célunk bővebben kitérni.

kooperációk számának és intenzitásának a növekedése. Maguk a pénzügyi szolgáltatók viszont – szakavatottságuknál, speciális szolgáltató rendszereiknél fogva, továbbá az előjogaikat védő jogi helyzetük jóvoltából – nélkülözhetetlen és megkerülhetetlen elemei maradnak az „új világnak” is. Következésképpen a bankok stratégiája részben kényszerpályán mozdul el az irányba, hogy jelen legyenek a gazdasági és egyéb társadalmi tranzakciók mögött, ami részben eleve meghatározza a jelenlét-orientációt mint szükséges irányultságot.

#### JELENLÉT-ORIENTÁCIÓ

A kialakulóban lévő – és így kihívásokat teremtő – banki szolgáltatási modell számos szempontból vizsgálható, amelyből mi a jelenlét-orientációra összpontosítjuk figyelmünket, mert úgy ítéljük meg, ez az egyik fontos összetevője a pénzügyi szolgáltatások szemünk előtt zajló paradigmaváltásának.

A jelenlét-orientáció alatt mindazokat a tudatosan kialakított módszereket és megoldásokat értjük, melyek révén a bank az ügyfél pénzügyi konzekvenciákkal bíró élethelyzeteinek közvetlen környezetében képes megjelenni monitoring-, értékesítési és egyéb kezelési eljárásaival. Következésképpen a jelenlétet komplex képességek értelmezzük. E képesség megvalósításában egyaránt fontos szerepet töltenek be az értékesítési csatornák, illetve ezek összetett kezelése, a banki szolgáltatások ezek felületén megjelenített igénybevételi módszerei, a kooperációk, maguk a ter-

mékek, a monitorozott információk értelmezése, az ajánlatok kommunikálása, az emberi szakértői erőforrások bevetése és sorolhatnánk. De úgy is fogalmazhatunk, hogy a jelenlét e speciális megvalósításában a banki teljesítés mindazon összetevői szerepet játszanak, melyek az ügyfél intenzív „kiaknázásában” segítik a szolgáltatót. Így végső soron a jelenlét egyben megközelítés és eszköz a nagyobb jövedelem elérésében. A jelenlét-orientáció Janus-arcú: hol az átalakuló kontextus központi eleme, melynek aktív megvalósításával előnyös piaci pozíciók érhetőek el; hol viszont a kontextus átalakulásának determinált velejárója, melynek megfelelő megvalósítása a környezethez való alkalmazkodás része. Előbbire példa az a törekvés, hogy a retail banki szolgáltató monitoring- és értékesítési tevékenységét a háztartás mindennapjaiban folytassa (abba telepítse), megteremtve ezzel a nagy volumenű jövedelemtermelés feltételeit. Utóbbira példát fog szolgáltatni az az ügyféligény, hogy a bank képes legyen kis összegű elektronikus fizetések teljesítésére.

Markáns különbséget vélünk felfedezni a hagyományos távolságtartó modellel szemben, melynek keretében a szolgáltató a szabványos termékeivel teremt kapcsolatot a piaccal, legfeljebb középtávon módosítva portfóliója szerkezetét és termékei jellemzőit a piac visszajelzései nyomán. Éveken belül lehetségessé váló, hathatós jelenlét-orientált piaci magatartást feltételezve viszont a szolgáltató megkísérelheti olyan „virtuális bankárok” (automatizált értékesítési módszerek) alkalmazását, melyek az ügyfél adott élet-



helyzetére készítenek kompetitív ajánlatot: egyedi paramétereket vagy egyedi összetett terméket. Ma is követhető azonban olyan irányultság, hogy a bank megfelelő azonnali ajánlattal is tudjon szolgálni a retail ügyfeleinek, lehetőség szerint azon a csatornán keresztül, amelyik az ügyfél számára abban a szituációban a legjobb. (Jó példa erre egy olyan áruhitelkérelem azonnali elbírálása, amikor a szolgáltató összeveti az adott ügyfélről előzetesen kialakított hitelminősítést vagy ügyfélértéket, illetőleg az áru hitelfedezeti sajátosságait.)

Mint említettük, a jelenlét-orientációt olyan összetett tartalmú módszernek tekintjük, amelyben mind a termék-, mind a piac- és az ügyfél-orientációnak megvan a helye és a szerepe. Legszorosabban az ügyfél-orientált megközelítéshez köthetjük, ami előfeltétele a jelenlétre épülő megoldások alkalmazhatóságának. És viszont: az ügyfél-orientált kiszolgálás sem képzelhető el a jelenlétet lehetővé tevő megoldások nélkül. A **jelenlét aspektusát** azonban célszerűnek tartjuk kiemelni az ügyfél-orientáltság fogalmából, mert a jelenlét fogalmára több, **önállóan értelmezhető, kivitelezhető üzleti stratégiát** és megoldást nyerhetünk. A jelenlét-orientáció lehetővé teszi, hogy a bank az ügyféllel **interaktív, nem helyhez kötött** és az ügyfél **életszituációhoz illeszkedő** kapcsolatot építsen ki.

A jelenlét kihívására alapozva tudjuk építeni azokat a stratégiákat, amelyek a retail ügyfelet – egyént, háztartást, kisvállalkozást – mint intenzív jövedelemtermelő tényezőt célozzák meg hosszú távra. Hiszen a jelenlét biztosítja a kompetens

„kiaknázáshoz” szükséges **egyedi monitoringot** is, valamint a tranzakciós volumen és az értékesíthető megoldások volumenét.

