

KISS GÁBOR DÁVID–VAJDA BEÁTA

A biztonság kockázata – a tőkegarantált befektetési alapok komplex megközelítésben¹

A tőkegarantált alapok 2002-es indulásukkal² meglehetősen újak számítanak hazánkban. Ennek következtében a mai napig nem jelent meg olyan tanulmány, amely átfogóan igazítana el a témában. Az alap működése ugyanis bizonyos mértékben eltér a korábban megismert, „hagyományos” (részvény, kötvény, ingatlanpiaci, illetve pénzügyi) alapokétól, egyúttal betekintést nyújt az opciós ügyletek világába. Munkánk alapvető célja, hogy minél alaposabban megvizsgáljuk ezt az instrumentumot, szem előtt tartva a keresleti oldalt és annak pszichológiai vetületét is. A cikk választ keres arra is, hogy a sajátos hazai viszonyok között mely befektetői csoportoknak jelenthet megfelelő lehetőséget az, amit empirikus úton is vizsgáltunk.

1. BEVEZETÉS

Egy új, hazánkban még csekély irodalommal rendelkező befektetési formával kapcsolatban több kérdés is felmerül a kutatóban. Munkánk során mindenekelőtt modellezni szeretnénk volna ezen eszközök működését, illetve választ adni arra, hogy milyen kockázatok mellett milyen befektetési stratégia javasolható a befektetőknek a tőkegarantált alapok esetében.

Mindenhhez azonban meg kellett vizsgálnunk: valójában mit is jellemzi a befektetők által alkotott keresleti oldal? Azonos-e a kockázat értelmezése a keresleti és kínálati oldalon?

E kérdések jelölik ki az alábbi négy fő problémát, amelyre az alábbi összesített választokat adtuk.

- **Milyen tényezők befolyásolják a laikus kisbefektetőket döntésük meghozatalakor? Milyen szerepet játszanak a pénzügyi szempontok, és milyen szerepet játszik a kockázat szubjektív észlelése a tőkegarantált alapok választásában?**

¹ A cikk a Budapesti Értéktőzsde által alapított Kochmeister-díj 2007. évi III. helyezett pályamunkájának rövidített változata. A tanulmány megírásával kapcsolatban jelentős segítséget nyújtott dr. Kosztópulosz Andreász (SZTE GTK, Pénzügytan Szakcsoport), és a vizsgált szervezetek interjúalanyai: Bilibok Botond (Concorde Alapkezelő), Zsiday Viktor (Aegon Alapkezelő), Sudár Gábor (PSZÁF), Gulyás Adrienn (K&H Alapkezelő), Knáver György (CIB Alapkezelő), OTP Alapkezelő. Támogatásukat a szerzők ezúton szeretnék megköszönni.

² Az MTI adatbázisában a legkorábbi hivatkozás a „tőkegarantált alapok” működésére 2002. 09. 12-én 15:27:13-kor történt: a K and H Alapkezelő és az anyabankhoz tartozó KBC Vagyonkezelő stratégiai együttműködésének leírása. („A cég sikereinek egy részét az úgynevezett tőkegarantált alapoknak köszönheti, a KBC Vagyonkezelő több mint 400 fajta tőkegarantált alap jegyeit kínálja az ügyfeleknek...”) [20020912:MTI:z0073]

Az emberek mint befektetők döntéseik során nemcsak az objektív – ahogyan az az eddigiekben megfogalmaztuk: pénzügyi – kockázatokat veszik figyelembe; döntéseiket szubjektív érzéseik, kockázatszlelésük befolyásolja.

● **Mi eredményezheti a tőkegarantált befektetési alapok felülreprezentáltságát hazánkban?**

Magyarországon az emberek többsége kockázatkerülőnek minősül; a tőkegarantált alapok választásának fő motivációja az, hogy ezen befektetési formánál kizárólag a nyereség bizonytalan, ezzel szemben a tőke garantált; azaz, ha a nyereség nem is biztosított, a veszteség korlátozott.

● **Mennyire van kitéve a többi piaci szereplő működési kockázatának egy tőkegarantált befektetési alap? Melyek a különösen magas kockázatú piacok?**

A tőkegarantált befektetési alapok által kezelt eszközök terén kapcsolat mutatható ki a fedezeti alapok között. A fejlődő- és nyersanyagpiacokon utóbbiak jelenléte miatt fennáll a buborékok kialakulásának veszélye, ami rejtett kockázatként jelentkezik a befektetők számára.

● **Léteznek-e olyan alapkezelési stratégiák, ahol a személyi és tranzakciós költségeken a leginkább lehet spórolni?**

A tőkegarantált befektetési alapok esetében alkalmazott, passzív portfóliókezelési stratégia azt eredményezi, hogy csupán az alap indulásakor keletkeznek tranzakciós költségek.

Munkánkat a fenti gondolatmenetre fűzzük fel, végigjárva és modellezve mind az eszköz, mind az azt választó befektető működését és környezetét.

1.1. Kutatási módszereink

Kutatásunkat a szekunder források, illetve a rendelkezésre álló adatok áttekintésével és elemzésével kezdtük, ezek alapján fogalmaztuk meg kérdéseinket és feltételezéseinket. Ezeket ezután primer, empirikus módszerekkel igazoltuk:

- kérdőív felvétele egy 392 fős, véletlen kiválasztással készült szegedi mintán,
- mélyinterjúk készítése alapkezelőkkel (Concorde, Aegon, K&H, CIB, OTP), valamint a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) képviselőjével,
- próbavásárlás végrehajtása 12 budapesti, illetve 3 vidéki bankfiókban,
- PSZÁF- és BAMOSZ-jelentések, adatbázisok és statisztikai idősorok elemzése,
- az adatok további nyomon követése.

Empirikus tapasztalataink valamennyi feltételezésünket igazolták, illetve számos újabb, érdekes és megvizsgálandó területre irányították figyelmünket, amelyekkel kutatásunk folytatásában szeretnénk foglalkozni.

2. A KÍNÁLATI OLDAL

Vizsgáljuk meg a tőkegarantált alapokat előbb kockázati szempontból, majd pedig rámutatva arra, hogy miért is éri meg egy alapkezelőnek egy ilyen terméket kibocsátani.

2.1. Mennyire van kitéve a többi piaci szereplő működési kockázatának egy tőkegarantált befektetési alap? Melyek a különösen magas kockázatú piacok?

E probléma tisztázása során kísérletet teszünk arra, hogy bemutathassuk, miként fonódnak össze láthatatlan szálakkal az off-shore adóparadicsomokban bejegyzett, minimális szabályozással működő hedge fundok a kockázatkerülő kisbefektetők körében népszerű, tőkegarantált alapokkal.

Munkánk így három részre tagolódik. Először bemutatjuk az opciós piac működését, definiálva a tőkegarantált alapokat, ismertetjük működésük alapvető szabályait. Ezután kifejtjük, milyen gyakorlati hátrányokkal járhat a tisztán matematikai megközelítés, amit egy példával szemléltetünk. Végül a fejlődő- és nyersanyagpiacokon mutatjuk be, mi módon hat a fedezeti alapok jelenléte a kockázatra és a buborékok kialakulásának veszélyére, ami rejtett kockázatként jelentkezik a befektetők számára.

2.1.1. A termék felépítése és működése

A tőkegarancia létrehozásának technikája a legfontosabb momentum a tőkegarantált befektetési alapok esetében. Mindezt a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról az alábbi módon szabályozza:

241. § *A befektetési alapkezelő az alap hozamára vonatkozó ígéretet kizárólag a tőke megóvására vonatkozó ígérettel együtt tehet. Az ígéretet köteles*

a) bankgaranciával biztosítani, vagy

b) a hozamot biztosító pénzügyi eszközökkel és befektetési politikával alátámasztani az ügyfél részletes tájékoztatása mellett.

A tőkegarantált befektetési alapokat (illetve más terminológia szerint „strukturált alapok”, illetve „bull cv”-k) az alábbi felépítés jellemzi: a tőkének a futamidő végén esedékes, garantált visszafizetését valamilyen fix hozamú, alacsony kockázatú eszköz (állampapír, bankbetét) beiktatásával biztosítják, míg a tényleges hozamot opciók vásárlásával érik el. Ezért arra a következtetésre jutottunk, hogy az előállított portfólió voltaképpen kockázatmentes – a befektetett tőkénket nem kockáztatjuk, hiszen az állam és a bank rendes körülmények között fizetőképes, miközben az opció közbeiktatása nem jár a tőkénk kockáztatásával.

2.1.2. Különbség két „kockázatmentes” befektetés között

Nem árt tisztázni tehát a „kockázatmentes befektetés” fogalmát. Az állampapír esetében az állam jogi garanciája áll a befektetett tőke és a kamatok törlesztése mögött, míg az opciók esetében azért lehet alacsony kockázatról beszélni, mert az opciós díj kifizetése után a tőke

elvesztésének kockázata nem fenyeget (pl. ha csődbe megy az a társaság, amelynek részvényeire az opciót megvették). Azonban a tőke hozama továbbra is bizonytalanak tekinthető, amit át lehet hidalni azzal, hogy a tőkét az opció lehívásáig terjedő időben az alapkezelő befektetheti egyéb, alacsony kockázatú eszközökbe, lehetővé téve a „bull cv” jellegű működést.

Az opciók logikájából kiindulva (az opciós díjat leszámítva), a negatív hozam kizárt, a kockázat tehát abban rejlik, hogy lesz-e hozamunk a lejáratkor. Mindebből arra a következtetésre juthatunk, hogy a befektető kockázata a tőkegarantált befektetési alap választása esetén nem a befektetett tőke oldalán keletkezik (hiszen az védve van a garancia miatt), hanem a hozamoknál. Ezáltal értelmezhető az eltérő kockázat, valamint helyreáll a tőkepiacokat jellemző alapvető szabály is: magas hozammal nem járhat alacsony kockázat.

A tőkegarantált befektetési alapok tájékoztatói tartalmazzák az alábbi kitétel:

„Ezúton is felhívjuk továbbá tisztelt befektetőink figyelmét arra, hogy az Alap származtatott ügyletekbe befektető alap, s a származtatott ügyletek általában a szokásostól eltérő (magasabb) kockázati szintet jelentenek.”

Az eltérő kockázat a különböző opciós ügyletek alkalmazásából fakad. Egyes alapok ráadásul nem csupán a „klasszikus” opciókra épülő befektetési politikát folytatják, bizonyos alapok ugyanis limitáras és egyéb „egzotikus” opció is felhasználnak. Mindezt megfelelően illusztrálja Ács Gábor cikke is, amely az MKB Euroforint nevű alapját az alábbi módon írja le: az alap egyedül abban az esetben fizet 18%-os hozamot, ha az euro/forint árfolyam nem lépi át a 280 forintos szintet. (Ács [2006/16]). Mindezt a sáv szélein álló vételi (240,5 EUR/HUF-on) és eladási opció (280 EUR/HUF-on) birtoklása tette lehetővé („double-no-touch”), amelyből azonban az eladási aktiválódott 2006. június 26-án, így azóta az alap 99%-ban bankbetétből áll (MKB Alapkezelő [2006]).

2.1.3. A tőkegarantált alapok megszületése

A pénz- és tőkepiacok alapvető tulajdonsága a hozamok ingadozása. Opciók alkalmazásával azonban lehetőség nyílik a **hozam garantálására** is, ezzel a vagyongazdálkodó a hozam biztos realizálását garantálja. A befektető az adott alapba történő befektetés során szert tesz az arra szóló eladási jogra is, tehát magasabb értéken értékesítheti, mint a vételi ár. Mindez így eladási opcióként is értelmezhető (May [2003]).

A hozamgarancia egyik megjelenési formája a **bull betétjegy (bull cd)**³. Ha ezt megvásárolja a befektető, akkor a kamat mellé bizonyos részvények hozamából részesedést is kínál neki az alapkezelő. Mindez azt jelenti, hogy az alapul vett benchmark emelkedése esetén a garantált fix kamat kiegészül az így szerzett profittal. Mindez abban tér el a hozamgaranciától, hogy a bull cd esetében nem kell fizetni a plusz jogért, illetve az index emelkedésének csupán bizonyos hányadát kapja meg a befektető. Mindez megéri a vagyongazdálkodóknak, mivel a referenciaindex emelkedésének másik hányada az övé, illetve a kifizetett kamat (esés esetén) elmarad az azonos kockázatú befektetések kamatától (May [2003]).

3 A szakirodalom jellegzetessége, hogy mielőtt Magyarországon is megjelentek volna a tőkegarantált alapok, addig ezek az eszközök egymástól meglehetősen eltérő néven (pl. bull cd, strukturált termékek) szerepelnek.

Ez a megoldás már 1976-ban felbukkant, amikor *Merton* és *Scholes* CBOE (Chicagói Opció Tőzsde) opciókba fektetett, hogy kihasználja az emelkedő árfolyamok nyereségét. Mindezt kamatot fizető számlákkal kombinálták, így védekezve az árfolyamcsökkenés ellen (1. ábra). Akkor ez a kísérlet a befektetők érdeklődésének hiánya miatt megbukott, azonban innentől számíthatjuk a tőkegarantált alapok megszületését (*Dunbar* [2000]).

Goldstein azonban 1990-ben az UBS svájci banknál Európában már megütötte a főnyereget azzal, hogy piacra dobta a „strukturált termékeket”. A sikert az európai és amerikai piac eltérő volta magyarázza: az európai befektetők (a nyugdíjalapokkal együtt) távol tartották magukat a részvényektől, javarészt kötvényekben tartva az általuk kezelt vagyont. Az Európai Monetáris Unió megvalósulásának közeledtével azonban a kamatlábak Európaszerte csökkenésnek indultak, illetve az ekkor lezajló privatizációs hullám friss részvényekkel látta el a piacokat. Mindez a befektetőket a részvényt piacok felé fordította.

Goldstein a strukturált termékek segítségével ajánlott fel a kisbefektetőknek részesedést a részvényt piacok hozamából úgy, hogy közben nem kell attól tartaniuk, hogy elvesztik a befektetett tőküket.

A legegyszerűbb strukturált termékben egy hosszú lejáratú részvényindexvételi opció és államkötvény található. Az index esetleges zuhanása esetén az opció ugyan értéktelenné válik, de az államkötvény garantálja a befektetett tőke visszafizetését. Milyen módon érik el mindezt? Induláskor kiszámolják, hogy mekkora államkötvény-állomány esetén éri el az állampapírok jövőértéke a befektetések névértékét – ennyi pénz jön össze a kamatokból. A fennmaradó tőkét pedig indexvételi opcióba teszik be.

Méretgazdaságossági okokból az opciókat a lakossági bankok és biztosítók közvetlenül az UBS méretű befektetési bankoktól vették meg, zömében 100 millió dolláros csomagokba burkoltan.

