

PÓRA ANDRÁS–DR. SZÉPLAKI VALÉRIA

HITELBIZTOSÍTÉKOK HAZAI SZABÁLYOZÁSA, KÜLÖNÖS TEKINTETTEL A CRD ELVÁRÁSAIRA

A hitelbiztosítékok hazai szabályozása meghatározó abból a szempontból, hogy a bankok hogyan tudják érvényesíteni követeléseiket ügyfeleikkel szemben. A téma aktualitását az adja, hogy 2007-től az uniós bankok a tőkekövetelmény-direktívák (CRD) előírásainak megfelelő és a felügyelet által elismert hitelbiztosítékok kockázatsökkentő hatását figyelembe vehetik a szabályozói tőkeminimum számításakor. Az alacsonyabb szavatolótőke-szükséglet révén nőhet a bankok hitelezési kapacitása, ami egyrészt javíthatja a jövedelmezőséget, másrészt a pénzügyi közvetítés mélyülését eredményezheti. A jelen tanulmány a hazai hitelbiztosítékokra irányadó szabályozási környezet vizsgálatát úgy végzi el, hogy kiindulópontnak tekinti a CRD által felvonultatott hitelbiztosíték-típusokat, és a velük kapcsolatos, valamint a bankokkal szemben támasztott követelményeket. A megállapított hiányosságok miatt kedvező, hogy jelenleg már folynak azok a jogalkotási munkák, amelyek ezeket megszüntethetik. Amennyiben ugyanis a jogalkotó nem veszi figyelembe az új tőkeszabályokat, akkor a hazai hitelezési költségek relatív növekedése miatt a hazai bankok uniós és nemzetközi versenytársaikhoz képest hátrányba kerülnek, továbbá a hazai ügyfelek fedezetérvényesítési lehetősége a bankválasztástól függetlenül csökken.

1. BEVEZETÉS

A működő gazdaságban elkerülhetetlenek a hitelezési kapcsolatok. A pénzügyi intézményrendszerben a banki szolgáltatások tartalmi eleme az ilyen viszonyok kialakítása. A hitelezési kapcsolatokból fakadó anyagi veszte-

ség végletes esetekben körbetartozásokhoz, vétlen szereplők fizetési képességéhez vezethet, a pénzügyi szektorban pedig a pénzügyi közvetítésbe vetett közbizalom felmorzsolódását, a rendszer működésének akadózását okozhatja. Ezek a helyzetek jelentős társadalmi költségekkel jár-

hatnak. A hitelezési kapcsolatokból fakadó ilyenfajta kockázatok csökkentésének egyik módja a hitelbiztosítékok és a hitelkockázatot mérséklő, egyéb technikák alkalmazása. A pénzügyi intézményrendszerben a bankok rendszeresen alkalmazzák ezeket a fedezeteket, emellett az új, ún. „Bázel II-es tőkeajánlás” életbe lépésével a szabályozói tőkeminimum meghatározásakor is érvényesíthetik.

A Bázel II-es egyezmény – elődjéhez, a Bázel I-hez hasonlóan – ajánlás formájában született, ami azt jelenti, hogy az előírások érvényesítése nem kötelező. Ennek ellenére mára már száznál több állam jelezte, hogy jogrendszerébe beépítve, kötelező erővel ruházza fel a bázelei szabályokat. A kötelezettségvállalók közül az Európai Unió (25 tagállama képviselőjében) a hatályos jogszabályok (direktívák) módosítása mellett foglalt állást. Az új jogszabályok – 2006/49/EK és a 2006/48/EK, a köznapi szóhasználatban a tőkekövetelmény-direktívák (Capital Requirements Directive, CRD) – a tagállamok piaci szereplőinek banki és befektetési szolgáltatóira határoznak meg tőkekövetelmény-számítási szabályokat.

Az új szabályokat valamennyi tagállam 2006. december 31-ig köteles hatályba léptetni. Ha a megjelölt időpontig nem vizsgálják felül a szabályozási környezetet, életbe lépnek a már említett, kedvezőtlen hatások. A helyzetet színesíti, hogy a CRD miatt felmerülő jogszabály-felülvizsgálati „kényszer-

tól” függetlenül két, a CRD által elismert hitelkockázat-mérséklő technikát érintő hazai jogszabály – a Polgári Törvénykönyv és a csődtörvény – újragondolása is folyamatban van. Kedvező fejleménynek tekinthető, hogy időközben a Ptk. és Cstv. kodifikációs munkájában olyan szempontok is felmerültek, amelyek a CRD szempontjából is hatékonyabb szabályozási környezetet segíthetik elő.

A hazai szabályozási környezet és az uniós elvárások közötti összhang hiánya itt ugyan nem jelent tagállami jogsértést, azonban jelentős, a gazdaság egész teljesítményét befolyásoló előnyöktől foszthatja meg az országot. Az alacsonyabb szavatolótőke-szükséglet révén ugyanis nőhet a bankok hitelezési kapacitása, ami egyrészt javíthatja a jövedelmezőséget, másrészt a pénzügyi közvetítés mélyülését eredményezheti. Amennyiben a hitelkockázat-mérséklő technikák hazai szabályozása nem veszi figyelembe az új tőkeszabályokat, akkor a hazai hitelezési költségek relatív növekedése révén a hazai bankok uniós és nemzetközi versenytársaikhoz képest hátrányba kerülnek, továbbá a hazai ügyfelek fedezetérvényesítési lehetősége bankválasztástól függetlenül csökken.

Ebben a tanulmányban ismertetjük, hogy a CRD milyen biztosítéktípusokat ismer el, és ezekkel szemben milyen elvárásokat támaszt. Az eltérések jelentőségének érzékeltetéséhez elengedhetetlen áttekinteni a hazai banki gyakorlatra jellemző hitelfedezeteket.

Míndezek során jelezzük a jelenleg is zajló jogszabályi reformok (Polgári Törvénykönyv, csődtörvény) és a CRD közötti összefüggéseket, fontos kapcsolódási pontokat.

2. SZERZŐDÉSI BIZTOSÍTÉKOK – HITELBIZTOSÍTÉKOK – PÉNZÜGYI BIZTOSÍTÉKOK

Szerződési biztosítékok

A szerződési biztosítékok a szerződési kockázat mérséklésére adnak – a fennálló jogrend nyújtotta jogbiztonság mellett és segítségével – többletlehetőséget. Szabályozásuk általában a polgári jog tárgykörébe esik, éppen ezért eltérések lehetnek az angolszász és a kontinentális jogrendszerek szerződési biztosítéki típusai és ezek törvényi előírásai között. Ugyanígy kihatnak a szerződési biztosítékok érvényesítésére a végrehajtási és a csődeljárási szabályok.

Hazánkban a Polgári Törvénykönyv (Ptk.)¹ a biztosítékok nagy részét a „szerződést biztosító mellékkötelezettségek” között nevesíti, a biztosítékok érvényesítésére pedig a Bírósági végrehajtásról szóló törvény (Vht.)² és a csőd- és felszámolási eljárásról szóló törvény (Cstv.)³ tartalmaz szabályokat.

1 1959. évi IV. tv. a Polgári Törvénykönyvről.

2 1994. évi LIII. tv. a bírósági végrehajtásról.

3 1991. évi XLIX. tv. a csődeljárásról, a felszámolásról és a végelszámolásról.

Alapvetően kétfajta szerződési biztosítékot különböztetünk meg, a dologi és személyi biztosítékokat. Az eltérés a biztosíték jellegéből adódik. A dologi biztosítékok esetében mindig van egyfajta „dolog” (jogi értelemben: ami tulajdonjog tárgya lehet), amely valamiféle biztosítékot nyújt, hiszen a hitelező felet a tulajdonoshoz hasonló helyzetbe hozza. A személyi biztosítékoknál pedig van egyfajta „személy” (jogi értelemben véve itt is), aki helytáll a szerződés eredeti kötelezettje helyett vagy mellett. A dologi és személyi biztosítékok közül a személyi biztosíték annyiban gyengébb, hogy itt, az adóssal szembeni fellépéshez hasonlóan, csak követelni lehet a teljesítést.

Vannak olyan egyéb dologi biztosítékok is, amelyeket nem feltétlenül a jogalkotó akarata tett azzá, hanem a gazdasági élet, a kereskedelmi forgalom hívta életre alkalmazásukat. Ilyen például a vételi jog mint biztosíték kikötése, a biztosítéki engedményezés, az átruházások/terhelések tilalmának kikötése, illetve a követelések engedményezése és a tartozásátvállalás. A piaci innovációk célja alapvetően nem a szabályozás megkerülése, hanem az adott ügylet kockázatainak tényleges csökkentése.

Hitelbiztosítékok

Hitelbiztosítéknak elsősorban azokat a szerződési biztosítékokat nevezzük, amelyek a bankhitel- és bankkölcsönszerződések kapcsán használato-

sak.⁴ Értelemszerűen nem minden biztosíték használható fel hitelszerződéseknél, például a foglalót és a kötbért jellegük miatt nem szokták hitelszerződést biztosító mellékkötelezettségként alkalmazni.

A banki hitelezésben a biztosítékok kikötésének egyértelmű célja a hitelezési kockázat mérséklése.

A hitelező szempontjából több oldalról érvényesül ez a hatás:⁵

- a hitelbiztosíték csökkenti a hitelfelvevő nemteljesítésének esélyét, mivel megnöveli a költségeket, tehát kifejezetten ösztönzi a teljesítést („incentive effect”);

- csökkenti a nemteljesítés esetén várható hitelezési veszteséget (pl. a biztosíték likvidációja segítségével);

- miután a hitelező nem rendelkezik ugyanannyi értesüléssel a hitelfelvevőről, mint az róla, jelentős a hitelbiztosíték jelző szerepe („signalling effect”), amely az adósról szállít többletinformációt. A jó adós több, jobb minőségű biztosítékot képes szolgáltatni, mint a rossz adós, ezzel is jelzi jobb hitelképességét;

- a biztosíték lerövidíti azt az időtartamot, amely alatt a hitelező hozzáférhet követeléséhez, ez pedig többletlikviditást jelent a hitelező részére.

4 A bankhitel- és bankkölcsönszerződések közötti különbség ebből a szempontból irreleváns, ezért, ahol a továbbiakban bankhitelszerződésekről és hitelbiztosítékokról fogunk beszélni, ott a bankkölcsönszerződések biztosítékaira is vonatkozik álláspontunk.

5 A lista forrásául szolgáltak a BIS, 2001 és ISDA, 2005 anyagok.

6 Forrás: BIS, 2001.

Ezen kívül banki szempontból egyéb előnyei is vannak a hitelbiztosítékok alkalmazásának: például a hitelbiztosíték monitoringja olcsóbb lehet, mint az adós monitoringja; a repóügyleteknél és a fizetési rendszerben csökkenti a tranzakciós költségeket. Különösen jelentős a szabályozásból fakadó költségek csökkentése (a szavatoló tőke alacsonyabb finanszírozási igénye), hiszen ha a tőkekövetelményszámítás szabályozása figyelembe veszi a hitelbiztosítékok kockázatmérséklő szerepét, akkor ezek az alternatív tőkeköltségek is csökkenhetnek.

A szakirodalomban megfogalmazódtak olyan nézetek is, amelyek szerint a hitelbiztosíték akár növelheti is a nemteljesítés valószínűségét (moral hazard), és a hitelbiztosítékoknak is van kockázata⁶, így felmerülhet hitelkockázat (pl. kötvényeknél), jogi kockázat (pl. érvényesíthetőség), piaci kockázat és működési kockázat (pl. monitoring, adatminőség).

Az elvileg lényegesen nagyobb értékűnek tekintett veszteség mérséklését szolgáló hitelbiztosítékok költségeibe beleértjük a szakértői díjakat, valamint a dokumentáció, az értékelés, a monitoring és a likvidáció költségét.

Mivel a hitelbiztosíték jellemzően a hitelező akaratából és érdekében jön létre, ezért a hitelfelvevő számára elsősorban a hitelhez jutás és a felvehető összeg korlátjaként jelentkezik. A hitelbiztosíték bizonyos tranzakciós költséget is jelent, és az adós likviditási pozícióját is ronthatja (természete-

sen nem minden biztosíték egyenlő mértékben korlátozó: a személyi biztosítékok kisebb korlátot jelentenek). Pozitív hatásként szokták értékelni azt, hogy a hitelbiztosíték általában ceteris paribus csökkenti a hitel árát („price effect”), valamint szélesebb és mélyebb hozzáférést biztosít a hitelpiacokhoz („quantity effect”).⁷ Az egyensúly azon szereplők (hitelfelvevők) irányába tolódik el, akik megfelelő mennyiségű és minőségű hitelbiztosítékot képesek nyújtani. A két hatás közül a gyakorlatban az árhatást könnyebb megfigyelni, a mennyiségi hatás jóval nehezebben fogható meg, s főként a bankközi piacok jellemzője, ahol az ügyletkötések dokumentációja sokkal kevésbé átlátható, mint a lakossági piacokon.

A hitelfelvevő szempontjából tehát úgy értelmezhető a hitelbiztosíték, mint egyfajta addicionális költség, cserébe a hitelpiachoz való hozzáférést és bizonyos árelőnyért.

Természetesen az adósnak is vannak a hitelfedezetek elfogadásából eredő kockázatai, így a már korábban említett likviditási kockázat, bizonyos hitelezési kockázat és jogi kockázatvállalás a hitelnyújtóval szemben (ha a hitelnyújtó kerül csődhelyzetbe, a dolgi hitelbiztosíték visszaszerzése akadályba ütközhet), valamint az esetleges folyamatos biztosítékkiegészítés („margin”) miatti kötelezettség piaci

kockázatot is jelenhet (ez főleg a hátridős piaci műveleteknél jelenik meg, a volatilitás nagysága miatt).

Pénzügyi biztosítékok

A szerződési biztosítékok, szűkebb értelemben hitelbiztosítékok a bankok minden üzletágában megjelennek, de a bankközi piacokon csak és kizárólag úgynevezett pénzügyi biztosítékokat alkalmaznak. Az alapügyletek nem feltétlenül tiszta hitelügyletek, azaz elszámolási rendszerekben elszámolt ügyletek, tehát a pénzügyi biztosítékok nem tekinthetők egyértelmű kategóriának a hitelbiztosítékokon belül, de mindenképpen a biztosítékok szűkebb, magasabb minősítésű (magas likviditású, alacsony kockázatú) köréről van szó. Pénzügyi biztosíték kizárólag készpénzközeli eszköz (pl. bankszámlapénz vagy más pénz visszafizetésére szóló követelés) és szabályozott piacon forgalmazott értékpapír lehet.

A Polgári Törvénykönyv és a csődtörvény vonatkozó rendelkezései

A hazai szabályozási környezetben a Polgári Törvénykönyv rendelkezik a biztosítéki kategóriák nagy részéről, ezek érvényességi kellekeiről, a megállapodások létrejöttéről, módosulásáról és megszűnéséről. Vannak olyan biztosítéki megállapodások, amelyeket a szabályozás külön meg-

⁷ Ez persze nem jelenti azt, hogy a korlátozó hatás nem érvényesül, csupán a hiteleknek a piaci szereplők közötti megoszlása módosul.

említ (pl. bankgarancia és óvadék), s vannak olyanok, amelyeket a gazdasági élet hívott életre, és a Ptk. típusrendszerébe áttételesen tagozódnak be (pl. biztosítéki célú engedményezés, vételi jog)⁸. Ezek mellett vannak olyan piaci megállapodások is, amelyek a Ptk.-ba nem tagozódnak be, sőt a Ptk. szerint nem is értelmezhetőek, de a szavatolótőke-számítási szabályoknál figyelembe vehetőek (pl. pozíciólezáró nettósítás). Megállapítható, hogy a hazai jogrendszerben lehangsúlyosabban a Ptk. határozza meg a CRD által elfogadott hitelkockázat-mérséklő fedezetek kategóriáit (eligibility). Ezzel együtt eltérő szabályok szerepelhetnek a Ptk.-hoz képest speciális szabályokban (pl. Hpt., Tpt.).

A hitelbiztosítékokra irányadó hazai szabályok közül a csődtörvény rendelkezései a jogi érvényesíthetőségre (legal enforceability) és a közvetlen hozzáférhetőségre vonatkoznak. Vannak olyan hitelbiztosítéki típusok, amelyeknél a csődhelyzet nem akadályozza a hitelező bank fedezetérvényesítési jogát (pl. óvadék), és vannak olyan fedezettípusok, ahol a fedezetérvényesítés ilyenkor kor-

látozott (pl. zálogjog). Ez utóbbinál a fedezet érvényesíthetőségét a szabályozás a csőd beálltát követően más-ként ítéli meg, a fedezetéről csak a fel-számoló rendelkezhet. A fizetéseképte-lenségi szabályok mellett problémát jelenthet a bírói joggyakorlat, amely jelenleg bizonyos konstrukcióknál (pl. a biztosítéki engedményezés)⁹ szintén megkérdőjelezi a jogi érvényesíthető-séget. A biztosítéki engedményezés esetén a fedezetérvényesítés korláto-zottsága abból fakad, hogy felszámolá-si eljárásban a bíróság nem ismeri el az ügylet átruházó hatását, mert abban a többi hitelezőt károsító fedezetelvo-nást lát. A joggyakorlatot természetesen közvetlen módon lehetetlen befolyá-solni, viszont egzakt módon megalko-tott szabályokkal szűkíteni lehet a bí-rói jogértelmezés határait.

3. A CRD SZERINTI BIZTOSÍTÉKOKKAL SZEMBENI ÁLTALÁNOS KÖVETELMÉNYEK

Ahhoz, hogy elvégezzük a hazai sza-bályozási környezet CRD szempontú

8 Az engedményezés polgári jogi jogügylet, amellyel a jogosult a követelését másra ruhazza át. A követelés kötelezettjével szemben akkor válik hatályossá, ha őt erről értesítették. Amíg az értesítés nem történik meg, a követelés kötelezettje teljesíthet az eredeti jogosultnak, az értesítés megtörténtétől kezdve azonban már csak az új jogosultnak. Az engedményezéssel az engedményes a régi jogosult helyébe lép, és átszállnak rá a követelést biztosító zálogjogból és kezességből eredő jogok. Az engedményezés két módja lehetséges: a biz-tosítéki és a nem biztosítéki célú engedményezés. A nem biztosítéki célú engedményezésnél a követelések átruházása nem feltételhez kötött, a szerződés hatályba lépésével az engedményezés megtörténik. A biz-tosítéki célú engedményezés valamilyen követelés biztosítása érdekében jön létre, és ha a követelést a hitelező nem kapja meg szerződésszerűen, akkor az engedményezett követelésből kielégítheti magát; szerződésszerű teljesítés esetén a hitelezőt az engedményezett követelés már nem illeti meg. A biztosítéki engedményezésnél a biztosítéki jelleg miatt nem szükséges az engedményezésnek az adóssal szembeni érvényesítéséhez az adós értesítése.

vizsgálatát, elengedhetetlen megismerni a CRD-ben szereplő biztosítéki kategóriákat és a biztosítékokkal szembeni követelményeket. Ezért végigvesszük a CRD VIII. sz. Mellékletében részletezett, bankok által elismerhető hitelkockázat-mérséklő eszközöket, és az elismerés feltételeként a fedezetekkel és a bankkal szemben támasztott követelményeket. Ezzel együtt az egyes kategóriáknál ismeretjük, hogy a magyar szabályozás mennyiben segíti vagy éppen akadályozhatja a hazai fedezetek uniós szabályok szerinti elismerhetőségét a szavatolótoke-számítás során.

Általánosságban elmondható, hogy az uniós szavatolótoke-szabályok szerint a bankok elismerhetik a pénzügyi biztosítékok, a dologi biztosítékok, a garanciák és a nettósítási megállapodások hitelkockázat-mérséklő hatását. A bankok üzleti gyakorlata is jellemzően a könnyen értékesíthető és érték tartó fedezeteket részesíti előnyben. A CRD minden fedezettípusnál megköveteli a jogi bizonyosságot, a közvet-

len hozzáférhetőséget és a fedezetből eredő kockázatok mérséklését.

1. A jogi bizonyosság (legal certainty) követelménye szerint a fedezeti megállapodás minden eleme (szerződés és érvényesítés) jogilag érvényes és érvényesíthető minden, az ügylet szempontjából releváns jogrendszerben. Itt a banknak azt kell bizonyítania a felügyeletnek, hogy ha a hitelkockázati esemény bekövetkezik, akkor nincs olyan, a szabályozási környezetben rejlő ok, ami miatt a bank nem juthat hozzá a hitelbiztosíték értékéhez. Hogy a jogi bizonyosság a hitelezési jogviszony teljes időtartamára meglegyen, a bankoknak alapos jogi ellenőrzést (sufficient legal review) kell rendszeresen végrehajtaniuk úgy, hogy a vizsgálatot végző, a banktól funkcionálisan független és kompetens forrás (pl. nem a bank alkalmazásában álló ügyvéd) legyen.

2. A közvetlen hozzáférhetőség követelménye akkor valósul meg, ha a bank a szerződésben meghatározott hitelkockázati esemény után rövid

9 A biztosítéki engedményezés megítélése a magyar jogban ellentmondásos. A bírói gyakorlat az utóbbi évtizedben jelentősen változott, és egy 2001-es bírósági határozat már egyértelműen úgy foglalt állást, hogy felszámolási eljárásban a biztosítéki cél mellett az átruházási hatás – ami éppen az engedményezés lényege lenne – nem érvényesül. (BH. 2001. 489. II. pont: „a felszámolási eljárásban a biztosítéki célú engedmény osztozik a többi biztosíték jogi sorsában...”, vagyis a bíróság csak a biztosítéki célt ismeri el, az engedményezésből fakadó átruházó hatást nem). Ez a jogalkalmazás megfelel annak, hogy a Ptk. rendszerében az engedményezést nem biztosítéki ügyletként szabályozzák. A jogalkotó, látva ezt a hiányosságot, az új Ptk.-konceptióban már megemlítette: a kodifikáció során biztosítani kell majd, hogy az engedményezés biztosítéki céllal is történhessen – így az írott jogban is megjelenik majd a fiduciárius tulajdonátruházás („title transfer agreement”). Fontos tehát kiemelni, hogy jelenleg a magyar jogalkalmazás nem ismeri el a biztosítéki célú engedményezést. A gyakorlatban azért honosodott meg mégis, mert a bírói gyakorlatból fakadó „visszaminősítési kockázat” mellett is több előnye van más biztosítékokkal szemben: létesítése olcsó és egyszerű (pl. a zálogjoghoz képest); biztosítéki pozíciója erősebb (ha az átruházás megvalósul); a követelés más hitelezőtől függetlenül érvényesíthető (a hitelezőnek nem kell részt vennie a csőd- vagy felszámolási eljárásban).

időn belül végre tudja hajtani a fedezetre vonatkozó döntését, azaz képviselője (pl. felszámoló) vagy saját maga a fedezetet értékesítheti, tulajdonjogot szerezhet rajta (magához válthatja), rendelkezhet vele, vagy a garántőr kifizeti a kötelezettségvállalás értékét.

3. A fedezetekből eredő kockázatok mértéke fedezeti típusonként eltérő – a bankokkal szemben elvárás a kockázatok figyelemmel kísérése és kezelése. Minden fedezetnél megjelenik olyan veszély, hogy a fedezet nem lehet érvényesíteni, vagy a hitelbiztosítéki érték jelentősen alatta van a vártnak, a fedezet értékelése nem a valós helyzetet mutatja, a fedezet befogadása révén a bank túlzott koncentrációs kockázattal szembesül, vagy egyébként a fedezet kedvezőtlenül hat a bank kockázati térképére. A CRD szerint elismerhető fedezetek mindegyike esetében követelmény, hogy a bank működése transzparens legyen a felügyelet előtt. Ez jelenti például azt, hogy a fedezeti vagy a hitellezési politikára vonatkozó szabályzatban ismertetni kell az elfogadható fedezetek körét, a hitelbiztosítéki érték számítási módját, az értékelés (értékbecslés) mikéntjét, emellett a banknak a fedezet elismerése előtti kitettséget is fel kell tüntetnie. Az alapkövetelés és a fedezet (pl. pénzügyi biztosíték vagy követelés) futamideje meghatározó, csak kivételes esetekben elfogadható a futamidő-eltérés. Az alacsony korreláció követelménye szerint az adós minősítése és a fedezet

értéke nem mozoghat túlzott mértékben együtt. (Legmagasabb a korreláció, ha az adós saját kibocsátású eszközöiről van szó, pl. vállalati kötvény esetében.) Más által nyilvántartott fedezetnél a nyilvántartó intézménynek a fedezeteket el kell különítenie saját vagyonától (szegregációs követelmény). Az ismertetett követelmények mellett érdekesség, hogy a CRD megfogalmaz egy hatékonysági vagy garanciális követelményt is: a bankok csak akkor érvényesíthetik a fedezet hitelkockázatot mérséklő hatását, ha a megkövetelt fedezet nem túlzó az adós minősítéséhez képest.