Mindezek után azt járjuk körül, a retail bankszolgáltatások kihívásaival kapcsolatban – melyek sorában a jelenlét-orientáció megvalósítása kitüntetett jelentőségű – milyen konkrét tennivalók, ajánlások fogalmazhatók meg. Tisztában vagyunk azzal, hogy mint általában, itt is kritikus pont a tulajdonosi és a menedzseri stratégia konfliktusa. Megítélésünk szerint a jelenlét-orientáció (illetve ennek következményei) a lakossági piacon középtávon jelentősen, hosszú távon pedig elkerülhetetlenül a bank piaci értékét és jövedelemtermelő képességét meghatározó stratégiai választásként értékelendő. A megvalósítás ugyanakkor olyan beruházási és szervezet-átalakítási igényeket vethet fel, amelyeket a menedzsment nem feltétlenül közvetít elkerülhetetlen kihívásként a tulajdonosok számára. Kétségtelenül sikeres megvalósításra számíthatnak viszont a jelenlét-orientációnak azok a megoldásai, amelyek ügyféligenyként jelentkeznek vagy legfeljebb középtávon megtérüléssel kecsegtetnek.

#### AJÁNLÁSOK A SIKERES RETAIL BANK MŰKÖDTETÉSÉHEZ

A bank számára a jövő legfontosabb kihívása az ügyfél megtartása lesz. Ennek érdekében ki kell tapogatnia az ügyfelek banki szempontból érzékeny pontjait, meg kell tudnia határozni azt a terepet, ahol a jelenléte, illetve az interoperabil-

ítása megfelelő kapcsolathoz vezet és interaktivitást tesz lehetővé, jövedelmet generálva a banknak.

Rendkívül nagy jelentősége lesz a termékekhez kapcsolódó értékesítés és feldolgozás ciklusidejének. Ez összefonódik a hardvereszközök méretezésével és a munkafolyamatok, a belső információ-áramlás kialakításával.

A bankoknak nem csupán pénzügyi, hanem a tudásközpontként is funkcionálniuk szükséges. Az értékesítési pontokon dolgozó tanácsadók számára ki kell alakítani azt a hierarchikus ismeretbankot, amelyre támaszkodva jócskán csökkenthető az értékesítés ciklusideje és az oktatásra fordított idő. Ehhez kapcsolódik a munkatársak motiválása informáltságuk növelésére és értékesítéshez kapcsolódó karrierstruktúra meghatározása.

A multi-csatornás szolgáltatási eljárások megvalósítása, illetve a meglévő szolgáltatások több csatornára kiterjesztése során figyelembe kell venni azokat az igénybevételi scénáriókat is, melyekben az ügyfél részéről egy-egy eljárás menetében vagy szituáció keretében vegyesen több csatorna is felhasználásra kerülhet. Egyrészt gondolunk itt egy adott tranzakció vagy probléma kezelésének összetett menetében az egyes szakaszoknak jobban megfelelő csatornák alkalmazására. Másrészt az ügyfelek kényelmét és megelégedettségét szolgálhatja, ha a problémamegoldás menete közben az éppen számukra leginkább megfelelő csatornán teremtenek kapcsolatot a bankkal.

Az ügyfél- és jelenlét-orientáció erősen befolyásolhatja a bank belső szervezetét és döntéshozatali rendjét. A retail tevé-

kenységhez szervesen kapcsolódó adatelemezés és értékelés magában hordozza számos automatizálható döntési algoritmus kialakításának lehetőségét. A ciklusidő problémája a feldolgozást és belső operációs folyamatok változtatását, újrászervezését hozhatja magával.

A jelenlét-orientációban a személyes interakciónak rendkívül nagy szerepe van. A technika folyamatos erősödését ellensúlyozandó a személyes interakciók értékesebbé válnak. A „humán” ügyintéző bevetése a megfelelő pillanatokban enyhíti a kapcsolat személytelenségét, ami növelheti az ügyfél lojalitását. Az ügyintézővel történő interakció elektronikus csatornákon is személyes karaktert ad a bank jelenlétének. Ennek fejlesztésére új lehetőségek is kínálkoznak majd: például az ügyintéző vizuális érzékelése (videotelefonos elérhetőség, multimédiás-modul call centeren keresztül). Az alapvetően automatákon zajló ügyletek és áltatában az úgymond kibernetizált ügyfél-bank viszonyok esetében is kritikus jelentősége lesz a „humán” ügyintéző szerepeinek. Az előbbieken túl az értékesítői képességek és a konfliktusok eredményes kezelése továbbra is elengedhetetlen eleme marad a magas színvonalú kiszolgálásnak. Ma is megfigyelhető a törekvés a mechanikus feladatokat ellátó munkakörök kiváltására, de ezzel párhuzamosan felértékelődik a szakértőként fellépő személyek munkája a lakossági üzletágban.

Az átalakulásokat nagyban megnehezítő szervezeti tehetetlenség mellett jelentékeny nehézségek forrása lehet a banki informatikai fejlesztések inerciája. Mint más mélyreható szolgáltatási innovációk,

a jelenlét-orientáció is a réteges felépítésű informatikai infrastruktúra meglétekor valósítható meg egyszerűbben. Sajnos a gyakorlatot ezzel szemben az egymást kiegészítő alrendszerekből építkező heterogén környezetek jellemzik. Minél mélyebben hatja (majd) át a bankokat az ügyfél- és jelenlét-orientáltság, annál egyértelműbb az előnye és az elkerülhetetlensége az igénybevételt, a csatornasemleges üzleti logikát és a háttéradminisztrációt rugalmasan szétválasztó architektúráknak.