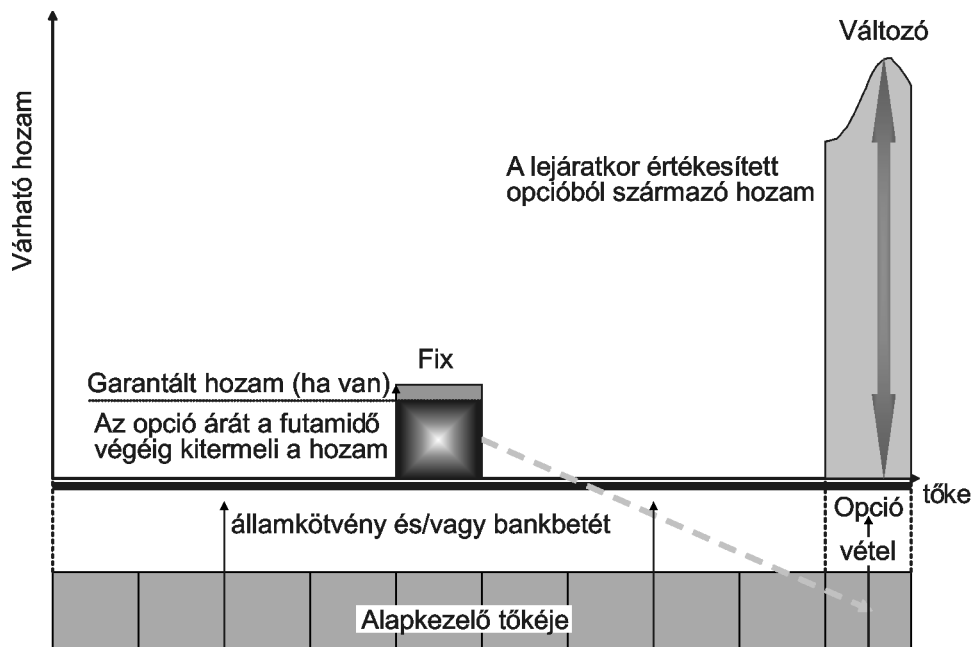
Az instrumentum először a brit piacon debütált (az FSTE 100-as indexére vonatkozó opcióval felszerelve), azzal a jogi kikötéssel, hogy a befektetési szolgáltatónak valóban vissza kell fizetnie a befektetés névértékét, mivel az 1980-as évek végén az Egyesült Államokban a portfólióbiztosítás rendszere csúfosan megbukott. (*Dunbar* [2000])

2.1.4. A tőkegarantált alapok típusai

A klasszikusnak számító, zárt végű, egy opciót tartalmazó struktúrának napjainkra mind több alváltozata ismert. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeleténél 2007. február 20-án készített interjúból kitűnik, hogy hazánkban a legújabb formák – épp rendkívüli népszerűségük miatt – hamarabb jelennek meg, mint a nyugat-európai piacokon.

Fontos azonban megemlíteni három uralkodó tendenciát. A garantált alapok hazai elvárásokhoz történő adaptálásának tekinthető újdonságok (az ügyfelek számára likviditást biztosító, nyílt végű alapok) mellett érezhető a nyugaton jellemző, hosszú lejáratú típusok (nálunk unit-linked módon értékesített) elterjedése. Mindazonáltal valamennyi típust az eredeti, zárt végű változat módosulataként képzelhetjük el; azaz úgy módosítják az eredeti modellt, hogy az megfeleljen a kitűzött céloknak, de a klasszikus forma egy-egy tulajdonságának feláldozásával.

A tőkegarantált alap működése



Forrás: alapkezelői tájékoztatók

A klasszikus modell tulajdonságai tehát az alábbiak: zárt végű, emiatt nem igényel túl nagy készpénzállományt (zömében az esetleges alapkezelői, letétkezelői, felügyeleti, könyvvizsgálói díjak fedezésére fordítja). Portfóliója túlnyomó hányadát (induláskor többnyire 80-90%-át) állampapírok vagy bankbetétek teszik ki. A „maradék” (10-20%-os) részt fektetik opciókba. A jegyzék időszaka után a befektetési jegyeket tőzsdére vezetik, így módon biztosítva a befektetők számára a kiszállás lehetőségét. A futamidő átlagosan 2-3 év.

A hozamgarantált alapok ettől térnek el oly módon, hogy a fix hozamú eszköz arányát megemelik, amely így nem csupán kipótolja az opciós díj miatt kieső részből fakadó tőkehányadot, hanem még pozitív hozamot is biztosít. Áttekintve azonban a klasszikus modell működését, mindebből az következik, hogy opciók vásárlására kevesebb tőke jut, ami az elérhető hozam mértékét csökkenti.

A hozam- és tőkegarantált pénzügyi, betét- és kötvényalapok érdekes színfoltjai a garantált alapok nagy családjának. Közös jellemzőjük, hogy – akárcsak „hagyományos” társaik – teljes mértékben fix hozamú termékekből állnak (bankbetét, repó, jelzáloglevél, állampapír, egyéb kötvények). Tőkegaranciát jellemzően 90 napos tartást követően biztosítanak tulajdonosaik számára. Mindazonáltal felmerül a kérdés: a tőkegarancia ígérete több-e a befektetők igényeit kiszolgáló, egyszerű marketingfogásnál? Ezt a véleményünket mind a felügyeletnél, mind az alapkezelőknél készített interjúk alátámasztották („divatmarketing”,

„a magyaroknak bármit el lehet adni garancia mellett”). E tendenciáért a válaszadók mindannyiszor az alulfejlett befektetői kultúrát okolják.

A „cliquet tree capitalization” elven működő alapok esetében több opciót tartalmazó kosarat indít az alapkezelő, amelyet előre meghatározott referencia-időpontokban értékelnek, és a rosszul (küszöb alatt) teljesítő elemek kikerülnek a kosárból (K&H Alapkezelő [2006], Ács [2006/16’]; CIB [2006a], 4. o.).

2. ábra

**Példa a több eszközkosárból álló tőkegarantált befektetési stratégiára
a CIB Alapok Alapja termék esetén**

Az első eszközkosár	A második eszközkosár
40% CIB Kincsem Kötvény Alap 35% CIB Indexkövető Részvény Alap 15% CIB Európai Részvény Alap 10% CIB Ingatlan Alapok Alapja	CIB Pénzpiaci Alap

Forrás: CIB Alapok Tőkegarantált Származtatott Alapjának rövidített tájékoztatója [2006], 5. o.

Maximált hozamú alapok esetében az opciós részalappal elérhető hozam mértéke limitált, ezt meghaladó hozam esetén a fennmaradó hányad az alapkezelőt illeti.

Az alapok alapja konstrukció meglehetősen sajátos értelmezését érhetjük tetten a CIB Alapkezelő esetében, ahol a saját alapjaik mozgását követő terméket hoztak létre. Ezáltal az ügyfelek részesülhetnek az ingatlan-, a kötvény-, a pénz- és részvénypiacok hozamaiból, miközben az alapkezelő voltaképpen saját magával szemben ír ki opciót. Mindez jelentős költségmegtakarítást jelent az alapkezelőnek, ami javítja a termék jövedelmezőségét (CIB Alapkezelő [2006a]).

Nyílt végű, garantált alapok esetében az alapkezelő vállalja a befektetési jegyek visszaváltását, ami viszont többlet készpénzállomány tartását feltételezi. Az alapmodell működéséből következik, hogy a többletlikviditás biztosítása csak akkor lehetséges, ha csökkentik az opciók arányát. Néhány alapkezelő ezt a problémát úgy kezeli, hogy a fix hozamú eszközöket 3 hónaposnál rövidebb bankbetétekből állítja össze, ezáltal szabadabban biztosíthatja az alap likviditását.

Sajátos hibát értünk tetten a CIB Alapkezelő Dollár Profitmix nevű termékének 2006. október 31-i portfóliójelentésében, ahol az eszközoldalon három elemet találunk: folyószámlán tárolt készpénzt (összes eszköz 5 százaléka), legfeljebb 3 hónapos lekötésű bankbetétet (összes eszköz 91 százaléka) és *opciók helyett határidős forwardügyleteket* az összes eszköz 4 százalékat kitevő értékben. (CIB [2006b])

A forwardtermékek az OTC-piacokon értelmezett, egyedileg kialakított, nem szabványosított határidős ügyletek. Mindez kissé ellentmondásos, mivel az adott termék rövidített tájékoztatójának a 6. oldalán az alábbi szöveget olvashatjuk:

„A befektetési stratégiában leírt opciókon kívül további származtatott ügyleteket az alapkezelő nem köt.” (CIB [2006c])

A fenti technikai probléma lényegére végül a felügyelet adta meg a választ azzal, hogy a portfóliójelentésben szereplő kérdéses tétel valójában forwardopciót takart.⁴

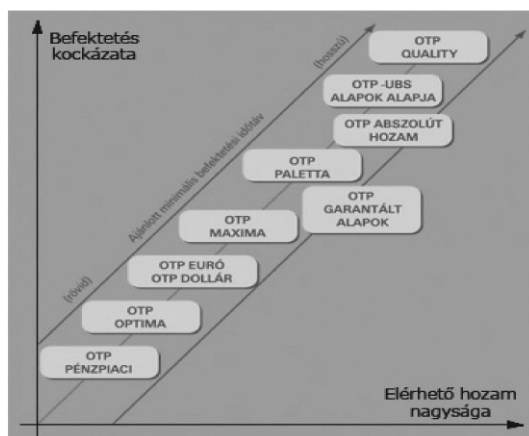
Mindezzel némileg szemben állt az érintett alapkezelő válasza⁵, amely már az októberi portfóliójelentések javításáról szólt – azóta ugyanazt a tételt már OTC-opcióként tüntetik fel, miközben a megelőző hónapokban még a fent említett módon jelent meg.

2.1.5. A kockázat matematikai megközelítése – a tőkegarantált alapok szórása

A jelentkező kockázat mindig viszonylagos, azaz el kell helyoznünk a tőkegarantált alapokat a befektetési alapok hozam-kockázat terében ahhoz, hogy valós képet kapjunk erről az instrumentumról. Az OTP alapkezelő tőkegarantált alapjainak kommunikációjában (3. ábra) érzékelteti a kérdést, de nem állít fel sorrendet az alapok között, azonban azt a látszatot kelti, hogy azonos kockázat mellett magasabb hozamot ajánl a befektetőknek.

3. ábra

A garantált alapok „kilógnak” a kockázati besorolásokból



Forrás: OTP Alapkezelő

A várható hozamot valamennyi zárt végű alap esetében igyekeznek felvázolni a befektetőnek, aki végső soron ennek alapján minősíti a befektetést. Az ettől való eltérés mind magasabb varianciát fog mutatni. Kockázatmérési problémát vet fel, hogy nem különíthető el a pozitív és a negatív irányú kilengés. Azonban logikusnak tűnik azt feltételezni, hogy egy hirtelen felívelés sem jár későbbi komoly korrekcióval (ilyen heves kilengésekkel jellemezhetők például a nyersanyagok).

Bernstein szavaival élve tehát nagy szórás mellett „könnyen a fejünk a sütőben – lábunk a hűtőben helyzetébe kerülhetünk” (Bernstein [1998]).

4 A PSZÁF 2006. december 7-én kelt leveléből.

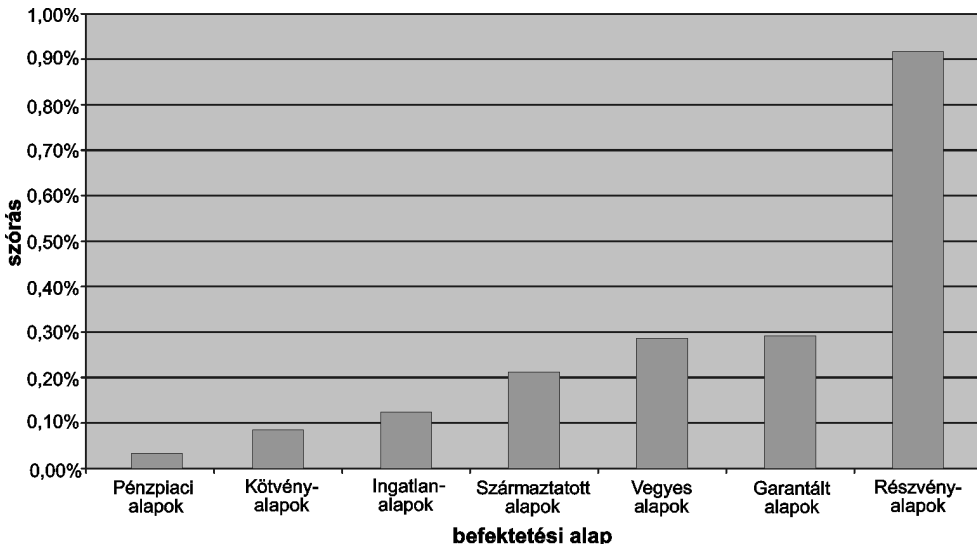
5 A CIB Alapkezelő online ügyfélszolgálatának 2006. december 18-ai válasza.

Egyszerűbb lesz a kép, ha a kockázati besorolásnál visszanyúlunk az alapok szórásnégyzetéhez, hiszen ez a statisztikai mutató a papír árfolyamának instabil voltára mutat rá (Ulbert [2002]).

Így viszont leszögezhető, hogy a variancia és a kockázat együttes mozgást végez. A PSZÁF *A nyilvános befektetési alapok költségei a 2006-os évben* című kiadványához kapcsolódó, statisztikai adatbázisban fellelhető szórásadatok alapján készítettünk egy átfogó értékelést (4. ábra). Ennek során 69 tőkegarantált és 197 „hagyományos” befektetési alap esetében mértük fel az átlagos szórást. A garantált alapok esetében az átlagolás a mögöttes termékek figyelembe vétele nélkül történt, a súlyozás során a súlyozott átlagos nettó eszközértéket vettük figyelembe, akárcsak a többi befektetési alap-kategória esetében.

4. ábra

A tőkegarantált alapok helye szórás alapján



Forrás: PSZÁF [2007], saját szerkesztés

Mindez azt mutatja, hogy a tőkegarantált alapok szórásuk (és ezáltal kockázatuk) alapján a részvényalapok és a kötvényalapok között foglalnak helyet. Ez az ábra épp arra bizonyíték, hogy a tőke garantálása mellett a hozam létrejötte meglehetősen bizonytalan.

2.1.6. Opciók és hedge fundok

1994-ben a Times magazin az alábbi módon méltatta a modern pénzügyi tudományon alapuló hedge fundok alapját jelentő, származtatott termékeket:

„A származtatott ügyletek fantasztikus rendszere nem ódivatú emberi ösztönökön, hanem számítógépes varázslók által tervezett és megfigyelt számításokon alapul..., akik nehezen érthető képletekkel dolgoznak..., amelyeket az ún. kvantok, azaz a kvantitatív elemzők találnak ki.”

A fent említett sajtóorgánum akkori lelkesedését a pénzügyi stabilitás újbóli megteremtésének illúziója magyarázza. A Bretton Woods-i rendszer harmincéves stabilitását hirtelen felváltó volatilitás motiválta a szakembereket a kockázatkezelés mind hatékonyabb eszközeinek kifejlesztésére. Így a származtatott ügyletekre úgy tekinthetünk, mint az áringadozások kivédésére létrehozott eszközökre (Bernstein [1998]).

A spekulatív tőkére, annak likviditásteremtő szerepénél fogva, a piac egyik elengedhetetlen részeként kell gondolnunk, mivel enélkül a piacok működése jóval drágább lenne a specialisták kényszerű árjegyzései miatt.⁶ Különösen igaz ez az olyan opciókra, amelyek – „zéró összegű játékok” lévén – feltételezik a kereslet és kínálat tökéletes egymásra épülését (Rini [2000]). Az újságírók optimizmusának legfőbb oka talán az lehetett: még nem is sejtették, hogy 1998 nyarán a kvantok által megalkotott, matematikai elveken alapuló rendszerek mi módon eredményeznek piaci káoszt, és a hedge fundok akkori zászlóshajójának, a Long-Term Capital Managementnek a bukását.

A befektetési alapok világának meglehetősen egyedi szereplőit alkotják ugyanis a hedge fundok – egyrészt azért, mert működési területük alapvetően az opciós piacra irányul, másrészt, mert ezek működését határolja körül a legkevesebb jogszabály.