Az általános követelmények ismeretése után térjünk rá a közvetlen és közvetett fedezeti típusokra, az ezekkel szembeni követelményekre és a magyar szabályozásra.

4. AZ ELŐRE RENDELKEZÉSRE BOCSÁTOTT HITELBIZTOSÍTÉKOK (FUNDED CREDIT PROTECTION)

Az előre rendelkezésre bocsátott vagy közvetlen hitelbiztosíték (funded credit protection) olyan megoldást jelöl, ahol a hitelkockázat-csökkenés a hitelintézet azon jogából fakad, hogy a hitelkockázati esemény (credit event) bekövetkeztével értékesítsen, rendelkezzen vagy tulajdonjogot szerezzen egy vagyoni eszközzel vagy összeggel kapcsolatban. A CRD szerinti, előre rendelkezésre bocsátott hitelbiztosítékok körébe tartoznak a pénzügyi biz-

tosítékok, az ingatlan és az ingatlanon kívüli egyéb fizikai fedezetek, a követeléseken alapított fedezet, továbbá az életbiztosítási kötvénnyel kapcsolatos biztosítéki jog (engedményezés/elzálogosítás). A kockázatkezelési és minősítési modellek összetettségével együtt nő az elismerhető fedezetek köre és az elismerés folyamatának összetettsége.¹⁰ Az alábbiakban először a pénzügyi biztosítékokat, valamint a biztosítékként lekötött életbiztosítási kötvényeket¹¹ tárgyaljuk, majd a CRD-ben megnevezett, további közvetlen hitelbiztosítékokra térünk ki (ingatlan, követelés és egyéb fizikai hitelbiztosítékok.)

A pénzügyi biztosítékok köre

Az intézmények – bármilyen módon határozzák is meg a hitelkockázatuknak megfelelő minimális tőkeszükségletet – az alábbi pénzügyi biztosítékok hitelkockázat-mérséklő hatását ismerhetik el a szavatolótőke-követelmény számításakor:

- Bankszámlapénz (cash on deposit) és készpénzjellegű eszközök (cash assimilated instruments). Ha az eszközöket nem a hitelező bank tartja nyilván, akkor ez vagy letéti konstrukcióban valósul meg, vagy olyan lépések történtek, amelyek következtében biztosított a hitelező bank közvetlen

és kizárólagos hozzáférése a fedezethez (pl. zárolt alszámla).

- Olyan központi kormányzat (a bevételi forrásoknak a központi kormányzathoz hasonló jogi háttere miatt ideértendőek a regionális vagy helyi önkormányzat, továbbá a közszféra szervei) vagy központi bank (ideértve: 0%-os hitelkockázati súlyú multilaterális fejlesztési bank és nemzetközi szervezet) adósságpapírja, amelyet elismert hitelminősítő cég vagy export-hitel-ügynökség legfeljebb 100%-os kockázati súlyozásra javasolt.¹²

- Olyan hitelintézet vagy befektetési vállalkozás (a bevételi forrásoknak a központi kormányzattól eltérő jogi háttere miatt ideértendőek a regionális vagy helyi önkormányzatok is), hitelintézettel vagy befektetési vállalkozással azonos módon minősíthető közintézmény (public sector entity) vagy vállalkozás (nem 0%-os kockáza-

11 Érdekes a bank zálogjogával terhelt, vagy a bankra engedményezett életbiztosítási kötvények elismerése. Az életbiztosítási kötvény ilyenfajta megterhelése a biztosító előre rendelkezésre nem bocsátott biztosítékának/közvetett biztosítékának számít, így a közvetett biztosítékokkal szemben támasztott követelményeknek kell elsősorban megfelelnie. A közvetlen és kizárólagos hozzáférhetőség érdekében a biztosítónak tudnia kell a kötvény megterheléséről, a bankot minden lényeges szerződési eseményről tájékoztatnia kell, továbbá a bank jóváhagyása elengedhetetlen egyes lépésekhez (teljesítés, nemfizetés miatti felmondás, szerződésmódosítás). Az életbiztosítási kötvény megterhelésének elismeréséhez szükséges, hogy a kötvénynek fix maradványértéke legyen.

12 Megjegyezzük, hogy a magyar szuverén forintban denominált és teljesítendő adósságpapírjai 0%-os minősítésűek.

10 Például a nem pénzügyi fedezeteket csak az ún. belső minősítési módszert (IRB) alkalmazó bankok vehetik figyelembe.

ti súlyú multilaterális fejlesztési bank) adósságpapírjai, amelynek értékpapírja a felügyelet által elismert hitelminősítő cégtől legfeljebb 50%-os kockázati súlyt kapott. (Az alacsony korreláció követelménye nem érvényesül akkor, amikor jelzáloghitel-intézetek repóügyleteikhez saját kibocsátású jelzálogleveleiket használják fedezetül.)

- Rövid lejáratra szóló, legfeljebb 50%-os kockázati súllyal rendelkező adósságpapírok.

- Tőzsdei indexbe foglalt részvény vagy átváltoztatható kötvény.

- Az elismert hitelminősítő cég által nem minősített hitelintézeti vagy befektetési vállalkozási adósságpapír, ha elismert tőzsdén jegyzik, senior (felszámolási eljárásban nem hátrasorolt) adósság, a többi minősített kibocsátás elismert hitelminősítő cégtől legfeljebb 50%-os kockázati súlyt kapott, és nincs olyan adat, amely újabb minősítést támasztana alá, továbbá az adósságpapír piaca likvid.

- Befektetési alapok befektetési jegyei, ha napi nettóeszközsámítást (daily price quote) tesznek közzé, és az alap kizárólag az eddig felsorolt, magas minősítésű pénzügyi eszközökbe fektet.

A fentiek mellett bizonyos feltételek megléte esetén¹³ az elismerhető fedezetek köre némileg bővül, így nem-

13 Ha az intézmény IRB-módszerrel határozza meg hitelkockázatának tőkekövetelményét, vagy ha sztenderd módszerrel határozza meg, de azon belül az átfogó fedezetbeszámítási módszert választja.

14 Vht. 79/D.

csak a tőzsdei indexbe foglalt részvény- és átváltoztathatókötvény-fedezetek ismerhetők el, hanem az elismert tőzsdén kereskedett részvények és átváltoztatható kötvények is. Ezzel együtt az elismerhető befektetési jegyek köre is bővül azon befektetési alapok befektetési jegyeivel, amelyek elismert tőzsdén kereskedett részvényekbe és/vagy átváltoztatható kötvényekbe fektetnek.

A CRD által elismert pénzügyi biztosítékok a magyar szabályozásban leginkább a Ptk. óvadéki szabályainak felelnek meg.

- Megállapítható, hogy az óvadék közvetlen hozzáférhetősége pénz- és bankszámla-követelés esetén egyértelműen biztosított. Más pénzügyi eszközök óvadéki konstrukciója esetén a közvetlen hozzáférhetőség feltétele, hogy a zálogtárgy értékét vagy független forrás határozza meg (pl. nyilvánosan jegyzett piaci ár), vagy a bank és az adós kikötötték az értékbecslés mékénjtét (pl. könyvvizsgálói vélemény). Felszámolási eljárás esetén a közvetlen hozzáférhetőség 3 hónapon át áll fenn, ezt követően az óvadék jogosultja csak a felszámolási eljárásban érvényesítheti fedezetét.

- Bonyolult az óvadék helyzete a végrehajtási eljárásban. Ha az óvadéket nyújtó adós ellen végrehajtási eljárás indul, akkor az óvadék tárgyára is kiterjedhet az eljárás. (Ezalól kivétel a pénzügyi intézménynél kezelt összegre vezetett végrehajtásnál az ügyleti biztosíték.)¹⁴ Jelenleg ahhoz, hogy a ban-

ki szereplő által nyilvántartott érték-papír és a nem banki szereplő által nyilvántartott hitelbiztosíték ne tartozzon a végrehajtási eljárás alá, ezeket a hitelezőnek a végrehajtóhoz benyújtott kérelemmel külön mentesítenie kell az eljárás alól.¹⁵ Nemcsak a CRD logikája miatt, hanem az óvadék sajátosságainak érvényre juttatása miatt is indokolt lenne a pénzügyi intézménynél kezelt összegre vezetett végrehajtás alól törvényi szinten mentesített ügyleti biztosíték szabályait legalább a CRD szerinti körre kiterjeszteni.

- 2005 óta a bankok többsége kínál közraktári jegy fedezete melletti hitelt. A hitelkonstrukciókban a hitel futamidejére a közraktári jegy árujegy része üres forgatmánnyal, óvadék jogcímén, a zálogjegy része pedig zálogjog címén kerül a bank birtokába.¹⁶ A közraktári jegy – rövid futamideje miatt – a CRD logikájában leginkább a rövid lejáratú adósságpapír-biztosítéknak feleltethető meg, pedig ebben az esetben a CRD szerinti elismerés feltétele a legfeljebb 50% kockázati súly. Emellett megjegyezzük, hogy az általános követelmények közül sérülhet a közvetlen hozzáférhetőség követelménye, mivel a közraktárt (pl. Hungária, Concordia vagy ÁTI-DEPO) a közraktári díj elmaradása esetén minden zálogjogosultat megelőző, törvényes

zálogjog illeti meg a közraktári jegy mögötti, birtokában lévő árura.¹⁷

A CRD által elismert nem pénzügyi, előre rendelkezésre bocsátott biztosítékok

Ezeket a fedezeteket már csak a belső minősítési (IRB) módszereket alkalmazó bankok vehetik figyelembe. Az elismerhető fedezetekkel szemben mindenképpen követelmény, hogy a fedezetek likvidek legyenek, és tartsák értéküket. Ilyen tulajdonsággal bíró, elismerhető fedezetek lehetnek:

- A) az ingatlanok,
- B) a követelések,
- C) illetve egyéb fizikai hitelbiztosítékok (ideértve a lízingtárgyakat).

A) Ingatlan

Lakó- és kereskedelmi ingatlant egyaránt el lehet ismerni. A „jogi bizonyosság” követelményének a hitelszerződés megkötésekor hatályos jogrendszerek szerint kell megfelelni. Az alacsony korreláció követelményének megfelelően az ingatlanfedezet értéke nem függhet jelentős mértékben az adós hitelminősítésétől és viszont: az adós hitelminősítésénél a rendszeres jövedelem, illetőleg a jövedelem nagyobb része nem származhat a finanszírozott ingatlanból vagy projektből (pl. ingatlan bérleti jogának bevétele). Olyan fejlett ingatlanpiac esetében, mint például a brit, ettől a kitételtől az ottani felügyelet eltekinthet. A brit felügye-

¹⁵ Vht. 96/A.§

¹⁶ Lásd még: BH 2005. 294.

¹⁷ 1996. évi XLVIII. törvény a közraktározásról, 19. § (5).

let ilyen döntését a magyar hatóság elismerheti. Véleményünk szerint a rövidebb múltra visszatekintő tagállami ingatlanpiacok esetében, vagy ahol az ingatlanpiac volatilitása nehezíti a döntést, indokolt empirikus tanulmányt készíteni a témában – ez hazánkban még várat magára.

A jogi bizonyosság követelménye szerint a fedezetet (jelzálogjogot) észszerű időn belül bejegyzik. A kockázatkezelés követelményét szem előtt tartva, független értébecslőt csak akkor kell alkalmaznia a banknak, ha az ingatlan értéke jelentősen csökkent. A fedezet újraértékelése kereskedelmi ingatlannál évente, lakóingatlannál háromévente szükséges. Szintén a kockázatkezeléshez tartozik, hogy az ingatlant biztosítani kell. A hitelkockázat-mérséklési technikákkal szemben támasztott általános követelményekkel ellentétben, ingatlanfedezet esetében lehetőség van arra, hogy a bank az adós minősítéséhez képest is a fedezetek tekintetében „irreálisan” túlbiztosítsa magát.

A CRD által elismert ingatlanfedezetek a magyar szabályozásban leginkább a Ptk. ingatlan alapú jelzálogjog és önálló zálogjog szabályainak feleltethetők meg.

• Az ingatlan-jelzálogjog CRD szerinti elismerhetőségének feltétele a konstitutív hatályú bejegyzés megléte (perfected lien). A hazai ingatlan-jelzálogjog bejegyzési folyamatban addig, amíg a jogosultság csupán széljegen van, a bankok a jelzálogfedezetet

nem vehetik figyelembe a szavatolóke-számításkor.

• A hazai ingatlanalapú jelzálogfedezet érvényesítési szabályai közül akár a bank, akár az árverezési szakértő általi értékesítés egyértelműen megfeleltethető a CRD közvetlen hozzáférhetőségi követelményének. Azal együtt, hogy itt is fennáll a késedelem veszélye, azaz a rövid időn belüli hozzáférhetőség követelményének sérelme, hiszen eredménytelen árverés után a következő árverést a szabályozás szerint legkorábban 2 hónap múlva rendezhetik.

• A bank általi értékesítés mellett lehetséges még a bírósági végrehajtás, az adóssal együttes értékesítés, valamint a hitelkockázati esemény után kötött olyan megállapodás, amelynek következtében a bank megszerzi az ingatlan tulajdonjogát (magához váltás). A bankok tapasztalata szerint a bírósági végrehajtás 6–18 hónapot vesz igénybe, az eljárás gyorsítása a hitelszerződés és a zálogszerződés közokiratba foglalásával érhető el, de lakossági ingatlanjelzálog-hitelezésnél még ekkor is fennakadást okozhat a gyakorlatban az, ha az adós nem hajlandó együttműködni. Az együttműködés hiánya esetén a Ptk. birtokjogi szabályai érvényesülnek, amelyek a birtokban lévő rosszhiszemű adóst is védik. A közös értékesítés és az utólagos megállapodás a hitelezői tulajdonszerzésről szintén az adós együttműködésének hiánya miatt akadályozhatja a CRD szerinti elismerhetőséget. Ezzel

együtt várható, hogy a Ptk.-kódifikációban a magához váltás formájában történő fedezetértvényesítésre garanciális szabályok születnek (értesítési és elszámolási kötelezettség).¹⁸

- A bank mint zálogjogosult tulajdonszerzéséről való megállapodás a hitelkockázati esemény előtt kizárt.¹⁹ „Ez a megállapodás azért tilos, mert a hitelező a zálogtárgy tulajdonjogát a fennálló követelése fejében elszámolási kötelezettség nélkül és anélkül szerzi meg, hogy a zálogtárgy valóságos értékét a felek megállapították volna.”²⁰ A tulajdonszerzésről való megállapodás ilyenfajta kizárása ütközik a CRD közvetlen hozzáférhetőségi követelményével. Ha az előzetes megállapodás alapján a hitelező tulajdonossá válik, az adós és a hitelező közötti elszámolás alapja a zálogtárgy forgalmi értéke lehetne. Az előzetes megállapodás igénye a hitelkockázatok csökkentésére abból is látszik, hogy a hitelezők a tilalmat a vételi jogra vonatkozó kikötést alkalmazva korrigálják. Ez azonban amiatt nem ismerhető el a CRD szempontjából, mert a bíróság utólag „érvénytelenné tehe-

ti”, ha a tulajdonos bizonyítja, hogy a vételi jog engedése után a körülményekben olyan lényeges változás állott be, hogy a kötelezettség teljesítése tőle nem várható el.²¹

- Ha az ingatlant több zálogjog is terheli, akkor a banknak hiába van első helyi zálogjoga, a más zálogjogosult által indított végrehajtási eljárás esetén már csak ennek keretében érvényesítheti érdekeit. A bírósági végrehajtási eljárásnak a CRD-szabályok szempontjából kedvezőtlen jellemzőiről már korábban esett szó. Ugyanakkor megjegyezzük, hogy a bankok a több zálogjoggal terhelt ingatlan problémáját várhatóan az eddigi gyakorlat szerint küszöbölik ki: eszerint az első helyi zálogjog kikötése mellett elidegenítési és terhelési tilalmat is bejegyeztetnek a nyilvántartásba, vagy vételi jogot kötnek ki.

- Ha az adós felszámolását rendelik el, akkor az ingatlan zálogtárgy már csak a felszámolási eljárásban értékesíthető. Amennyiben a felszámoló, a hitelező érdekeit követve, rövid időn belül értékesíti a zálogtárgyat, igyekszik a legmagasabb nettó bevételt elérni, és ezt rövid időn belül átadja a hitelezőnek, akkor a CRD szerinti közvetlen hozzáférhetőség érvényesülhet. A 2007-ben hatályba lépő új Cstv.-szabályok ezt elősegítik. Mindemellett a Cstv. későbbi kódifikációjában a hitelezői érdekértvényesítés további erősítése szükséges.

18 A „magához váltást” mint a fedezetértvényesítés módját a gyakorlatban a bankok ritkán alkalmazzák. Ennek oka, hogy a Hpt. szabályai igen szűken határozzák meg a bankok befektetési rendelkezéseit, emellett a Ptk. sem szorgalmazza a zálogjogosult tulajdonszerzését (sőt kifejezetten kimondja a lex commissoria tilalmát, vagyis azt, hogy a zálogjogosult a kielégítési jogának megnyílta előtt a tulajdonjog megszerzéséről megállapodjon – ezért tartja problémásnak pl. a bírói gyakorlat a zálogjog és a vételi jog együttes alkalmazását).

19 Vö. Ptk. 254. § (3) bek.

20 BH. 1998. 546.

21 Vö. Ptk. 375. §.

• A hazai ingatlanhitelpiac és jelzáloglevélpiacon szempontjából kiemelkedő jelentőségű a refinanszírozás és az önálló zálogjog megítélése a CRD szemszögéből. Véleményünk szerint azokban az esetekben, amikor a bankok jelzáloghitel-intézeti refinanszírozást vesznek igénybe jelzáloghitelkezési tevékenységükhöz, s cserébe az önálló zálogjogot „átadják” a jelzálogbanknak, a fedezet kockázatméréséklő, és így szavatolótőkekövetelmény-csökkentő hatását mind az ügyféllel szerződő bank, mind a jelzáloghitel-intézet figyelembe veheti. Itt a refinanszírozó intézmény egy tipikus ún. „double default”²² helyzetbe kerülhet, a kitétség megítélésekor pedig kérdés, hogy az eredeti adós ügyfél, vagy az eredeti finanszírozó bank ügyfélminősítését kell-e irányadónak tekinteni. A törvényi háttérre²³ tekintettel, a megfelelő kezelés álláspontunk szerint az lenne, ha az adós és az eredeti finanszírozó közül a kisebb kockázatú (véltetően az eredeti finanszírozó) lenne elismerhető.

• Az ingatlanon alapított önálló zálogjog alapvetően megfelel a CRD előírásainak.

• Az ingatlanfedezetek kapcsán említést kell tenni azokról a piaci törekvésekről, amelyek a biztosítékok-

kal fedezett kinnlevőségek biztos megterülését segítik elő. Példa erre a jelzáloghitel-biztosítás (mortgage insurance)²⁴. Az ilyen és hasonló konstrukciók a gazdaság egészére kedvező hatást fejtenek ki. A Jht. 5.§ (3) bekezdése szerint a jelzáloghitelekből eredő tőkekövetelések állományának mértéke nem haladhatja meg a fedezetül szolgáló ingatlanok hitelnyújtás alapját képező, együttes értékének (hitelbiztosítéki értékének) hetven százalékát. Így a jelzálog-hitelbiztosítás intézménye a hatályos szabályozás szerint csak arra szolgálhat, hogy ha a fedezetérvényesítésnél a kinnlevőség alatti értéknél kevesebb összeg folyik be, akkor mintegy kipótolja a hiányzó részt. A konstrukció az ingatlan hitelbiztosítéki értékét is növelhetné, ebben a jogszabályi korlát az akadályozó tényező.

B) Követelések

A követelések a gazdálkodók vagyonának lényeges részét képezik, így kedvezőnek tekinthető, hogy hitelbiztosítéki szerepüket a CRD is elismeri. A CRD csak független, tehát más ügyletekben nem érintett követeléseket fogad el a hitelkockázat mérséklésé-

22 A „double default” olyan hitelkonstrukciót jelent, ahol nem csupán az adós vagy a garantőr nemfizetése, hanem ezek együttes nemfizetése kell ahhoz, hogy a hitel nemteljesítővé váljon.

23 1997. évi XXX. tv. a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről (Jht.)

24 A jelzáloghitel-biztosítás lényege, hogy a jelzáloghitel-intézet által folyósított hitelösszeg és a fedezetként szolgáló ingatlanra vezetett végrehajtás során befolyó összeg közötti különbséget a biztosító megtéríti. A biztosító szerepvállalása szavatolja, hogy egy erre szakosodott intézmény, szakértelemmel és megfelelő mérrethatékonysággal kövesse nyomon, jelezze előre és fedezze ezt a jelzáloghitelkezésből fakadó kockázatot.

hez. A CRD tehát nem ismeri el az értékpapírosítási tranzakció által érintett vagy hitelderivatíva-ügyletben szereplő követeléseket, de ugyanígy nem tulajdonít hitelkockázatcsökkentő hatást a kapcsolt vállalkozásokkal szembeni követeléseknek. További követelmény, hogy a követelés eredeti futamideje nem haladhatja meg az egy évet. A követelések esetében a jogi bizonyosság követelményének sérelme nem minden esetben zárja ki az elismerhetőséget, a privilegizált hitelezők korlátozhatják a bank hitelezői jogait. A követelésfedezetek esetében a közvetlen hozzáférhetőség követelménye akként jelenik meg, hogy hitelkockázati eseménykor a bank a követelés adósának hozzájárulása nélkül rendelkezhet a követelés eladásáról vagy engedményezéséről. A követelésfedezetekkel kapcsolatos kockázatkezelés keretében a bank a fedezetként szolgáló követelés adósának üzletvitelét is vizsgálja.

A CRD által elismert követelésfedezetek a magyar szabályozásban leginkább a Ptk. követelésen alapított önálló vagy járulékos zálogjogi és engedményezési szabályainak feleltethetők meg.

- Első ránézésre a követelésen alapított zálogjog hazai konstrukciója megfelel a jogi bizonyosság követelményének, hiszen ha a követelés a hitelkockázati esemény (credit event) után jár le, akkor a bank a követelés jogosultjaként járhat el, tehát gyakorolhatja az alapszerződés jogosultjái-

nak az alapszerződésből eredő jogait. A CRD közvetlen hozzáférhetőségi követelménye is teljesülhet, hiszen a követelésfedezet esetében is lehetőség van arra, hogy a bank a fedezetet maga értékesítse vagy érvényesítse. Az ingatlanon alapított jelzálogjog érvényesítéséhez hasonlóan itt is csak a hitelkockázati esemény bekövetkezése után állapodhat meg a bank az adóssal a magához váltásról.

- Jelenleg a követelésen alapított fedezeteket nem kell bejegyezni a zálogjogi regiszterbe, azonban ennek előírása szükséges lehet a CRD jogbizonyossági követelményének értelmében. Ehhez létre kell hozni a követelések nyilvántartását²⁵. Megjegyezzük, hogy ilyen törekvés megjelent már a Ptk.-kodifikációban. Fontos, hogy az elképzelés egyszerűsítene és átláthatóbbá tenné a követeléseken alapított biztosítékok alapítási szabályait, ami a banki hitelezésre is kedvezően hathat. Erre azért is szükség van, mert a jogalkotó a nyilvántartás hiányára hivatkozva él a nemzeti diszkréció lehetőségével, és kizárja a követeléseket az elismerhető fedezetek köréből.

Ugyanakkor a követelésfedezeteknél gyakran alkalmazott biztosítéki engedményezés (árbevétel-engedményezés) a bírói gyakorlat tükrében nem felel meg a CRD szerinti jogi bizonyosság követelményének. Bírói döntések szerint (BH. 2001. 489. és BH. 2002. 364.) „az engedményest az

25 Vö. Ptk. 267. § (1) bek.

engedményező ellen indult felszámolási eljárás kezdő időpontjáig illet meg a biztosítéki célú engedményezési szerződés alapján az a jog, hogy az engedményezett követelésből az engedményezővel szemben követelését közvetlenül kielégítse, az adóstól a tartozást beszedje”. Megjegyezzük: a folyamatban lévő Ptk.-kodifikáció arra törekszik, hogy a biztosítéki engedményezéshez hasonló piaci megoldások visszaszoruljanak, és cserébe erősebb joggal ruházza fel – különösen csődhelyzet esetére – a törvényi konstrukciónak mindenben megfelelő zálogjogosulti pozícióban lévő hitelezőket. E cél mögött vélhetően hasonló feltevések húzódnak meg, mint a felszámolási eljárásokra jellemző bírói joggyakorlat mögött, amely szerint az ügylet indoka nem kizárólag gazdasági szükségesség, hanem a többi hitelezőt károsító fedezetelvonás.