A bank a saját elérési útjain (fiókok, call centeres ügyintézők, terminálok stb.) kívül az ügyfelei környezetét is sajátos csatornaként használja (mint ahogy teszi ezt ma is a marketing esetében). A lakossági orientációjú iparágakban működő vállalatokkal kialakított kooperációk, szövetségek lehetőséget kínálnak az ügyfelet körülvevő további kapcsolati rendszerek kiépítésére; ezen beágyazott csatornák fejlesztése egyre fontosabb lesz.

A marketingben mind jobban koncentrálni szükséges az interaktív médiumok azon lehetőségére, hogy az ügyfelek azonnali érdeklődést tudnak mutatni a közvetített ajánlatokra, így a potenciális érdeklődés közvetlen értékesítéssel üzletté fordítható át (lásd például a microsite<sup>10</sup> alkalmazását).

A banki ügyfélkör extenzíven is növelhető az újonnan felnövekvő generáció megszerzése révén, melynek tagjai eltérő szocializációjuk következtében más meg-

közelítést igényelnek (elég csak az internethasználatra gondolni).

Mindezeket összegezve úgy ítéljük meg, hogy a lakossági piacon rejlő potenciál teljes kiaknázása újszerű pénzügyi szolgáltatási modellek meghonosításával lehetséges. Ez hosszú távon elkerülhetetlen, de rövidebb távra is erősen ajánlható az ügyfélmegtartás, a jövedelmek növelése és a versenyben maradás érdekében.

#### RÖVID HAZAI KÖRKÉP

A magyar lakossági bankpiacon is erőteljes változások zajlottak le az utóbbi években. A verseny 1996–97 között indult meg a lakossági ügyfelek megszerzéséért, napjainkban megtartásukért és a piac újrafelosztásáért folyik a küzdelem. A lakossági ügyfelek intenzívebben használják a pénzügyi szolgáltatókat, mint néhány esztendeje, egyebek mellett a gazdasági környezet javulása miatt, ami jótékonyan hatott a magánszemélyek pénzkezelési magatartására, általános pénzügyi kultúrájára. Mára markánsan kínálati piac alakult ki, amelyben az ügyfelek – mint arra korábban utaltunk – információ-feldolgozási nehézségekkel szembesülnek, valamint azt sem hagyhatják figyelmen kívül, mekkorák az információs és egyéb tranzakciós költségeik. A fogyasztási szokások átrendeződésével számos intézményi és adatkezelési, folyamatszerkezeti kérdés merült fel a bankrendszerben, amely a magyar retail piacot karakteresen megkülönbözteti más piacoktól.

#### Az értékesítésben résztvevők szerepe.

A retail üzleti tevékenységben is nyilván-

<sup>10</sup> Interaktív internetes marketingeszköz, amely egyebek mellett arra alkalmas, hogy mérje a felhasználói gyakoriságot.

valóvá vált, hogy a legfontosabb másodlagos termékjellemző maga az értékesítési folyamat és az abban résztvevő banki tanácsadó eladási képessége. A bankok a call centerok bevezetésével (hatékony, több dimenziós visszamérési lehetőségek) jutottak annak a tapasztalatnak a birtokába, hogy az értékesítési folyamatban a termékismerten túl az alkalmazottaknak ügyelniük kell az ügyfél-bank kapcsolat felépítésének minőségére, mert ez nagyon befolyásolja az ügyfelek lojalitását.

**Hitelkockázati ismeretek szegénysége.** Az egyre nagyobb lakossági hitelaktivitás megkívánja a megbízható, prudens kockázatértékelési eljárások felépítését, ám az ehhez nélkülözhetetlen megbízhatósági, fedezeti ismeretek rendkívül szegényesek egy-egy retail-ügyfélkörre vonatkozóan. Egy kiemelt vállalati ügyfél esetében nemcsak az ügyféltörténet, de az iparág vagy adott projekt üzleti kilátásai is értelmezhetők a bank szakértője szempontjából. A belső adatáramlási és -tárolási struktúrák elemeit körültekintően szükséges megválasztani, hogy később minél szélesebb körben lehessen kapcsolatalemzéseket végezni.

**Adatelemzési hagyományok hiánya.** Tömegesen rendelkezésre álló adatokból könnyebb megfelelő terveket kidolgozni a piaci lehetőségek kihasználására és a hatékony értékesítésre. A szisztematikus adatgyűjtés és -elemzés egyelőre nem általános a hazai bankokban; 2000–2001-

ben jelentek meg az első kezdeményezések (adattárház- projektek, scoringrendszerek, tranzakciós elemzések). Ekkor került be az „intenzív ügyfél jövedelmezőség növelés” fogalma mint „varázsige” a hazai banki terminológiába. Ennek teljesítése azonban elképzelhetetlen az adatelemzési mechanizmusok megalapozása nélkül a szervezeten belül. Ez pedig ritkán valósítható meg néhány hónap alatt, mivel az adatelemzésből származó eredményeknek számos folyamatba és döntési helyzetbe kell beépülniük.

**Erős technikai innovációs készség.** Erre jó példa a hazai bankkártyás kiegészítő szolgáltatások fejlesztése (kezdetben csalások megelőzése céljából), amelyek révén számos pénzügyi tranzakcióhoz kapcsolódó szolgáltatás jelent meg a piacon (például az úgynevezett kártyaőr szolgáltatások). Ezek ugyan alacsony tranzakciós költséggel járnak az ügyfélnek, de gyakoriságuk jóvoltából jó bevételi forrást jelentenek a banknak.