Ezen zártkörű alapok egyik fő jellemzője, hogy elsősorban nagy vagyonnal rendelkező befektetőknek – nagyon magas kockázat és rövid időtáv mellett – magas hozamot biztosítanak. Ennek érdekében korlátlan kereskedési jogokkal bírnak (a gyenge szabályozást és az alacsony adózást többnyire az adóparadicsomokban történő bejegyzés is elősegíti), felvehetnek rövid pozíciót, illetve nagyobb mértékben vehetnek fel hitelt, mint más alapok. Mindez megteremti a magas tőkeáttétel és kockázatvállalás lehetőségét, ami azt eredményezheti, hogy az alap önmaga is képes a piac működését jelentős mértékben befolyásolni (May [2003]).

Megértésükhöz először is tisztázzuk a fedezeti ügylet jelentését.

Mindemellett elmondhatjuk, hogy a fedezeti alapoknak „keves közülük van a kockázatkezelési célból kötött fedezeti ügyletekhez” – már csak azért is, mert az általuk alkalmazott befektetési stratégiák gyakran nagyon összetettek és kockázatosak. Klasszikus „buy and hold” pozíciók helyett előszeretettel vásárolják distressed (pénzügyi átszervezés, csőd vagy felszámolás alatt álló), illetve event driven (felvásárlás vagy fúzió alatt álló) vállalatok papírjait. Emellett ők állnak a legtöbb arbitrázsművelet mögött is (*Affentrager* [1998]).

2.1.6.1. Az opciós piacok veszélyei – a Long-Term Capital Management bukása (esetpélda)

A tőkegarantált alapok történetét ott fejeztük be, amikor Goldstein sikeresen piacra dobta strukturált termékeit. Mindehhez szükség volt állampapírokra és indexvételi opciókra, amelyeket a befektetési bankok nagy tételben bocsátottak a lakossági bankok és biztosítók rendelkezésére.

⁶ A new yorki értéktőzsde 1959 óta ún. specialistákat alkalmaz arra, hogy a piac optimálisan tudjon működni. A specialista munkája a tisztességes, kétoldalú piac biztosítására és az ársáv szűkítésére irányul. Ennek értelmében, ha senki sem akar venni, akkor a vételi oldalra állva, neki kell biztosítania a likviditást. Az OTC-rendszerek összekapcsolása révén 1971-ben létrejött Nasdaq nem alkalmaz árjegyzést (RINI [2000], 195–199. o.).

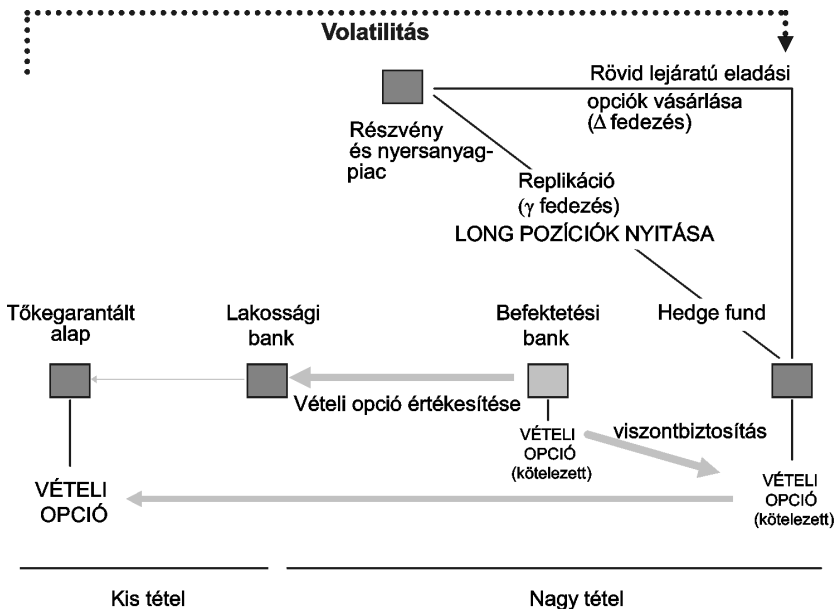
Az indexvételi opciók esetében azonban a befektetési bankoknak fedezniük kellett a befektetés kockázatát. Erre Goldsteinék a delta- és gammafedezés módszerét használták.

Az opciók eladása után Goldsteinék tehát a kockázatokat deltafedezéssel (az alaptermék részvényeiből történő vásárlásokkal) és gammafedezéssel (európai tőzsdéken rövid lejáratú opciók vásárlásával) kezelték, s e technika alkalmazásával kockázatmentes hozamra számíthattak, legalábbis *Harrison és Kreps* 1979-es eredményei ezt mutatták (idézi Dunbar [2000]). Mindeközben a különböző időtávú, opciós termékek eltérő likviditással bírtak a piacon, a rövid távúak nagy forgalommal és így likviditással rendelkeztek (a gammafedezés miatt), azonban hosszú távon már inkább kínálati piacról beszélhetünk.

A gammafedezet iránti igény és a beépített profitvárakozásoktól megemelt implicit, valamint a stabilabb historikus volatilitás szétnyílása azonban arbitrázlehetőséget teremtett. A hosszú lejáratú opciók ugyancsak túl voltak árazva, legalábbis a részvények tartásával járó 4-5 éves fedezeti stratégiához képest. *Modest* és az LTCM ekkor lépett a színre, hogy átvállalva a bázeli keretek közé szorult befektetési bankoktól a volatilitást, viszontbiztosítóként működjön (5. ábra). Ekkor, 1997-ben már csak 20 milliárd dollárnyi hosszú lejáratú, új opciós kibocsátás történt (Dunbar [2000]).

5. ábra

Kapcsolat a hedge fund és a tőkegarantált alap között



Forrás: Dunbar [2000]

Az opciós piac fölött az első viharfelhők 1997 őszén jelentek meg a kelet-ázsiai válsággal. A volatilitás ismét kezdett szétterjedni a globális piacokon, így elért Európába is. Hatására a rövid lejáratú indexopciók ára mind meredekebben nőtt (a ciprus átalakult cédrussá).

Mindez a gammafedezet és így a hosszú lejáratú opciók megdrágulásához vezetett. Október 27-én a Dow Jones Industrial indexe 550 pontot zuhant egy nap alatt, és novemberre a hosszú távú volatilitás a historikus 16%-ról 24%-ra emelkedett, ami százalékpontonként 400 millió dolláros veszteséget jelentett a piacnak. Az érvényben lévő bázeli szabályozások (és a cikkünkben később részletesen tárgyalt, a kockázatokat felügyelő, számítógépes VAR-rendszerek) miatt a nagy befektetési bankoknak likvidálniuk kellett a hosszú lejáratú indexportfóliókat, amelyeket az LTCM fel is szívott a piacról, bízva abban, hogy a kedélyek lecsillapodása után majd emelt áron adhatja el őket újra.

Az 1998-as oroszországi gazdasági válság azonban korábban soha nem látott szakadást eredményezett – gyakorlatilag az opciók árazásának alapjául szolgáló Black–Scholes-képlet valamennyi kitétele megdőlt: a piac egyszerre szűnt meg likvidnek, folytonosnak és normális eloszlásúnak lenni. Emellett, mivel globális összeomlás zajlott le, a földrajzi és termékbeli diverzifikáció is hatástalannak bizonyult. A hosszú távú volatilitás elérte a 40%-ot, ami az LTCM-et a magas tőkeáttétel miatt előbb a saját tőke felélésére, majd a partnerbankok tőkeinjekciójára kényszerítette, s ez végül az alap felszámolásához vezetett (Dunbar [2000]).

Az alapkezelői interjúk során felmerült az a probléma, hogy a befektetők a piaci szereplőkre mint „piaci mágusokra” tekintenek. A fenti Times-idézet is jól példázza, hogy nem csupán a hazai fejletlen befektetői kultúrára jellemző ez a fajta csodavárás – amely azonban azzal, hogy a kockázatmentes nyereség elérését tűzi zászlajára, mindig csúfos bukással jár együtt.

Empirikus vizsgálataink során a Dunbar-féle modellt csupán részben tudtuk alátámasztani. A nagy befektetési bankházaktól a tőkegarantált alapokig vezető út meglete bizonyosságot nyert, azonban a nyugat-európai anyabankok, illetve a BNP Paribas köpönyege mögé már nem állt módunkban betekinteni. Így a hedge fundok által jelentett kockázatokról csupán közvetett információkkal rendelkezünk.

2.1.7. Nemzetgazdasági hatások

Bár kutatásunknak nem kimondott célja, hogy az alapkezelők tevékenységének eme hatásaival számoljon, de komplex elemzést nem végezhetünk e komponens kihagyásával. A tőkegarantált alapok működésekor a legfőbb intézményi érdekhordozóknak az alapkezelőn túl a bankrendszer, a magyar állam és az opció kibocsátója tekinthető (eltekintve a könyv-vizsgálóktól, letétkezelőtől és egyéb szereplőktől).

A bankrendszernek – bármilyen meglepő is – a tőkegarantált befektetési alapok piac-szerzési lehetőséget kínálnak úgy, hogy közben stabilizálhatják betéti állományukat. Abban az esetben ugyanis, ha az alap fix eszközei bankbetétekből állnak, a teljes vagyon 70-90%-a a bankokhoz vándorol. Mindez azt is jelentheti, hogy ha az ügyfél a saját bankjának tulajdonában álló alapkezelőnél jegyez tőkegarantált alapot, akkor valójában a tőkájének mindössze 10-20%-ával végez tényleges műveleteket, hiszen a „maradék” visszavándorol a bankhoz, illetve az alapkezelő realizálja a relatíve magas alapkezelői díjakat.

Az államháztartásban az adósság finanszírozását teszi könnyebbé az állampapírok iránt mutatkozó, esetleges többlettereslet. Ezért itt sem beszélhetünk a külső egyensúly romlásáról.

Az opcióknál már nem teljesen egyértelmű a kép. Abban az esetben ugyanis, ha az alaptermék nem a hazai piacon van jegyezve, illetve az OTC-opció kiírója külföldi befektetési bankház, akkor a külső egyensúly romlásáról és tőke kivonásról beszélhetünk.

2.2. Léteznek-e olyan alapkezelési stratégiák, ahol a személyi jellegű és tranzakciós költségeken a leginkább spórolni lehet?

A pénzügyintézeteknél (amelyek a magyar alapkezelők többségének anyavállalatai) a legmagasabb nem kamatjellegű ráfordítás magából a személyi jellegű ráfordításokból származik. Nem minden ok nélkül, hiszen ebben a szektorban az emberi tőke a siker legfontosabb tényezője. Azonban ennek a drága erőforrásnak a minél hatékonyabb felhasználása ugyanúgy kulcsfontosságú tényező – elég csak arra gondolni, hogy a hazai piacvezető OTP Bank teljes mérlegfőösszegéből a személyi jellegű ráfordítások 1,82%-kal részesedtek – a nem kamatjellegű ráfordításokkal összevetve, az arány már 32,4% volt 2005-ben (OTP [2005], 66. o.).

Passzív, például indexkövető alapkezelési stratégia alkalmazásával az egy termékegységre jutó személyi és egyéb (pl. tranzakciós) ráfordítások alaposan csökkenthetők. Azonban még ekkor is szükséges valamiféle korrektív jelenlét, ha nyílt végű papírról van szó.

Hazánkban a PSZÁF behatóbb vizsgálatai alapján elmondhatjuk, hogy az *„intézmények portfóliókezelési magatartását, az aktív vagy passzív stratégiát általában intézményi szinten, illetve azon belül portfóliónként határozzák meg”* (PSZÁF [2005/1] 3. o.).

Azzal kapcsolatban, hogy valójában melyik stratégiát célszerű követni, már megoszlik a szakirodalom véleménye. A passzív módszer alkalmazása mellett mégis az alábbi érv szól: egy aktív portfóliómenedzser átlagosan több mint 100 részvényt tart 80%-os forgási sebesség mellett, ami magas tranzakciós költséghányaddal jár. Passzív stratégia követésekor ezzel szemben valamilyen részvényindexbe történik a befektetés – ez a technika újabb keletű. Mivel a modern pénzügyi világ komplex rendszerében az ingatag elméleti alapok miatt képtelenség megjósolni a jövőbeli eseményeket, és az aktivitás költségei is magasak, nem csoda, hogy míg 1977-ben még az alapok fele volt képes teljesítményével felülmúlni a Standard and Poor's 500-as indexét, addig 1997-ben már csak egynegyedük volt ilyen sikeres.

Miközben a passzív portfóliómenedzser által vezetett indexkövető alap teljesítménye magas stabilitást mutat a magas szintű diverzifikáció miatt, egyúttal elmondható az is, hogy mindez csupán közepszerű teljesítményhez elég.

A fókuszált befektetés iskolája ezzel szemben csak néhány erősen szelektált vállalat részvényeire koncentrál, ezeket azután hosszú távon meg is tartja. A szelektálás elsősorban annak alapján történik, hogy megkeresik azon vállalatok papírjait a piacon, amelyek erősen aluláróztak, ugyanakkor jelentős, hosszú távú versenyelőnyökkel bírnak. Mindez tehát kihasználja a piaci ár és a belső érték közötti különbséget, ami a nem hatékony piac által teremtetett, potenciális arbitrázs kiaknázását jelenti. A hosszú távú tartás jellemzően alacsony, 10%-os forgási sebességet eredményez (Hagstrom [2000]).

Érdekes piaci magatartásról tanúskodik a PSZÁF 2005. évi befektetéskezelési témavizsgálata. Ennek során ugyanis az alábbi tanulságokat szögezik le:

„Összességében megállapítható, hogy a befektetéskezelőnek előírt stratégiai portfólióösszetétel rendszerint tág mozgásteret biztosít. (...) Ennek ellenére nem ritka, hogy a befektetéskezelő tartósan passzív, elsősorban benchmarkkövető befektetési attitűdöt tanúsít, azaz a megcélzott portfólió összetételtől való eltérésre még a rendelkezésére álló kereteket sem használja ki.” (PSZÁF [2005/1], 2. o.)

A zárt végű, tőkegarantált befektetési alapok befektetési jegyei forgalomképesek, azonban a futamidő során kizárólag a tőzsdén értékesíthetők, illetve vásárolhatók meg. A túlzott likviditás ugyanis már ellenkezne a működés logikájával – túl sokszor kellene hozzányúlni a már befektetett bankbetét/államkötvény-állományhoz, ami a nyitó pozíció szétforgácsolódásához vezetne. További veszélyként jelentkezne az alapkezelőnél az időről időre bekövetkező, nemzetközi nyereségrealizálás (és tőkekivonás) trendje, ami fokozná a tőkegaranciát biztosító elemeken a nyomást.

Tehát a lejáratkori tőkegarancia intézménye kifejezetten igényli az alacsony likviditást, továbbá ily módon a befektető a jegyek eladása után csak nehezen lenne képes újabb zárt végű tőkegarantált alapot találni olyan piacon, ahol épp jegyzési időszak van. A tőkegarantált hozam „kimazsolázása” ellen hat az a tény is, hogy az alapkezelők az átlagnál magasabb jutalékkal sújtják a vételt és eladást e jegyek esetében. Ez a magatartás azért is érthető, mert így az alapkezelőknek kell az ügyfél nevében megjelennie a piacon, ami már élmunkaterhet von maga után.