C) Egyéb fizikai hitelbiztosítékok (ideértve a lízingtárgyakat)

A CRD az IRB-módszer alkalmazásakor az ingatlanok és követelések mellett további fizikai hitelbiztosítékokat is elismer. A fizikai hitelbiztosítékokkal szemben támasztott követelmény, hogy legyen likvid piacuk és jól megalapozott/alátámasztott, nyilvános piaci árak, amit a fedezet érvényesítésekor ténylegesen elérhető értéknek kell tekinteni. Ha a lízingtárgy ingatlan, a CRD követelményei hasonlóak az ingatlanfedezetekkel szemben támasz-

tott követelményekhez. Itt is előírás, hogy a bank minden más hitelezőnél előbb férjen hozzá a biztosítékhoz (első helyi zálogjog), amit azonban a tagállami szabályozásban „leronthatnak” a privilegizált követelések. A kockázatkezelés mérlegelésekor a banknak számításba kell vennie az objektív értékelés lehetőségét, az érték hozzáférhetőségének gyakoriságát (szakértői becslés vagy értékelés), a fedezet értékének volatilitását. Az értékelésnél minden értékcsökkenést figyelembe kell venni, azt is, ha a fedezet értéke szezonálisan ingadozik. Példa erre a motorkerékpár vagy motorcsónak tavaszi és őszi piaci ára közötti különbség. Az ingatlanokhoz hasonlóan, az egyéb fizikai fedezeteket is biztosítani kell. A lízingtárgyfedezetnél a kockázatkezelés kapcsán a banknak a fedzeti értékben nemcsak a várható értékcsökkenést, hanem az amortizációt is figyelembe kell vennie.

A CRD által elismert egyéb fizikai fedezetek a magyar szabályozásban leginkább a Ptk. ingókon alapított kézi- és jelzálogjogi szabályainak feleltethetőek meg.

- A felszámoláskor a zálogjogi konstrukcióhoz hasonló pozícióba kerül a hitelező (a hitel közel 100%-os megtérülése garantált), ha az egyébként nem zálogjoggal biztosított követelés végrehajtására az ingóságot lefoglalták, illetve a végrehajtási jogot a felszámolás kezdő időpontjáig bejegyezték.

- Az ingókon alapított zálogjog elismerését nehezíti, hogy az ingatlantól

eltérő dolgokon alapított zálogjog regiszterének szabályozása (Magyar Országos Közjegyzői Kamara zálogjogi nyilvántartása) eltér a földhivatal nyilvántartásától (az ingatlannyilvántartástól). Annak ellenére, hogy a zálogjog kikötése szerepel a nyilvántartásban, a zálogtárgynak az adós vagy akár más általi értékesítésével a vevő tiszta tulajdonjogot szerezhet.²⁶ Ha a jelzáloggal terhelt autót autókereskedőtől veszi át a vevő (kereskedelmi forgalomban), vagy a jelzáloggal terhelt takarmányt vagy építőanyagokat (készletet) egyik gazda vagy építető/vállalkozó átadja a másiknak, akkor – fizetés esetén – a vevők tehermentes tulajdont szerezhetnek. Ugyanez igaz a személyes használatú tárgyakon fennálló jelzálogra. Ez a szabályozás pedig a vagyont terhelő zálogjogra is kihat. A hatályos szabályozás azért is aggályos, mert például zálogjoggal terhelt gépjárművek esetében a szerződést aláíró és az ellenértéket kifizető vevő tulajdonjogát – bár a fentiek szerint a törvények alapján „tiszta” tulajdonjogot szerzett – a hatóságok nem jegyzik be, és a kereskedők automatikus helytállása nem lép életbe. A CRD elismerhetőségi követelményei szempontjából a hatályos szabályozás és a gyakorlat tükrében megállapítható, hogy a CRD jogbizonyossági követelménye a fizikai hitelbiztosítékok hazai szabályozásában nem teljesül. Az ingóságokat természetesen sokfé-

leségük miatt nem lehet az ingatlanokkal teljesen megegyező módon lajstromozni, figyelemmel kell lenni arra, hogy „nem lehet ugyanolyan értékű biztosítékot nyújtani az adós birtokában levő és gazdálkodási folyamataiba teljesen bevont, egyedileg meg nem határozott és változó vagyontárgyak felett, mint az olyanok felett, amelyek a hitelező birtokába vagy lajstromba bejegyzésre kerültek”.²⁷

• A hatékony szabályozás érdekében megfontolandó, hogy a lajstromozott és lajstromozható ingóságok esetében olyan zálogjogi regisztert alakítsanak ki, amelynek középpontjában – az ingatlan-nyilvántartáshoz hasonló módon – nem az adós, hanem a zálogtárgy áll. Példa erre a repülőök és hajók regisztere, ahol a lajstromozott ingók nyilvántartása jelzi a zálogjoggal való megterhelést. Egyes már lajstromozott (gépjárművek, bizonyos műkincsek, névre szóló részvények) vagy lajstromozható ingó zálogtárgyak esetében a zálogtárgyközpontú nyilvántartások jobban szolgálnák a forgalom biztonságát.²⁸ Ez a törekvés már megjelent a Ptk.-kodifikációban, és véleményünk szerint ott rendezhető is.

• Nem lajstromozott és nem is lajstromozható zálogtárgyak (jellemzően azok, amelyek folyamatosan cserélőd-

26 L. Ptk. 262. § (6) bek.

27 Gárdos István: A zálogjog Janus-arcúsága, különös tekintettel az ingó jelzálogra (Gazdaság és Jog, 2005. január 1. szám).

28 Jelenleg két ingó lajstromnál, a hajók és a repülőgépek esetében rendelkezik úgy a jogszabály, hogy a zálogjog alapítása lajstromokba való bejegyzéssel történik.

nek, pl. készletek) esetében indokolatlan a szigorú alaki követelmények előírása, elegendő lenne a felek együttes bejelentése (lásd Ptk.-kódifikáció). A hitelezés költségeit ez lényegesen csökkentené.

További megjegyzések a CRD szerinti hitelbiztosítékokról a hazai hitelbiztosítéki szabályozás tükrében

1. A CRD csak a fizikai dolgokon és követeléseken alapított zálogjogról tesz említést. Nem egyértelmű, hogy a hatályos magyar jog más zálogjogi konstrukciói (keretbiztosítéki zálogjog, vagyonon alapított zálogjog, zálogjog jövőbeni dolgokon és nem fizikai dolgokon – pl. zálogjog jogon²⁹) esetében mi a CRD álláspontja. Elvileg olyan hazai fedezetek is elismerhetők a CRD szerinti tőkekövetelményszámítás folyamán, amelyeket szó szerint nem említ az iránymutatás szövege, de mégis megfelelnek az általános követelményeknek (jogi bizonyosság,

közvetlen hozzáférhetőség és a fedezetből eredő kockázatok mérséklése). A keretbiztosítéki zálogjog esetében a feltételek teljesülnek. A CRD szerinti elismerhetőség szempontjából a jogokon alapított zálogjog kapcsán aggályos lehet a jelenlegi zálogjogi nyilvántartásnak a földhivatali nyilvántartástól eltérő jellege.

2. A hazai szabályozás akadályozhatja a CRD szerinti hitelkockázatmentesítési pool (credit risk mitigation pool) retail szintű használatát. A CRD egyes kitettségeknél (pl. alacsony kockázatú lakossági hitelekből fakadó kitettségek) lehetővé teszi pool kialakítását, ahol a pool egészéhez rendeli a fedezeteket. Ilyenkor a fedezetek elismerésének számításához a banknak azt kell alapul vennie, hogy mi lenne, ha a fedezetet érvényesítené.³⁰ Ennek a gyakorlatnak nincs jogszabályi korlátja például Dániában, Svédországban, az Egyesült Királyságban és Németországban. A hazai szabályozás egy ilyen fedezeti konstrukció érvényesítésénél (pl. értékesítés esetén) érvényességi kellékként írja elő az egyébként nem közvetlenül érintett adósok értesítését is, így a jelentős adminisztratív költséggel járó szabályozás akadályozhatja, hogy a megoldás kedvező hatásai érvényesüljenek.

29 A hazai szabályozás szerint a zálogjog tárgya nemcsak fizikai dolog és követelés lehet, hanem valamilyen jogosultság is. A CRD nem tesz említést a jogosultságon alapított zálogjogról. Számos olyan jogosultság létezik, amelynek piaci értéke van, és jelentős szerephez juthat pl. projektfinanszírozásoknál. Itt elsősorban az olyan lajstromozott jogosultságokat említhetjük, mint pl. a védjegy, szabadalom, mintaoltalom, zenei művek jogdíja, franchise-jog. Sőt, tartalmát tekintve ide tartozik az üzletrész is, amelynek jogi státusa (nem dolog, hanem jog) és a rajta alapított (cégjegyzékben történő) zálogjog-nyilvántartást átfogóan szabályozza a Ptk.-kódifikáció.

30 Ezek után nem szabályellenes, ha az érvényesítésnél nem éppen eszerint jár el; ez szabad gazdasági döntés.

**5. ELŐRE RENDELKEZÉSRE NEM BOCSÁ-
TOTT VAGY KÖZVETETT
HITELBIZTOSÍTÉKOK
(UNFUNDED CREDIT PROTECTION)**

A közvetett hitelbiztosítékok esetében a hitelkockázat-mérséklés abból ered, hogy a felektől független személy a hitelkockázati esemény bekövetkeztekor meghatározott összeget fizet a bank részére. A CRD a közvetett hitelbiztosítékokkal, tehát a garanciákkal szemben az alábbi követelményeket támasztja:

- Itt is megjelenik a jogi bizonyosság követelménye. A garanciavállalás összegét fel kell tüntetni. A garancia esetében a közvetlen hozzáférhetőség a bank és a garantőr közötti akadálymentes üzleti kapcsolat biztosítottságát is jelenti; ez különösen fontos a fedezet érvényesítésekor. A közvetett hitelbiztosítékot nyújtónak megfelelően megbízhatónak kell lennie. A kölcsönös garanciavállalásnál követelmény, hogy a hitelező bank veszteség esetén átmeneti kifizetéshez jut (nem a teljes összeg, csak az adott törlesztőrészlet válik lejárttá).

- Az állami (központi kormányzat, központi bank, regionális kormányzat, helyi önkormányzat, STA szerint 0%-os kockázati súlyú multilaterális fejlesztési bank) és a közsféra intézményeinek (amelyek a bankokkal azonos megítélés alá eshetnek) viszontgarancia-vállalása akkor ismerhető el, ha a viszontgarancia a követelés minden elemére kiterjed. Ez a tőkekövetelés

és a kamatok összegét, továbbá mind az adós, mind az eredeti garantőr nemfizetése esetén történő kifizetést jelenti. Emellett mind az eredeti, mind a viszontgarancia megfelel az eddig ismertett minimumkövetelményeknek.

A szavatoló-tőke-számítási módok mindegyike esetén az alábbi garantőrök kötelezettségvállalása ismerhető el:

- központi kormányzat és központi bank (minden EU-tagállam esetében a kockázati súly 0%, ha a garancia a hazai fizetőeszközben denominált, és a kifizetés is ebben a fizetőeszközben teljesül)³¹;

- regionális kormányzat és helyi önkormányzat;

- multilaterális fejlesztési bank;

- a sztenderd módszer szerint 0% hitelkockázati súllyal minősített nemzetközi szervezetek;

- a közsféra intézményei (public sector entities), amelyekkel szembeni követelések bankokkal és befektetési vállalkozásokkal szembeni követelésnek minősülnek;

- hitelintézetek és befektetési vállalkozások;

- más vállalkozások (kapcsolt vállalkozások és biztosítók is!), amelyekhez az elismert hitelminősítő cég legfeljebb 20%-os hitelkockázati súlyt rendelt. Emellett a tagállam más pénzügyi vállalkozásokat és egyes befektetési vállalkozásokat (ezek együtt:

31 CRD VI. melléklet.

financial institution) is elismerhet garantoréként, ha a bankokhoz hasonló prudenciális szabályok és felügyelet alá tartoznak.

A belső minősítési módszert alkalmazó bankok esetében elfogadható még az olyan hitelintézet, befektetési vállalkozás, biztosító és viszontbiztosító garanciája, amely ilyen kötelezettségvállalások terén kellő tapasztalattal rendelkezik, egyenértékű prudenciális szabályok vonatkoznak rá, vagy 50%, illetve annál jobb hitelminősítéssel rendelkezik elismert hitelminősítő cégtől, és ennek megfelelő nemteljesítési valószínűségét (PD) a belső minősítés igazolta (vállalati kitettség). Az exporthitel-ügynökségeknél az explicit állami viszontgarancia kizárt.

A CRD által elismert közvetett hiteltbiztosítékok a magyar szabályozásban leginkább a Ptk. bankgarancia- és kezességvállalási szabályainak feleltethetők meg.

• Megállapíthatjuk, hogy a Ptk. szerinti bankgarancia tulajdonképpen az akkreditív szabályait tartalmazza. A hazai bankgarancia azonban annyiban mégis összecseng a CRD szerinti közvetett biztosíték intézményével, hogy a garantor bank meglévő szerződéshez kapcsolódóan, az adós kérésére ugyan, de „önálló” kötelezettséget vállal arra, hogy a kedvezményezettnek egy meghatározott összegig, annak igénylésére fizet. Emiatt az „önálló” elem miatt a bankgarancia – az önálló zálogjoghoz hasonlóan – független az alapügylettől. Az alapügylet megszűnése (pl. fel-

mondás) nem semmisíti meg a garanciát. A garantor tehát nem a főadós kötelezettségét teljesíti, hanem a sajátját. A garantor bank fizetési kötelezettsége elvileg csökken azzal, amit az adós már kifizetett; ennek ellenére a hazai szabályozás szerint a garantor a jogosult igénye szerint „lehívásra” köteles a garancia teljes értékét kifizetni, a túlfizetést pedig peres úton követelheti vissza.³² A bankgarancia-szerződést megelőző szándéknyilatkozat alapján a kedvezményezett még semmire sem tarthat igényt. A fentiek tükrében indokolt lenne egyrészt tényleges „garancia”-fogalmat beemelni a Ptk.-ba a jelenlegi „akkreditív” tartalom helyett. Emellett megfontolandó, hogy ne csak bankok, hanem legalább a CRD szerint meghatározott kör előtt nyitott legyen a garanciavállalás lehetősége.

• A hatályos szabályozás szerinti sortartásos kezességvállalás nem ismerhető el a CRD szerint, azonban a hazai banki gyakorlatban elterjedt készfizető kezességvállalás megfelel a CRD elvárásainak. A készfizető kezesség esetében a bank közvetlenül a kezeshez is fordulhat, nem kell külön bizonyítania, hogy az adósa nem fizetett. A készfizető kezes által gyakorolható beszámítási jogot³³ (az eredeti adós és saját banki ügyleteihez kapcsolódóan) hitelező bank a fedezetek-

32 Ez az önálló zálogjoghoz hasonló, teljes függetlenség a garancia esetében alapja lehet a másodlagos piaci forgalomnak.

33 Ptk. 273. § (1) bek.

kel kapcsolatos kockázatok kezelése körében rendezheti, és ezáltal biztosíthatja a „közvetlen hozzáférhetőség” követelményének teljesülését. A hazai retail szintű hitelezési gyakorlatban a készfizető kezességvállalás jelentős szerepet tölt be a (kiegészítő) hitelbiztosítékok között.

• A hazai hitelezési gyakorlatban a nemzetgazdaság szempontjából jelentős fejlesztések, az exporttevékenység, az állami szektorban dolgozók egy része és a fiatalok egy körének lakáshoz jutása kapcsán az állam készfizető kezességet vállal. Megjegyezzük, hogy a magyar állam jellemzően csak sortartásos kezességet vállalhat. A magyar állam garanciáinak és kezességvállalásának CRD szerinti elismerhetősége szempontjából meghatározó a magyar szuverén minősítése. A CRD szerinti elismerhetőséghez 20%-ot nem meghaladó hitelkockázati súly szükséges, ami a forint denominációjú és kifizetésű adósság esetében teljesül.³⁴ Mindemellett az agrárhiteleknél és a kis- és középvállalkozások banki hiteleinél elterjedt biztosíték az „intézményi” kezesség és az ehhez kötődő állami viszontgarancia, ahol az állami viszontgarancia formálisan nem felel meg a CRD követelményrendszerének. Ez a viszontgarancia ugyanis a Hitelgarancia Rész-

vénytársaság és az Agrárvállalkozási Hitelgarancia Alapítvány kötelezettségvállalásának 70%-ára terjed ki, és csak akkor fizet az állam, ha a részvénytársaság vagy az alapítvány már teljesített, tehát ezek csődje esetén nem jelent biztonságot.³⁵

A hazai szabályozás szerint, ha kezes az adós helyett teljesített, utána az adóssal szembeni követelés átszáll rá, és a biztosítékok is megilletik. A CRD szerinti elismerési szabályok alkalmazásánál nem várt eredményre vezethet, hogy ha a több fedezettel biztosított hiteleknél a bank először a kezeshez fordul részleges teljesítésért, akkor a végrehajtás során a bank csak a kezessel együtt léphet fel, és hazai szabályok szerint a maradék biztosítékokon is arányosan osztozniuk kell. Sőt, ha a kezes mellett a kezes által részlegesen teljesített követelést óvadék biztosítja, akkor nem egyértelmű, hogyan történik az óvadék érvényesítése. A „közvetlen hozzáférhetőség” követelménye miatt szükséges, hogy ha a hitelező bank kezességet is köt ki a hitelezés fedezeteként, akkor ezt csak „első” fedezetként fogadhatja be, mivel így a kezesi kötelezettségvállalás után kikötött fedezeteknél védve van a kezes fedezetérvényesítési jogával szemben.³⁶

34 CRD VI. Annex.

35 48/2002 (XII. 28) PM rendelet. Ugyanakkor a PM hatályos állásfoglalása szerint a HG Rt. és az AGVHA esetében az állami viszontgarancia a CRD hatálya alatt is nullás súllyal érvényesíthető. Ezt az Európai Bizottságtól kért állásfoglalás is megerősíti.

36 Ptk. 276. § (1) bek.

6. A HITELKOCKÁZAT-MÉRSÉKLÉS EGYÉB TECHNIKÁI

A hitelbiztosítékoktól függetlenül tárgyaljuk a hitelkockázat-mérséklés egyéb elismert technikáit. A CRD-ben ezek egy részét a közvetett hitelkockázat-mérséklési technikák közé sorolják (ezeket mégsem tartjuk szigorú értelemben vett hitelbiztosítéknak), más része pedig – bár jellegében inkább a személyi biztosítékokhoz áll közel – külön kategóriát képez a CRD-ben. A CRD-ben megjelenő hitelkockázat-mérséklés egyéb technikái a következők:

- nettósítási megállapodások, úgymint a nettósítási keretmegállapodások (Master Netting Agreements) és a mérlegen belüli nettósítás (on-balance sheet netting);
- hitelderivatívák, úgymint a nem fizető hiteltartozásra kötött csereügyletek (credit default swap, CDS); a teljes hozamra szóló csereügyletek (total return swap, TRS) valamint a hitelkockázati eseményhez kapcsolt értékpapírok (credit linked notes, CLN).

Nettósítási megállapodások

A CRD a különböző nettósítási megállapodásokat az előre rendelkezésre bocsátott hitelkockázat-mérséklési eszközök között tartja számon, ezek közvetlenül nem számítanak biztosítéknak (csak a nettósítás utáni összeg).

A) Nettósítási keretmegállapodások

A nettósítási keretmegállapodások (Master Netting Agreement) alapján az ügyletet a nemteljesítési esemény után a „non-defaulting” fél egyoldalúan zárhatja (felmondhatja), és a zárás utáni elszámolás nettó módon történik meg. A nettósítási keretmegállapodás tulajdonképpen nem más, mint a pozíciólezáró nettósítás (close-out netting) keretszerződése. Az a különlegessége, hogy az új szabályok szerint ezek a nettósítási megállapodások már vonatkozhatnak a banki könyvbe sorolt, sztenderdizált feltételeknek megfelelő ügyletekre is (repó, értékpapír vagy árukölcsönzés és egyéb tőkepiaci ügyletek). A nettósítási keretmegállapodások minimumkövetelményei a következők:

- jogi bizonyosság követelménye (a megállapodás jogilag érvényesíthető minden érintett ország jogrendszere szerint a partner fizetéseképtelensége és csődje esetén is);
- közvetlen hozzáférhetőség követelménye (a partner fizetéseképtelensége és csődje esetén a másik félnek joga van a megfelelő időben és hatékony módon végrehajtott pozíciólezárásra);
- a pozíciólezárás utáni nettó összeget/mennyiséget utalják át a megfelelő félnek.

A pozíciólezárás utáni nettó összeg elismertetésére természetesen a pénzügyi biztosítékok szabályai addicionálisan vonatkoznak.

- Megállapítható egyrészt, hogy a hazai szabályozásban jelenleg nem is-

mert a nettósítási keretegyezmény fogalma³⁷, másrészt, hogy a CRD szerinti Master Netting Agreement jellemzői és követelményrendszere nagymértékben egyezik a pozíciólezáró nettósításával. A hazai rendszerben a pozíciólezáró nettósítás alkalmazása elviekben lehetséges (lásd Tpt. és Cstv.). Javasoljuk, hogy a nettósítási keretmegállapodás, a pozíciólezáró nettósításhoz hasonlóan, a jogi bizonyosság és a közvetlen hozzáférhetőség felügyeleti igazolása mellett legyen elismerhető a szavatoló tőke számításánál.

• Ugyanakkor megjegyezzük: már a pozíciólezáró nettósítások esetében is gondot okoz, hogy ha a szerződésre a magyar jog az irányadó, akkor a szerződés nem felelhet meg a jogi bizonyosság követelményének. A magyar jogalkotó eddig csak a beszámítás intézményét ismerte el, amely így csak a lejárt és egynemű követelések egymással szembeni elszámolását teszi lehetővé. Ugyanígy problémásnak tekinthető, hogy pozíciólezáró nettósításnál azonnali és automatikus elszámolást kell biztosítani a feleknek, míg a hazai jogszabályok megkövetelik az értesítést, ami eleve kizárja az elszámolás automatizmusát.

B) Mérlegen belüli nettósítás

A pozíciólezáró nettósítás másik speciális esetének is szokták tekinteni a mérlegen belüli nettósítást. Ebben az esetben a partnerek kölcsönös mérlegen belüli követelése (pl. hitel és be-

tét) kerülnek egymással szemben nettósításra. Természetesen ez is egy felügyeleti engedéllyel bíró szerződés szerint történik. A CRD akkor fogadja el a mérlegen belüli nettósítást kockázatmérséklő technikaként, ha a megállapodás kielégíti a következő feltételeket:

• jogi bizonyosság követelménye (a megállapodás jogilag érvényesíthető minden érintett ország joga szerint a partner fizetéseképtelensége és csődje esetén is);

• a hitelintézet mindenkor képes a partnerrel szemben fennálló nettósításba bevont követelések/kötelezettségek azonosítására;

• a hitelintézet a nettósítás lezárásával kapcsolatos kockázatokat követi és kezeli;

• a hitelintézet releváns kitettséget nettó alapon követi és kezeli.

A magyar szabályozásban jelenleg nem létezik mérlegen belüli nettósítás. Elképzelhető lenne a beemelése, de akkor már nemcsak a Tpt. és a csődtörvény, hanem a számviteli törvény módosítására is szükség lenne, hiszen elszámolása valószínűleg nem történhetne a mérlegen kívüli tételekhez hasonlóan. A szabályozás alapja lehetne a close-out netting mechanizmus (feltételek, felügyeleti engedély), ennek kellene kidolgozni egy speciális változatát.

37 Ugyan a Cstv. 47. § (3) bek. utolsó mondata kifejezetten említi a pozíciólezáró nettósításról rendelkező keretszerződést, ennek ellenére a Tpt.-ben explicit módon nem szabályozzák.

HITELDERIVATÍVÁK

A hitelderivatívák általánosságban leginkább a CRD szerinti előre rendelkezésre nem bocsátott hitelbiztosítékoknak feleltethetők meg. Jellemzően két bank vagy bank és biztosítótársaság között jönnek létre, az egyik fél részéről a hitelportfólió koncentrációjának csökkentésére, míg a másik fél részéről a portfólió bővítése érdekében alkalmazzák. A CRD a hitelderivatívák három fajtáját nevesíti: a CDS-t, a TRS-t és a CLN-t. Mind a három ügylet tipikusan bilaterális OTC-ügylet, mérlegen kívüli elszámolással. Az ügyletek értéke az ügylet „referenciaeszközének” értékéből származik (hitelügylet), amelynek hitelezési kockázatát gyakorlatilag „izolálják” az eszköztől – helyébe a partnerkockázat kerül (kivéve a CLN-nél).