A szerzők álláspontja szerint a magyarországi bankszektor retail piaci szereplői – ha talán nem is mindig tudatosan, de úgy tűnik – készülnek a jelenlét-orientáció kihívásaira. A kialakult megvalósítási elképzelések néha azonban inkább éves taktikai profitmaximálásról szólnak, mint egy stratégiába illesztett tevékenységről. A kihívások jelen vannak, és egyre közelebbről fognak megérinteni minket a munkánk során.

## FELHASZNÁLT ÉS AJÁNLOTT IRODALOM

1. DIAMOND, DOUGLAS W. [1984]: Financial Intermediation and Delegated Monitoring *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 393–414. oldal. In: Kereskedelmi Bankok. Budapest, *Panem–McGraw–Hill*, 1996, 23–47. oldal.
2. ZSÁMBOKI BALÁZS [2000]: A bankrendszer jövője (egy kérdőíves felmérés alapján). *Magyar Nemzeti Bank*.
3. LIN, LIHUI; GENG, XIANJUN; WHINSTON, ANDREW [2001]: A new perspective to finance and competition and challenges for financial institutions in the internet era. Bank for International Settlements, Papers No 7.
4. EUROPEAN CENTRAL BANK [1999]: The effects of technology on the EU Banking systems.
5. BASEL COMMITTEE FOR BANKING SUPERVISION [2000]: Summary of initiatives – Electronic Banking Group of the Basel Committee for Banking Supervision.
6. KÖRNER, VEITH; ZIMMERMANN, HANS-DIETER [2000]: Management of customer relationship in business media (the case of financial industry). Mcm institute, University of St. Gallen.
7. DAVIS, HOWARD [2000]: The uncertain but exciting future for banking. *Balance Sheet*, Vol. 8, No 6.
8. NELLIS, J.G.; McCAFFERY, K. M.; R. HUTCHINSON, W. [2000]: Strategic challenges for the European banking industry in the new millennium. *International Journal of Bank Marketing*, 18/2. 53–63. oldal.
9. L. ROSER: Brand Multiplying business growth through „e-branding”. [www.ibm.com/services/innovation/ebrand052400.html](http://www.ibm.com/services/innovation/ebrand052400.html)
10. LUND, VIKRAM: Competing for customers in an era of change. [www.ibm.com/services](http://www.ibm.com/services)
11. GRAY, PAUL; BYAN, JONBOK: Customer Relationship Management University of California Irvine – [www.crito.uci.edu](http://www.crito.uci.edu).
12. FREI, FRANCES X.; HARKER, PATRICK T. [1999]: Value Creation and Process Management: Evidence from retail banking. Wharton University of Pennsylvania – Financial Institutions Center.
13. FREI, FRANCES X.; HARKER, PATRICK T; HUNTER, L. W. [1997]: Innovation in Retail Banking. Wharton University of Pennsylvania – Financial Institutions Center.
14. KENESEI ZSÓFIA, BAUER ANDRÁS [1998]: Egy interjú-sorozat tanulságai. *Bankszemle*, 1998/5.
15. LIPTÁK ZOLTÁN [2001]: Magyar bankrendszer közép-távú fejlődési kilátásai stratégiai megközelítésben. *Bankszemle*, 2001/6.



SZABÓ LÁSZLÓ

## AZ E-MONEY ELTERJEDÉSÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK

**A szerző arra a kérdésre keresi a választ, hogy a bankszakma fejlődési jellegzetességei, illetve a technológiai haladás vezérelte kommunikációs és pénzügyi innovációk automatikusan az e-money széles elterjedéséhez vezetnek-e. Gyakorló bankszakemberként, illetve egyetemi oktatóként is ugyanazokat az akadályokat látja: a verseny rövid távú szemlélete azt eredményezi, hogy sem a hálózati pénzek, sem a kártya alapú e-money tekintetében nem jósolható áttörés a közeljövőben.**

A kilencvenes évek közepén megjelentek az első elemzések, amelyek az e-money (az önálló értékkel bíró elektronikus pénz) elterjedését belátható, öt-tíz éves időtávra tették. Az internet térhódításával valóban könnyen eshettek eufóriába elméleti és gyakorlati szakemberek egyaránt, miszerint a kommunikáció és tranzakciók mennyisége automatikus keresletet támaszt olyan kis összegű, gyorsan és megbízhatóan lebonyolítható fizetésekre, amelyek azonnali érték-transzferálást tesznek lehetővé (network money – hálózaton alkalmazható e-money).

A beépített chippel rendelkező kártyákat már a '80-as évek óta – a hitelintézeteket megelőzve – alkalmazzák az iparban. A kártya alapú e-money (card-money) elterjedését a bankkártyák, az egyéb pénzügyi innovációk, illetve a technológia fejlődés mellett a különböző „kártyahasználó” iparágakban tevékenykedő vállalkozások és költségvetési

szervezetek motivációi erősen befolyásolják.

A cikk két, jól elkülöníthető részben összefoglalom azokat a tényezőket, amelyek megítélésem szerint a legjobban befolyásolják (akadályozzák?) a hálózati és kártya alapú elektronikus pénz terjedését. Nem célom, hogy a témához kapcsolódó technológiai kérdésekkel elmélyülten foglalkozzam, csak utalni kívánok ezek áttételes hatásaira.