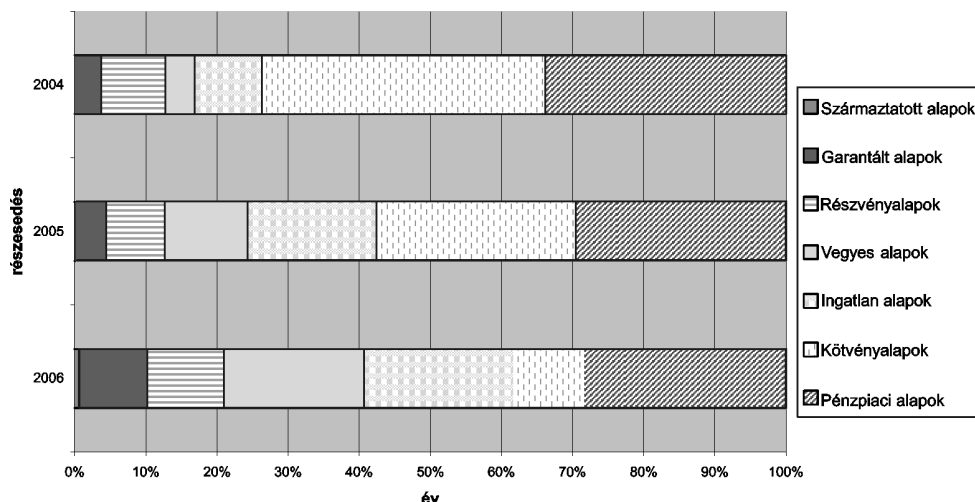
2.2.1. Az alapkezelési tevékenység során felmerülő és felszámított költségek

Ahhoz, hogy megállapíthassuk, mennyire tekinthetők költségesnek a tőkegarantált alapok, meg kell vizsgálnunk azt, hogy egy „hagyományos” alap működése milyen költségekkel jár.

A befektetési alapok tevékenysége azonban rendkívül szerteágazó lehet (6. ábra), akár a befektetési kört (nyilvános, zártkörű), a befektetési időtartamot (zárt végű, nyílt végű), a befektetés irányát (ingatlan, értékpapír), a jövedelem szétosztását (rendszeresen felosztó és újra befektető), vagy az értékpapír eredetét (belföldi, külföldi és deviza) vizsgáljuk. (Bakonyi, Décsi, Lauf, Tasnádi [2004]).

6. ábra

Egyes befektetésialap-kategóriákban tárolt vagyon megoszlása (2004–2006)



Forrás: PSZÁF [2007]

A jegyek megvételekor és az azokból történő kiszálláskor számolhatják fel az **eladási és a visszavásárlási jutalékot**. Ennek célja, hogy az alapkezelő elkerülje a befektetők túlzottan kismértékű ügyleteit, illetve az arbitrázsra játszó spekulánsok támadásait. Azzal ugyanis, hogy a nettó eszközérték kiszámítása időben eltolva (zömmel egy nappal később) történik, a mozgékonyabb befektetők a piacok zárása előtt pozíciókat vehetnének fel a befektetési alapokban úgy, hogy az egy nappal korábbi nettó eszközértéken szerzik be annak jegyeit.

E rendszeresen jelentkező költségek kiegészülnek még az úgynevezett **egyszeri költségekkel**, amelyek javarészt az alap indulásakor keletkeznek (prospektusok, marketing és felügyeleti díjak). Ezeket méretgazdaságossági okokból többnyire az alapkezelői díjba építik be (Bakonyi, Décsi, Lauf, Tasnádi [2004]).

A felügyelet vizsgálatai megállapították, hogy a befektetési alapokra kibocsátott értékpapíroknál a költségek megállapítása nem követ egységes gyakorlatot.

„Egyes esetekben a befektetési alapkezelő ugyanazon tevékenység után kétszeresen is részesül díjban (portfóliókezelési/vagyonkezelési díj + alapkezelési díj), ami nem méltányos az ügyfeleivel szemben, míg másoknál az a gyakorlat, hogy az alapkezelők a saját maguk által kibocsátott portfóliókba helyezett befektetési jegyeket kiemelik a díjszámítás alapjából.” (PSZÁF [2005/1], 11. o.)

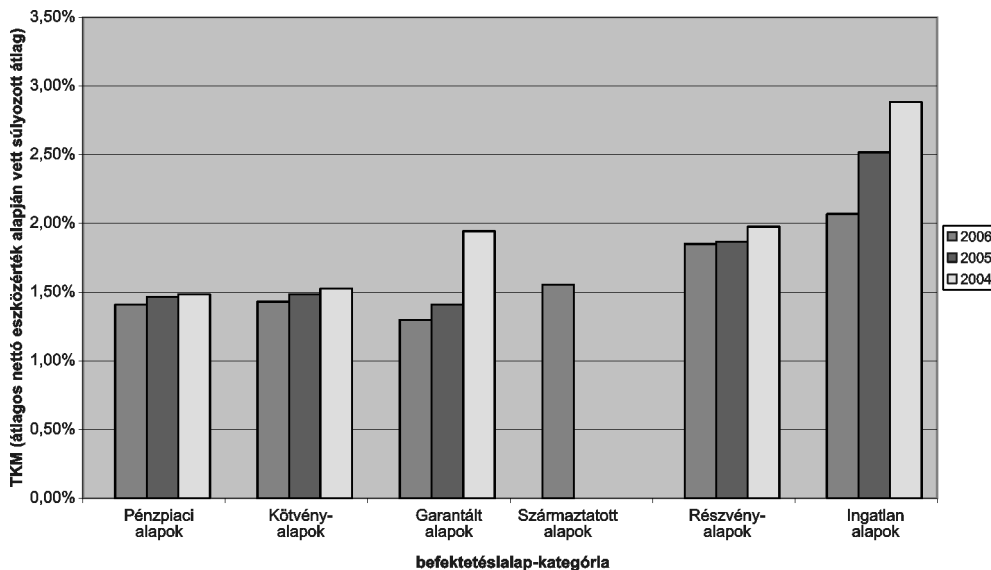
Ennek ellenére megállapítható, hogy melyek a befektetési alap működése során keletkező, legfontosabb költségek.

Az **alapkezelő fix jutalékait** a nettó eszközérték 1-2%-ában állapítják meg, amit az – napi bontásban – le is von.

A **letétkezelő díja**, amelyet az értékpapírok őrzéséért és az értékpapírszámla vezetéséért számítanak fel, a nettó eszközérték 0,3-0,5%-ára terjed ki.

Az alapok költségalapú minősítésére biztosít lehetőséget a 2004/384/EK ajánlás, amelynek értelmében – a napi nettó eszközértékre vonatkozó adatszolgáltatások és a befektetési alapok éves jelentései alapján – a befektetési alapkezelő társaságok a PSZÁF rendelkezésére bocsátották a működési költségeiket. Ezek az alapok tájékoztatóiban és kezelési szabályzataiban szerepelnek mint alapkezelési díj, letétkezelési díj, alapkezelő sikerdíja, könyvelési költségek, könyvvizsgálói díjak, marketingköltségek, közzétételi díjak, felügyeleti díjak stb. Mindebből számítják ki a **teljes költséghányadost**, amely az alapot terhelő összes költség, csökkentve az értékpapíralapok esetében az értékpapírok kereskedési költségeivel, illetve ingatlanalapok esetében az értékcsökkenéssel. Mindezt elosztjuk az alap éves átlagos nettó eszközértékével. Ezáltal megkaphatjuk az egyes alapokra jellemző, átlagos költség szintet (7. ábra, idézi Portfólió [2006a]).

**A teljes költséghányados változása 2004 és 2006 között
a nyilvános befektetési alapok esetében**



Forrás: PSZÁF (2007)

A grafikon szemléletesen mutatja a garantált alapok viszonylagos olcsóságát, hiszen azok költségei az ingatlan- és részvényalapokénál kisebbek. A garantált alapoknál – sajátos módon – egyedül a különböző állampapírokra épülő alapok voltak olcsóbbak. Ugyanakkor nem mehetünk el amellett a tény mellett, hogy a garantált alapok jelenleg az értékesítés felfutó ágában vannak, ami magasabb marketingköltségeket terhel rájuk. A teljesköltségmutató évről évre látható csökkenését a garantált alapok esetében a szegmens gyors felfutása magyarázza; a 2004-ben indított, 18 új és a 2005-ben indított, 17 új alap esetében már nem állnak fenn az indítás egyszeri magas költségei, így – széles bázist alkotva – képesek ellensúlyozni a 2006-os bővülést (34), miközben a forgalmazó alapkezelők bővülése miatt a verseny is megnőtt.

2.2.2. Tanulságok a költségekkel kapcsolatban

Tapasztalataink alapján elmondhatjuk, hogy a tőkegarantált befektetési alapok esetében alkalmazott, passzív portfóliókezelési stratégia eredményeképpen csupán az alap indulásakor keletkeznek tranzakciós költségek. Ezáltal az alap működése rendkívül gazdaságos lehet az alapkezelő számára.

A zárt végű forma előnye, hogy az alapkezelő mentesül a visszaváltással járó tranzakciós költségek alól. A nyílt végű formánál ellenben az alap felépítése már egyre inkább

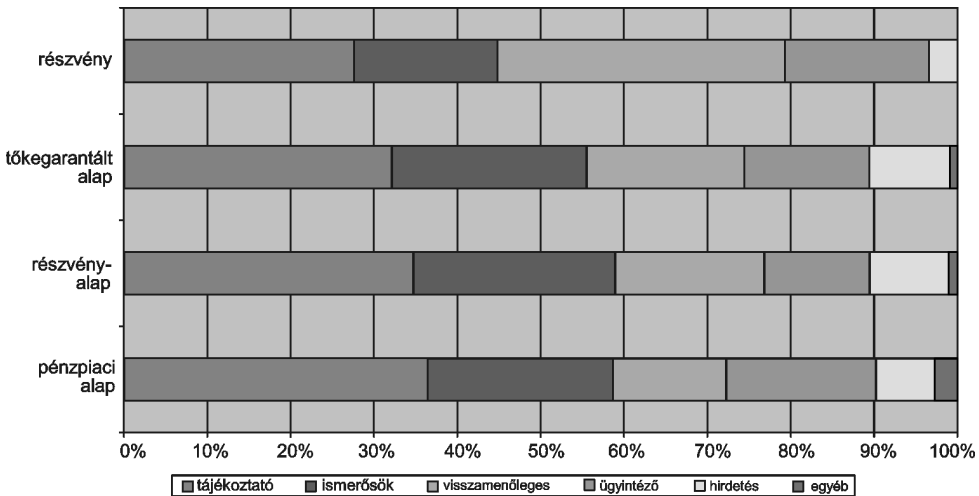
hasonlít egy nagy, de likvid bankbetételre. Ezáltal a befektetőre hárítják át a likviditásból fakadó többletköltségeket úgy, hogy ezen alapok jutalékai a zárt végű, garantált és a „hagyományos” alapokéi közé esnek.

2.2.3. Tanulságok az értékesítő hálózat esetében

Az értékesítés szerepének kérdése először a felügyeletnél készített interjú során merült fel. A bankrendszer fióknyitási boomját ugyanis nem mindig követte a humán erőforrás megfelelő képzése – az alapkezelők korlátozott kapacitásai miatt. Másfelől az általunk készített, 392 fős véletlen mintán felvett kérdőív az ügyintézők alulreprezentáltságát mutatta – lényegében a hirdetésekkel azonos súlyozást kaptak.

8. ábra

Mi alapján döntenek a befektetés mellett a kockázat-hozam párosok által szimbolizált terméket választó, potenciális befektetők?
(N= 392)



Forrás: saját szerkesztés

Annak eldöntésére, hogy a befektetők miért nem értékelik nagyra az ügyintézők által biztosított, közvetlen információs csatornát, próbavásárlásokat végeztünk 12 fővárosi és 3 vidéki bankfiókban. A fiók kiválasztása során igyekeztünk minél nagyobb reprezentativitásra törekedni, így arra, hogy azok minél látogatottabbak legyenek. A budapesti mintánk ennek értelmében a West End City Centertől a Deák térig terjedő területet foglalta magába. Ezzel biztosítottuk, hogy minden résztvevő bank legalább két fiókkal is képviseltesse magát.

A feltett kérdések az alábbi témákban mozogtak:

- Mi módon biztosítja a tőke garanciáját az alapkezelő?
- Miért ajánlja vételre ezt a típusú alapot?
- Említi-e az idő és a kockázat közötti kapcsolatot?
- Mi termeli a hozamot?
- Milyen írásos anyagot biztosít a további tájékozódáshoz?

A kapott eredmények meglehetősen szélsőségesek, mivel a válaszok szakmaisága függetlenül bizonyult mind a banktól, mind az ügyintéző nemétől, életkorától, mind a fiók elhelyezkedésétől. Gyakran előfordult, hogy ugyanazon bank egyik fiókjában kielégítő válaszokat kaptunk, majd egy órán belül, fél kilométerrel arrébb már lesújtó tapasztalatokról kellett beszámolnunk (és viszont).

A vidéki fiókok esetében szóródik az eredmény. Mindez azt jelenti, hogy még egy átlagosan informált ügyfél sem lehet biztos abban, hogy szakmailag mennyire kompetens válaszokat fog kapni kérdéseire. Bár a vizsgált minta mérete alapján nem vonhatunk le messzemenő következtetéseket, a kapott adatok mégis elgondolkoztatóak, és alátámasztják a felügyelet véleményét, illetve a kérdőíves vizsgálatunk során feltárt preferenciákat is.

3. A KERESLETI OLDAL

A befektető személyisége jelentősen képes árnyalni a tőkegarantált alapokról alkotott képet. A befektetők ugyanis emberi lények, azaz nem csupán a racionális haszonmaximalizálás vezérli őket.

3.1. *A laikusok pénzügyi döntéseit befolyásoló tényezők*

Milyen tényezők befolyásolják a laikus kisbefektetőket döntéseik meghozatalakor? Milyen szerepet játszanak a pénzügyi szempontok, illetve a kockázat szubjektív észlelése a tőkegarantált alapok választásában?

Az emberek a kockázatokat tekinthetik jelentéktelennek/elhanyagolhatónak, elviselhetőnek, elfogadhatónak vagy éppenséggel elfogadhatatlannak.

Felmerül a kérdés: mitől függ tehát, hogy az emberek (mint a pénzügyi szférában laikusnak számító egyének) hogyan ítélik meg a kockázatokat, és ezen belül a pénzügyi döntések kockázatát? A válasz benne van a kérdésben, és eddig is utaltunk rá: emberek vagyunk, ezért **szubjektíven** ítéljük meg a kockázatokat. Ez a tény a kockázat pszichológiai megközelítéseiben játszik fontos szerepet, ezért ezekkel a megközelítésekkel foglalkozunk részletesebben.

3.1.1. **A kockázatészlelés megközelítései**

Nemcsak a kockázat fogalmának, hanem a kockázatészlelésnek is számos megközelítése, illetve definíciója létezik, tovább árnyalva a képet a befektetők viselkedésének vizsgálatá kapcsán.