A CRD a hitelderivatívák elismerésével kapcsolatban a következő minimumfeltételeket támasztja:

- egyrészt ugyanazoknak a közös minimumfeltételeknek kell megfelelniük, mint a garanciáknak (l. fentebb);
- a megállapodásoknak meghatározott „hitelkockázati esemény” feltételeket kell tartalmazniuk (ez nemcsak nemteljesítés lehet, hanem pl. átstrukturálás is);
- meghatározott kötelezettség a fedezetet nyújtó részéről;
- megfelelő, robusztus ügyletértékelés;

- ha nem pénzbeli elszámolásról van szó, a referenciaeszköz transzferálása akadálytalanul történjék meg.

Hazánkban az ilyen típusú ügyleteket még nem ismeri a szabályozás. Az általuk felvetett kérdések viszont nagyon hasonlóak az értékpapírosítás hazai problémáihoz.³⁸ Így nem meglepő, hogy a problémák rendezése és a hiányzó jogi háttér kialakítása is várhatóan az értékpapírosításra irányadó, előkészületben lévő jogszabály szerint valósul meg. Ami a problémákat illeti, ezek egyrészt adatvédelmi természetűek, másrészt ismét az engedélyezés intézménye körüli jogi bizonytalanságokkal kapcsolatosak.

Alapvető adatvédelmi problémák lépnek fel az ügyletek minősítésével, értékelésével (eszközök beazonosításával) kapcsolatban. A Hpt. szerint [51. § (1) bek. c) pont] az ügyféladatok átadása lehetséges akkor, ha a követelés adásvételéről van szó. Ahol azonban valódi átruházás nem történik, a törvényszöveg értelmezése alapján nem adható ki banktitoknak minősülő adat, kivéve, ha az ügyfél ebbe egyértelműen beleegyezik.

A hitelderivatívák teljesítése történhet készpénzes elszámolással, illetve a követelés átruházásával is. A követelések átruházása általában engedélyezéssel valósul meg. A biztosítéki engedélyezésnél a biztosítéki jelleg miatt

³⁸ A CLN-t nagyon sokszor Special Purpose Entity-n keresztül bocsátják ki, ami gyakorlatilag „true sale”, ilyen módon már átmenet az értékpapírosítás irányába.

nem szükséges az engedményezés adóssal szembeni érvényesítéséhez szükséges adósrtesítés lebonyolítása, így alkalmas eszköz lehet a hitelderivatívák esetében. A követelések elismertetésénél tárgyalt bírói joggyakorlatban felmerülő problémák miatt azonban jelenleg ez sem működhet – a bírói jogértelmezés szempontjából egyértelműbb szabályokra lenne szükség.

KÖVETKEZTETÉSEK

A bankok szavatolótőke-számításának nemzetközi sztenderdjei (Bázel II) és uniós szabályai (CRD) immáron elismernek több, a bankok gyakorlatában megjelenő hitelbiztosítékot és egyéb hitelkockázatot mérséklő technikát. A hitelkockázatot mérséklő hatás szabályozói elismerése csökkenti azoknak a kitétségeknek az értékét, amelyeket tőkével szükséges fedezni a bankoknak. A szabályozói szavatoló tőke alacsonyabb finanszírozási költsége miatt a bankok nagyobb összeggel gazdálkodhatnak, és ennek révén jövedelmezőségük javulhat. A hatékonyabb tőkeallokáció közvetetten pedig azt eredményezheti, hogy a hitelezés ügyfelekre terhelt költsége csökken.

Ahhoz, hogy a kedvező hatást a hazai bankok is érvényesíthessék és a hazai ügyfelek is érezhessék, szükséges, hogy a fedezetekre irányadó magyar szabályozás összhangban legyen a CRD-nek az elismerhető fedezetekkel

szemben támasztott követelményrendszerével.

Az alábbi területeken lenne szükséges a hazai szabályozási környezet felülvizsgálata, annak érdekében, hogy a hazai hitelezési tevékenység uniós összehasonlításban is hatékony maradjon:

- Az óvadéki konstrukció alapvetően megfelel a CRD elvárásainak, korrekcióra csak az óvadéknak az adós elleni végrehajtási eljárásban való automatikus és minden óvadéki tárgyra kiterjedő elismerése érdekében van szükség.

- A zálogjogi szabályok egybeesengenek a CRD követelményeivel, ehhez képest a felszámolási eljárásban érvényesített zálogjog miatt is szükséges a hitelezői érdekérvényesítés erősítése a Cstv.-ben. A faktoringpiac megőrzése érdekében, valamint az olyan hitelbiztosítékoknál, mint az árbevétel- és követelés-engedményezés, tehát a követeléseken alapított zálogjogok elismeréséhez szükség van egyfajta zálogjogi regiszter kialakítására. Ingókon alapított zálogjog kapcsán mindenekelőtt szükséges biztosítani a lajstromozható dolgoknak az ingatlannyilvántartás szabályaihoz hasonló regiszterét. Ezzel együtt a nem lajstromozható dolgok esetében a zálogjog megalapításának szigorú alaki szabályait enyhíteni kell.

- A bankgarancia-szabályok tartalmukat tekintve az akkreditívra utalnak. Ezeket szükséges a CRD-re tekintettel is átgondolni és módosítani.

• Amennyiben cél, hogy a hazai szabályozási környezet fejlődése kövesse a nemzetközi pénzügyi piacok igényeit, indokolt megalkotni a pozíciólezáró nettósítási megállapodás és a nettósítási keretegyezmény hazai szabályait. Jelenleg a CRD szerint nem ismerhető el hitelkockázat-mérséklő fedezetként. Meg kell teremteni a jogi kereteit annak, hogy a nettósítási keretmegállapodások legalább a pozíciólezáró nettósítási megállapodásokkal azonos elismerést nyerjenek a hazai szabályozásban, valamint meg kell vizsgálni a mérlegen belüli nettósítás lehetőségét. Hosszú távon szükséges felülvizsgálni a beszámítás intézményét, mennyiben akadályozza, hogy a hazai jog alapján megkötött pozíciólezáró nettósítási megállapodások is végrehajthatóak legyenek.

• A hitelderivatívák térnyerése a nemzetközi gyakorlatban előrevetíti, hogy a hazai engedményezési és tartozásátvállalási szabályozást előbb-utóbb korszerűsíteni kell. A hitelderivatívák teljesítése ugyanis történhet követelés átruházásával is, ahol az engedményezés adatvédelmi vonatkozásai és a bírói joggyakorlat gátat szabnak az instrumentum fejlődésének. A biztosítéki engedményezést ugyanis a hazai bírói joggyakorlat csőd és felszámolás esetén nem ismeri el, a hatályos adatvédelmi szabályok szerint pedig az átruházott követelés ügyféladatai csak értékpapírosításhoz hasonló ügyleteknél adhatók át. Hosszú távon úgy szükséges felülvizsgálni a hazai engedményezési és tartozásátvállalási szabályokat a Ptk.-kódifikációban, hogy a követelések és kötelezettségvállalások piaci jellegű átruházását a szabályozás és bírói joggyakorlat ne akadályozza.

Irodalomjegyzék

- ALLAYANNIS, GEORGE S.–BROWN, GREGORY W.–KLAPPER, LEORA F. [2005]: Legal Effectiveness and External Capital: The Role of Foreign Debt, *World Bank Working Paper*
- ATTA-MENSAH, JOSEPH [2003]: Collateral and Credit Supply, *Bank of Canada Working Paper*
- BALKENHOL, B.–SCHÜTTE, H. [2002]: Collateral, Collateral Law and Collateral Substitutes, ILO, Genf
- BEBCHUK, LUCIAN ARYE–FRIED, JESSE M. [2001]: A New Approach to Valuing Secured Claims in Bankruptcy
- BIS [2001]: Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics, Basel
- BIS [2004]: Preliminary Legal Comments on the Draft Implementation of Basel II in the Proposed EC Directives Recasting Banking, Directive and Capital Adequacy Directive Regarding Legal Risk, Directorate General Legal Services, Financial Law Division
- COUNCIL OF MORTGAGE LENDERS [2005]: Responses to Consultations and Submissions Proposed EU CRD
- FIONNUALA, EARLEY [2005]: UK Mortgage Funding, *CML Housing Finance, 2/2005*
- ECB: The implementation of monetary policy in the euro area, 2005
- ECB: Measures to improve the collateral framework of the Eurosystem, 2004

- ECB: Money Market Study, 2004
- ECB: Report on Structural Factors in the EU Housing Market, 2004
- ECB: „Report on Legal Risk”, Task Force on Legal Risk, 2004
- ECB: The Euro Area Lending Survey, 2005. április
- FSA: Letter to the British Banker’s Association FAQ, 2004. október
- GÁRDOS ISTVÁN [2005]: A zálogjog Janus-arcúsága, különös tekintettel az ingó jelzálogra, *Gazdaság és Jog*, 2005. január, 1. szám
- GÁRDOS ISTVÁN [2004]: Zálogjog felülvizsgálata a polgári jogi kodifikáció keretében, Igazságügyminisztérium (vitaanyag)
- GÁRDOS ISTVÁN [2001]: Az ingó jelzálogjog és a vagyont terhelő zálogjog a Ptk.-módosítás után, *Gazdaság és Jog*, 2001. október, 10. szám
- GÁRDOS, BENKE, MOSONYI, TOMORI ÜGYVÉDI IRODA [2002]: Pénzügyi biztosítékok, Budapest
- DR. HEGEDŰS ÉVA [2005]: Validity and Enforceability under Hungarian Law of Close-out Netting, Allen&Overy LLP, Budapest.
- ISDA: ISDA Collateral Guidelines, 2005
- ISDA: ISDA Margin Survey, 2005
- JIMÉNEZ, GABRIEL–SAURINA, JESÚS [2003]: Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk, Bank of Spain
- MNB: Éves jelentés, 2004
- MNB: Monetáris politika Magyarországon, 2002
- ÖNB: Kreditsicherungsrecht in Ungarn, 2004
- POTTS, ROBIN [1997]: Credit derivatives, Allen&Overy LLP, London
- POZZOLO, ALBERTO FRANCO [2003]: The Role of Guarantees in Bank Lending, Banca d’Italia.
- QUINN, RICHARD [2004]: The Wider Application of Basel, PricewaterhouseCoopers LLP
- SALAMONNÉ DR. SOLYMOSSI IBOLYA [2002]: A szerződések biztosítékai, Agrocent Kiadó, Budapest
- SONG, INWON [2002]: Collateral in Loan Classification and Provisioning, IMF Working Paper
- TÓTH ÁRON [2002]: A hitelkockázat kezelésének új irányai, *MNB Műhelytanulmányok*, Budapest
- TUMPEL-GUGERELL, GERTRUDE [2005]: Integration and efficiency in collateral markets – a central bank perspective, Frankfurt
- WEIRAUCH, EDGAR [2005]: Credit derivatives: types and mode of operation, Frankfurt.
- WYMAN, MERCER OLIVER [2004]: Financial Integration of European Mortgage Markets

MOLNÁR MÁRK ANDRÁS

A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE HATÉKONYSÁGA

A jelen cikk irodalmi áttekintés. Röviden összefoglalja az elmúlt másfél évtized legfontosabb empirikus vizsgálatait, amelyek a hazai értéktőzsde hatékonyságáról szólnak. A piaci hatékonyság elmélete szerint akkor tekintünk egy piacot hatékonynak, ha az árak minden rendelkezésre álló információt azonnal tükröznek. Ennek tesztelésére a nemzetközi szakirodalom számtalan módszert bevetett, de egyetértés több évtizednyi próbálkozás ellenére sem született. A modern magyar tőzsde bő másfél évtizedes története is elég volt arra, hogy számos, sokszor ellentmondó eredmény lásson napvilágot a hazai piac hatékony(talan)ságáról.

A magyar értéktőzsde a rendszerváltás óta eltelt bő másfél évtized alatt fejlődhetett ki jelenlegi állapotáig. Az időszak első néhány évét tekintve a piaci hatékonyság vizsgálata aligha vezethet messzemenő következtetések levonásához. Az 1995-ös pénzügyi intézkedéscsomagot követően jelentős tőkebeáramlás kezdődött meg. A nyugati alapokon túl, amelyek válság esetén eddig riadtan vonták ki tőkéjüket, egyre bővül a hazai befektetők köre is. Az 1990-es évtized első felében tapasztaltakkal ellentétben már nemcsak néhány befektető akarata szerint alakulnak az árfolyamok, de a hatékony piacok létrejöttéhez szükséges feltételek kialakulása is jó úton halad. A piac fejlődésével élesedik a verseny, az infrastruktúra bővülésével, a területen dolgozók szakértelmének növeke-

désével hatékonyabbá válhatott a magyar értékpapírpiac.

Talán úttörő vállalkozásként Muszély (1994) a BÉT részvényeinek napi átlagárát vizsgálva a piac gyenge és erős hatékonyságáról kísérelt meg következtetéseket levonni. Mintájába a BÉT 27 részvénye került be a tőzsdei bevezetéstől az 1994. február közepéig terjedő időszakból. Megállapította, hogy az erős hatékonyság a vizsgált időszakban nem teljesült, mert a magyar részvények külföldi bevezetése előtti árfolyamalakulás bennfentes kereskedelmet sejtetett, de a gyenge hatékonyság is sérült, hiszen a vizsgált árfolyamváltozások szignifikáns sorozatkorrelációt mutattak. A BUX napi változásait elemezve hasonló következtetésekre jutott a gyenge formát illetően Molnár (1995) is, aki hozzátet-

te, hogy ez a sorozatkorreláció nem kihasználható, előrejelzésre nem használható.

Az 1990-es évek első felének BÉT árfolyamadatain tesztelte Rappai (1995) a piac hatékonyságát. Kointegrációs vizsgálatának lényege, hogy ha az árfolyamidősorokból képzett rendszerben léteznek olyan részvények, amelyek árfolyamai függetlenek a többi részvényárfolyamtól, akkor azok nem reagálnak az új információkra, tehát a hatékonyság nem teljesülhet. Tizenhárom részvény árfolyamából arra a következtetésre jutott, hogy valamennyi papírra teljesül a véletlen bolyongás és a hatékonyság gyenge formája. Bár Rappai tesztje jórészt olyan részvényeket vizsgált, amelyek ma már nem is forognak a BÉT-en, mégis bátor vállalkozásnak tekinthető, amennyiben az alig néhány éves múltira visszatekintő magyar részvények hatékonyságáról vont le következtetéseket.

A Fama–Fisher–Jensen–Roll (1969) által alkalmazott módszerrel ellenőrizte a Pick-részvény hatékonyságát Grubits (1995). A vizsgálatba bevont időszak meglehetősen rövid: 1993 szeptembere és 1994 februárja közötti adatokra terjed ki, mivel csak ekkor volt a papír piaca megfelelően likvid. A vállalatot érintő bejelentések hozamra gyakorolt hatását elemezte a szerző a bejelentést megelőző, illetve az azt követő első két nap hozamainak összehasonlításával. Grubits szerint a megfigyelt hozamok azt támasztják

alá, hogy az árfolyamok már a bejelentés napján tartalmazzák az új információkat, ám csak részlegesen, mivel a bejelentést követő napon még szintén érezhető volt a korrekció hatása, az árfolyamváltozás csak a bejelentést követő második napon tér vissza a megszokott szintre. Fejlett tőzsdékkal összehasonlítva, e lassabb alkalmazkodást a szerző egyrészt a BÉT kisebb méretével, másrészt a befektetők óvatosabb magatartásával, kivárással magyarázta.

A MOL-részvény áringadozását elemezve Palágyi (1999) arra jutott, hogy az lényegesen eltér a normális eloszlástól. Vizsgálatai során napon belüli adatokat tesztelt, amelyek eloszlása jól közelíthető egy $\alpha=1,48$ exponensú Levy-féle Pareto-eloszlás sűrűségfüggvényével. Az eredmény azonban további kiegészítésre szorulna, mivel az idősor mindössze másfél évet ölelt fel.

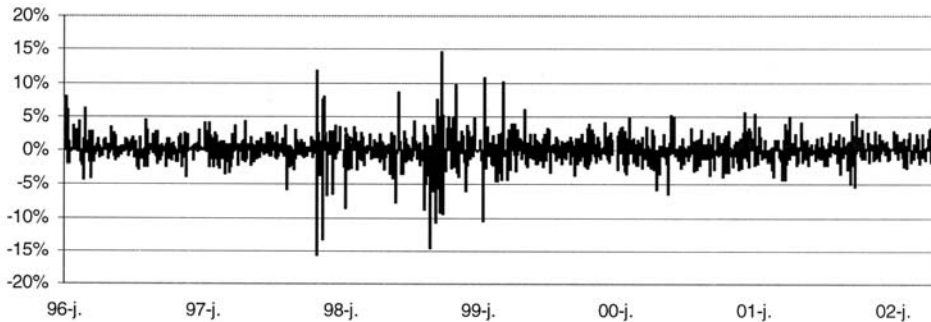
A magyar részvények napi és havi idősorainak függetlenségét tesztelte Andor–Ormos–Szabó (1999). A vizsgált időszak 1991 és 1999 közé esett. A különböző hosszúságú periódusokra számított autokorrelációs eredmények megerősítették a hipotézist, amely szerint a magyar tőzsde árfolyamai megfelelnek a bolyongás követelményeinek, illetve a hatékonyság feltételeinek. A Fama (1965) által is elvégzett „run test” eljárás szintén alátámasztotta a magyar piac hatékonyságát, jóllehet az eredmények az amerikai értékek alatt maradtak. A „hét napjai hatás” vizsgálatok a nemzetközi irodalom

által már említett jelenségeket Andor–Ormos–Szabó nem erősítette meg, de kimutatta, hogy a BÉT csütörtöki hozamai a többi nappal összeha-

sonlítva szignifikánsan alacsonyabbak. A jelenségre alapozható kereskedési stratégiák esetleges feltárása nem volt tárgya a szerzők vizsgálatának.

1. ábra

A BUX 1996. január és 2002. április közötti USD-ben kifejezett napi hozamai



Ulbert–Benke–Cserép–Hegedűs (2000) ötfázisú tőzsdemodellje az oszcillátormodelleken alapul. Hasonlóan a filterszabályon nyugvó kereskedéshez, e modell is a trendfordulók kihasználására törekszik. Az 1996 és 1998 közötti hároméves periódus BUX-adatain tesztelve, a modell szignifikánsan túlszárnyalta a piacot. Ugyanakkor e modellnél is kérdésessé teszi az eredményeket a vizsgált időszak hossza, másrészt az ezen intervallum alatt bekövetkezett piaci változások. Hosszabb ideig tartó válságok vagy fellendülés idején egy trendfordulókra épített modell félrevezető lehet.

Több jelenségre kiterjedő empirikus elemzést végzett Marton (2001).

A magyar piac korából és az egyes részvények piaci pályafutásából adódóan a BUX 1991 és 2000 közötti értékeire végzett sorozatkorrelációs tesztet, illetve vizsgálta a kosár szezonális tulajdonságait is. A rövid távú autokorrelációs együtthatók azt mutatták, hogy bár a BUX esetében ez az érték magasabb, mint a DJIA esetében, a kiugró pozitív értéket rendre negatív, majd újra pozitív érték követi. Marton ezt az erőteljes korrekciós hatást azzal magyarázza, hogy egyrészt a magyar piacról a külföldi befektetők készek hamarabb kimenekíteni tőkéjüket rossz hír hallatán, másrészt a piac likviditása alacsonyabb. A napi hozamokra kapott autokorrelációs érték azonban nem elég magas ahhoz, hogy

kereskedési stratégiát lehessen rá alapozni, de a szerző további vizsgálatokat javasol.

Az infláció hatásától megtisztított BUX hosszú távon – különösen egyéves időtávon – negatív sorozatkorrelációt mutatott, ami megegyezik Poterba–Summers (1988) nemzetközi eredményeivel a rövid távú pozitív és hosszú távú negatív sorozatkorreláció általános jelenségéről, illetve egybevág De Bondt és Thaler (1985) piaci túlreagálásról és korrekcióról szóló magyarázatával. Ez az eredmény viszont nem áll összhangban Fama–French (1988) amerikai piacra vonatkozó U-alakú mintázatával. Ez utóbbi szerint az általában negatív autokorreláció 3–5 éves időtávon éri el minimumát, egyébként rövidebb és hosszabb távon ennél magasabb. A „hét napjai hatást” tesztelve Marton eltérő eredményre jutott, mint Andor et al., ez azonban aligha tudható be a mindössze egy évvel hosszabb vizsgálati időszaknak. Megállapította, hogy bár a szerdai hozamok szignifikánsan nagyobbak voltak a hét többi napjéénál, a tranzakciós költségek és a hozamok magas szórása miatt erre alapozva nem lehet kereskedni. Marton következtetése az, hogy a magyar tőzsde gyenge hatékonysága teljesül.

Hatéves időtávú – 1996 és 2002 közötti – adatokon végeztem saját vizsgálatot a BUX napi hozamainak eloszlására és autokorrelációjára. Tíz ország értéktőzsdéit¹ összevetve azt találtam, hogy a BUX ezek közül a leg-

inkább leptokurtikus sűrűségfüggvénynt mutatta – hasonlóan kiugró csúcsosságot és vastag széleket mutatott még a brazil, hongkongi és varsói tőzsde eloszlása. Ez összhangban áll Marton (2001, 79. o.) azon megállapításával, amely szerint válság idején a BUX ingadozásai még a hasonló kockázati besorolású WIG ingadozásait is túlszárnyalták.

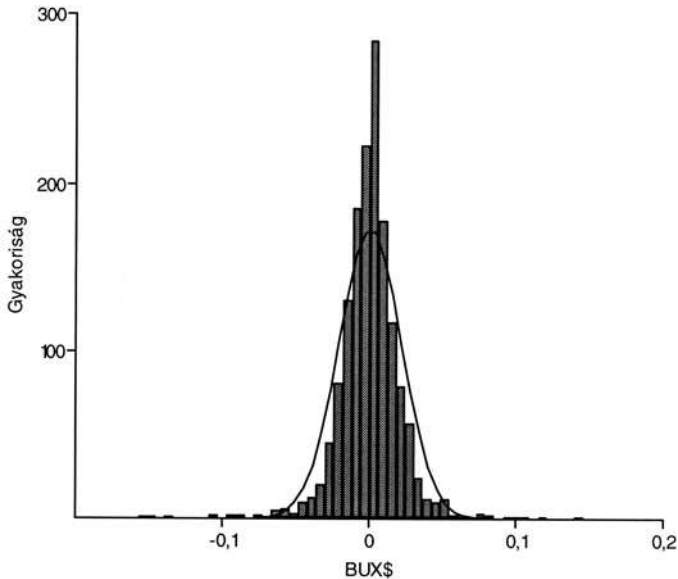
A normális eloszlástól való eltérésen kívül a rövid távú – 1 és 25 nap közötti – sorozatkorrelációs vizsgálatok is cáfolni látszanak a BUX szabad bolyongását az adott időszakban. Eredményeim szerint az amerikai piacokon csak negatív szignifikáns autokorreláció tapasztalható, ám a BUX esetében megerősítést nyert az első napi szignifikáns pozitív, majd a következő néhány napban többször egymást váltó negatív és újra pozitív autokorreláció. Ezek mértéke azonban nem volt gazdaságosan kiaknázható. (2. ábra)

A napon belüli, illetve kötésenkénti hozamok eloszlását vizsgálta Palágyi (2002) doktori értekezésében. Az adatok az 1996 és 1998 első féléve közötti időszakot és a legnagyobb forgalmú négy magyar részvény (MOL, OTP, Matáv, TVK) árfolyamát ölelték át. Vizsgálata során a hozamokat különböző időskálákön elemezte: kötésenként, árváltozásonként és fizikai idő szerint. A részvényárfolyamok model-

1 A vizsgálatba bevont tőzsdeindexek: DJIA, S&P500, FTSE100, NASDAQ, CAC40, DAX, NIKKEI, HANGSENG, BOVESPA, BUX, PX50, WIG.