### A HÁLÓZATI PÉNZ TERJEDÉSÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK

Az egyszerű átutalás kivételével a távolsági pénztranszferálásra szolgáló fizetési módok (csekk, bankkártya, váltó stb.) valójában a beszedés (inkasszó) különböző formáinak tekinthetők. Eltérés csupán abban van, hogy milyen jogi és banktechnikai eszköz ad lehetőséget a szállítónak az

ellenérték inkasszóval történő beszédésére vagy beszédetésére.

Már az internet használatának általánossá válása előtt is érezhető volt a pénzforgalmi szolgáltatók igénye egy gyors, megbízható, a hálózatok kommunikációs képességét jobban kihasználó, önálló értékkel bíró, olcsó „üzenetre”.

A következőkben az e-money fizetési, pénzforgalmi funkciójára koncentrálna vizsgálom meg a hálózati pénz mint pénzügyi innováció fejlődési lehetőségeit.

### **1. Pénzügyi innovációk a pénzforgalomban**

Az e-money-hoz vezető pénzügyi innovációk alapvetően három forrásból táplálkoznak. Ezek: a technológiai fejlődés; a hitelintézeti termékek által nyújtott ún. access (hozzáférési) szolgáltatások; a különböző mesterséges pénzek, privát pénzek.

A pénzforgalomhoz kapcsolódó pénzügyi innovációkat az elmúlt évszázad során azok az ügyféligények befolyásolták, amelyek a pénz fizetési eszköz funkciójához kapcsolhatók. A fejlődés a következő megközelítésekből értelmezhető:

- térbeli aspektus: telexes átutalások a korai időkben, majd a SWIFT, a bankkártyák;
- időbeli aspektus: nemzeti és nemzetközi klíringrendszerek;
- megbízhatóság: számítógépes feldolgozás, titkosítás;
- biztonság: hamisítás és más bűncselekmények elleni védelem;
- tranzakciós költség: számítógépes klíring rendszerek.

### **2. Az információtechnológia hatása a pénzforgalomra**

Azok a technológiai újítások gyakorolnak hatást a pénzforgalom fejlődésére, amelyek alapvetően befolyásolják az emberek, üzleti partnerek közötti kommunikációt. A telexen történő átutalások bevezetése nemcsak térben és időben javította a pénzforgalmat, hanem lehetőséget nyújtott a klíringrendszerek megbízhatóbb kiépüléséhez is. A számítógépes hálózatok létrejötte tette lehetővé a kvázi valós idejű tranzakciókat a bankokon belül és bankok között egyaránt. A további fejlődési lehetőségek azokon a kommunikációs lehetőségeken nyugszanak, melyek képesek új típusú, új feladatokra alkalmas hálózatokat létrehozni. Ezek közül kiemelkednek az alábbiak:

#### *a) internet/második generációs internet*

Az internet új típusú kommunikációs csatornát nyitott a felhasználói között, amelynek elsődleges funkciója az információcsere. A hitelintézeti szektor e csatorna fejlődésével arányosan használja azt a termékértékesítéshez kapcsolódó információk továbbítására. Az internetre jellemző interaktivitás azonban nem haladja meg, csak vizuális síkra tereli a telefonos kommunikáció interaktivitását. A vizualítás, különösen akkor, ha kiegészül hanghatással is, nagymértékben segíti az üzletit, így a pénzügyi döntések meghozatalát.

Az interaktív kommunikáció – ha megfelelő biztonságú szolgáltatás-ellenszolgáltatás kapcsolatot realizál – átváltozik



tranzakcionális kommunikációvá. Ezek a tranzakciók azok, amelyeknél elengedhetetlen szükség van pénzforgalmi megoldásokra.

#### *b) telefonhálózatok*

A hitelintézetek a mobiltelefon térhódítása előtt is használták a telefont: a vonalas hálózatokon nagyobb részben információs, kisebb részben tranzakciós szolgáltatásokat kínáltak/kínálnak (telebanking). A mobilszolgáltatók által generált verseny miatt ma már nincs olyan távközlési szolgáltató, amely ne kívánna lehetőséget teremteni a tranzakciós információk áramlására és ne vizsgálná a különböző iparágak számára végezhető tranzakciók lebonyolításának lehetőségét. Ha az alapszolgáltatásokon túl multifunkcióssá teszik a készülékeket, nyilvánvalóan versenyelőnyt szereznek nemcsak egymással szemben, hanem más iparágak hálózataihoz képest is. A multifunkcionalitás két csoportba sorolható: a hardver, illetve a beépített chipkártya kiterjesztett lehetőségei, illetve a széles sávú kommunikáció nyújtotta eltérő típusú üzenetek.

A mobiltelefonok attól a pillanattól kezdve, hogy többfajta információ (hang, kép, adat stb.) továbbítására alkalmasak, egyre több iparág számára válnak természetes eszközzé tranzakcióik lebonyolítására, s egyszerű kommunikációs funkcióik mellett mozgó tranzakciós terminálokká válnak. Ezek a mozgó terminálok egyszerre lehetnek végpontjai a hálózati és a kártya alapú pénzek tranzakciós hálózatainak.

#### *c) televízió*

A televíziót a korai időktől kezdve nem csupán reklámra, hanem direkt értékesítésre is használták, kiegészítve a telemarketing nyújtotta tranzakciós kapcsolattal, illetve a bankkártyával végbemenő pénzforgalommal.

A televízió a kábelhálózatok létrejöttével „közel kerül” az internethez, azaz mindkettő része lesz egy széles sávú kommunikációnak. Ezáltal a televízió is lehetőséget fog nyújtani a tranzakciós kapcsolatokra. A hálózatban rejlő lehetőségek kihasználásának módja, az interaktivitás határozza meg, hogy a tranzakciók között ott találjuk a pénzforgalmi tranzakciókat (interaktív televízió: iTV), vagy az más hálózaton megy végbe.