3.1.1.1. Valószínűségi ítéletalkotás

A pszichológiai megközelítések egyik irányzata a valószínűségi ítéletalkotást vizsgálja, azaz azt, **hogyan hasznosítjuk az információkat bizonytalan helyzetekben**. E terület egyik legfontosabb kérdése: hogyan viszonyulnak az egyén által becsült valószínűségek az egyébként „racionálisan” kiszámíthatókhöz? Azaz: hogyan ítélik meg az emberek az olyan befektetési lehetőségeket, amelyeknek egyébként az általunk pénzügyinek nevezett kockázata pontosan kiszámítható? A laikusok kockázátészlelésének és értékelésének vizsgálatára irányuló kutatások alapján az egyik, talán legfigyelemreméltóbb kijelentés, hogy a laikusok értékelésében a statisztikai adatok nem játszanak döntő szerepet. *Kahneman és Tversky* (idézi *Slovic* [2007]) ide vonatkozó elmélete szerint az emberek úgynevezett **heurisztikákat** (feladatmegoldó módszereket, olyan folyamatokat, amelyekben bonyolult ítéleteket egyszerűbbekre vezetnek vissza) alkalmaznak döntéseik során, és nem követnek racionális számítási elveket, illetve statisztikai törvényszerűségeket. Általában ezek a heurisztikák hasznosak, néha azonban komoly és szisztematikus hibákhoz vezetnek. A következő heurisztikákat említhetjük meg, amelyek befolyásolják az ítéleteket a kockázátészlelésben:

- Hozzáférhetőségi heurisztika: alkalmazásakor egy esemény gyakoriságának megítélése attól függ, hogy mekkora az esemény érdekessége, milyen könnyű azt emlékezetbe idézni. Az előforduló hibák:
 - a példák felidézhetőségének köszönhető torzítások,
 - a keresési halmaz hatásosságának köszönhető eltérések,
 - az elképzelhetőségből fakadó torzítások,
 - látszólagos korreláció.
- Reprezentativitás vagy hasonlóságészlelés: az emberek annak valószínűségét például, hogy valaki orvos, aszerint becsülik meg, hogy milyen mértékben hasonlít egy orvos sztereotípiájához. Ezzel kapcsolatban az alábbi hibákra hívja fel a figyelmet *Tversky és Kahnemann*:
 - érzéketlenség az eredmények priori a valószínűségével szemben,
 - a mintanagysággal szembeni érzéketlenség,
 - a véletlen helytelen értelmezése,
 - érzéketlenség az előrejelezhetőséggel szemben,
 - az érvényesség illúziója,
 - a regresszió helytelen értelmezése.
- Kiigazítás és lehorgonyozás: az emberek egy kezdeti értékből kiindulva készítenek becsléseket, amit úgy igazítanak ki, hogy a végső választ adja. A következő hibák fordulnak elő ilyenkor:
 - elégtelen kiigazítás,
 - eltérések a konjunktív és diszkonjunktív események értékelésében,
 - lehorgonyozás a szubjektív valószínűség-eloszlások becslésében.
- Túlzott bizonyosság a saját ítélet helyességében: a saját tudás korlátainak fel nem ismerése.

- A bizonyosság kívánása: ez arra készteti az embereket, hogy a bizonytalanság okozta szorongást túlzott, megalapozatlan bizonyossággal csökkentsék. Ilyen hibára derült fény *Kates* [1962] interjúiban, amikor az árvíz áldozatai (tévesen) úgy vélik, hogy ugyanaz a katasztrófa nem fordulhat velük újra elő.

A szerzőpáros tehát „*a pszichológiai kutatás felismeréseit a közgazdaságtudományba integrálta, különös tekintettel az emberi ítéletalkotásra és döntéshozatalra a bizonytalanság körülményei közepette*” (*Hámori* [2003], 780. o.).

3.1.1.2. Pszichometrikus irányzat

A pszichológiai megközelítések egy másik irányzata a pszichometrikus irányzat, amelynek egyik legismertebb képviselője *Slovic*. Az ide tartozó szakértők a **kognitív pszichológia módszereivel** próbálták feltárni a kockázatészlelést meghatározó tényezőket, és egy társadalomban, illetve kultúrában jelen lévő kockázatattitűdők és -észlelések kognitív térképeinek megrajzolására tettek kísérletet. *Weber* [2003] kutatásaival igazolta, hogy a pszichometrikus modell a pénzügyi döntések kapcsán is alkalmazható. *Slovic* kutatta a laikusok kockázatészlelésének jellegzetességeit, fontosnak tartotta a laikusok kockázatról alkotott képének megismerését. A laikusok kockázattal kapcsolatos tudását a kevesebb információ és esetleges tévedések ellenére is sokkal gazdagabbnak tartotta a szakértőkénél.

3.1.1.3. Kulturális megközelítések

A kulturális antropológia megközelítései szintén a pszichológiai közelítésekhez tartoznak. Az alap gondolatok *Douglas* és *Widavsky* [1982] nevéhez fűződnek. Az embereket a közösen osztott értékek és hitek alapján meghatározott kulturális csoportokba osztották, és nem a kockázatot magát tartották a kockázatokkal kapcsolatos ítéletek és észlelések létrejöttében a legmeghatározóbb tényezőnek, hanem a kockázatészlelő jellemvonásait, felhívva a figyelmet arra, hogy a laikusok szubjektív kockázatészlelése mögött ott van a kultúra területe az általa meghatározott értékekkel, hiedelmekkel, előítéletekkel. *Douglas* szerint a kockázatészlelés olyan **társadalmi folyamat**, amelynek során a társadalom létrehozza saját domináns konszenzusát arról, hogy mely veszélyek váltják ki a legnagyobb szorongást, illetőleg milyen kockázatok fölvállalása tekinthető még ésszerűnek.

Úgy gondoljuk, hogy a pénzügyi befektetések kockázatának megítélésénél is kiemelten fontos a kulturális faktor. A magyar befektetők alacsonynak mondható kockázatvállalási hajlandósága (lásd pl. *Ulbert–Csanaky* [2004]) nagymértékben köszönhető a kultúránknak. Ezt alátámasztja a *Geert Hofstede* által meghatározott **bizonytalanságkerülési index** (amely egyike azoknak a dimenzióknak, amelyekkel *Hofstede* a kultúrák közötti különbségeket jellemezte). A bizonytalanságkerülési index azt fejezi ki, hogy egy kultúrában az egyének mennyire érzik magukat kellemetlenül strukturálatlan, szokatlan szituációkban. Magyarország bizonytalanságkerülési indexe (82 pont) jóval magasabb, mint a világátlag (62 pont), és az európai átlagot (79 pont) is meghaladja.⁷

⁷ Az adatok forrása: www.geert-hofstede.com

3.1.2. A kockázatészlelés definíciói

Everitt [1996] a kockázatészlelést a következőképpen határozza meg: **az egyén álláspontja** egy bizonyos cselekedettel vagy életstílussal kapcsolatos kockázat valószínűségéről.

Kolos [1998] több szerző alapján a következőképpen írja le az észlelt kockázatot (speciálisan vásárlási szituációkra meghatározva): „*A fogyasztó szükséglet kielégítésére irányuló, célorientált magatartását feltételezve, a kockázat a fogyasztó azon szubjektív várakozása, hogy cselekedeteinek negatív következményei lehetnek, amelyek valamilyen veszteség formájában jelentkeznek. Minél inkább biztos a fogyasztó az őt ért veszteségről, illetve minél súlyosabbnak itéli ezen veszteség következményeit, annál magasabb szintű kockázatot észlel.*”

Adams (idézi Greene [2000]) kijelenti, hogy mindannyian valódi kockázatszakértők vagyunk, és szakértelmünk mindennapi tapasztalatainkon és az ezekből való tanulás képességén alapszik.

3.1.3. Az információk jellegének és feldolgozásának szerepe

Weber [2003] MBA-tanulókkal végzett kutatásainak eredményeképpen a pénzügyi kockázatok észlelésének modellezésére egy általa **hibridnek** nevezett modellt talált a legalkalmasabbnak.

Weber szerint az emberek egy **kettős feldolgozó rendszeren** keresztül értékelik a megszerzett információkat. Egyrészt egy algoritmikus rendszeren keresztül, amely szabályokon alapul, szimbólumokat és gyakran numerikus számításokat is magában foglal, és folyamatos tudatosságot igényel; másrészt olyan rendszeren keresztül, amely gyors, automatikus, és érzelmi reakciókkal, valamint asszociációkkal segíti az információk feldolgozását. Mindkét rendszer működik bennünk, ugyanakkor fontos jellemzője ennek a működésnek, hogy olyan kérdésekben, amelyekben laikusnak számítunk, a másodikként említett, érzelmek által működtetett rendszer a domináns.

Egyetértve Weber feltevéseivel, úgy gondoljuk tehát, hogy a kisbefektetők nagy része, akik laikusnak számítanak a pénzügyek világában, nagymértékben **érzelmeik és asszociációik** segítségével dolgozzák fel az egyes befektetési lehetőségekről, így a tőkegarantált alapokról kapott információkat.

Szintén Weber [2003] leírása alapján különböztethetünk meg **kétféle szituációt** az észlelt kockázat kapcsán: amikor **jellemzések** alapján ítélünk meg egy kockázatot, illetve, amikor **saját tapasztalataink** alapján ítélkezünk. Ez az adott szituációtól függ. Például egy gazda egy (pl. árvízeseményt tartalmazó) biztosítás megvásárlásakor a saját tapasztalatait veszi figyelembe, míg a biztosítási ügynök a jellemzés alapján hoz döntést.

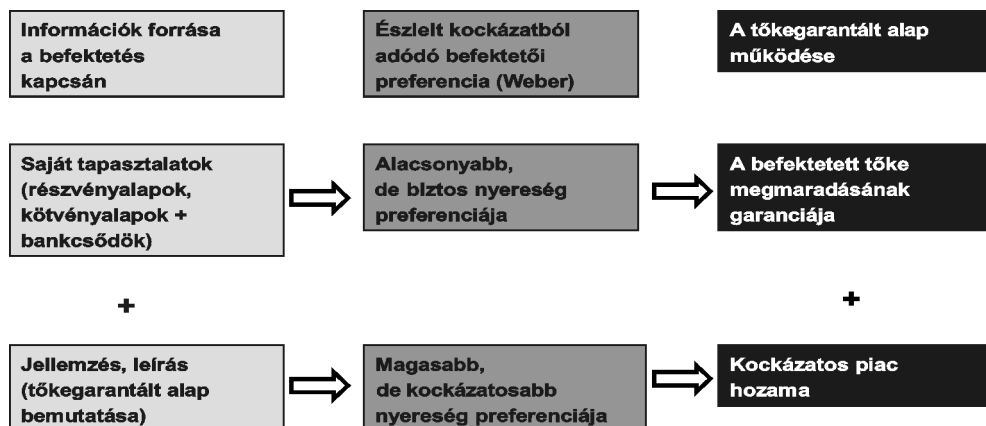
Több empirikus kutatás tapasztalatai alapján az a megállapítás született, hogy azokban az esetekben, amikor az egyéneknek csupán leírások, jellemzések alapján van információjuk az adott szituációról, a ritkább események gyakoriságát túlbecsülik (lásd a már említett kilátásméleletet Kahneman és Tversky megfogalmazásában), így kevésbé preferálják a kisebb, de biztos nyereséggel járó eseményt, míg jobban a nagyobb nyereséggel járó, de kockázatos. Ugyanakkor, ha már vannak tapasztalataik egy adott szituációval kapcsolatban, ez a tendencia megfordul, és többen preferálják a biztos kimenetelt.

Úgy gondoljuk, hogy ez a gondolatsor remekül illeszthető a magyar lakosság tőkegarantált alapokkal kapcsolatos kockázatészlelésére. Tőkegarantált alapot egyrészt gyakran olyan

befektetők választanak, akiknek már vannak tapasztalataik egyéb alapokkal – kötvényalapokkal – részvényalapokkal kapcsolatban, illetve az elmúlt másfél évtized pénzügyi működéséről, banksődjeiről is vannak emlékeik; másrészt maga a tőkegarantált alap, ahogyan már említettük, meglehetősen újnak számít a magyar lakosság körében, így erről a konkrét formáról jellemzések, leírások alapján van információjuk. A tőkegarantált alapok működésének jellemzője (a befektetett tőke megmaradását garantálja, ugyanakkor az opciók révén lehetőség van nagyobb nyereségre, amely azonban már korántsem biztosított) azt eredményezheti tehát, hogy ezen befektetési forma kapcsán a Weber által fent jellemzett, mindkét típusú szituáció fennáll, és jól illeszkedik hozzá. Mindezt a 9. ábra szemlélteti:

9. ábra

A weberi modell alkalmazása tőkegarantált alapokra

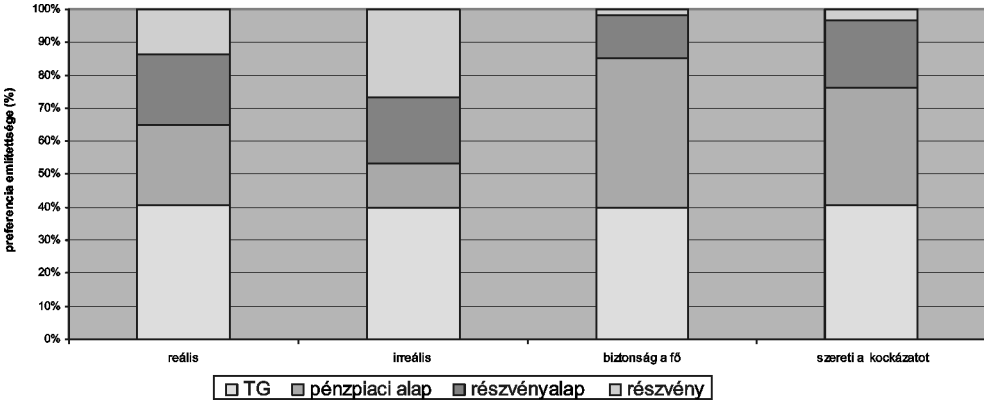


Forrás: saját szerkesztés Weber [2003] alapján

A tőkegarantált alapok kapcsán ezt a kettős szemléletmódot nagyon jól alátámasztja kérdőíves felmérésünk. A 10. ábrán látható, hogy a tőkegarantált alapokhoz köthető kockázathozam párost preferálók hogyan viszonyulnak a kockázatvállalás és biztonság kérdéséhez. Irreális viszonyt az tekintettük, ha valaki úgy gondolta, magasabb hozam eléréséhez nem szükséges magasabb kockázat vállalása, míg reálisnak, ha valaki tisztában van azzal, hogy a magasabb hozam magasabb kockázattal jár. Ezek mellett megkülönböztettük még kockázatkérülő (azaz biztonságot kedvelő), illetve kockázatkedvelő attitűdöket. Az eredmények szerint a tőkegarantált alapot preferálók szinte azonos mértékben kockázatkedvelők, illetve kockázatkérülők, és szinte ugyanennyien viszonyulnak mind reálisan, mind irreálisan a kockázatokhoz. Úgy gondoljuk, hogy a fentiek alátámasztják azt, hogy a garantált alapokat választóknak mind a biztonságra, mind a kockázatra igényük van, és nincs egyértelműen kialakult attitűdjük. Látható, hogy a többi befektetési lehetőség kapcsán ezzel szemben nagyon jól kirajzolódnak azok az attitűdök, amelyekre számítottunk is, azaz a részvényeket és részvényalapokat preferálók közül jóval többen kockázatvállalók, mint akiknek a biztonság fontosabb, míg a pénzügyi alapoknál a biztonságra vágyók vannak többségben.