2. ábra

A BUX 1996. január és 2002. április közötti USD-ben kifejezett napi hozamainak eloszlása és a normális eloszlás összehasonlítása



lezésének első lépéseként az idősorok függetlenségét ellenőrizte kötésenkénti sorozatkorrelációs teszttel. Az elsőrendű nagy értékű negatív autokorreláció az idő függvényében az amerikai piacon észleltnél lassabban közelített a nullához, ami a hosszú távú memória erősebb jelenlétére utal. Vizsgálata megerősítette, hogy amennyiben az árfolyamokat stabil eloszlással írjuk le, akkor annak α paraméterei mind a kötésszám, mind az eltelt idő hosszának növekedésével szintén emelkednek, egyre jobban megközelítve az $\alpha=2$ értéket. Negyedéves lépésközök-nél a vizsgált papírok α mutatója 1,1 körüli értékről körülbelül 1,5-re emelkedett, a Matáv-részvény kezdeti α ér-

téke magasabb volt a többi részvényénél, körülbelül 1,6. Az árváltozásonkénti hozamoknál a részvények α -ja 1,4 és 1,9 között mozgott.

A BÉT-en forgalmazott 21 részvény-nél keresett kapcsolatot Lukács (2003) a napi záróárak hozameloszlásai és az egyes értékpapírok tőzsdei kapitalizációja között. A hozamok szóródásának terjedelme és szórása is csökkenő mértéket mutatott a kapitalizáció növekedésével, ami a kiszámíthatóság egyik megnyilvánulása. Az eloszlás tesztelésekor el kellett vetni azok normalitását: szignifikánsan csúcsosabb hozameloszlásokat kapott, amelyek szintén csökkentek a kapitalizáció növekedésével arányosan.

Az eloszlások szélének vastagsága az eloszlásfüggetlen Hill-eljárás eredménye szerint nem állt kapcsolatban a kapitalizációval.

A piaci hatékonyság erős formáját tesztelte Vajda (2003). Tizennégy részvény bevonásával az 1997 és 2002 közötti időszakban azt vizsgálta, hogy a bejelentett bennfentes kereskedés milyen hatással volt a piacra. A BÉT bejelenett bennfentes tranzakcióinak több mint háromnegyede eladási ügylet, ami azt jelenti, hogy a vállalatvezetők – például részvényopciós kom-

penzáció útján szerzett – részvényeket értékesítették, amelyet a diverzifikációs szükséglet, illetve a likviditási igény vezérelhetett. Az eladások bejelentésének napját követő, rendkívüli hozamok vizsgálata azt mutatta, hogy a bennfentes kereskedés hírére a piaci szereplők nem tekintik jelzésnek, és az nem ösztönöz további kereskedést. Ezzel ellentétben a vételi tranzakciók bizonyos feltételek között szignifikáns pozitív CAR értéket generáltak, tehát a piac jelzésként értékelte azokat.

1. táblázat

A BÉT hatékonyságát vizsgáló szakirodalom összefoglalása

Szerző	Vizsgálat tárgya	Vizsgált időtáv	Eredmény
Muszély (1994)	27 részvény, napi hozamok	1994. II-ig	<ul style="list-style-type: none"> A magyar részvények külföldi bevezetése előtti árfolyamalakulás: bennfentes kereskedelem <ul style="list-style-type: none"> Gyenge hatékonyság is sérült: szignifikáns sorozatkorreláció
Molnár (1995)	BUX, napi hozamok	1991. I. – 1995. II.	<ul style="list-style-type: none"> Nincs szabad bolyongás: szignifikáns autokorreláció, azonban nem kihasználható
Rappai (1995)	13 részvény	1990 – 1995	<ul style="list-style-type: none"> Árfolyamok bolyongása: a piac legalább gyengén hatékony
Grubits (1995)	Pick, napi hozamok	1993. IX. – 1994. II	<ul style="list-style-type: none"> A hírek bejelentését követő reziduális hozamok lassabban állnak vissza megszokott szintjükre, mint a fejlett tőzsdéken Lassabb reakció az információkra: a BÉT kisebb likviditása, befektetői óvatosság
Palágyi (1999)	MOL, napon belüli kötések	1996 – 1997	<ul style="list-style-type: none"> Stabil eloszlás: $\alpha=1,48$ paraméterrel: a normális eloszlás nem teljesül
Andor–Ormos–Szabó (1999)	Összes részvény, napi és havi hozamok	1991 – 1999	<ul style="list-style-type: none"> Sorozatkorreláció és „run test”: az árfolyamok bolyonganak, a piac legalább gyengén hatékony Szignifikánsan alacsonyabb csütörtöki hozamok
Ulbert–Benke Cserép–Hegedűs (2000)	BUX	1996 – 1998	<ul style="list-style-type: none"> Trendfordulókra épülő ötfázisú modell: szignifikáns pozitív többlethozam
Marton (2001)	BUX, napi hozamok	1991 – 2000	<ul style="list-style-type: none"> Csillapodva ingadozó, rövid távú sorozatkorreláció: külföldi befektetők menekülésre való hajlama, alacsony likviditás Negatív hosszú távú sorozatkorreláció: túlreagálás Szignifikánsan nagyobb szerdai hozamok: nem kihasználható
Palágyi (2002)	4 részvény, napon belüli kötések	1996 – 1998. VI.	<ul style="list-style-type: none"> Stabil eloszlások α paraméterei a periódus hosszával 2-höz tartanak
Lukács (2003)	21 részvény, napi hozamok		<ul style="list-style-type: none"> A kapitalizáció növekedésével normálishoz tartó eloszlás
Vajda (2003)	14 részvény, napi hozamok	1997 – 2002	<ul style="list-style-type: none"> Bennfentes kereskedés bejelentésekor az eladást nem, de a vételt jelzésnek tekinti a piac

Összegzésként elmondható, hogy az elmúlt években a magyar tőzsde hatékonyságáról több, egy-egy jelenségre

összpontosító, de helyenként ellentmondásos vizsgálat is született, teljes összhangban a nemzetközi szakiroda-

lommal. A vizsgálatok abba az irányba mutatnak, hogy bár felfedezhetők a magyar értéktőzsdén a hatékonytalan-

ság egyes jelei, azokat stabilan nem lehet kihasználni extrahozamok realizálására.

Irodalomjegyzék

- ANDOR GYÖRGY–ORMOS MIHÁLY–SZABÓ BALÁZS [1999]: Return Predictability in the Hungarian Capital Market, *Periodica Polytechnica* 7. (1.), 29–45. o.
- DE BONDT, WERNER F. M.–THALER, RICHARD H. [1985]: Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance* 40. (3.), 1985. 6., 793–805. o.
- FAMA, EUGENE F.–FISHER, LAWRENCE–JENSEN, MICHAEL–ROLL, RICHARD [1969]: The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review* 10., 1969. 2., 1–21. o.
- FAMA, EUGENE F.–FRENCH, KENNETH R. [1988]: Permanent and Temporary Components of Stock Prices, *Journal of Political Economy* 96 (2.), 1988. 4., 246–273. o.
- FAMA, EUGENE F. [1965]: The Behavior of Stock-Market Prices, *Journal of Business* 38. (1.), 34–105. o.
- FAMA, EUGENE F. [1970]: EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25. (2), 1970. 5., 383–417. o.
- GRUBITS LÁSZLÓ [1995A]: A hatékony tőkepiacok elmélete és a Pick-részvény árfolyama I., *Bankszemle* 39. (3–4.), 42–53. o.
- GRUBITS LÁSZLÓ [1995B]: A hatékony tőkepiacok elmélete és a Pick-részvény árfolyama II., *Bankszemle* 39. (5.), 21–28. o.
- LUKÁCS PÉTER [2003]: Értékpapírok hozamának eloszlása és a tőzsdéi kapitalizáció, *Sigma* 34. (1–2.), 31–43. o.
- MARTON RITA [2001]: A magyar tőkepiac hatékonyságának vizsgálata, *Bankszemle* 45. (4–5.), 72–87. o.
- MOLNÁR JÓZSEF [1995]: A Budapesti Értéktőzsdé gyenge értelemben vett hatékonyságának tesztelése ökonometriai módszerekkel, TDK dolgozat, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem
- MUSZÉLY PÉTER [1994]: A BÉT részvénytőzsdéjének a hatékony tőkepiacok elméletének tükrében, TDK dolgozat, Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem
- PALÁGYI ZOLTÁN [1999]: árfolyamingadozások és kockázatbecslés a Budapesti Értéktőzsdén, *Sigma* 30 (1–2.), 27–33. o.
- PALÁGYI ZOLTÁN [2002]: Stabil eloszlások alkalmazása pénzügyi idősorok modellezésében, PhD értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem
- POTERBA, JAMES M.–SUMMERS, LAWRENCE H. [1988]: Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implication, *Journal of Financial Economics* 22., 27–59. o.
- RAPPAI GÁBOR [1995]: A hatékony tőkepiacok elmélete a gyakorlatban, in *Studio Oeconomica* jubileumi tanulmánykötet, Janus Pannonius Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara, Pécs, 286–312. o.
- SOÓS ÁRPÁD [1998]: Tőkepiaci hatékonyság – egy empirikus vizsgálat, in Néhány évtized, tanulmánykötet Hoóz István tiszteletére, Janus Pannonius Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara, Pécs, 61–70. o.
- ÜLBERT JÓZSEF–BENKE ZSOLT–CSERÉP ANDRÁS–HEGEDŰS ÁKOS [2000]: Az ötfázisú tőzsdemodell, avagy recept a Budapesti Értéktőzsdéhez, *Bankszemle* 44. (3), 44–59. o.
- VAJDA ISTVÁN [2003]: Bennfentes kereskedelem, *Közgazdasági Szemle* 50., 2003. 3., 235–253. o.
- VARGA JÓZSEF [1995]: Pénz- és tőkepiac hatékonyságának vizsgálata vektor idősorok véletlen bolyongási tesztjeivel, in *Studio Oeconomica* jubileumi tanulmánykötet, Janus Pannonius Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara, Pécs, 454–463. o.

PÁLOSI-NÉMETH BALÁZS

FUNKCIONÁLIS HATÉKONYSÁG HAT ÚJ EU-TAGÁLLAM SZABVÁNYOSÍTOTT TŐKEPIACÁN¹

A pénzügyi intézmények funkcióinak és struktúrájának kapcsolata sokat vizsgált téma a nemzetközi szakirodalomban. Merton és Bodie [1995] szerint a szerepkörök időben stabilabbak, a megfelelő szerkezet pedig úgy változik, hogy a pénzügyi közvetítés feladatát a lehető leghatékonyabban lássa el (ez az ún. mertonai innovációs spirál). A cikk ezt az állítást veszi górcső alá, azt vizsgálva, hogy vajon térségünk országainak tőzsdéi funkcionálisan hatékonyak-e. Az árfolyamok szinkronitását elemezve megmutatom, hogy bár 1995 és 2000 között a piacok funkcionális hatékonysága nőtt, azóta mégis a fejlődő országokéhoz hasonló szinten „ragadt”. Következésképpen a tőzsdék működése nem magyarázható funkcióikból.

1. BEVEZETÉS

A tőkepiacok teljesítményének, hatékonyságának vizsgálata az irodalomban két, egymástól jól elkülönülő fogalom elemzését jelenti. Az egyik a Fama-féle gyenge, közepes és erős piaci hatékonyság fogalma (Fama [1970]). A három hatékonysági szint között hierarchikus sorrend áll fent, vagyis ha egy piac gyengén nem hatékony, akkor közepesen vagy erősen biztosan nem az. Az információközvetítés és forrásallokáció szempontjából természetesen a piaci hatékonyság megléte is lényeges, így röviden áttekintem a közvetlenül kapcsolódó irodalmat is,

itt az árfolyamok *időbeli függetlensége* kap nagy hangsúlyt. A kutatási kérdés szempontjából azonban a másik hatékonysági fogalom, a funkcionális hatékonyság bír kiemelkedő fontossággal.

Az első jelentősebb tesztek, amelyek a Fama-féle hatékonyságot vizsgálták a magyar piacon legalább ötéves idősor alapján, egyértelműen elutasítják az elemzett piacok hatékonyságát, mert az árfolyamok bizonyos szintű előreláthatóságát, megjósolhatóságát bizonyították (Macskási–Molnár, 1996). Ez azt támasztja alá, hogy a ma-

1 Köszönettel tartozom Csaba László, Móricz Dániel, Somay Róbert és Ali A. Ahmed kitüntető figyelméért és segítségéért.

gyar piacon a nemzetközi piacok hatása már viszonylagosan nagy volt az 1990-es évek eleje óta. Az átfogóbb munkák – Petrov [1999] kointegrációs tesztje, Tcaciuc [2001], Dickey-Fuller (egységgyök) tesztje, valamint Vosvrada és szerzőtársai [1998] GARCH-modellje – szintén elvetik a piaci hatékonyság közepes formáját térségünk tőkepiacain. Ugyanakkor Palágyi és Mantegna [1999] már a kilencvenes években is hatékonynak találta a Budapesti Értéktőzsde négy legnagyobb részvényében (MOL, OTP, Matáv, TVK) folyó kereskedést².

Bechev [2003] a magyar, cseh és lengyel piacot tesztelte mind az index, mind egyedi részvények adatainak segítségével. Az idősorok vizsgálatából arra a következtetésre jutott, hogy mindhárom piac a hatékony piac felé halad, és a magyar piac hatékonysága áll a legmagasabb szinten. Több szempontú ökonometriai megközelítés – Augmented Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski, Phillips, Schmidt és Shin (KPSS) egységgyökteszt, valamint MVR (multiple variance ratio) teszt – nyo-

mán ugyanerre az eredményre jutott Worhington és Higgs [2003, 2006] is. Az európai felemelkedő országok tőzsdéi közül a véletlen bolyongás, azaz a piaci hatékonyság gyenge formájának létrejöttében mindössze Magyarország (a Budapesti Értéktőzsde) bizonyult hatékonynak.

Faragó [2006] az 1999 és 2005 közötti időközben tesztelte a magyar piacot (BUX, MOL, OTP, MTELEKOM). Dolgozatában az árfolyamok eloszlásának vizsgálatán és az autokorrelációs számításokon túl sorozatpróbát is végzett. Elemzésébe 362 technikai indikátort bevonva arra a megállapításra jutott, hogy e hétéves időszak alatt a technikai elemzés módszerei hatásosak voltak, azaz a gyenge hatékonyság kritériumának nem felelt meg a Budapesti Értéktőzsde, jöllehet az egyedi részvények esetében ez kevésbé volt egyértelmű, mint a piacot reprezentáló index (BUX) esetében.

A másik kritérium a funkcionális hatékonyság ismérve. Tobin [1984] beszélt elsőként a pénzügyi piacok funkcionális hatékonyságáról. Ő ezalatt azt értette, hogy a piac – amely Hayek [1937, 1945] szerint a gazdasági aktivitás komplexitásának növekedésével egyre inkább dominálja a „bürokráciát”³ –, a tőke allokációjában képes-e hatékonyan és hatásosan működni. Pontosabban definiálva és kibővítve a fogalmat, a továbbiakban a pénzügyi intézményeket akkor tekintjük funkcio-

2 Negyedéves periódusokban vizsgálva az árfolyamok logaritmikus napon belüli változását, azt állapították meg, hogy a kötésenkénti eloszlás minden időszakra jól közelíthető a Lévy-eloszlás segítségével. Ezt felhasználva, becslést adtak az eloszlás alfa paraméterére, amely a megfigyelési időszak alatt növekvő trendet követett. A piaci hatékonyság tesztje a piac „emlékezőtehetségének vizsgálatára”, azaz az egymást követő tranzakciók autokorreláltságának időbeli hosszára vonatkozott. Ilyen szempontból hatékonynak bizonyult a magyar piac.

3 Tobin terminológiájában.

nálisan hatékonyak, ha ellátják a pénzügyi közvetítés öt alapfeladatát. Levine [2005] átfogó munkája szerint ezek a következők:

1. egyszerűsítik a kereskedést, a fedezést, a diverzifikációt és a kockázatok koncentrálódását, szétosztását; alokkálják az erőforrásokat;

2. finanszírozott projektek megfigyelésén keresztül ellenőrzik a menedzsereket és társasági kontrollt gyakorolnak;

3. mobilizálják a megtakarításokat;

4. a javak és szolgáltatások cseréjének katalizátorai és hajtóerői.

A funkcionális hatékonyság mérésére egy újszerű megoldást javasolok és mutatok be: a részvényárfolyamok *keresztmetszeti* függetlenségének vizsgálatát.

A szakirodalmi tanulmányok nagy része a pénzügyi közvetítés mélységét csak a banki közvetítés mélységeként értelmezi. Más elemzések, amelyek egyáltalán foglalkoznak a tőkepiaccal, meglehetősen egyszerű mértékeket használnak, mint a kapitalizáció/GDP (*market capitalization ratio*) vagy a forgalom/GDP arány (*total value-traded ratio*). Még Levine [2002] is – akinek a tanulmánya épp a bank és a tőkepiaci pénzügyi közvetítés megkülönböztetését célozza, és így bevezet olyan mértékeket, mint pénzügyi-aktivitás

4 Pénzügyi-aktivitás = $\ln(\text{forgalomráta} \times \text{priváthitelráta})$. Pénzügyi-kiterjedtség = $\ln(\text{kapitalizáció rátája} + \text{privát kihelyezések rátája})$. Pénzügyi-hatékonyság = $\ln(\text{forgalom rátája/egy főre eső költség})$. Pénzügyi-aggregált mutató = a fenti 3 mutató kombinációja.

(Finance Activity), pénzügyi-hatékonyság (Finance Efficiency) és pénzügyi-kiterjedtség (Finance Size) – igen egyszerű mértékeket használ⁴.

Itt egy faktormodellre támaszkodva olyan mértéket javasolok, amely (használva a tőkepiac mélységének hagyományos mértékeit is) átfogó statisztikai eszközt biztosít a funkcionális hatékonyság számszerűsítésére, és alkalmasabb az öt alapfunkció együttes mértékéül, mint a hagyományos mutatók. Ez az úgynevezett szinkronitásiindex (SI). E statisztikai eszköz részletes bemutatását követően amellet érvelek, hogy a szinkronitásiindex jobb mértéke a pénzügyi közvetítés mélységének, mint a hagyományos statisztikai mutatók.

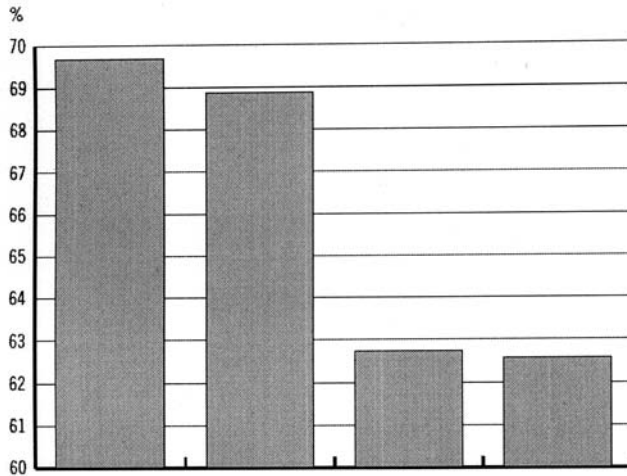
2. Az árfolyamok együttmozgásának mértéke

Az egyedi részvényárfolyamok mozgása egymástól meglehetősen független a fejlett (magas egy főre eső jövedelmű) országok tőkepiacain, de nem ez a helyzet a fejlődő, feltörekvő (közepes és alacsony egy főre eső jövedelmű) országokban. (1. ábra)

A hozamok együttmozgását az amerikai piacon a 2. ábra mutatja be. Látható, hogy az együttmozgás hogyan csökkent időben, a piac fejlődésével párhuzamosan.

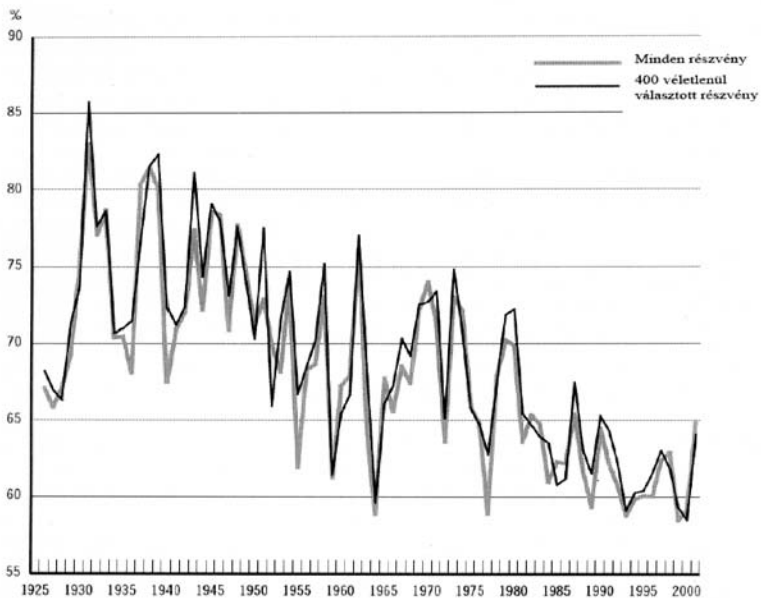
A magas szinkronitás relatíve nem hatékony mikroszintű tőkeallokációt tükröz, amelyet Tobin [1984] funkcionálisan nem hatékony tőzsdéknek tu-

1. ábra

A hozamok együttmozgásának nagysága az egy főre jutó GDP függvényében

Forrás: Morck-Yeung [2002]

2. ábra

A hozamok együttmozgása az amerikai piacon (1926–2000)

Forrás: Morck-Yeung [2002]

lajdonít. Ha a részvények egymáshoz képest relatíve függetlenül mozognak, mint az angolszász országokban, a piac elvileg képes megkülönböztetni a tőke értékének változását egyedileg, függetlenül az iparág vagy a teljes piac mozgásától. Ha azonban az árak „tandemben” mozognak, mint a fejlődő, feltörekvő országokban, a piac csak a tőke aggregált értékének változását képes valamilyen mértékben tükrözni. Sőt, a pénzügyi viselkedésen arra is rámutat, hogy a túl- vagy alulértékelődés sem ritka aggregált szinten, azaz a befektetők érzelmei – amelyeket Keynes érzékletesen állati szellemnek (animal spirit) nevez – tükröződnek jobban az árakban, mint a makroökonómiai információk.

Éppen ezért a „keresztmetszeti függetlenség” (cross-sectional independence) potenciálisan hasznos indikátornak tűnik a tőzsdék funkcionális hatékonyságát vizsgálva. Ennek alátámasztására egyenként is megnézem a pénzügyi közvetítőrendszer alapfunkcióinak lehetséges mértékeit⁵:

1. A beruházásokat megelőzően információt biztosít, és alokálja a tőkét:

- Itt a hagyományos, GDP-arányos kapitalizáció kielégítő mérték, hiszen éppen arról ad információt, hogy a gazdaság egészének mekkora része az, amely kiválasztódott, bevezetett a tőzsdére és kereskedett.

- A tőkeallokáció hatékonyságának számításához azonban az együttmozgásokat kell mérni. Minél inkább képes a piac alokálni a tőkét a megfelelő helyre, annál alacsonyabb a *szinkronitás*.

2. A végrehajtott befektetések megfigyelését, a vállalatok kontrollját biztosítja:

- Ha egy papírt bevezettek a paragrafokra, a legfontosabb kérdés, hogy az új információkra milyen gyorsan reagál a piac, és hogyan építi azt be az árakba. Erre pedig éppen a *szinkronitásiindex* ad választ.

3. Egyszerűsíti a diverzifikációt és menedzseli a kockázatokat:

- Itt meg kell különböztetni a likviditási kockázatot a részvény egyedi kockázatától. A likviditási kockázat jó mértéke a forgási sebesség (*turnover velocity*), azaz a kapitalizációarányos forgalom, de az egyedi kockázatkezelés hatékonyságának mértéke ismét a *szinkronitásiindex*. Ez tükrözi ugyanis a részvények egymáshoz viszonyított függetlenségét, amely a diverzifikáció szempontjából nagyon lényeges.

4. Mobilizálja és összegyűjti a megtakarításokat:

- A legegyszerűbben mérhető funkció. Lehetséges indikátora a tőzsdéi kapitalizáció/összes megtakarítás aránya.

5 A bankrendszer funkcionális hatékonyságának mértékeit itt mellőzve, a tőkepiacra összpontosítunk.

5. Segíti a javak kereskedését:

• Ez a piac információs funkciója. Az árak változása mintegy irányítúként szolgál a cseréhez. Minél ritkábbak a csordaszellemből adódó, együttes árváltozások, annál megalapozottabb az árakra alapozott döntéshozatal. Következésképpen a *szinkronitás* mérése itt is fontos szerepet tölt be, ha a piac irányító, információs funkcióját vizsgáljuk. Választ ad arra, hogy mennyire informatívak az árak.