Az emberek oly szorosan kötődnek a televízióhoz, hogyha azt a működtető társaságok felruházzák azt az internethez vagy a mobil telefonokhoz hasonlatos interaktivitással, akkor statikus tranzakciós terminálonként működhetnek a pénzforgalmi szolgáltatók számára is.

#### *d) klíringhálózatok*

Érdekes helyzetben vannak a pénzforgalom bonyolítására szakosodó klíringhálózatok. Kívülről óriási a fenyegetettség: a komoly adatfeldolgozási kapacitással rendelkező más hálózatok (pl. telefon-szolgáltatók) alternatív klíring-szolgáltatóként igyekeznek fellépni és bizonyos piaci szegmensekben akár át is vehetik a klíringszolgáltatók funkcióit.

Ugyanakkor a klíringszolgáltatók bizonyos piacokon még mindig monopol vagy

oligopol helyzetben vannak, melyet vagy a nemzeti, illetve nemzetközi erők tartanak fenn (nemzeti klíringrendszerek, TARGET stb.) vagy a rendkívül erős márkanév (VISA, MasterCard stb.).

Különleges helyzetben vannak az ATM-rendszereket üzemeltető társaságok, melyek között vannak hitelintézeti vagy klíringcégek tulajdonában állók, de szaporodnak a pénzügyi befektetők kezében található független ATM-szolgáltatók.

Az információs technológia fejlődése abba a helyzetbe juttatta a különböző hálózatokat, hogy a technikai megoldások felhasználása eltérően érintheti őket az egymás és a hálózatok közötti versenyben egyaránt. Jó példát szolgáltatnak erre a multifunkciós megoldások, amelyek elterjedésének a mai napig gátja a márkanevek által elszigetelt ügyfélbázisok.

A technológia legáltalánosabb hatása az e-money fejlődésére – véleményem szerint – a digitalizálódás. Ez az üzleti életet teljes mértékben, de a mindennapjainkat is számottevően érintő folyamat ad lehetőséget arra, hogy a különböző szolgáltatók vertikális piacokat szolgáljanak ki; multifunkciós megoldásokat alkalmazzanak; szakmától független technológiai platformok jöjjenek létre.

A hálózatok közötti verseny az egyes iparágakat érintő befolyásról, azaz a jelenlegi és a jövőbeli potenciális piaci részesedésről szól. Ebben a versenyben a különböző technikai megoldások – ha azokat sikerül iparágak közötti standardokká fejleszteni – nem csupán az egyes iparágon belül zajló küzdelemben jelenthetnek akár monopolisztikus előnyt, ha-

nem kiválóan szolgálják a hálózatok más iparágakba behatolását is.

Az elektronikus üzenetek biztonságának és megbízhatóságának garantálására szolgáló elektronikus aláírások, illetve titkosítási módszerek alapjaiban befolyásolják a virtuális pénzforgalmi szolgáltatásokat. Ha az ügyfelek nem érzik – a kényelem mellett – a hagyományos bankműveleteknél megszokott biztonságot, akkor a modern technikai megoldások nem válnak általánossá. Tekintve a technológiai innovációk rohamosan emelkedő fejlesztési, fenntartási és hardverkölségeit, minden innováció esetében és minden hálózat példáján követhető, hogy szinte exponenciálisan nő az a kritikus tömeg (ügyfélmennyiség), amely szükséges a megtérüléshez.

A hálózati e-money terjedését erősen gátolja, ha a hálózatok rövid és középtávú profitérdekeik miatt abban érdekeltek, hogy elszigeteljék egymástól mind a technikai megoldásokat, mind a különböző iparágakban meghódított hálózati pénzre keresletet teremtő ügyfélbázisokat.

### **3. Költségvetési (szemléletű) szervezetek**

Pénzforgalom és a pénzügyi innovációk tekintetében három csoportba sorolhatjuk a költségvetési szervezeteket: helyi önkormányzatok (települési önkormányzatok, egyetemek stb.); kormányok, nemzeti költségvetések és ezek önálló fejezetei; nemzetek fölötti szerveződések (EU, ENSZ, nemzetközi szervezetek).

Mindhárom csoport tagjaira egyformán jellemző, hogy mind az általuk nyújtott

szolgáltatások, mind az ellenértékek tekintetében fokozott mértékben szükségük van az innovációkra. Az okok a következők:

- A szolgáltatást igénylők (pl. egészségügy, közlekedés, honvédelem, diákok stb.) nagy tömege miatt a magas költségek akadályozzák a szolgáltatásokat mennyiségi és minőségi szempontból egyaránt.
- A költségvetés szempontjából elengedhetetlen, hogy követhető, ellenőrizhető, visszakereshető legyen minden tranzakció (minden szolgáltatás-ellenszolgáltatás). Ez a pénzforgalmi szolgáltatásokat illetően azt eredményezi, hogy ezek a szervezetek csak olyan technikai megoldásokat használnak, illetve tesznek iparági standarddá, amelyek kielégítik szóban forgó igényeiket.

A lokális és a nemzeti szervezetek közötti különbség legérzékletesebben az e-money-hoz fűződő teoretikus viszonyukban fogható meg. Mit jelent ez? A politika/hatalom vezérelte nemzeti szervezetek a már jól ismert jegybanki pénzek elektronizálását preferálják. Ide számít az EU/EMU által bevezetett euro is. A public money (nemzeti hitelpénzekből leszármaztatható e-money), illetve a hozzá kapcsolódó szabályzó rendszer hivatott biztosítani a hatalom számára az e-moneyt alkalmazó piacok, iparágak biztonságát, a tranzakciók felügyelhetőségét és visszakereshetőségét.