10. ábra

Adott kockázat-hozam párost választók preferenciái



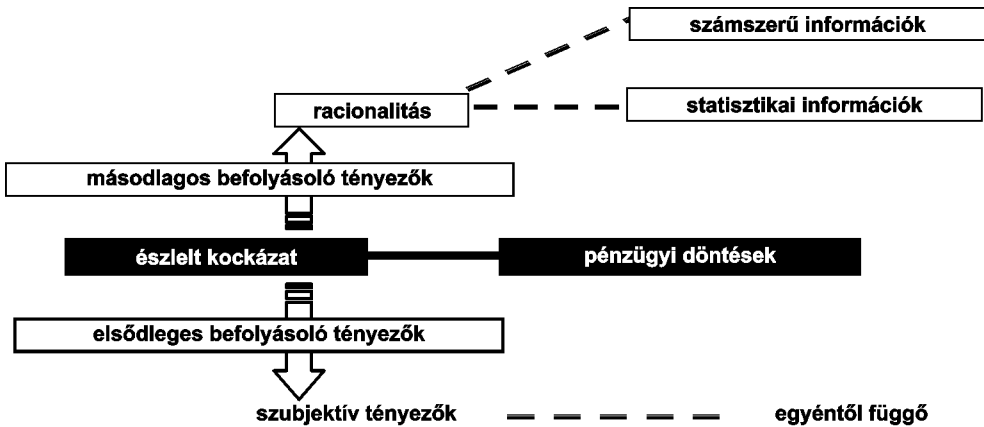
Forrás: saját szerkesztés

3.1.4. Konklúzió

Az emberek mint befektetők döntéseik során elsődlegesen nem az objektív – ahogy az eddigiekben megfogalmaztuk: pénzügyi – kockázatokat veszik figyelembe; döntéseiket sokkal inkább **szubjektív érzéseik, kockázátészlelésük** befolyásolja, ahogyan ezt a 11. ábrán szemléltetjük:

11. ábra

A pénzügyi döntéseket befolyásoló észlelt kockázat



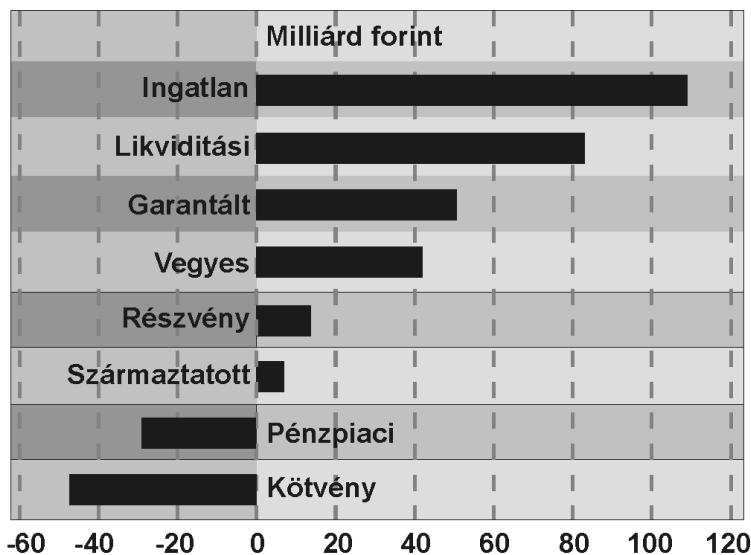
Forrás: saját szerkesztés

3.2. Miért népszerűek a tőkegarantált befektetési alapok Magyarországon?

A tőkegarantált befektetési alapok népszerűségét mutatják azok a számadatok (12. ábra), amelyek a 2006. augusztusi – a kamatadó bevezetését megelőző – befektetési hajráját jellemzik.

12. ábra

Pénzáramlás a hazai befektetési alapoknál, 2006. VIII. hó



Megjegyzés: Előzetes, kerekített adatok; a felsoroltakon kívüli egyéb alaptípusoknál összeségében 36 milliárd forinttal nőtt az állomány

Forrás: BAMOSZ, Figyelő

A BAMOSZ adatai alapján elmondhatjuk, hogy a tőkegarantált alapok bizonyultak a **harmadik legnépszerűbb** befektetési formának. Látható továbbá, hogy az adóhatás miatt a lakossági befektetők elmozdultak a szélsőséges befektetési formák irányába: a nagyon rövid, illetve a több éves lejáratú termékeket preferálták a közepes időtávra szóló befektetésekkel szemben.

3.2.1. Kockázatészlelés és kockázati magatartás a magyar lakosság körében

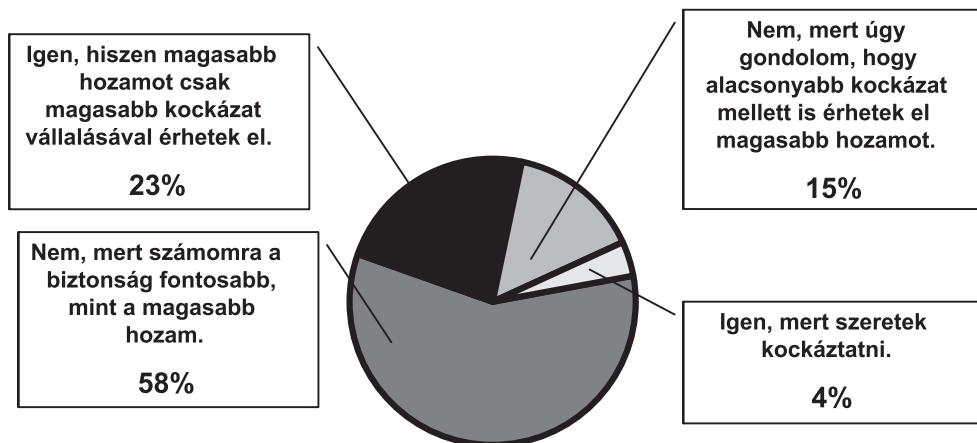
Ulbert és Csanaky [2004] nem, kor és iskolai végzettség szerint reprezentatív kutatásukban kérdőíves interjúkkal vizsgálták a kockázatészlelést és kockázati magatartást a befektetői döntések kapcsán. Eredményeiket az alábbiakban foglaljuk össze:

- Szoros kapcsolat van a befektethető összeg nagysága és a kockázati magatartás között. Magasabb befektethető összeg esetén (100 millió forint, szemben az alacsonyabb, 10 millió forintos összeggel) megnő a kockázatkerülés intenzitása, azaz megnő azok aránya, akik nem önállóan vállalják a kockázatot, hanem szakemberre bíznák a döntést, így megosztva, illetve áthárítva a kockázatot. Kiderült az is, amit Hagstrom [1999] állít, nevezetesen, hogy a kockázatvállalási hajlam nemhez is köthető, és a nők jellemzően elővigyázatosabbak, mint a férfiak; a férfiak között „szignifikánsan nagyobb volt az önálló döntésben bízók aránya, a nők viszont nagyobb arányban vennék igénybe szakemberek segítségét” (Ulbert és Csanaky [2004], 243. o.).
- A kockázati magatartás és a befektetési formák, lehetőségek választása között szoros kapcsolat van.
- A kockázátészlelés „fejlettsége” összhangban áll a befektetési preferenciákkal és kockázati magatartással. A kockázátészlelés fejlettségét a szerzőpáros szerint a jövedelemszint, az iskolai végzettség, valamint a nem mint háttérváltozó befolyásolja. „Az alacsonyabb jövedelemmel és iskolai végzettséggel rendelkezők az általunk felsorolt, szinte minden lehetséges kockázati tényezőben sokkal nagyobb veszélyt látnak, mint a magasabb jövedelemmel rendelkező, magasabban kvalifikáltak.” (Ulbert és Csanaky [2004], 248. o.)
- A döntésméleti megközelítésből a kockázati magatartásra nézve hasonló következtetésekre lehet jutni, mint a kockázátészlelésből. A kutatás igazolta az úgynevezett bizonyosságthatást, illetve kiderült, hogy a döntéshozók nagy része a nyereségtartományban kockázatkerülő.
- A megkérdezettek nagy része, 60%-a nevezhető kockázatkerülőnek.
- „A megkérdezettek sok tekintetben megsértik a racionális magatartási axiómákat...” (Ulbert és Csanaky [2004], 251. o.).

Összességében, a fent leírt kutatás eredményei véleményünk szerint alátámasztják állításainkat, nevezetesen, hogy az emberek nagy része hazánkban **kockázatkerülő**, illetve, hogy a pénzügyi döntések során nem a racionalitás, a statisztikai vagy számszerű információk az elsődleges befolyásoló tényezők, hanem egyéb, az egyéntől függő, illetve szubjektív, a kockázátészleléssel összefüggő tényezők. Az eredmények megfelelnek továbbá a dolgozatunk 3.1.1.3. *Kulturális megközelítések* című alpontjában kifejtett gondolatoknak a magyar lakosság kockázatkerülő mivoltáról. Úgy gondoljuk, hogy a magyar kisbefektetők kockázatkerülő tulajdonsága rendkívül fontos tényező – sőt, a legfontosabbak egyike – a tőkegarantált alapok választását motiváló tényezők közül, hiszen egy tőkegarantált alap, jellegeből adódóan, kedvelt befektetési forma lehet a kockázatkerülő rétegek számára, hiszen a tőke elvesztésének esélye itt nem áll fenn.

Mindezt alátámasztja saját kérdőíves felmérésünk is; válaszaik alapján az általunk megkérdezettek közel 60%-a, azaz nagyon nagy része mondható kockázatkerülőnek.

Kockázatvállalási kedv a megkérdezettek körében



Forrás: saját szerkesztés

3.2.2. Az újdonság hatása az észlelt kockázatra

Ganzach [2000] kutatási eredményei szerint különböző módon történik a megszokott, ismerős, illetve a még nem ismert pénzügyi befektetések kockázatának és várható hozamának megítélése. Kutatásunk szempontjából ez a megközelítés azért lehet lényeges, mert a tőkegarantált alapok, ahogyan említettük, meglehetően újnak, és így kevésbé ismertnek tekinthetők a hazai piacon. Ezért érdemes lehet megvizsgálni, hogy ez a tulajdonság milyen sajátosságokat eredményezhet a kockázateszlelés szempontjából. Ganzach [2000] alapján az ismeretlen befektetéseknél mind a kockázattal, mind a hozammal kapcsolatos megítélések magával a befektetési formával kapcsolatos **átfogó, globális preferenciák** szerint alakulnak, szemben a megszokott befektetési formákkal, ahol a befektetés pénzügyi piacokon kifejezett közgazdaságtani értékéből származtathatók.

Ganzach kutatása szerint a nem ismert pénzügyi befektetések (eszerint a tőkegarantált alapok magyarországi) kockázatának megítélése egy folytonos skálán, a „jó” és a „rossz” között helyezkedik el, és attitűdök alapján dől el. Ha a befektetési forma inkább a „jóhoz” áll közel, akkor az emberek alacsonyabb kockázatot, illetve magasabb hozam képzetét társítják hozzá. Emellett a nem ismert befektetések megítélésénél rendkívül fontosak a heurisztikák, illetve az előítéletek. Ez a kutatás így tükrözi a már eddig bemutatott megállapításokat, ugyanakkor újdonságot is tartalmaz, hiszen egy újabb dimenzió (az újdonságérték) mentén tesz különbséget.

Egyetértve Ganzach megállapításaival, úgy gondoljuk, hogy a tőkegarantált alapok népszerűsége hazánkban annak a már a marketing irányába vezető ténynek is köszönhető, hogy sikeresen pozicionálták ezen befektetési formát a kisbefektetők „jó-rossz” kontinuumán, így előidézve a rendkívül kedvező befektetési lehetőségre való asszociációkat. Azaz, egy

jól sikerült marketingkampánynak nagy szerepe van a kisbefektetők döntésében. Az általunk készített mélyinterjúk alapján azt mondhatjuk, hogy a kínálati oldal szereplői szerint is messzemenőig igaz ez a megállapítás.

3.2.3. Konklúzió

Hazánkban az emberek többsége kockázatkerülőnek minősül; a tőkegarantált alapok választásának fő motivációja az, hogy ennél a befektetési formánál kizárólag a nyereség megléte bizonytalan, ezzel szemben a tőke megléte garantált; azaz, ha a nyereség nem is biztosított, a veszteség korlátozott.

A tőkegarantált befektetési alapok egzotikus jellege tehát abból fakad, hogy mentesíti a befektetőt a tőke kockázata alól úgy, hogy elméletileg magasabb hozamot helyez kilátásba, mint amit a kockázatmentesnek tartott állampapíroktól megszokhattunk.

4. ÖSSZEZÉS ÉS KITEKINTÉS

Cikkünkben áttekintettük azt a kérdést, hogy vajon tényleg létezhet-e olyan eszköz, amelybe fektetve, kockázat nélkül részesedhetünk a hozamból egy olyan piacon, amely gyakran, de nem mindig hatékony.

Amikor a befektetők a tőkegarantált alap mellett döntenek, a kockázatot úgy értelmezik, mint valamiféle – számukra kedvezőtlen – esemény bekövetkeztének lehetőségét. Kérdés csupán az, hogy egy tőkegarantált alap esetében mi számíthat kedvezőtlen lehetőségnek. Mivel az eszköz jellegéből adódóan, kizárólag a hozam a bizonytalan, ezért úgy gondoljuk, hogy a magyar befektetők kockázatkerülő jellemvonásának megfelelő – szemben például az amerikaiakkal, ahol a konstrukció nem keltette fel a piac figyelmét sem.

A befektetők szubjektív, észlelt kockázata azonban nem áll maradéktalan összhangban a szóráson alapuló, pénzügyi kockázattal. Ezért megvizsgáltuk a kockázat pszichológiai dimenziójának több vetületét, számba véve azokat a tényezőket, amelyek befolyásolhatják az egyének kockázatszelését a pénzügyi döntéseknél. Úgy gondoljuk, hogy ez a szempont újdonságnak számít a pénzügyi témájú vizsgálódások terén.

Az opciók alkalmazása felveti annak kérdését, hogy valójában mit érthetünk „kockázatmentes befektetés” alatt. Ennek során megállapítottuk, hogy az állampapír esetében az állam jogi garanciája áll a befektetett tőke és a kamatok törlesztése mögött, míg az opciók esetében azért lehet alacsony kockázatról beszélni, mert az opciós díj kifizetése után a tőkét nem fenyegeti elvesztésének kockázata.

A „kockázatmentes befektetés” lehetőségét a tőkegarantált befektetési alapok szórásának vizsgálata ugyancsak megcáfolta – hiszen ennek alapján ez az instrumentum a harmadik helyen áll a nyersanyag- és részvényalapok mögött.

Az opciók kapcsán közvetett kapcsolatot fedeztünk fel a tőkegarantált alapok és a fedezett alapok között. Mindezt további kockázati tényezőként értékeltünk, mivel a hedge fundok – erőfölényükkel visszaélve – képesek befolyásolni az árfolyamokat, illetve tevékenységük piaci buborékok megjelenését eredményezheti.

A tőkegarantált alapok legalapvetőbb típusának a zárt végű formát tekintjük, amely jelentős prémiumot hozhat a kibocsátónak azáltal, hogy érvényesíti a teljes költség-hányados

és a valódi alacsony működési költség közötti különbséget. Emellett rávilágítottunk arra, hogy a nyílt végű, saját kibocsátású befektetési jegyek bázisán képzett alapok alapja jellegű konstrukció további járulékos előnyökhöz juttatja az alapkezelőt. További megfigyeléseink szerint a nyílt végű és hozamgarantált konstrukciók a tényleges hozamot termelő opciók alapon belüli részarányának rovására jönnek létre.

Felfigyeltünk egy ellentmondásra annak kapcsán, hogy eltérnek az alapkezelők befektetési tájékoztatói – amelyeket jegyzéskor bocsátanak a befektetők remdelkezésére –, és a működés során készült portfóliójelentések. Több alap a beígért opciók helyett forward-, illetve kamat-swap ügyleteket nyitott.

Mindezek fényében érdekes lehet az a kérdés, hogy milyen stratégiát célszerű alkalmazni a tőkegarantált alapok esetében. Klasszikus „buy and forget” technika a hedge fundok miatti, nagyobb kockázat miatt kevésbé ajánlott, ugyanakkor a magasabb eladási jutalékok és a zárt végű forma komoly hozamáldozatokkal járhat a befektetési jegyek értékesítésekor.

A konstrukció vitathatatlan előnye mégis az a lehetőség, hogy a befektetők tömegeit csábíthatja ismét a kyszerű befektetések piacára. Ez remélhetőleg idővel hozzájárul majd a hazai pénzügyi kultúra javulásához, és talán a jövőben nem a lakosság kockázatkerülő magatartását erősíti.