3. A MÉRÉS MÓDSZERTANA

Az egyes részvények hozamának szóródását elemezve, French és Roll [1986], valamint Roll [1988] munkáira alapozva, Mørck és szerzőtársai [2000] is készítették az adott ország piacát jellemző szinkronitáshozamindexet. Első lépésként országonként az egyedi részvények kétheti hozamait regresszálták a hazai és a világ tőzsdéinek hozamaival (világtőzsdéindex helyett az amerikai piac hozamaival számoltak). A regressziós egyenletből⁶ pedig R^2 -eket (determinációs együtthatókat) számítottak:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_{1,i} r_{m,t} + \beta_{2,i} [r_{US,t} + e_{jt}] + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

6 Látható, hogy a (1)-es egyenlet valóban egy kétfaktoros indexmodell. Jóllehet esetünkben ennek alkalmazása sokkal inkább azon információk tulajdonságainak/minőségének vizsgálatára irányul, melyek beépülnek az árakba, mint magára az árazásra és a kockázathozam közti átváltásra, ahogyan ez a faktor-modellek eredeti alkalmazásában szerepelt.

ahol i a vállalati index, j az ország piacát jelölő index, t a kéthetes periódusokat jelölő index, $r_{m,t}$ a hazai piac kéthetes hozama, és $r_{US,t}$ az amerikai piac kéthetes hozama. Annak érdekében, hogy a devizaárfolyamok hatása ne tükröződjön az egyenletben, a keresztárfolyamok hozamaival korrigálni kell az amerikai hozamokat (mintegy átváltva azokat egységes devizára), amit e_{jt} jelöl.

A kéthetes hozamok (amelyeket napi hozamokból számoltak ki) használatának okai a következők:

- segítségükkel kiszűrhető a „zaj”, melyet a kereskedés indukál,
- a kevésbé likvid papírokra is értelmes hozamok adódnak,
- mégis elég rövid az intervallum ahhoz, hogy legyen elég adat a becsléshez.

A (1)-es egyenlet regresszió-statisztikái közül az R^2 -t méri, hogy az adott részvény hozamának szóródását hány százalékban magyarázza az ország és a világ tőzsdéinek mozgása. Az összes részvényre kiszámolva a (2) formula segítségével meghatározható az országra jellemző szinkronitáshozamindex:

$$R_j^2 = \frac{\sum_i R_{i,j}^2 \times SST_{i,j}}{\sum_i SST_{i,j}}, \quad (2)$$

Ez tehát egy lehetséges mértéke a tőzsdei árak együttmozgásának, ahol szokásosan $SST_{i,j}$ -vel a teljes szórást jelöljük. Én is ezt a súlyozást, és nem például egy egyszerű átlagot használok majd (követve Roll [1988] vala-

mint French és Roll [1986] módszer-tanát), hogy eredményeim összevet-hetőek legyenek, különös tekintettel Mørck és szerzőtársai [2000] időben hozzánk legközelebb eső indexeire.

A magasabb R^2 tehát azt jelenti, hogy az árák együttlmozgása gyakran magas az adott ország piacán. A továbbiakban a fent vázolt módszertant alkalmazom hat átmeneti gazdaságú országra.

4. ADATOK⁷

A kutatás során teljeskörű mintavétel-lel kezdtem adatokat gyűjteni, de a vállalatok nagy száma miatt később csak azokat vontam be az elemzésbe, amelyek tagjai valamelyik vizsgált ország tőzsdeindexének. Tehát a mérés-hez használt adatbázis a vizsgált új EU-tagország tőzsdén jegyzett likvid részvényeinek napi záróárából ké-szült, ezt a Bloomberg rendszeréből gyűjtöttem össze. A vizsgált vállalatok száma országonként a következő (tisz-tított, végleges minta): Észtország 13, Csehország 14, Magyarország 12, Lit-vánia 10, Szlovákia 6 és Lengyelország 117 (részletesen a 2. sz. mellékletben).

Az adatsorok hosszára vonatkozó-an a hosszabb időtáv (több adat) és a megbízható, értelmes, releváns ada-tok közötti optimumot keresve, alap-vetően az 1995–2006-os időszakot vá-lasztottam (az idősor vége 2006. márc-ius 31.). Számos esetben a vizsgált

vállalat bevezetése 1995 után történt meg, így értelemszerűen azok csak a kereskedésük kezdetétől szerepelnek a mintában. Azoknál a vállalatoknál, amelyeket a vizsgált intervallumban kivezettek a tőzsdéről, jelentős ab-normális hozamokat találtam, és így eltávolítottam a mintából. Ha egy ér-tékpapír kereskedését felfüggesztet-ték, az adott periódusban szintén ki-vettem a mintából.

A kapott adatbázisban ugrásokat is lehetett találni. Azokat, ahol a heti hozamok 25%-nál nagyobbak, kivet-tem a mintából, feltételezve, hogy ez elütés vagy egyedi eseményeknek kö-szönhető, amely zajt vinne a mérési eredményekbe, torzítva azok megbíz-hatóságát.

5. Az átalakuló országok tőzsdéinek szinkronitásvizsgálata

A fent vázolt módszertant használva, elvégeztem a feltörekvő tőzsdék funk-cionális hatékonyságának vizsgálatát.

Elsőként a napi hozamokból heti hozamokat számoltam minden orszá-g-ra. Azért nem kéthetes hozamokat vettem figyelembe, mert így egy ne-gyedéven belül több (13) adatom gyűlt össze. Ennek a fele (6–7 adat) túl ke-vés lenne a megbízhatóság szempont-jából. úgy vélem, hogy ezzel nem vit-tem be lényegesen több zajt a hoz-a-mokba, így az eredmények összevet-hetősége Mørck és szerzőtársai [2000] munkájával megmaradt.

7 Minden idősor megtalálható a szerkesztőségben.

Ezt követően az adott ország részvényindexéből és az amerikai piac (S&P 500) napi hozamainak felhasználásával itt is heti hozamokat kalkuláltam⁸.

A regressziókból tehát kiszámítottam az R^2 -ket értékeket minden vállalatra, háromhavi időszakokra. Az R^2 -ket, amely az ország piacának jellemzője, ezek országankénti súlyozásával

kaptam, a (2)-es kifejezéssel számolva. Ahogy ezt fent jeleztem, a súlyozáshoz a teljes szórásokat ($SST_{i,t}$) használtam. Csak abban az esetben szerepeltetem a 1. táblázatban az adott negyedévi indexet, ha azt legalább három részvényből tudtam számolni. Ahol ennél kevesebb állt rendelkezésre, ott nincs érték.

Az eredmények a következők:

1. táblázat

Hat átalakuló gazdaságú ország tőzsdéinek szinkronitásiindexei

		Észtország	Csehország	Magyarország	Litvánia	Lengyelország	Szlovénia
1995	I.					0,513	
	II.					0,545	
	III.		0,274			0,457	
	IV.		0,210	0,273		0,586	
1996	I.		0,336	0,446		0,593	
	II.		0,261	0,361		0,406	
	III.		0,560	0,245		0,235	
	IV.		0,158	0,308		0,265	
1997	I.		0,568	0,459		0,630	
	II.		0,435	0,297		0,431	
	III.		0,435	0,497		0,596	
	IV.	0,673	0,679	0,819		0,777	
1998	I.	0,671	0,365	0,381	0,423	0,588	
	II.	0,794	0,705	0,683	0,802	0,886	
	III.	0,837	0,684	0,674	0,706	0,939	0,783
	IV.	0,690	0,582	0,479	0,636	0,806	0,673
1999	I.	0,640	0,752	0,770	0,769	0,856	0,844
	II.	0,495	0,341	0,437	0,407	0,509	0,534
	III.	0,641	0,671	0,627	0,700	0,679	0,700
	IV.	0,676	0,424	0,456	0,540	0,520	0,561
2000	I.	0,342	0,155	0,162	0,294	0,232	0,258
	II.	0,555	0,387	0,410	0,385	0,458	0,671
	III.	0,374	0,360	0,350	0,513	0,398	0,436
	IV.	0,436	0,565	0,400	0,488	0,474	0,422
2001	I.	0,166	0,224	0,246	0,126	0,184	0,123
	II.	0,197	0,326	0,269	0,181	0,390	0,308
	III.	0,556	0,596	0,515	0,456	0,597	0,462
2002	IV.	0,212	0,322	0,269	0,287	0,362	0,123
	I.	0,333	0,411	0,347	0,500	0,523	0,397
	II.	0,333	0,167	0,393	0,213	0,402	0,238
	III.	0,276	0,233	0,413	0,349	0,357	0,340
2003	IV.	0,256	0,206	0,346	0,391	0,348	0,311
	I.	0,213	0,242	0,169	0,159	0,254	0,375
	II.	0,315	0,423	0,185	0,347	0,324	0,330
	III.	0,396	0,355	0,350	0,421	0,330	0,446
2004	IV.	0,292	0,289	0,193	0,389	0,243	0,377
	I.	0,094	0,011	0,180	0,210	0,083	0,251
	II.	0,264	0,435	0,299	0,398	0,428	0,463
	III.	0,125	0,157	0,188	0,271	0,315	0,363
2005	IV.	0,028	0,072	0,107	0,123	0,248	0,162
	I.	0,181	0,234	0,217	0,382	0,322	0,328
	II.	0,306	0,413	0,335	0,434	0,522	0,478
	III.	0,521	0,523	0,437	0,530	0,544	0,602
2006	IV.	0,398	0,522	0,454	0,462	0,494	0,559
	I.	0,221	0,311	0,328	0,297	0,300	0,353

Forrás: saját mérés

8 Tekintve, hogy hatalmas számú regressziót kellett futtatnom (172 vállalat x 13 hét x 4 negyedév = 8944 regresszió évente; ezt persze nem lehet még 11-gyel – a vizsgált időszak éveinek számával – beszorozni, hiszen sok vállalatot csak ké-

sőbb vezettek be, de még így is sok tízezer regresszióról van szó), egy Excel munkatáblát készítettem, ahol makrók segítségével számoltam ki az indexeket (a makrók szintaktikája elérhető a szerkesztőségben).

6. Mít tükröznek a számok?

Ahhoz, hogy a legfontosabb általános tanulságokat kiszűrjünk a számok halmazából, először megnéztem a szinkronitásiindexek átlagának időbeli alakulását, majd összehasonlítottam őket Mørck és szerzőtársai [2000] eredményeivel.

A 3. ábrán a 1. táblázat sorátlagait ábrázoltam. Az első észrevételem, hogy a számok többé-kevésbé tükrözik a piacok zaklatott működését, tehát az egyes krízisek időpontjában a hozamok szinkronitása megnő, míg szárnyalás idején lecsökken. A táblázatban szürkével ki is emeltem az orosz válság, az LTCM bukása körüli globális pénzpiaci megrázkódtatás, a dot-com bumm előtti és a 2004 végi szárnyalás időszakait, valamint a 2001. szeptembert is tartalmazó negyedévet.

Időbeli trendet illesztve az adatokra (3. ábra, fekete egyenes) szignifikánsan (p érték 0,0069) csökkenő (a koefficiens $-0,0054$) egyenest kaptam. Ez azt jelenti, hogy átlagosan ceteris paribus évi fél százalékponttal csökkent a szinkronitásiindex értéke a viz-

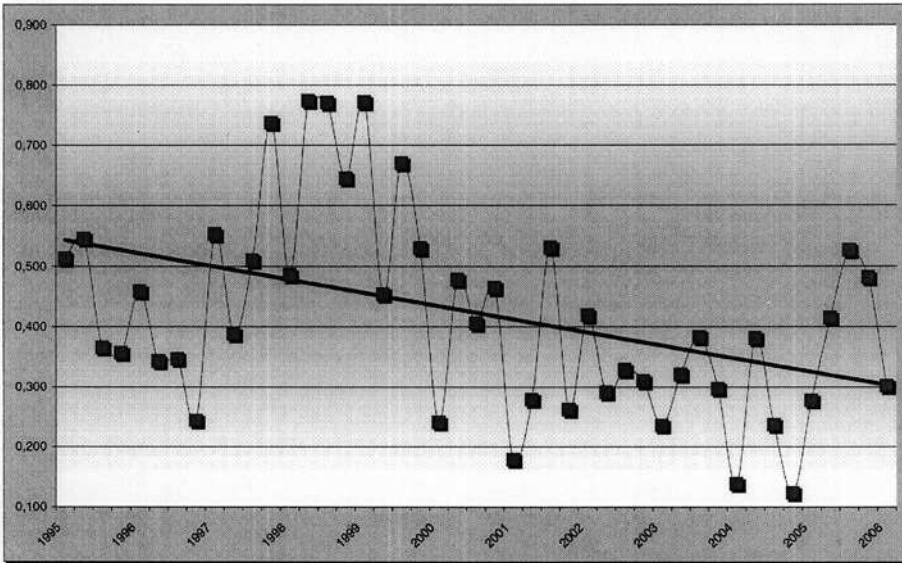
gált időszak teljes hosszában (1995–2006). Azt is megvizsgáltam ugyanakkor, hogy 2000 óta milyen a trend. Itt a koefficiens $-0,00072$, a p érték pedig 0,82 lett, azaz az ezredforduló óta nincs statisztikailag elfogadható csökkenés az indexekben.

A fentiek arra a megállapításra vezetnek, hogy a funkcionális hatékonyság szempontjából a vizsgált országok tőzsdéi a kilencvenes években csak igen mérsékelten, 2000 óta pedig egyáltalán nem fejlődtek.

Az értékek abszolút nagyságát összehasonlítva Mørck és szerzőtársai [2000] 1995-ben kapott értékeivel (1. számú melléklet), az látszik, hogy néhány kivételes negyedévet (pl. 2000 I. negyedév, 2004. IV. negyedév) leszámítva – amikor hatalmas likviditás és forgalom mellett működtek –, a piacok még a fejlődő országok közül sem emelkednek ki. Ezt figyelembe véve, még ha a teljes időszakra kapott fél százalékpontos trenddel számolunk, akkor is hozzávetőlegesen fél évszázad kellene, hogy a fejlett országok piacaihoz közeli értékeket kapjunk az átalakuló országok tőzsdéin.

3. ábra

A szinkronitásiindexek átlaga a vizsgált országokban



Forrás: saját konstrukció

El kell azonban ismerni, hogy a szinkronitásiindexek szórása nem kicsi. Így egyes országok, így például Észtország a funkcionális hatékonyság szempontjából erősebbnek tűnik, sőt, már több negyedévben is a fejlett országok értékeit produkálta, bár krízisek esetén nagy visszaesések (ugrások) figyelhetők meg az észt piacon (például 2005. III. negyedév).

A másik oldalon Lengyelország és Szlovákia SI értékei az átlagosnál magasabbak. Ez Lengyelország esetében esetleg magyarázható a nagyobb mintával, ahol a kisebb cégek magasabb aránya miatt talán nagyobb az együttmozgás⁹.

7. Levonható következtetések és azok korlátai

Összefoglalva azt mondhatjuk, hogy a vizsgált hat átalakuló gazdaságú ország tőzsdéjének funkcionális hatékonysága – a szinkronitásiindex segítségével mérve – igen gyenge, és egyértelmű javuló tendencia sem fedezhető fel a számok mögött.

Amennyiben elfogadjuk Merton és Bodie [1995] állítását – amely szerint a pénzügyi intézményrendszer funkciói időben stabilabbak, a megfelelő szer-

⁹ A fundamentális elemzők a kisebb vállalatokat kevésbé elemzik és kevésbé koncentrálnak rájuk, így a csordahatás az ő esetükben erősebb lehet.

kezet pedig úgy változik, hogy a pénzügyi közvetítés funkcióit a lehető leghatékonyabban lássa el –, eredményeimből az is következik, hogy a vizsgált országok pénzügyi közvetítésének ilyen formája, funkcionálisan nem hatékony tőzsdékkal, csak átmenetileg, mesterségesen tartható fent.

Itt említem a hipotézisvizsgálatok során elkövethető hibákat, valamint a mintán elvégzett elemzés eredményei alapján levonható következtetések érvényességét, korlátait.

A minta reprezentativitásának kérdéséről és az alapsokaságról korábban már esett szó. Itt a mérési hiba mellett még egy probléma, az úgynevezett túlélési torzítás (*survivorship bias*) merül fel. Ez azzal kapcsolatos, hogy a mintába csak olyan vál-

latok kerülnek be, amelyek részvényeivel ma is kereskednek a tőzsdén, míg az elmúlt időszakban onnan kivetett (esetleg csődbe ment) cégek nem szerepelnek az adatbázisokban. Ezáltal csak az egészséges vállalatok alapján lehet következtetéseket levonni, ami az eredményeket torzíthatja. Ez a probléma általában nem, vagy csak nagyon költséges úton kezelhető.

A mintavételi hiba mellett nehezen kezelhető probléma, hogy az adatok egy része nem azonos metodikával készült. Szintén torzíthatja az eredményeket, hogy hosszabb időszak adatait használom, így a vizsgált időszakban a vállalatok gazdálkodásában, finanszírozásában végbement változások hatása nincs kiszűrve.

1. melléklet

Morck és szerzőtársai [2000] sok országra hasonlították össze a szinkronitás mértékét. Vizsgálatuk időpontja, 1995 éppen az én idősorom kezdetével esik egybe. Éppen ezért érdemes ös-

szevetni az általuk kapott adatokat empirikus kutatásom eredményeivel.

Az A panel az egy főre jutó GDP alapján rangsorolja az országokat, míg a B a szinkronitásiindex szerint.

<i>A panel</i>			<i>B panel</i>	
Ország	Kereskedett részvények száma	1995-ös egy főre jutó GDP (USD)	Ország	R_j^2
Japán	2276	3 190	Egyesült Államok	0,021
Dánia	264	27 174	Írország	0,058
Norvégia	138	25 336	Kanada	0,062
Németország	1232	24 343	Egyesült Királyság	0,062
Egyesült Államok	7241	24 343	Ausztrália	0,064
Ausztria	139	23 861	Új-Zéland	0,064
Svédország	264	23 861	Portugália	0,068
Franciaország	982	23 156	Franciaország	0,075
Belgium	283	21 590	Dánia	0,075
Hollandia	100	20 952	Ausztria	0,093
Szingapúr	381	20 131	Hollandia	0,103
Hongkong	502	19 930	Németország	0,114
Kanada	815	19 149	Norvégia	0,119

Kanada	815	19 149	Norvégia	0,119
Finnország	104	18 770	Indonézia	0,140
Olaszország	312	18 770	Svédország	0,142
Ausztrália	654	17 327	Finnország	0,142
Egyesült Királyság	1628	17 154	Belgium	0,146
Írország	70	14 186	Hongkong	0,150
Új-Zéland	137	12 965	Brazília	0,161
Spanyolország	144	12 965	Fülöp-szigetek	0,164
Tajvan	353	10 698	Korea	0,172
Portugália	90	9 045	Pakisztán	0,175
Korea	461	7 555	Olaszország	0,183
Görögország	248	7 332	Csehország	0,185
Mexikó	187	3 944	India	0,189
Chile	190	3 361	Szingapúr	0,191
Malajzia	362	3 328	Görögország	0,192
Brazília	398	3 134	Spanyolország	0,192
Csehország	87	3 072	Dél-Afrika	0,197
Dél-Afrika	93	2 864	Kolumbia	0,209
Törökország	188	2 618	Chile	0,209
Lengyelország	45	2 322	Japán	0,234
Thaiföld	368	2 186	Thaiföld	0,271
Peru	81	1 920	Peru	0,288
Kolumbia	48	1 510	Mexikó	0,290

Fülöp-szigetek	171	880	Törökország	0,393
Indonézia	218	735	Tajvan	0,412
Kína	323	455	Malajzia	0,429
Pakisztán	120	424	Kína	0,453
India	467	302	Lengyelország	0,569

Forrás: Mørck és szerzőtársai [2000]

2. melléklet

Észtország

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli súly	Indexbeli részvényszám
	HPA1T ET Equity	AS Hansapank	68,895	317,368
	KLEAT ET Equity	AS Klementi	0,052	1,947
	BLT1T ET Equity	Baltika AS	0,275	5,634
	ETLAT ET Equity	Eesti Telekom	18,301	137,955
	HAE1T ET Equity	Harju Elekter AS	1,315	5,6
	KLVI1T ET Equity	Kalev AS	0,654	23,633
	MKO1T ET Equity	Merko Ehitus	4,36	8,85
	NRM1T ET Equity	Norma AS	1,613	13,2
	RLK1T ET Equity	Rakvere Lihakombinaat AS	1,632	37,722
0	SKU1T ET Equity	Saku Olletehase AS	1,229	8
1	TFA1T ET Equity	Tallinna Farmaatstatehase LA	0,081	1,25
2	TKM1T ET Equity	Tallinna Kaubamaja AS	1,464	6,788
3	VNU1T ET Equity	Viisnurk	0,13	4,499

Csehország

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli súly	Indexbeli részvényszám
	CBJ CP Equity	Ceska Pojistovna AS	3,987	1,977
	SPTT CP Equity	Cesky Telecom AS	15,337	322,09
	CEZ CP Equity	CEZ	24,98	592,211
	RBAG CP Equity	Erste Bank der Oesterreichischen Sparkas	27,565	213,648
	KOMB CP Equity	Komerčni Banka AS	13,293	38,01
	PARM CP Equity	Paramo	0,209	1,33
	TABAK CP Equity	Philip Morris CR	3,875	1,914
	SVEN CP Equity	Severoceska Energetika	0,721	2,152
	SVDL CP Equity	Severoceske Doly	1,935	7,514
0	SKUH CP Equity	Sokolovska Uhelna	0,549	5,949
1	SSZL CP Equity	Stavby Silnic A Zeleznic AS	0,528	1,386
2	STRD CP Equity	Stredoceska Energeticka	0,657	2,364
3	UNIP CP Equity	Unipetrol	2,869	181,335
4	ZEN CP Equity	Zentiva NV	3,495	38,136

Magyarország

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli súly	Indexbeli részvényszám
	ANTENNA HB Equity	Antenna Hungaria Rt.	0,332	2,377
	BCHEM HB Equity	BorsodChem Rt.	5,935	74,095
	DEMASZ HB Equity	Délmagyarországi Áramszol	0,883	1,877
	EGIS HB Equity	Egis Rt.	2,317	4,432
	FHB HB Equity	FHB Land Credit and Mortgage Bank Rt.	1,395	3,232
	FOTEX HB Equity	Fotex Rt.	0,417	45,045
	RICHT HB Equity	Gedeon Richter Rt.	14,083	17,995
	MATAV HB Equity	Matáv Rt.	14,768	534,489
	MOL HB Equity	Mol Magyar Olaj- és Gázipari Rt.	27,557	53,847
0	OTP HB Equity	OTP Bank Rt.	31,331	155,028
1	PPLAST HB Equity	Pannonplast Rt.	0,19	4,211
2	TVK HB Equity	Tiszai Vegyi Kombinat Rt.	0,794	5,116

Litvánia

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli súly	Indexbeli részvényszám
		AB Lietuvos		
1	12391 LH Equity	Telekomas	2,836	433,058
2	10203 LH Equity	Grigiskes	9,476	943,288
3	10227 LH Equity	Invalda PVA	18,541	586,079
4	11165 LH Equity	Klaipedos Nafta PVA	6,127	1953,858
5	11622 LH Equity	Lietuvos Dujos	8,217	696,743
6	11555 LH Equity	Mazekiu Nafta	17,832	1168,357
7	10037 LH Equity	Rokiskio Suris	7,922	38,576
		Rytu Skirstomieji		
8	12638 LH Equity	Tinklai	11,857	1410,175
9	10927 LH Equity	Snaige	12,689	285,068
10	10367 LH Equity	Vilniaus Vingis	4,502	309,032