Mindezzel szemben a lokális önkormányzatok az autonómia elvéből kiindulva liberális megközelítést preferálnak mind pénzelméleti, mind gyakorlati szempontból. Ez azt eredményezi, hogy a legtöbb teszt-projektben nem nemzeti hitelpénzeket elektronizálnak hálózati vagy

kártya alapú pénzzé, hanem a private money (saját, privát pénzkibocsátás) mellett estik le a voksukat. A tesztek életképessége, illetve például az American Express csekkek változatlan népszerűsége kiváló gyakorlati igazolással szolgál a private money iskola számára.

#### 4. Cross-border jellegzetességek

A nemzeti határok még mindig számos akadályt gördítenek a pénzforgalmi innovációk elé. A legfontosabbak: eltérő nemzeti hitelpénzek; elkülönült és sokszor monopolizált klíring hálózatok; eltérő jogi szabályozás a pénzforgalmi tranzakciók és a konverziók végrehajtására; különböző fizetési módok stb.

Az amerikai dollár és az euró, illetve a nemzetközi pénzforgalmi hálózatok (SWIFT, hitelkártya-társaságok, TARGET stb.) nyilvánvalóan enyhítik az említett akadályok káros hatásait. Az euró használata rávilágít majd azokra a makrogazdasági összefüggésekre, amelyeket a szabályozó hatóságok figyelembe vesznek az e-money elterjedését akadályozó regulák megfogalmazásakor elé. Kérdés, hogy az Európai Központi Bank hogyan viszonyul majd az euró elektronizálásához, különösen azokban az esetekben, amikor az EMU-n kívüli vállalkozások tesznek kísérletet erre.

#### 5. A hagyományos pénzügyi rendszer

Ha az e-money-t mint jelenséget figyelmen kívül hagyjuk, akkor is bizonytalan,

hol húzható meg a pénzügyi szolgáltatói szféra határa. A kereskedelmi és befektetési bankok közötti „falak” leomlása, a bankbiztosítás és a dezintermediáció, a távközlési és technológiai szolgáltatók ofenzívája és az internet elmosták, vagy legalábbis elhalványították a valamikori markáns határokat. Az e-banking megjelenésével sokan megkongatták vészharangot a bankok felett. Ám ahogy az internet nem az egész életünket változtatta meg, hanem (csak!?) kulturális változást okozott, az e-banking is hasonló változásokat eredményezett a hitelintézeteknél: a bankok csatorna-stratégiájukban építenek az eltérő kulturális és kommunikációs lehetőségekre; ügyfélkapcsolataikban már nemcsak üzletági és termékalapú szegmentációt végeznek, hanem kommunikációs alapút is. Amíg az internet-kultúra teret enged a hitelintézeti termékek alternatív értékesítési módjainak és új tranzakciós csatornát jelent, addig a különböző hálózatok – különösen a klíringhálózatok – fejlődése csöndben alapot teremt a radikálisabb pénzforgalmi változásokhoz, akár az e-money bevezetéséhez.

#### MULTIFUNKCIÓS CSIPKÁRTYÁK

Az 1986-os ISO 7816/1-es lajstromszámú csipkártya-standardizálás után a kártyaelőállítók és berendezésfejlesztők olyan technikai környezetet és infrastruktúrát teremtettek, amely a 90-es évek elejétől alkalmassá tette a kártyákat teszt-projektekre. szervezésére.

Napjainkban a beépített csipkártyák 53 százalékát mobiltelefonokban (SIM-kár-

tya), 29 százalékát bankkártyákban használják, míg a maradék 18 százalék vezetékes telefonok, fizetős televízió csatornák, számítógépes hálózatok, valamint állami és egyetemi háttérű hálózatok, programok elérését teszi lehetővé. A kártyák technikailag – a felhasználók szemszögéből – alapvetően két csoportra oszthatók: a hagyományos, kártyaleolvasóval érintkezést igénylő, valamint rádiókapcsolatot használó, érintkezést nem igénylő kártyák csoportjára.

A sokoldalú felhasználás lehetősége számottevő fejlődési potenciált jelentenek a csipkártya-üzletágban. A legbiztosabb út a network access, azaz a hálózati hozzáférés, amely magában foglalja a számítógép és a telefonhálózat, a közlekedési hálózat, a szolgáltatási (állami társadalombiztosítás, egyetemi szolgáltatások stb.) hálózat elérési lehetőségeit.

#### 1. A csipkártyák fejlődési lehetőségei

Amennyiben a tesztprojektek, az állami programok, a zárt körű (pl. egyetemi) alkalmazások sikere nyomán meglódul a csipkártya használathoz alkalmas globális infrastruktúra kiépülése, a kártya – kihasználva a mass effect technology, azaz a tömeghatású technológia előnyeit – meghódíthatja az egész világot. De vajon meg tudja-e hódítani?

Ha a tömeges felhasználáshoz szükséges, kompatibilis infrastruktúra kiépül, alkalom nyílik olyan multifunkciós kártyák alkalmazására, amelyekkel a felhasználók hozzáférhetnek a legtöbb általuk használt rendszerhez, úgy mint: házak, épületek

biztonsági rendszerei; számítógép-rendszerek; közlekedési hálózatok; költségvetés (társadalombiztosítás, azonosítás, adózás, állampolgári szolgáltatások stb.) rendszerei; szolgáltatók( telefon, energia, televízió, automaták stb.) hálózatai

A különböző hálózatok használata kártyával önmagában is készpénz-helyettesítő szerepet tölt majd be, de a multifunkciós kártyák általánossá válása infrastrukturális lehetőséget teremt az e-money-val kapcsolatos alkalmazások elterjedéséhez.