Kutatásainkat nem tekintjük befejezettnek, további szekunder vizsgálódások mellett szeretnénk primer, mélyinterjúkon alapuló eredményeket is beépíteni munkánkba, valamint marketingszempontról is elemeznénk a tőkegarantált alapok piacát.

IRODALOMJEGYZÉK

- ÁCS GÁBOR [2006a]: Garantált alapok boomja, *Figyelő*, 2006/16.
- ÁCS GÁBOR [2006b]: Hangulatjavulás a tőzsdén, *Figyelő*, 2006/31.
- AFFENTRAGER, MARCUS [1998]: Fedezeti alapok Svájcban, *Bank és Tőzsde*, 1998. augusztus 14.
- BAKONYI ZOLTÁN–DÉCSI JENŐ–LAUF LÁSZLÓ–TASNÁDI MÁRTA [2004]: Tőke- és pénzpiacok, Perfekt Gazdasági Tanácsadó, Oktató és Kiadó Rt., Budapest
- BAMOSZ [2006a]: Negyedéves jelentés a BAMOSZ tagok által kezelt befektetési alapok, pénztári vagyonok, biztosító vagyonok és egyéb portfóliók 2006. II. negyedéves alakulásáról, 2006. július 28.
- BAMOSZ [2006b]: Befektetési alapkezelők és vagyonkezelők magyarországi szövetsége, Éves jelentés 2005., 2006. március
- BERNSTEIN, PETER [1998]: Szembeszállni az istenekkel – A kockázatvállalás különös története, Panem Kiadó, Budapest
- BOTOS KATALIN [1996]: Elveszt(t)ett illúziók, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Chicken, J. C.–Posner, T. [1998]: *The Philosophy of Risk*, Thomas Telford
- CIB [2006a]: Alapok tőkegarantált származtatott alapja – rövidített tájékoztató
- CIB [2006b]: Portfóliójelentés – Dollár Profitmix
- CIB [2006c]: Dollár Profitmix – rövidített tájékoztató
- CSERMELY PÉTER [2005]: *A rejtett hálózatok ereje*, Vince kiadó, Budapest
- DOUGLAS, M.–WILDAVSKI, A. [1982]: *Risk and Culture: An Essay on the Selection of Technological and Environmental Dangers*, University of California Press, Berkeley, CA University of California Press
- DUNBAR, NICOLAS [2000]: *A talált pénz – a pénzpiacok természetrajza*, Panem Kiadó, Budapest
- EMBLEMSVAG, JAN–KJOLSTAD, LARS-ENDRE [2002]: Strategic Risk Analysis – a field version, *Management Decision* 2002/9., 842–852. o.
- ENGLANDER TIBOR [1999]: *Viaskodás a bizonytalannal*, Akadémia Kiadó, Budapest
- EVERITT, BRIAN [1996]: *Risk Perception*, Institute of Psychiatry, King's College, London

- GANZACH, YOAV [2000]: Judging Risk and Return of Financial Assets, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 2000/2, 353–370. o.
- GILFORD, W. E. [1979]: Message characteristics and perceptions of uncertainty by organizational decision makers, *Academy of Management Journal*, 1979/3., 458–481. o.
- HAGSTROM, ROBERT G. [2000]: Warren Buffet portfólió, Panem Kiadó, Budapest
- HÁMORI BALÁZS [2003]: Kísérletek és kilátások – Daniel Kahneman, *Közgazdasági Szemle* 2003/9., 779–799. oldal
- HULL, JOHN C. [1999]: Opciók, határidős ügyletek és egyéb származtatott termékek, Panem Kiadó, Prentice-Hall, Budapest
- K&H Alapkezelő [2006]: Fund Partners tájékoztató
- KOLOS KRISZTINA [1998]: Észlelt kockázat és kockázatkezelési stratégiák a fogyasztói szolgáltatásoknál, PhD-disszertáció, BKE
- KOMÁROMI GYÖRGY [2000]: A behavioral finance-től a pénzügyi viselkedésig. In: Doktoranduszok Fóruma 2000, Gazdaságtudományi Kar szekciókiadványa, Miskolci Egyetem, 27–34. o.
- MÁLOVICS ÉVA–VERES ZOLTÁN–MIHÁLY NIKOLETTA–KUBA PÉTER [2005]: Kompetenciák és kockázatérzet a szolgáltatásokban, in: BUZÁS NORBERT [szerk.]: Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés, SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2005., JATEPress, Szeged, 162–182. o.
- MAY RÉKA [2003]: Vagyon-, alap- és portfóliókezelés [szerk.], Aula könyvkiadó, BAMOSZ, Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest
- MKB Alapkezelő [2006]: MKB Euro Forint Alap 2006. éves beszámolója
- OECD [2003]: Emerging Risks in the 21st Century – An agenda for Action, OECD, Paris
- OTP [2005]: Pénzügyi jelentés
- OTP [2006a]: Az OTP Optima Nyílt végű Értékpapír Alap rövidített tájékoztatója
- POTÓVI RÓBERT [1998]: Opciók elszámolása – a SPAN-modell. *Bank és Tőzsde*, 1998. december 11. 9. o.
- PSZÁF [2004/1]: Hosszú távú előrejelzés a nemzetközi és hazai makrogazdasági folyamatok, a globális pénz- és tőkepiaci fejlődés, a pénzügyi intézményrendszer és a pénzügyi felügyelettel szembeni követelmények várható alakulásáról
- PSZÁF [2005/1]: Összefoglaló a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által végzett 2005. évi befektetéskezelési témavizsgálatról
- PSZÁF [2007]: A nyilvános befektetési alapok költségei 2006-ban (*kiegészítettük a 2005-ös és a 2004-es évet taglaló vizsgálatok adatbázisával – a szerzők*)
- RENN, ORTWIN [1992]: Risk communication: towards a rational discourse with the public. *Journal of Hazardous Materials*, 1992/3. február, 465–519. o.
- RINI, WILLIAM A. [2002]: Bevezetés a részvények, kötvények, opciók világába, Panem Kiadó, Budapest
- ROTYIS JÓZSEF [1998]: Tőzsdei kereskedési rendszerek. *Bank és Tőzsde*, 1998. szeptember 4., 8. o.
- RUNDE, JOCHEN [1998]: Clarifying Frank Knight's discussion of risk and uncertainty. *Cambridge Journal of Economics* 1998/22., 539–546. o.
- SHILLER, ROBERT J. [2002]: Tőzsdemámor, Alinea kiadó, Budapest
- SLOVIC, P.–FINUCANE, M. L.–PETERS, E.–MACGREGOR, D. G. [2007]: The affect heuristic. *European journal of operational research* 2007/177; 1333–1352. o.
- SLOVIC, PAUL–ROPEIK, D. [2003]: Risk in Perspective, Harvard Center for Risk Analysis 2003/11.
- SZÁZ JÁNOS [1999]: Tőzsdei opciók vétele és eladása. Tanszék Kft, Budapest
- ULBERT JÓZSEF–CSANAKY ANDRÁS [2004]: Kockázátészlelés és kockázati magatartás. *Közgazdasági Szemle*, 2004/3., 235–258. o.
- ULBERT JÓZSEF [2002]: Értékpapír-értékelés, PTE, Pécs

INTERNETHIVATKOZÁSOK

- ANWAR, ZSUZA [2000]: Környezeti kockázat az információs társadalomban. *InCo* 11., <http://www.inco.hu/inco2/infoert/cikk3r.htm> (letöltve: 2004. 10. 08.)
- Environmental Sciences Training Center, Rutgers, The State University of New Jersey [1996]: Risk – how do we assess it? Factsheet. <http://www.state.nj.us/dep/rpp/llrw/download/fact08.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- GREENE, ADAM [2000]: A Process Approach to Project Risk Management, Department of Civil and Building Engineering, Loughborough University, <http://www.arcom.ac.uk/workshops/01-Loughborough/05-Greene.pdf> (letöltve: 2004. 19. 25.)
- PARK, CHRIS [2004]: Risk communication, perception and management. <http://www.lancs.ac.uk/staff/gyaccp/374/lecture%204%20-%20notes.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- www.portfolio.hu [2006a]: Olcsó és drága alapok: a lista elkészült (2006. július 6., 11:05.)
- www.portfolio.hu [2006b]: Nyersanyagpiaci összeomlás részvénypiaci ralival megspékelve? (2006. augusztus 20., 8:00.)
- www.portfolio.hu [2006c]: Menekül a külföldi tőke Magyarországról (MNB értékpapír-statisztika, 2006. augusztus 22., 10:55.)
- www.portfolio.hu [2006d]: Szakadnak az olaj- és nyersanyagárak! Megint kell félni a fejlődő piacokon? (2006. szeptember 12., 14:41.)
- www.portfolio.hu [2006e]: Hatalmasat bukott a hedge fund! 5 milliárd dollár lett a vége (2006. szeptember 26., 10:08.)
- www.portfolio.hu [2006f]: Fejjel a fálnak – elkerülhetik-e sorsukat a hedge fundok? (2006. október 25., 8:00.)
- POWELL, DOUGLAS [1996]: An Introduction to Risk Communication and the Perception of Risk. <http://www.foodsafetynetwork.ca/risk/risk-review/risk-review.htm> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- SIMMONS, ERIC [2002]: The Human Side of Risk, Intel Corporation, <http://www.rexblackconsulting.com/publications/Risk%20Perception.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)
- University of Zurich and Swiss Centre for Global Dialogue [2003]: Management of Risk and Trust – Implications for business and society, [http://www.ruschlikon.net/INTERNET/rschwebp.nsf/\(UID\)/61554E2817C7E8A8C1256DF000522501/\\$FILE/Social-Tructs.pdf](http://www.ruschlikon.net/INTERNET/rschwebp.nsf/(UID)/61554E2817C7E8A8C1256DF000522501/$FILE/Social-Tructs.pdf) (letöltve: 2004. 10. 12.)
- WEBER, ELKE U. [2003]: Origins and Functions of perception of risk. NCI Workshop on „Conceptualizing and Measuring Risk Perceptions” [2003] <http://dccps.nci.nih.gov/brp/presentations/weber.pdf> (letöltve: 2004. 09. 24.)

HORVÁTH LAJOS

A vállalati ügyféllimit-számítás módszertani kérdései a Bázel II. szabályozás tükrében

A banki kockázatkezelésben fontos szerepet játszanak az ügyféllimitek, amelyek számszerű formában fejezik ki, hogy a bank mennyi kötelezettséget vállalhat egy adott ügyféllel szemben. A Bázel II. szabályozás keretében jelentős módszertani fejlesztések zajlottak le a hazai bankokban a hitel- vagy kötelezettségvállalási kockázat méréséhez kapcsolódóan. Ezek a fejlesztések azonban nem érintették a limitszámítás módszertanát, pedig a „kinek adható hitel” kérdéséhez szorosan kapcsolódik a „mennyi hitel adható” kérdése is. A tanulmány első részében áttekintjük a limitszámítási eljárások kialakulását, és röviden kitérünk az ügyféllimit-számítás törvényi szabályozására is. A második részben bemutatjuk a vállalatok rövid lejáratú finanszírozási igényeit, majd a hosszú lejáratú finanszírozási célokat vizsgáljuk meg. Az utolsó, záró fejezetben először bemutatjuk a hazai bankokban alkalmazott egyszerűbb és bonyolultabb limitszámítási eljárásokat, majd ezek összehasonlítása után javaslatot fogalmazunk meg a limitszámítás módszertanának továbbfejlesztésével kapcsolatban.

1. A LIMITSZÁMÍTÁSI ELJÁRÁSOK KIALAKULÁSA

ÉS AZ ÁLLAMI SZABÁLYOZÁS SZEREPE

Az ügyféllimitrendszer fokozatosan alakult ki és terjedt el a hazai bankokban. A limitmegállapítás a kezdetektől szorosan kötődött a kockázatoméréshez és kockázatkezeléshez, mivel a limit jelentése nem más, mint a bank adott ügyféllel szemben felvállalt kockázatának összegszerűen meghatározott, felső határa. Az ügyféllimitrendszer alkalmazásának fő előnyét korábban és napjainkban is leginkább abban látják a bankok, hogy segítségével rugalmasabbá és gyorsabbá lehet a döntési mechanizmus. Az ügyféllel az első üzleti kapcsolatfelvétel során ugyanis először meghatározzák az ügyfél által maximálisan igénybe vehető hitel és egyéb termékek (bankgarancia, lízing, stb.) együttes maximális összegét, majd később ezen az összeghatáron belül a konkrét hiteligények felmerülésekor nem folytatják le a teljes hitelbírálati folyamatot. Az ügyféllimit terhére történő hitel jóváhagyásához már egyszerűsített döntési szabályokat lehet érvényesíteni, és a döntési jogkörök is alacsonyabb szintekre kerülhetnek.

A banki gyakorlathoz igazodva, a felügyelet is elismerte az ügyféllimit-számítás jogosultságát; mi több, ennek kötelező használatát is előírta. Érdekes ezzel kapcsolatban egy kicsit részletesebben idézni a 2007. december 31-ig hatályban lévő 14/2001 (III. 9.) PM-rendeletet!

Ennek az 5. § (3) bekezdése előírta: „A kockázatvállalási szabályzatnak tartalmaznia kell az intézményben alkalmazott limitrendszerek (ideértve az ügyfél-, illetve partnerlimit

rendszer, az országlimitrendszert, terméklimiteket, ágazati limiteket) alapelveit, felépítését, a limitek megállapításával, felülvizsgálatával, megváltoztatásával kapcsolatos, belső eljárásrendet.”

A rendelet szempontokat is megadott a limitrendszer kialakításához a következő előírásokkal:

„(4) A hitelintézetnek olyan belső ügyfél-, illetve partnerlimitrendszert kell kialakítania, amely megfelel az alábbi szempontoknak:

a) meghatározza az egyes ügyfelekkel szemben vállalható legmagasabb kockázat mértékének számítási módját,

b) felhasználja az ügyfél-, illetve partnerminősítési eljárás megállapításait, és meghatározza a kizárólag biztosíték nyújtása esetén vállalható kockázat arányát és feltételeit,

c) meghatározza, hogy az egyes kockázatvállalási ügyletfajták hogyan terhelik a limitet (...)”

Mindezek alapján bizonyos mértékű sztenderdizálódás indult el a bankokban, amely azonban nem volt erőteljes folyamat, ezért a limitmegállapítás banki gyakorlata ma is igen változatos. Meg kell jegyeznünk, hogy bármilyen módszerrel is történik a limit megállapítása, a kialakult gyakorlatot összességében óvatosság jellemzi. A bankok érdeke a banki kötelezettségvállalás határának ügyfelenkénti maximálása.

A kockázatmérés és benne a limitszámítás állami szabályozásában változás következett be 2008. január 1-jén. A hitelintézeti törvény kibővült a Bázel II.-höz kapcsolódó előírásokkal, emellett új kormányrendeletek is születtek. Napjainkban a hitelkockázat aktuális szabályozását a következő négy jogszabály tartalmazza:

- Hitelintézeti törvény (1996 évi CXII törvény a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról), ennek főképpen a 76. §-a;
- 196/2007. (VII. 30.) Kormányrendelet a hitelezési kockázat kezeléséről és tőkekövetelményéről;
- 200/2007. (VII.30.) Kormányrendelet a működési kockázat kezeléséről és tőkekövetelményéről; valamint a
- 250/2000. (XII. 24.) Kormányrendelet a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól 7. sz. melléklete.