Lengyelország

	Ticker	Vállalat neve	Indexbeli súly	Indexbeli részvényszám
1	AGO PW Equity	Agora SA	3,52	34,685
2	ALM PW Equity	Alma Market SA	0,113	2,566
3	AMC PW Equity	Amica SA	0,214	4,283
4	APT PW Equity	Aparator SA	0,352	2,257
5	ATG PW Equity	ATM Group SA	0,078	0,863
6	ATM PW Equity	ATM SA	0,096	1,611
7	BCA PW Equity	Bank Austria Creditanstalt AG	0,487	0,912
8	BPH PW Equity	Bank BPH	3,394	4,014
9	BHW PW Equity	Bank Handlowy w Warszawie	0,911	7,772
10	MIL PW Equity	Bank Millennium SA	0,548	94,798
11	BOS PW Equity	Bank Ochrony Srodowiska SA	0,05	0,609
12	PEO PW Equity	Bank Pekao SA	10,131	43,205
13	BZW PW Equity	Bank Zachodni WBK SA	2,025	12,011
14	BMP PW Equity	BMP AG	0,024	1,775
15	BCH PW Equity	BorsodChem Rt.	0,35	4,76
16	BRS PW Equity	Boryszew SA	0,948	22,511
17	BRE PW Equity	BRE Bank SA	0,934	4,456
18	RMF PW Equity	Broker FM SA	0,176	1,245
19	ZWC PW Equity	Browary Zywiec SA	0,705	0,832
20	BDX PW Equity	Budimex SA	0,837	10,452
21	CCC PW Equity	CCC SA	0,225	9,72
22	CGN PW Equity	Ceramika Nowa Gala SA	0,302	28,424
23	CST PW Equity	Cersanit Krasnystaw SA	1,263	6,8
24	CIE PW Equity	Ciech SA	0,687	14,088
25	CMR PW Equity	ComArch SA	0,37	3,76
26	COR PW Equity	Comp Rzeszow SA	0,262	1,39
27	CMP PW Equity	Comp SA	0,034	0,456
28	CPL PW Equity	Computerland Poland SA	1,137	6,206
29	DBC PW Equity	Debica	0,719	5,539
30	DBP PW Equity	Deutsche Bank PBC SA	0,018	6,77
31	ECH PW Equity	Echo Investment SA	0,776	5,77
32	EDR PW Equity	Eldorado SA	0,226	3,704
33	ELE PW Equity	Elektrim SA	0,371	35,224
34	ELB PW Equity	Elektrobudowa SA	0,171	3,971
35	BDZ PW Equity	Elektrociepłownia Bedzin SA	0,028	0,49
36	ELS PW Equity	Elstar Oils SA	0,13	1,929
37	EMX PW Equity	Emax SA	0,341	1,971
38	EPN PW Equity	Energomontaz - Polnoc SA	0,061	2,864
39	EUR PW Equity	Eurocash SA	0,323	57,485
40	RFK PW Equity	Fabryka Kotlow Rafako SA	0,166	8,718
41	FTE PW Equity	Fabryki Mebli Forte SA	0,288	15,507
42	FCL PW Equity	Farmacol SA	0,59	11,692
43	FER PW Equity	Ferrum SA/Poland	0,027	1,584
44	DWR PW Equity	Firma Chemiczna Dwory SA	0,654	10,357
45	GTN PW Equity	Getin Holding SA	0,415	72,015
46	GTC PW Equity	Globe Trade Centre SA	1,588	8,104
47	KTY PW Equity	Grupa Kety SA	1,803	8,926
48	GRO PW Equity	Grupa Onet.PL SA	0,16	1,42
49	HOP PW Equity	Hoop SA	0,072	3,533

50	HTM PW Equity	Hutmen SA	0,125	3,582
51	IPL PW Equity	Impel SA	0,161	6,2
52	IPX PW Equity	Impexmetal SA	0,127	1,479
53	IND PW Equity	Indykol	0,089	1,001
54	BSK PW Equity	ING Bank Slaski SA	0,638	0,887
55	CAR PW Equity	Inter Cars SA	0,233	3,915
56	GCN PW Equity	Inter Groclin Auto SA	0,434	2,562
57	IVX PW Equity	IVAX Corp	0,522	4,852
58	JCA PW Equity	JC Auto SA	0,12	2,5
59	JLF PW Equity	Jelfa	0,502	4,758
60	JTZ PW Equity	Jutrzenka	0,089	1,304
61	KGH PW Equity	KGHM Polska Miedz SA	5,76	111,432
62	KLR PW Equity	Koelner SA	0,259	10,9
63	KGN PW Equity	Kogeneracja	0,131	2,814
64	KPX PW Equity	Kopex SA	0,033	0,485
65	KRB PW Equity	Kredyt Bank SA	0,347	21,917
66	KRS PW Equity	Krosnienskie Huty Szkla Kros	0,256	1,289
67	LTX PW Equity	Lentex SA	0,19	6,025
68	LPP PW Equity	LPP SA	0,818	0,577
69	MCI PW Equity	MCI Management SA	0,086	22,627
70	MNC PW Equity	Mennica Panstwowa SA	0,207	1,655
71	MPW PW Equity	Miejskie Przedsiębiorstwo Energetyki Cie	0,075	4,846
72	MNI PW Equity	MNI SA	0,06	9,18
73	MOL PW Equity	Mol Magyar Olaj- es Gazipari Rt.	2,141	4,599
74	MPP PW Equity	Mondi Packaging Paper Swiecie SA	1,047	11,828
75	NET PW Equity	Netia SA	2,104	297,645
76	ORB PW Equity	Orbis SA	1,125	27,379
77	ORF PW Equity	ORFE SA	0,038	1,205
78	PGD PW Equity	Paged SA	0,106	4,419
79	PBG PW Equity	PBG SA	0,411	4,5
80	PEK PW Equity	Pekaes	0,294	22,302
81	GRJ PW Equity	Pfleiderer Grajewo SA	0,839	2,464
82	PLT PW Equity	Polcolorit SA	0,173	32,646
83	PLC PW Equity	Polifarb Cieszyn-Wroclaw SA	0,146	14,819
84	PLG PW Equity	Poligrafia SA	0,107	2,321
85	PXM PW Equity	Polimex Mostostal Siedlce SA	0,603	13,3
86	PLS PW Equity	Polmos Lublin SA	0,242	2,816
87	PGF PW Equity	Polska Grupa Farmaceutyczna SA	0,866	9,229
88	DUD PW Equity	Polski Koncern Miesny Duda SA	0,602	28,96
89	PKN PW Equity	Polski Koncern Naftowy Orlen	10,499	129,144
90	PKO PW Equity	Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski	9,876	212,926
91	PTM PW Equity	Praterm SA	0,198	6,5
92	PRM PW Equity	Prochem	0,114	2,543
93	PKM PW Equity	Prokom Software SA	2,417	10,905
94	PSP PW Equity	Prosper SA	0,071	3,277
95	RDN PW Equity	Redan SA	0,096	6,226
96	RMX PW Equity	Rolimex SA	0,132	6,731
97	SKA PW Equity	Sniezka SA	0,231	4,794
98	SFT PW Equity	Softbank SA	0,605	11,789
99	SKW PW Equity	SOKOLOW SA	0,21	22,735

100	STX PW Equity	Stalexport SA	0,263	76,184
101	STF PW Equity	Stalprofil SA	0,156	0,754
102	STR PW Equity	Ster-Projekt SA	0,177	14,491
103	SNK PW Equity	Stomil Sanok	0,489	2,504
104	TEX PW Equity	Techmex SA	0,159	4,013
105	TPS PW Equity	Telekomunikacja Polska SA	9,93	277,6
106	TMX PW Equity	Telmax SA	0,122	1,426
107	TIM PW Equity	Tim SA	0,071	6,885
108	TFM PW Equity	Torfarm SA	0,05	0,702
109	TVN PW Equity	TVN SA	1,259	17,938
110	UML PW Equity	Unimil SA	0,14	2,06
111	VST PW Equity	Vistula SA	0,266	4,885
112	WSP PW Equity	WSiP SA	0,334	26,563
113	STP PW Equity	Zaklad Przetworstwa Hutniczego STALPRODU	0,374	3,43
114	MSO PW Equity	Zaklady Przemyslu Cukierniczego MIESZKO	0,063	10,8
115	WWL PW Equity	Zaklady Przemyslu Cukierniczego WAWEL SA	0,105	0,605
116	KSW PW Equity	Zaklady Tluszczone Kruszwica	0,115	2,281
117	ZLR PW Equity	Zelmer SA	0,274	9,115

Szlovákia

	Ticker	Vállalat neve	% Indexbeli súly	Indexbeli részvényszám
1	BSL SK Equity	DES Biotika AS Slovenska Lupca		
2	NAFT SK Equity	Nafta Gbely AS		
3	IRB SK Equity	OTP Banka Slovensko AS		
4	SES SK Equity	Slovenske Energeticke Strojarnie AS		
5	SLOVN SK Equity	Slovnaft AS		
6	VUB SK Equity	Vseobecna Uverova Banka AS		

Irodalomjegyzék

- [1] BECHEV, ILCHO [2003]: Efficient Market Hypotesis: Budapest, Prague, Warsaw Stock Exchange. CEU MA Thesis 2/2003
- [2] Fama, Eugene F. [1970]: Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25., No. 2., (383–417. o.)
- [3] FARAGÓ ÁDÁM [2006]: Mesélj a múlttól, és megmondom neked a jövőt?! A technikai analízis hatásosságának vizsgálata a Budapesti Értéktőzsdén. (TDK-dolgozat, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar)
- [4] FRENCH, KENNETH R.–ROLL, RICHARD [1986]: STOCK RETURN VARIANCES: The Arrival Of Information And The Reaction Of Traders. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17., No.1., 5–26. o.
- [5] HAYEK, FRIDRICH A. [1937]: Economics and Knowledge. *Economica*, New Series, Vol. 4., No. 13., 33–54. o.
- [6] HAYEK, FRIDRICH A. [1945]: The Use of Knowledge in Society. *American Economic Review*, Vol. 35., No. 4., 519–530. o.

- [7] LEVINE, ROSS [2002]: Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11., 398–428. o.
- [8] LEVINE, ROSS [2005]: Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Philippe Aghion és Steven Durlauf (eds.): *Handbook of Economic Growth*. Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, Chapter 21.
- [9] MACSKÁSI ZSOLT ÉS MOLNÁR JÓZSEF [1996]: The Predictability of Hungarian Stock Exchange (1991–1996). Conference Research Memoranda (Leicester, England)
- [10] MERTON, ROBERT C., ÉS BODIE, ZVI [1995]: A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=6638 – letöltve: 2004.11.22
- [11] MØRCK, RANDALL–YEUNG, BERNARD–YU, WAYNE [2000]: The Information Content Of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, Vol. 58., No.1. (2000. október), 215–260. o.
- [12] MØRCK, RANDALL AND YEUNG, BERNARD [2002]: The Puzzle of the Harmonious Stock Prices. *World Economics*, Vol. 3., Issue 3. (2002. július–szeptember)
- [13] PALÁGYI ZOLTÁN ÉS MANTEGNA, ROSARIO N. [1999]: Empirical Investigation Of Stock Price Dynamics In An Emerging Market. Elsevier, *Physica A* 269 (1999), 132–139. o.
- [14] PETROV [1999]: Comparative Analysis of Market Volatility on Budapest & Vienna Stock Exchange. CEU MA Thesis 33/1999
- [15] ROLL, RICHARD [1988]: R2. *Journal of Finance*, Vol. 43., No. 2., 541–566. o.
- [16] TCACIUC, SEBASTIAN [2001]: Testing for Efficiency in Hungarian Secondary Equity Market. CEU MA Thesis 39/2001
- [17] TOBIN, JAMES [1984]: On the efficiency of the financial system. *Lloyd's Banking Review*, Vol. 153 (1984.), 1–15. o.
- [18] VOSVRADA, MILOSLAV–FILACEK, JAN–KAPICKA, MAREK [1998]: The Efficient Market Hypotesis on the Prague Stock Exchange. Workshop to ACE Phare Project Paper
- [19] WORTHINGTON, ANDREW C.–HIGGS, HELEN [2003]: Weak-form market efficiency in European emerging and developed stock markets. Discussion Paper No. 159. Technical Report, School of Economics and Finance, Queensland University of Technology
- [20] WORTHINGTON, ANDREW C.–HIGGS, HELEN [2006]: Evaluating financial development in emerging capital markets with efficiency benchmarks. *Journal of ECONOMIC DEVELOPMENT*, VOL. 31., NO. 1. (2006. JÚNIUS), 1–27. o.

CSEKŐNÉ GULYÁS KATALIN

A BANKGARANCIA LETILTHATÓSÁGA

„Theoria sine praxi sicut currus sine axi.”

(Az elmélet gyakorlat nélkül olyan, mint a szekér tengely nélkül.)

A bankgarancia nemcsak komplex szerződésrendszer formáját öltő, bizalmi viszony, hanem sajátos természetű pénzügyi instrumentum is, hiszen miközben a nemteljesítés vagy a nem szerződészerű teljesítés esetére biztosítékként szolgál, az alapjogviszonytól független fizetési ígéretet testesít meg. A cikk arra vállalkozik, hogy két konkrét kereskedelmi ügylet elemzésén keresztül megvizsgálja a bankgarancia független természetének érvényesülését, és választ adjon arra a nagy horderejű kérdésre is, hogy mely személyek milyen körülmények és feltételek bekövetkezése esetén élhetnek a bankgaranciában foglalt fizetési ígéret letiltásának jogi lehetőségével.

A bemutatott ítéletek minden esetben a bankgarancia absztrakt természetének fokozott védelme mellett foglalnak állást, hangsúlyozva, hogy a letiltás intézménye csak csalárd magatartás, illetve hamisított okmányok esetén alkalmazható, kizárólag olyan bizonyítékok alapján, amelyek az eljáró bíróság előtt gyors és egyértelmű mérlegelést, valamint döntést tesznek lehetővé. A mögöttes jogviszony problémái (pl. az eladó szerződészegése) csak egy hétköznapi polgári peres eljárásban vizsgálhatók; ezen „utóeljárásnak” azonban semmilyen módon nem tárgya a bankgaranciaügylet.

A bankgaranciával foglalkozó jelen tanulmány két megtörtént esetet dolgoz fel azzal a céllal, hogy a kereskedelmi partnerek és a részes bankok tévedéseinek és hibás lépéseinek tükrében a bankgarancia autonómiája, absztrakt természete egyértelműen megragadható legyen.

A dolgozat nem kíván bonyolult és hosszadalmas elméleti fejtegetésekbe

bocsátkozni, sokkal inkább olyan ismeretek átadását tűzte ki célul, amelyek a gyakorlati életben könnyen felhasználhatók, és a tárgyalások során hatékonyan alkalmazhatók.

A példákat azonos struktúrában, hármas tagolásban mutatjuk be. Az első részben a tényállás leírása szerepel, amelyet a második részben a bírói döntés követ. A harmadik rész a bank-

garancia és a mögöttes szerződés egyes pontjainak magyarázatával az adott esetet teljes összefüggésében ábrázolja.

Az első elemzés a bankgarancia autonómiáját és okmányos jellegét vizsgálja, valamint rámutat azokra a veszélyekre is, amelyek a kereskedelmi partnerek helytelen okmánykijelöléséből származhatnak.

AZ ELSŐ ESETTANULMÁNY

A tényállás

1988. szeptember 17-én egy német vállalat (mint eladó) és egy osztrák vállalat (mint vevő) nemzetközi kereskedelmi szerződést kötött egymással csövek szállításáról. A szerződő felek az áru mennyisége és ára mellett a minőségét is pontosan meghatározták, és kikötötték azt is, hogy a szerződészerű minőségnek csak az az áru felel meg, amelynél a csövek falvastagság-átmérője a rögzített értékekhez képest legfeljebb plusz-mínusz 1%-os eltérést mutat.

A felek nagy gondossággal jártak el akkor is, amikor a szerződészerű teljesítés igazolásául és egyben az átadás-átvételi eljárás feltételéül egy független szakértő cégnek a minőségre vonatkozó tanúsítványát írták elő. A felek meghatározták a szakértő feladatait is: az áru külső állagának szemrevételezés útján történő vizsgálata, különös tekintettel a korrózió jeleire, valamint a leszállított áru mennyiségi el-

lenőrzése. A felek akarata szerint, ha az elvégzett ellenőrzés megfelelőnek találja a terméket, a szakértőnek olyan igazolást kellett kiállítania, amely a következő megfogalmazást is magában foglalja: „*goods have been delivered according to the contract terms.*”

A szerződő felek a fizetési feltételek kidolgozásakor a vételár biztosítékáról is rendelkeztek, és megállapodtak abban, hogy az osztrák vevő bankgaranciát nyitattat a német eladó mint kedvezményezett javára.

A bankgarancia (payment guarantee), amelyet a 7591. sorszám alatt bocsátottak ki, 1.002.935 DM (német márka) értékéről szólt, és a következő feltételeket tartalmazta:

a) a garáns bank visszavonhatatlan kötelezettségvállalását, hogy a kedvezményezett első fizetési felszólításának kézhezvételétől számított 6. napon belül fizetni fog;

b) a bankgarancia előírta a kedvezményezett írásos nyilatkozatát (*first demand guarantee*) az igénybejelentéskor arra nézve, hogy a vevő nem tett eleget az adásvételi szerződésből eredő fizetési kötelezettségének, és a vételárat nem utalta át;

c) az igénybejelentéshez csatolandók a következő okmányok, úgymint:

- a kereskedelmi számla egy példánya;

- az FCR/speditőr átvételi elismervény egy példánya, amely tanúsítja, hogy az árut visszavonhatatlanul a vevő rendelkezésre bocsátották, és hogy a forgalmi költségeket, mint például a

kitárolás és raktározás stb. költségeit négy hétre megfizették;

– a független szakértő által benyújtott szakértői tanúsítvány egy angol nyelvű példánya, amelyben az alábbi szövegi résznek feltétlenül szerepelnie kell: *„goods have been delivered according to contract terms”*.

A szerződés létrehozása és a bankgarancia megnyílása után az árut elkészítették, leszállították, majd Antwerpenben betárolták a spedítőrnél.

1988. október 21-én a felkért szakértő elvégezte a minőségvizsgálatot, és 1988. október 29-én kiadta az áru megfelelő minőségéről szóló tanúsítványt, az előírt *„goods have been delivered according to contract terms”* szöveggel.

Ezzel egyidejűleg az osztrák vevő – talán bizalmatlanságból, talán gondoságból – a saját szakértőjével is elvégeztette a minőségvizsgálatot. Ez a szakértő nemcsak az áru minőségével kapcsolatban állapított meg több hiányosságot (pl. nem elégséges falvastagság stb.), de azt is kijelentette, hogy a közösen kijelölt szakértő szakmailag nem megfelelő módszerrel és eszközökkel végezte a minőségvizsgálatot, így nem adhatott ki olyan tanúsítványt, amely az áru megfelelő voltát és szerződészerű minőségét igazolja.

Az osztrák vevő 1988. október 30-án saját szakértőjének jelentése alapján a kifogásait írásban közölte az eladóval, egyben felszólította a szerződészerű teljesítésre. Ebben a levélben kilátásba helyezte azon szándékát is, hogy a vételárat csak kifogástalan teljesítés

után fogja megfizetni, illetve utalt arra, hogy megítélése szerint a német eladó a hibás szállítás miatt késedelmesen teljesíti a megállapodást.

Hogy szándékának nyomatékot adjon, az osztrák vevő a levél megírását követő napon pert indított, és azt kérte a bíróságtól, hogy tiltsa meg a garáns banknak a bankgarancia összegének kifizetését.

Az illetékes (elsőfokú) bíróság „ideiglenes intézkedés” címén 1988. november 30-ig, pontosan a bankgarancia lejáratának napjáig megtiltotta a banknak a fizetést. A bíróság azzal indokolta döntését, hogy a szakértői, illetve az ellenszakértői jelentések alapján egyértelműen bizonyítottnak látja azt a tényt, hogy a garancia lehívása kizárólag csalárd magatartás, a joggal való visszaélés lehet.

A német eladó az elsőfokú bíróság döntését megfellebbezte, és fellebbezésében a bankgarancia felszabadítását kérte. A másodfokú bíróság a német eladó kérelmének helyt adott, és a garáns bank a bankgarancia összegét kifizette.

A bírói döntés

A másodfokú bíróság azt állapította meg, hogy mind Németországban, mind Ausztriában azonos jogi álláspont vonatkozik a bankgaranciák jogtalan igénybevételenek megakadályozására, azaz a letiltásra.

Az egységes bírói megítélés szerint a bankgarancia olyan banki ügylet, amelyből a kedvezményezettnek az

alapjogviszonytól független jogai keletkeznek. Ebből következik, hogy amennyiben a bankgaranciaeset (jelen esetünkben a vételár meg nem fizetése) bekövetkezik, akkor mindenképp előtt a bankgarancia kifizetését kell teljesíteni. Csak ezt követően nyílik meg a vevő joga a bankgaranciában kifizetett összeg visszakövetelésére, a bankgaranciától teljesen független jogi eljárásban. A bírósági döntés rögzítette azt is, hogy a vevő csak akkor tilthatja meg a garáns banknak a kifizetést, a kedvezményezettnek pedig azt, hogy fizetési igényével éljen, ha a csalárd igénybevétel, illetve a szándékos károkozás nyilvánvaló esete forog fenn. Az áru minőségére vonatkozó vita – a szakértői, illetve ellenszakértői vélemények ütköztetése – azonban nem meríti ki ezt a követelményt. Az ilyen típusú vita az alapjogviszony kérdéskörébe tartozik, így arra a bankgarancia letiltását alapozni nem lehet, mert ez megtörné a bankgaranciának a mögöttes jogviszonytól való függetlenségét, és a bankgaranciát kezességé alakítaná át.

A mögöttes jogviszony kérdései (pl. az eladó szerződésszegése) csak egy ún. „utóeljárásban” vizsgálhatók. Ez az „utóeljárás” azonban semmilyen módon nem kapcsolódik a bankgaranciaügyletkez, mert az csupán egy hétköznapi polgári peres eljárás.

A magyarázat

A Nemzetközi Kereskedelmi Kamara (ICC) 1992. áprilisában jelentette

meg nagy horderejű kiadványát, a 458. szám alatt jegyzett és közismertté vált „*Uniform Rules for Demand Guarantees*” szokványt (továbbiakban röviden: URDG). A nemzetközi kereskedelemben résztvevő bankok és egyéb pénzüintézetek, amelyeket hazai szabályozásuk bankgarancialevelek kibocsátására jogosít fel, az URDG szokvány előírásaira hivatkoznak a garancialevelek kibocsátásakor. Meg kell azonban jegyezni, hogy az URDG szokvány csak kiegészíti a bankgaranciára irányadó „helyi jogot”, amely a garáns bank székhelyének joga. Elemzett példánkban a garáns szintén az ICC. 458. szokványának rendelte alá a garancialevelét.

Az URDG 2. cikkelyének b. bekezdésében foglaltak szerint: „*A garanciák természetüknél fogva az alapul szolgáló szerződések vagy tenderek feltételeitől elkülönült ügyletek, és a garánsokat semmiképpen nem érintik, illetve nem kötik az ilyen szerződések vagy tenderek feltételei, még akkor sem, ha magában a garanciában ezekre nézve utalás szerepel. A garáns kötelessége az, hogy a garanciában szereplő összeget vagy összegeket kifizesse, az erre vonatkozó, írásbeli fizetési igénybejelentésre, valamint olyan, a garanciában megjelölt okmányok bemutatására megfizesse, amelyek külső megjelenésük szerint a garanciában foglalt feltételeknek megfelelnek.*”

A „demand guarantee”-k olyan független banki ügyletek, ahol a garánst nem kötik az alapszerződés-

ben rögzítettek, még abban az esetben sem, ha erre a mögöttes ügyletre a garancialevélben hivatkoztak. Ezt az utalást a URDG 3. cikkelyének d. pontja kötelezően írja elő akkor, amikor úgy rendelkezik, hogy „a garanciának tartalmaznia kell az alapul szolgáló ügyletre való utalást, amely a garancia kibocsátását előírja”. A szerződés azonosítására különösen nagy szükség van akkor, ha a megbízó és a kedvezményezett között több ügylet is folyamatban van, így pontosan meg kell jelölni, hogy melyik szerződésre vonatkozik az igénybejelentés.

A garancia függetlensége azonban nem korlátlan. Az URDG 7., illetve 27. cikkelye arról rendelkezik, hogy a bankgaranciában, illetve annak végrehajtásában foglalt feltételek nem állhatnak ellentétben a bankgaranciára irányadó hatályos jog szabályaival.¹

Az URDG 20. cikkelye pontosan leírja azt a módot, ahogy a kedvezményezett a lehívási jogát érvényesítheti, de ez a cikkely szabja meg a garanciaokmányok karakterét is, amikor a következőket rögzíti: „A garanciára bármely fizetési igénybejelentés írásban nyújtható be és (a garanciában előírt többi okmányon felül) ezt az igénybejelentést alá kell támasztani egy írásos nyilatkozattal is, amelyben kijelentik, hogy

a) a megbízó az alapszerződéséből eredő kötelezettségeit illetően szerző-

désszegésben van, vagy tendergarancia esetében a tenderajánlatban vállaltakat megszegte;

b) meg kell jelölni azt a tényt, amelyben a megbízó szerződésszegése fönnáll.

Az írásos nyilatkozatot, amelyet vagy magán az igénybejelentésen, vagy külön okmányban vagy okmányokban lehet teljesíteni, egyrészt csatolni kell az igénybejelentéshez, másrészt az adott igénybejelentésre nézve hivatkozást kell tartalmaznia.”

A fenti szabályozás megalkotói az okmányok körének és tartalmának kötelező meghatározásával egyfajta védőgátat kívántak beépíteni a jogtalan igénybevétel ellen. A feltétel teljesülését igazoló okmányok előírásának követelményét összefoglalóan „effektivitási klauzulának” nevezzük.