A szakemberek egy része szerint a fogyasztóvédelemmel, személyiségi jogok, valamint a pénzügyi rendszerek stabilitásának védelmével összefüggő szabályozások hiánya vagy kezdetlegessége akadályozza leginkább a csipkártya-technológia terjedését a bankkártyák és az e-money területén. A szabályozás azonban nemcsak a kereskedelmi felhasználás, hanem az állami érdekek, programok is befolyásolják. Az állami szolgáltatási programok azok, amelyek nem csupán zárt rendszerként képesek működni és nem elsődleges prioritás számukra a monopólium, de sérülések a magas adatkoncentráció miatt.

## 2. A kártyák és a hálózatok

A csipkártyákat – csakúgy, mint a különböző fizetési eszközöket – különböző hálózatok alkalmazzák. Ezek közös jellemzői a következők:

- A hálózat értéke a felhasználó számára több faktor együttes hatásától is függ. Így a felhasználók száma, kompatibilitás más hálózatokhoz, zárt vagy nyílt

rendszer, a hálózaton belüli kommunikáció/szolgáltatás értéke, az ár-érték arány stb.

- A hálózat legnagyobb „felelőssége” a biztonságos működés.
- A hálózatok közötti versenyt alapvetően a költségek, előnyök, biztonság háromszöge határozza meg.

A hálózatok elsődlegesen a piaci részesedés növelésre törekednek, hiszen ez jelentősen befolyásolja az értéküket. A piaci részesedést fokozandó úgy tudják a leghatékonyabban közvetíteni a különböző az előnyeiket a potenciális felhasználókkal, hogy meghatározzák önmagukat, azaz márkanév mögé sorakoztatják fel a hálózatot jellemző minőségi attribútumokat. A verseny azért érezhető a márkák versenyének, mert a márkanévvel ellátott hálózatok (branded networks) versenye a működésben is a márkára jellemző megkülönböztető jegyeket alkalmazza.

A márkanév az, ami zárt rendszerekké, kizárólagos vagy kvázi monopóliumokká teszi a különböző csipkártya-applikációkat csakúgy, mint a többi márkanév mögé bújó terméket, szolgáltatást. Hiába fejlesztik a processzorok újabb és újabb generációit, melyek beépítése alkalmassá teszi a kártyákat a multifunkciós vagy e-money típusú felhasználásra, ha a kereskedelmi felhasználók többsége úgy látja, hogy több profitot tud termelni rövid távon a brandinggel mint a stratégiai partnerséggel. Ha a számos kártya-applikáció párhuzamosan fejlődik, a standardizációs technológiák megállnak az egyes iparágak határainál, sőt az esetleges a technológiai eltávolodás is akadályozza majd a multifunkcionalitást.

A márkanévvel ellátott hálózatok kártya-applikációi az ügyfélkapcsolataik monopolizálására, rögzítésére szolgálnak. A hálózatoknak még nem áll (profit)érdekükben az ügyféllel végbemenő szociális interakció során keletkező érték növelése a kártya által ajánlott pénzforgalmi többlétszolgáltatások útján. Tehát az első fázisban vagyunk a hálózatok versenyét tekintve. Az adatok kontrollja, tulajdonjoga ma még nagyobb értéket képvisel a hálózatok számára, mint a multifunkcionalitás kívánta megosztásuk. A harc ma még a pénzünkért folyik – és nem a pénztárcánkért (e-money).

Mértékadó vélemények szerint a következő fázis e hálózati versenyben a különálló vertikális piacok közeledése, integrálódása lesz, ahol a hálózatok igyekeznek multifunkcióssá válni. Az erre mutató jeleket már látni, de kérdéses, hogy mely iparágakat lehet közel hozni egymáshoz.

Mind az általános csipkártya-felhasználást, mind az e-money-applikációt az határozza meg, hogy a branding helyett (mellett?) mikortól szerepel a hálózatok preferencialistái élén, hogy a hozzáadott értéket a termékek és a szociális interakció helyett a fizikai és a virtuális világ összekötése nyújtja majd.

## ÖSSZEGZÉS – PARADOX AKADÁLYOK

Összefoglalva az eddigieket, az alábbi paradoxnak tűnő megállapítások fogalmazhatók meg.

A tesztprojektek tanúsága alapján nyilvánvalóan a nemzeti szabályozások jelentik a legnagyobb akadályt az e-money elterjedésében. Furcsa azonban, hogy a szabályozások fogyasztóvédelmi érveket használnak piacvédelmi intézkedések indoklására.

A hálózatok közötti verseny, amely hosszú távon bizonyára az e-money elterjedésének legerősebb mozgató rugója lesz, rövid távon gátja a fejlődésnek.

A technológia, amely elegendő mennyiségű és minőségű eszközt bocsát már most is az e-money tesztprojektek rendelkezésére, még nem kényszerült sem a szabályozás, sem a verseny tekintetében közös platformra.

Amíg e három paradoxon áll a fejlődés útjában, nem akkumulálódik sem elegendő gazdasági erő, sem politikai akarat, ami kellő mennyiségű és minőségű ösztönzést tud generálni a fogyasztók számára az új típusú pénzforgalmi megoldások, így az e-money általánossá tételéhez.