Példánk esetében az URDG 20. cikkelyében előírtak szerint a kedvezményezett német eladónak azt kellett tanúsítania írásos „demand” nyilatkozatában, hogy a megbízó nem tett eleget a fizetési kötelezettségének, azaz a garancia „effektivitási klauzulája” a vevő nemfizetésében definiálta azt a tényállást, amelyre a bank fizetést ígért. A kedvezményezettnek az állítást a következő okmányokkal kellett alátámasztania:

a) A kereskedelmi számla egy példánya. Ez az okmányelőírás helyénvaló, hiszen a garáns bank számára pontosan meg kell határozni, hogy a kedvezményezett a rendelkezésére álló összegből az adott lehívással milyen

1 Megjegyezzük, hogy a magyar jogi álláspont minden tekintetben azonos a német, illetve az osztrák jogi állásponttal, és összhangban áll az URDG szabályaival is.

összeget kíván igénybe venni. Ha a kedvezményezett a garanciát részletekben hívja le, akkor minden egyes igénybevitelnél a garanciában előírt okmányos feltételeket hiánytalanul és formailag kifogástalanul kell teljesíteni, mert az egyes lehívások külön „demandok”, és a bank azokat egymástól függetlenül bírálja el. Ebből következik, hogy a kedvezményezett nem hivatkozhat ún. „korábbi gyakorlatra”, vagyis olyan fizetésre, ahol a garáns nem kifogásolt valamilyen eltérést, azaz a kifogás elmaradása nem lehet precedensértékű.

b) Az FCR/szállítmányozói átvételi igazolás egy példánya, amely tanúsítja, hogy az árukat visszavonhatatlanul a vevő (a bankgarancia megbízója) rendelkezésére bocsátották, és a forgalmi költségeket – beleértve négy hétre a raktározás költségeit is – kifizették. Ez az okmánykijelölés is elfogadhatónak tűnik, bár példánkból nem derül ki, hogy a szerződő felek milyen fuvarparitásban egyeztek meg, mégis feltételezzük, hogy a benyújtandó szállítmányozói igazolás összhangban állt a választott INCOTERMS paritás költség- és tulajdonjog-átzállási rendelkezéseivel. Ugyanakkor nem veszélytelen egy ilyen igazolás előírása, különösen akkor, ha a szállítmányozó a vevő megbízottja, hiszen ebben az esetben az eladó „hatalmi körén” kívül álló szállítmányozó az igazolás késedelmes kiadásával vagy hibás adattartalmú igazolás kiadásával a garancia lehívását ellehetetleníti.

c) A független, közösen kijelölt szakértő szakértői véleményének angol nyelvű példánya, amelynek tartalmazni kell a „*goods have been delivered according to contract terms*”. Első ránézésre úgy tűnik, hogy ez az okmány egy egészséges és mindkét fél biztonságát egyformán szolgáló kompromisszum eredménye, mégis több probléma forrása lehet. Az okmány veszélyessége abban áll, hogy indirekt módon behívja a mögöttes ügyletet, amikor azt kéri tanúsítani, hogy az „árúk megfelelnek a szerződés előírásainak”. Amennyiben ugyanis a megbízó az áru szerződött minőségére nézve bármilyen negatív tartalmú nyilatkozatot tesz, akkor a bank kényes helyzetbe kerül. Az osztrák vevő nem volt rest, és kihasználta ezt a kínálatkozó lehetőséget. Ha ugyanis megtámadható a szerződéses feltételeknek való megfelelés, és ennek a ténynek az eladó bizonyítottan tudatában van, akkor kizárólag csalárd módon járhat el, ha a bankgaranciát igénybe akarja venni. Az áru hibáiról szóló levél megküldése nemcsak a szerződés szerű teljesítésre hívta föl az eladót, hanem ezt a célt is szolgálta. Az osztrák vevő jól okoskodott akkor is, amikor feltételezte, hogy egy ilyen okmány a garánst elbizonytalaníthatja.

A garáns bank szempontjából a helyzet kettős problémaként jelenik meg. Egyrészt be kell tartania azt a kötelezettségét, amely az okmányvizsgálat rendjére vonatkozik, és amelyet az URDG a 9. §-ban szabályoz. Másrészt

a kifizetés után el kell számolnia a megbízójával, azzal a személlyel, akitől a megbízást kapta, aki a költségeit fizeti, és akinek az érdekeit a közöttük fennálló polgári jogi megbízás alapján képviselnie kell. Sok esetben a megbízó a bank állandó ügyfele, akivel a pénzügyi jó kapcsolatot szeretne ápolni, és semmi esetre sem szeretne vele egy kártérítési per tárgyalásán találkozni.

Az URDG 9. §-a a következőket rendel: *„A garanciában előírt és bemutatott okmányokat, ideértve magát az igénybejelentést is, a garáns ésszerű gondossággal tartozik megvizsgálni azért, hogy meggyőződjék, hogy azok külső megjelenésük szerint megfelelnek-e a garancia feltételeinek, vagy sem. Ha az okmányok külső megjelenésük szerint nem felelnek meg a garancia feltételeinek, vagy egymásnak ellentmondónak tűnnek, a bank az okmányokat visszautasíthatja.”*

A garáns a fenti cikkely szerint eljárva azt a szakértői véleményt, amely szó szerint tartalmazza a kötelezően előírt *„goods have been delivered according to the contract terms”* kitélt, köteles *„conform”*, azaz a garanciával összhangban álló okmánynak elfogadni. Példánkban a garáns helyesen erre az álláspontra helyezkedett, amikor az elsőfokú bíróság ideiglenes intézkedésének lejárata után kifizette a garancia összegét.

Az elsőfokú bíróság, amikor az osztrák vevőnek a letiltásra vonatkozó kérelmét elbírálta, azt tartotta szem

előtt, hogy a német eladó a bankgarancia igénybevételével ne tudjon tartozatlan fizetést kieroszakolni. Döntéséhez jelentős mértékben hozzájárult a szakértői vélemény is, amelyben olyan tényeket kellett tanúsítani, amelyek szoros összefüggésben álltak a szerződéssel. Nem zárhatjuk ki annak a gyanúját sem, hogy ezzel az ominózus szakértői véleménnyel mindkét fél egyfajta „játékteret” akart beépíteni a bankgaranciába a maga javára. A német eladó arra is gondolhatott: a független szakértőnél lesz annyi befolyása, hogy az előírt tartalmú igazolást akkor is megkaphatja, ha az áru egy része valóban hibás. Talán éppen a német fél ajánlotta a „független” szakértőt, ez eredményezte az osztrák fél gyanakvását, és saját szakértőjének felkérését. A letiltó végzés, még akkor is, ha csak rövid időre fagyasztotta be a garanciát, jól jöhetett az osztrák vevőnek, aki ez idő alatt alkalmat kaphatott egy újabb ártárgyalás kezdeményezésére.

A lezajlott eseményekből az is gyanítható, hogy a felek a szakértői munkát csak általánosságban jelölték ki (pl. *„elfogadjuk az SGS vagy az ÉMI független szakértő jelentését”*), és nem definiálták azt a szükséges mélységben, például meghatározva az ellenőrzési eljárás módját, műszereit stb.

Látható azonban, hogy az URDG által előírt *„külső megjelenés”* szerinti vizsgálat hatékonyan megvédi a garáns bankot attól, hogy a szerződő

felek játékszere legyen, és egyben biztosítja a bankgarancia függetlenségét is.

A fenti példa azt is jól mutatja, hogy a bankgaranciában előírt okmányok fajtájának és adattartalmának meghatározása az egyik legkényesebb kérdés. Egy hányavetien körülírt okmány ellehetetlenítheti a bankgaranciából származó jogok gyakorlását. Olyan okmányok előírása, amelyhez a megbízó hozzájárulása is kell, mint pl. egy átadás-átvételi jegyzőkönyv, szinte „törli” a bankgaranciát, ha azt a vevő nem, vagy nem időben írja alá. Olyan okmányok, amelyek visszautalnak a mögöttes szerződés valamely lényeges pontjára, pl. a szavatossági kötelekre, azt eredményezhetik, hogy a bankgarancia kezességgé változik át. Ebből eredően talán felülvizsgálatra szorul az az általános jogi vélemény, hogy a bankgarancia szövege a kedvezményezett számára „megváltoztathatatlan adottság”. Egy elfogadhatatlan feltételeket vagy teljesíthetetlen okmányokat előíró bankgaranciával ugyanis a vevő nem tesz eleget szerződéses kötelezettségének, amely így végső soron az eladó elállását (a teljes érdekmúlást) is kiválthatja.

Példánkhoz visszatérve, amikor a német eladó megtámadta a garanciára vonatkozó letiltó végzést, a másodfokú bíróság döntésével „helyükre kerültek” a dolgok. A szakértői jelentést a másodfokú bíróság „garanciakonform” okmányoknak minősítette, és a garáns bank annak ellenére fizetett, hogy idő-

közben a garancia lejárt. Az osztrák vevő, még ha továbbra is azon az állásponton volt, hogy az áru hibás, utóeljárársban érvényesíthette az eladói szerződésszegésből eredő igényét. A garancia függetlenségének elvét kinyilvánították, és ismételten megerősítették.

Fölvetődik azonban az a kérdés is, hogy indokolatlan vagy jogtalan késelelem esetén tartozik-e a garáns „kártalanítani” a kedvezményezettet, illetve köteles-e megfizetni a bankgarancia ki nem fizetéséből eredő következménykárokat. A kontinentális országok bírói gyakorlatában még nem született ilyen értelmű bírói döntés, ugyanakkor az Egyesült Államokban (a standby letter of credits esetében) már kimondták, hogy a garáns bank ilyenkor szerződésszegést követ el, és ugyanazon jogelvek alapján köteles helytállni, mint bármely más polgári jogi szerződésben.

(Az esettanulmány az Oberster Gerichtshof 1999. július 28-i 7 Ob 204/99x számú ítélete alapján készült.)

A MÁSODIK ESETTANULMÁNY

Az ebben az esetben hozott bírósági döntés az ellengarancia célját és jogi természetét tekintve, komplex okfejtést tartalmaz. Egyidejűleg pontosan meghatározza, milyen kapcsolat áll fenn az ellengarancia és az alapügylet, illetve az ellengarancia és az első bankgaranciaügylet között.

A tényállás

Egy német építőipari cég (továbbiakban: vevő) az ugyancsak német műszaki cikket gyártó céggel mint eladóval (továbbiakban: eladó) 1996 folyamán ingatlan-adásvételi szerződést kötött. A vevőt a szerződésből még hátralékos vételár értékének biztosítására 1,9 millió DM (német márka) összegű bankgarancia nyitására kötelezték. Kötelezettségének eleget téve, megkereste bankját, és megbízta, hogy az eladó mint kedvezményezett javára visszavonhatatlan és első fizetési felszólításra szóló bankgarancia-ígéretet bocsásson ki.

A bank (továbbiakban *A bank*) a megbízást elfogadta, de nem a saját nevében vállalt fizetési kötelezettséget, hanem ellengarancia állítása mellett felkért egy másik bankot (továbbiakban *B bank*), hogy az bocsássa ki az igényelt bankári instrumentumot. *B bank* a felkérésnek eleget téve és *A bank* megbízása szerint eljárva, 1996. július 24-én kiadta a bankgarancialevelet, amelyben meghatározta azokat a feltételeket, amelyek mellett az eladó/kedvezményezett igénybe vehette a bankgaranciát, így:

- „*Igénybevételkor igazolja, hogy*
- *minden gépet és berendezést az építési területről eltávolítottak;*
- *a vevő az illetékes építésügyi hatóság által 1996. június 16-án kiadott építési engedély birtokában van;*
- *a vevő az építési munkálatokat megkezdte, és*

– *a vevő a fizetési kötelezettségének nem tett eleget.*”

A bankgarancia a fenti feltételek – azaz a kedvezményezetti igény – bizonyításának módjára és okmányaira nézve semmilyen további előírást nem tartalmazott.

A garancia lejáratí határidejeként 1997. június 25-ét jelölték meg.

1997. június 24-én keltezett levelével a kedvezményezett lehívta *B bank* bankgaranciáját. Az igénybejelentés *B bank*hoz mint garánshoz 1997. június 25-én érkezett meg faxon, majd másnap, 26-án eredetiben is, amelyet *B bank* hivatalosan vett át. Az igénybejelentésben a kedvezményezett a következőkről nyilatkozott: „*Hivatkozva az Önök fenti regisztrációs számon nyilvántartott, és 1996. július 24-én kibocsátott fizetési bankgaranciájára, kijelentjük, hogy az alább megjelölt 1–4. pontban felsorolt feltételek bekövetkeztek...*”

A vevő még 1997. június 26-án, azaz azon a napon, amikor a garáns a lehívást kézhez vette, és őt erről tájékoztatta, a helyi illetékes bírósághoz fordult, hogy kérelmezze a bankgarancia összegének ún. ideiglenes intézkedéssel történő letiltását. Az illetékességből eljáró bíróság 1997. június 27-én kelt határozatában megtiltotta a kedvezményezettnek az összeg felvételét, a garáns *B bank*nak pedig a bankgarancia összegének kifizetését. A vevő ezt a végzést az alapjául szolgáló keresetlevél egy példányával és minden csatolt mellékletének egy másolatával

még 1997. június 27-én átadta *B* banknak. A tiltó végzésről még ugyanezen a napon írásban tájékoztatta a kedvezményezettet is.

Mindezen előzmények után a kedvezményezett 1997. június 30-án bejelentette *B* banknak, hogy ha mint garáns továbbra is késlekedik a fizetéssel, vele szemben kártérítési igényt fog érvényesíteni, hiszen megszegte a bankgarancia-szerződésből eredő kötelezettségét. A garáns *B* bank fizetett, majd megtérítési igénnyel fordult *A* bankhoz, és kérte, hogy az az ellengaranciájában vállalt kötelezettségének eleget téve, utalja át számára a kedvezményezettnek kifizetett összeget. *A* bank a megtérítést visszautasította. *B* bank ezek után keresetlevelében azal fordult a bírósághoz, hogy az kötelezze *A* bankot az ellengaranciájában vállalt fizetési kötelezettségének betartására, és a már kifizetett bankgarancia összegének és kamatainak megtérítésére *B* bank javára.

A bírói döntés

Az első fokon eljáró bíróság *B* bank keresetét elutasította, és arra az álláspontra helyezkedett, hogy *B* banknak nem volt joga kifizetni a bankgarancia összegét. Ítéletében kifejtette, hogy *B* banknak tiszteletben kellett volna tartania a letiltó végzésben foglaltakat. A végzést és az abban foglalt adatokat elégséges bizonyítékként kellett volna elfogadnia a kedvezményezett család igénybevételére nézve.

Az elsőfokú bíróság a továbbiakban kifejtette: ha *B* banknak „kevés” lett volna a letiltó végzésben foglalt információ, még akkor is tudnia kellett volna a csalárságról, hiszen birtokában voltak azok a dokumentumok (pl. az építési területről készült fotók stb.), amelyek kézzelfoghatóan bizonyították azt a tényt, hogy a kedvezményezett állításai nem felelnek meg a valóságnak. A fentiek alapján a garáns nemcsak ellenszegült egy bírósági határozatnak, hanem fizetésével maga is hozzájárult a kedvezményezett jogalap nélküli gazdagodásához. Az elsőfokú bíróság döntése értelmében így *B* banknak nincs joga megtérítési igénnyel fordulni *A* bankhoz. *B* bank az elsőfokú bíróság döntését megfellebbezte.

A másodfokon eljáró Bundesgerichtshof (Német Szövetségi Bíróság) az elsőfokú döntést megsemmisítette, és megítélte *B* bank igényét *A* bankkal szemben. Ítéletének meghozatala előtt a következő jogi kérdéseket kellett tisztázni:

- Volt-e a vevőnek olyan bizonyítéka, amely jogilag megalapozta az ideiglenes letiltó végzést?
- Összekapcsolódik-e a kedvezményezett számára nyitott bankgarancia és a részes bankok ellengarancia-ügylete?
- Törölheti-e a letiltó végzés a korábban szabályosan benyújtott igénybejelentést?
- Mulasztást követett-e el a kedvezményezett, amikor a letiltó végzés kézhezvétele után a – két nappal ko-

rábban szabályosan benyújtott – „demandját” nem hívta vissza?

- Önmagában a letiltó végzést köteles-e a garáns „elégéses, nyilvánvaló és minden kétséget kizáró bizonyítékként” elfogadni a jogtalan igénybevételre nézve?

A magyarázat

Az eset tanulságainak megértéséhez mindenképp az ellengarancia lényegének feltárása szükséges. Az ellengarancia (Rückgarantie vagy counter-guarantee) két bank között létrejövő banki ügylet, amelyben a kezdeményező, megtérítést ígérő első bank (jelen példánkban A bank) visszavonhatatlanul arra kötelezi magát, hogy a kedvezményezett banknak (jelen esetünkben B banknak) annak első fizetési felszólítására fizetni fog, ha az igazolni tudja, hogy az ellengaranciaában leírt feltételek bekövetkeztek. A részes bankok viszonyában egy önálló és közvetlen bankgaranciaügyletről van szó, amely a második (kedvezményezett) banknak az első – megtérítést ígérő – bankkal szembeni ráfordítás-megtérítési igényét hivatott biztosítani. Tipikusnak mondható az ellengarancia következő feltétel meghatározása: „Mi (A bank) visszavonhatatlanul kötelezzük magunkat, hogy az Önök (B bank) első fizetési felszólítására és azon nyilatkozatára fizetni fogunk, amely tanúsítja, hogy Önöket (B bank) a kedvezményezett a bankgarancia kifizetésére igénybe vette, és hogy Önök a feltételeknek megfelelő fizetést teljesítettek

legfeljebb... öszszeghatárig. Az ellengaranciára teljesített fizetésünkkel számunkra a jelen garancialevelet visszajuttatják a számunkra, vagy sem.”

A Bundesgerichtshof az ellengarancia tartalmát a következőképpen definiálta: „Egy első fizetési felszólításra szóló ellengaranciáról akkor van szó, ha egy indirekt (közvetett) garanciaügyletben a megbízó által felkért bank a végső kedvezményezettnek nem maga ígér fizetést, hanem a fizetés teljesítésével egy második bankot bíz meg, és majd ezen második banknak ígér első fizetési felszólításra fizetést.” Jelen esetünkben pontosan ez történt.

A Bundesgerichtshof az ellengarancia magyarázatát folytatva, megállapította: „Az első fizetési felszólításra szóló ellengaranciából eredő igény alapvetően független azoktól a fizetési feltételektől, amelyet a második bank (példánkban B bank) a végső kedvezményezettrel szemben kialakított. Ugyanígy független attól is, hogy a második bank a végső kedvezményezettnek történő fizetést szükségesnek tartotta-e. Ezeket a kérdéseket csak egy ún. »visszakövetelési eljárásban« lehet tisztázni. Csak akkor tagadhatja meg az első bank (A bank) az ellengarancia teljesítését, ha a második bank a bankgaranciaösszeg lehívásakor csatlárd módon járt el. Objektív módon a második bank jogellenes magatartásáról főszabály szerint csak akkor beszélhetünk, ha nyilvánvalóan és minden kétséget kizáróan bizonyítható, hogy nem áll fenn a megtérítési igénye az el-

ső bankkal szemben, mert a második bank igénybevétele a kedvezményezett által jogsértő volt. Szubjektív tekintetben a jogellenességre alapozott kifogásnak akkor van helye, ha a második bank a legjobb tudomása ellenére engedte meg a garancia igénybevételét. Ilyen esetben a második banknak ismernie kellett azokat a tényeket, amelyek a garancia igénybevételét jogtalannak tüntetik fel, és tudnia kellett arról, hogy a rendelkezésre álló bizonyítékok alapján egy »elméleti eljárásban« a kedvezményezettel szemben pert nyerhetne. Az ellengarancia célja abban áll, hogy a közvetlen garánsnak az első garanciára történő fizetés esetére megtérítést nyújtson.»

A másodfokon eljáró Bundesgerichtshof a fenti okfejtésével összhangban vizsgálta meg a vevőnek a letiltásra vonatkozó keresetét is. Azt is konstataálta, hogy a vevő nem szolgáltatott nyilvánvaló, egyértelmű és minden kétséget kizáró bizonyítékot a kedvezményezett jogtalan igénybevételére. A keresetlevélben foglaltakat elemezve arra a megállapításra jutott, hogy az nem tartalmaz mást, mint a vevő által készített tényleírást, amely nyilvánvalóan szubjektív vélemény. A vevő által becsatolt, esküpótló ügyvezetői nyilatkozat és a vevővel üzleti kapcsolatban álló cég vezetőjének nyilatkozata sem fogadható el objektív bizonyítékként, ahogy a becsatolt fotók sem szolgáltatnak teljes bizonyosságot a vevő állításának valóságtartalmára nézve. Ilyen okmányok

alapján a bankgarancia igénybevételének megtagadása nem volt elvárható *B* bank részéről. Ráadásul *B* bank a fotóknak csupán a másolatát kapta kézhez, és azokon valójában semmi sem volt látható.

A másodfokú bíróság rögzítette azt is, hogy a kedvezményezett formailag megfelelő okmányokat nyújtott be, amelyeket a garáns *B* bank „külső megjelenésük” alapján rendszerben lévőnek talált. A bankgarancia lényege és függetlenségének sérthetlensége kizárja a további vizsgálatot, és *B* bank helyesen járt el, amikor fizetett. Csak akkor kellett volna tartania az ideiglenes intézkedés utasításait, ha minden kétséget kizáró bizonyítékok álltak volna rendelkezésére, olyan tények és adatok, amelyek alapján a kedvezményezett csalárd magatartása nyilvánvaló. A vevő ügyvezetőjének vagy üzleti partnerének nyilatkozata, illetve néhány fénykép semmi esetre sem minősül ilyen nagy horderejű információnak. Önmagában egy letiltó végzés sem minősül ilyen bizonyítéknak.

Mindenképpen fel kellett tenni azonban azt a kérdést is, hogy a kedvezményezettnek és *B* banknak a letiltó végzéssel szembeni ellenszegülése büntetendő cselekmény-e. A másodfokú bíróság kijelentette, hogy *B* bank, illetve a kedvezményezett nem szegülhetett a végzés ellen olyan körülmények között, amikor a letiltás két nappal később követte a kedvezményezett lehívását.

Ugyanaz a szabály érvényesül itt is, amelyet más az előző példánkban kifejtettünk: nevezetesen az, hogy „garanciakonform” okmányok benyújtása és formailag kifogástalan igénybejelentés esetén a bankgarancia működésbe lép, azaz a garáns bank addig még csupán feltételes fizetési kötelezettségvállalása tényleges fizetési kötelezettséggé változik. Ha a bank a garancialevelében, az igénybejelentés után például 3 nappal később ígér fizetést, ez pusztán egy technikai információ, amely azt jelenti, hogy a banknak ennyi időre van szüksége a fizetés teljesítéséhez. Nem jelenti azt, hogy a bank kötelezettsége a megadott napok, például 3 nap elmúltával válna hatályossá. Még egyszer hangsúlyozni kell azonban, hogy ez a szabály minden tekintetben kifogástalan igénybejelentést feltételez.

Példánkhoz visszatérve: amikor a kedvezményezett 1997. június 25-én hibátlan „demandot” nyújtott be, *B* bank fizetési kötelezettsége egyidejűleg és azonnal beállt, így a letiltó vég-

zés már késve érkezett, és nem lehetett hatással a bankgaranciaügyletre. *B* bank ennek alapján nem szegült el-lene a bírósági határozatnak, és nem követett el jogsértést, amikor fizetett. Miután nem merült fel semmilyen kétség *B* bank fizetésének jogszerűségét illetően, *A* banknak is fizetnie kellett volna az ellengarancia-ügyletben.

Az ellengarancia kifizetésének megtagadását *A* bank csak az első bankgarancia-ügylet nyilvánvalóan csalárd igénybevitelére alapíthatta volna. Tekintve, hogy ilyen jogtalan lehívásra nem állt rendelkezésre elfogadható bizonyíték, így az ellengarancia-ügyletnek is úgy kellett volna működnie, mint egy „normális” bankgarancia-ügyletnek, azaz *A* banknak követnie kellett volna a garancia alapvető szabályát: „Fizess most a garanciaügyletben, és pereskedj később az alapügyletben!”

(A fenti eset a Bundesgerichtshof 2000.10.10-i keltezésű és XI-ZR 344/99 [Frankfurt am Main] számon regisztrált döntése alapján készült.)

Irodalomjegyzék

Uniform Rules for Demand Guarantees
(ICC 458. szokvány)
Guide to the ICC Uniform Rules for Demand
Guarantees (ICC 510. kiadvány)

Bécsi Vételi Konvenció, Complex Jogtár
www.unilex.com