Ez utóbbi rendelet melléklete felváltotta a 14/2001 (III.9.) PM-rendeletet, amely az ügyfél-limit-számítással összefüggő előírásokat tartalmazta. A mellékletet áttanulmányozva megállapítható, hogy kimaradtak belőle mindazon részek, amelyek az ügyfélkockázat-méréshez és a limitszámításhoz kapcsolódtak. A törvényalkotónak valószínűleg az volt a szándéka, hogy a kötelező előírások törlésével nagyobb teret adjanak a bankok újszerű módszertani megoldásainak. Ez egyben azt is jelenti, hogy a jövőben a bankoknak nem kötelező limitszámítási szabállyal és limitszámítási rendszerrel rendelkezniük, sem azokat használniuk.

Ennek ellenére a jövőben sem számíthatunk arra, hogy megszűnik a limitszámítás a bankokban, hiszen annak szükségességét nem az állami szabályozás, hanem részben a banki adminisztráció egyszerűsítésének, részben pedig a kockázat csökkentésének igénye hívta életre.

Az idézett jogszabályok megjelenése előtt, a Bázel II. szabályozás átvételére készülvén, jelentős módszertani és informatikai fejlesztések zajlottak le a bankokban annak érdekében, hogy a hitelkockázat mérését a korábbiaknál pontosabban el tudják végezni. Ennek eredményeképpen a **kinek** (milyen kockázatú ügyfélnek) **adható hitel** kérdése ma már precízen megválaszolható az egyes ügyfelekhez tartozó PD (probability of default), vagy ahogy az idézett rendeletekben fordították, az ún. „nemteljesítési valószínűség” segítségével.

Ugyanakkor természetes módon fel fog vetődni az az igény is, hogy a korábinál nagyobb pontossággal határozzák meg, **mennyi hitel adható** egy adott ügyfélnek. Emellett nem szabad arról sem megfeledkeznünk, hogy a bankok továbbra is szeretnének élni azokkal a döntési folyamatokat megkönnyítő és lerövidítő lehetőségekkel, amelyeket a limitrendszer nyújt. Ezen okok miatt nem számíthatunk arra, hogy a rendeletek módosulása nyomán a limitrendszer el fog halni, sőt a fejlettebb és pontosabb kockázatmérési követelményekhez igazodva, a továbbfejlődése várható.

Az ügyfelek szemszögéből vizsgálva, a banki limitrendszer működésének hatékonyságát az határozza meg, hogy az hogyan befolyásolja az ügyfél-elégedettség színvonalát. A limitszámítással szemben ugyanis kettős elvárás fogalmazódik meg. Egyrészt az ügyfél azt várja el, hogy a limitösszeg legyen szinkronban a saját finanszírozási igényével, a bank pedig azt, hogy teremtse meg az egyensúlyt a kockázati kitettség korlátozása, valamint az értékesítési szempontok között. A gyakorlatban nehéz eleget tenni ezeknek az egymásnak ellentmondó követelményeknek, olykor a limitszámítási eljárások módszertani hiányosságai miatt.

A tanulmány következő részében áttekintjük a vállalati hiteligényt kiváltó tényezőket, majd a hazai bankokban alkalmazott limitszámítási eljárásokat mutatjuk be. A kettő összevetése alapján javaslatokat fogalmazunk meg az ügyféllimit-számítás módszertanának továbbfejlesztésére.

2. A VÁLLALATI HITELIGÉNYT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK

A vállalatok hiteligényét egy tágabb megközelítésből – a finanszírozási igényből – kiindulva lehet meghatározni. A teljes finanszírozási igény adja meg ugyanis azt a keretet, amelynek az alapján eldől, hogy mennyi külső forrásra, ezen belül mennyi hitelre van szüksége a vállalatnak. A továbbiakban ezért azt az eljárást követjük, hogy először áttekintjük a finanszírozási igényt meghatározó tényezőket, majd az elemzés egy későbbi fázisában bemutatjuk, hogy mennyi transzformálódik át ebből hiteligénnyé.

Egy vállalat finanszírozási igényeit különböző szempontokból lehet csoportosítani. A két leggyakoribb ismérv a finanszírozási cél, illetve a finanszírozási idő. Első lépésben a cél szerint, azon belül is a két alapvető finanszírozási cél szerint (folyó termelés, illetve a fejlesztések-beruházások finanszírozása) mutatjuk be a vállalati pénzügyi folyamatokat.

Először az üzleti ciklus finanszírozását tekintjük át, mivel ezt a típusú finanszírozási igényt a vállalat szempontjából külső kényszerek határozzák meg. Ezzel szemben a fejlesztések finanszírozási igényének változása olyan eseményekhez kapcsolódik, amelyeket a vállalat tulajdonosának/menedzsmentjének szabad (külső kényszertől mentes) döntései határoznak meg.

2.1. A folyó termelés finanszírozási igényét kiváltó tényezők

A vállalat folyó termelési tevékenységét üzleti ciklusnak is szokták nevezni a pénz körforgása, átalakulási fázisai alapján. Az üzleti ciklus során a pénz ugyanis különböző átalakulási fázisokon megy keresztül, majd a végén újra pénzzé válik. Ha sikeres volt az üzleti ciklus, akkor a végén több pénz marad a vállalkozásban, mint a ciklus kezdetén volt, ellenkező esetben kevesebb. A pénz átalakulási fázisait hagyományosan öt csoportba sorolják. Az elsőben nyersanyagokat vásárolnak, a másodikban félkész termékeket állítanak elő, a harmadikban elkészülnek a késztermékek, a negyedikben ezeket értékesítik – ennek eredményeképpen vevői követelések keletkeznek –, végül az utolsó, ötödik fázisban a vevők fizetnek, és a vállalkozás újra pénzhez jut.

Az üzleti ciklus előzőekben felsorolt szakaszait a pénzügyi elemzések két csoportba rendezik: az egyikbe kerülnek azok az események, amelyek finanszírozási igényt váltanak ki (készletfelhalmozás, vevői követelésállomány kialakulása), a másikba pedig azok, amelyeknél ún. spontán források (szállítói tartozások, egyéb rövid lejáratú kötelezettségek) keletkeznek. Ez utóbbiakat azért nevezik spontán forrásoknak, mert a vállalatnak nem kerül külön erőfeszítésébe azok megszerzése.

A továbbiakban megvizsgáljuk, melyek azok a legfontosabb gazdasági tényezők, amelyeknek a hatására az üzleti ciklus során kisebb vagy nagyobb finanszírozási igény keletkezik. Ezek a következők: a profil (technológia), az értékesítési helyzet, a vállalati méret hatása, valamint a költségvetési kapcsolatok szerepe.

- A profil (technológia, üzleti ciklus)

Az okok számbavétele során először a profil hatását kell kiemelni, hiszen az, hogy milyen termékeket gyárt, szolgáltatásokat nyújt, milyen technológiát alkalmaz egy vállalat, nagyban meghatározza az üzleti ciklusát is. A technológiával függ össze a nyersanyagok, félkész termékek és kisebb részben a késztermékkészletek nagysága. Vannak rendkívül anyagigényes tevékenységek, amelyek nagy készletállományt indokolnak. Ilyen tevékenységet folytat például a feldolgozóipar egésze. Ugyancsak nagy készletállományt igényel a kis- és nagykereskedelem. Ezzel szemben más ágazatokban – pl. a szolgáltatásoknál – elhanyagolható a tevékenység anyagigénye, így nincs szükség nagy készletállományra sem.

- Az értékesítési helyzet

Az értékesítési helyzet változása jelentős hatást gyakorol a késztermékkészletek változására, azon keresztül az üzleti ciklus finanszírozási igényére. Ha romlik az értékesítési helyzet, akkor megnő a késztermékkészletek nagysága. A javuló értékesítési helyzet pedig lehetővé teszi a készletállomány csökkentését, ami együtt jár az üzleti ciklus alacsonyabb szintű finanszírozási igényével is.

- A méret hatása (erőfölény a vevőkkel, szállítókkal szemben)

A méret hatása önmagában nem, hanem a monopol-, illetve oligopolhelyezettel befolyásolja az üzleti ciklus finanszírozási igényét. Az erőfölényben lévő vállalatok (pl. multinacionális cégek és leányvállalataik, nagy áruházláncok) napjainkban általában 90 napos fizetési határidőben állapodnak meg a szállítóikkal, de a valóságban még ennél is később, gyakran

csak 120-150 nap múlva fizetnek. Ilyen fizetési határidők mellett ezek a cégek jelenős áránú és volumenű, ún. spontán és ingyenes finanszírozási forrásokhoz jutnak.

Ennek tükrösképe azoknak a beszállító vállalatoknak a vevőállománya, akik kénytelenek elszenvadni vevőik erőfölényét. Nekik valamilyen formában refinanszírozni kell a magas vevőállományt. Ez a refinanszírozás történhet saját tőkéből, tulajdonosi kölcsönből, illetve hosszú vagy rövid lejáratú bankhitelből. A közepes és a kis-, de leginkább a mikro-vállalkozásoknál egyre csökken a szállítói spontán finanszírozás lehetősége, mivel azok nincsenek erőfölényben a saját szállítóikkal szemben. Ilyen szempontból a kis- és mikro-vállalkozások vannak a legkedvezőtlenebb helyzetben, mivel ők gyakran készpénzzel kénytelenek kifizetni az általuk vásárolt nyers-, üzem- és egyéb anyagok árát.

- A költségvetési kapcsolatok szerepe

Végezetül szólni kell a költségvetési kapcsolatok szerepéről is. Minden gazdálkodó szervezet sok szálon keresztül kapcsolódik a tájan értelmezett költségvetéshez, azaz az Adó- és Pénzügyi Ellenőrzési Hivatalhoz, a Társadalombiztosítási Alaphoz és Országos Egészségbiztosítási Pénztárhoz, a Vám- és Pénzügyőrséghez. A vállalkozások számára a legnagyobb fizetési kötelezettséget jelentő tételek a következők: nettó áfabefizetések (a bruttó befizetések és visszaigénylések egyenlege), jövedékiadó-befizetések (a jövedéki termékeket előállító és forgalmazó vállalatoknál ez még nagyobb tétel, mint az áfa), tb-befizetések, vámok és illetékek, társasági adó és adóelőleg-fizetések. Ezek a tételek a vállalat munkabértartósaival együtt a mérleg egyéb rövid lejáratú kötelezettségei közé sorolva jelennek meg. Ha a vállalatok határidőre eleget tesznek a befizetési kötelezettségeknek, akkor is fennáll ezeknek a kötelezettségeknek egy olyan napról napra változó állománya, amely ingyenes forrást jelent a gazdálkodóknak. (Ez a különböző befizetési kötelezettségek eltérő határideje miatt van így.) Ennek összege és aránya nem elhanyagolható. A KSH statisztikai adatai alapján (KSH [2004]) megállapítható például, hogy az összes vállalati forrásoknak 10, az összes idegen forrásoknak (kötelezettségeknek) 24, a rövid lejáratú kötelezettségeknek pedig 33 százalékát tették ki az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek.

Az idézett statisztikai adatok alapján az is megállapítható, hogy a technológia és az értékesítési helyzet együttes hatására viszonylag nagyarányú (51 napi árbevételnek megfelelő) készletre van szükség egy átlagos vállalatnál; majdnem ilyen mértékű (41 nap) a vevői követelések nagysága is. A spontán forrásoknál a vevőktől némileg elmarad a szállítóállomány (31 nap) és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek aránya (34 nap). Mindezek hatására a vállalat rászorul a folyó termelés (üzleti ciklus) finanszírozásánál külső forrásokra is. Ezeket a külső forrásokat működő tőkének (vagy régebbi nevén forgótőkének) is nevezik. Összegzésként megállapítható, hogy egy átlagos vállalat mintegy 27 napi árbevétel erejéig kénytelen külső forrásokat bevonni folyó termelésének finanszírozásába.

Hangsúlyoznunk kell azonban, hogy ez az adat csak a legtipikusabb, termelési profilú, átlagos méretű vállalatok üzleti ciklusát illusztrálja. Más profil, más méret esetén másképpen alakul az üzleti ciklus is.

A folyó termelés finanszírozás igényének kialakulását, mozgását általában kényszerek határozzák meg, és ezek külső finanszírozási szükségletet generálnak. Ilyen kényszert jelent pl. a nagy volumenű vevő- vagy készletállomány refinanszírozása. A kényszerek jelentik a tipikus esetet, de természetesen előfordulnak kivételek is.

2.2. A fejlesztések és beruházások finanszírozási igénye

A fejlesztések finanszírozási igényének számszaki meghatározása látszólag egyszerű, mivel az a fejlesztési program költségével egyenlő. Ezen a triviális megállapításon túl azonban nehéz további szabályszerűségeket megállapítani, mivel a hosszú lekötésű eszközbővítés (beruházás, tárgyi eszközbővítés, vállalatfelvásárlás, egyéb akvizíció, hosszú lejáratú pénzügyi befektetés) a vállalat tulajdonosának vagy menedzsmentjének szabad döntésén alapul, nem pedig az üzleti ciklus eseményeinek kényszere váltja ki azt. Egy vállalat ugyanis mindig szabadon dönti el, hogy az adott évben végrehajt-e egy beruházást, elhalasztja-e, esetleg végleg lemond-e a tervezett beruházásról.

Ebből következik, hogy a fejlesztések finanszírozási igényét meghatározó tényezőknek csak közvetett okait tudjuk megnevezni. Ezek az okok nem mások, mint a termelés eszköz-igényessége, a vállalat növekedési potenciálja, illetve az ágazati és nemzetgazdasági konjunktúra.

- **A termelés eszközigényessége**

Az előzőekben felsorolt tényezők közül a termelés eszközigényessége tekinthető leginkább „objektív” elemnek, mivel a technológia végül is meghatározza, hogy adott termelési volumenhez mennyi gépre, berendezésre és ezzel összefüggésben mennyi üzemi, raktár- és egyéb épületre van szükség. A fajlagos eszközigény – figyelembe véve a meglévő eszközpark előregedését – meghatározza a pótlási szükségletet, és annak finanszírozási igényét is.

- **A vállalat növekedési potenciálja**

Ha a technológia és a termelés eszközigényessége a pótló beruházások, akkor a vállalat növekedési potenciálja a bővítő beruházások volumenét határozza meg. A növekedési lehetőségeket csak növekvő termelési volumennel lehet kihasználni, amely viszont feltételezi az eszközfejlesztést, azaz a beruházásokat.

- **Nemzetgazdasági, ágazati konjunktúra**

Az ágazati és a nemzetgazdasági konjunktúra még egy fokkal közvetettebb hatású tényező, mint az előző kettő, mivel olyan értelemben befolyásolja a beruházásokat, és azokon keresztül a finanszírozási igényt, hogy megszabja a vállalatok növekedési feltételeit. A konjunktúra felívelő szakaszára az élénkebb beruházási tevékenység és a növekvő hosszú lejáratú finanszírozási igény jellemző, a dekonjunktúra éveiben pedig általában elhalasztják a beruházásokat, és ezzel párhuzamosan visszaesik a hosszú lejáratú források iránti kereslet is.

2.3. A finanszírozási cél és a finanszírozási források futamidejének kapcsolata

Az előző részekben a finanszírozás célja szerinti csoportosításban elemeztük a gazdasági pénzügyi eseményeket. A továbbiakban áttekintjük a finanszírozási cél és a finanszírozási idő kapcsolatát.

A finanszírozási célok és a finanszírozási források lejáratára közötti kapcsolat

Finanszírozási cél	A források lejáratára
A folyó termelés (üzleti ciklus) finanszírozása	Rövid és hosszú
A fejlesztések – beruházások finanszírozása	Hosszú

Forrás: a szerző összeállítása

Az 1. táblázatból látható, hogy a finanszírozási cél és a finanszírozási idő közötti kapcsolat nem függvénytípusú, az üzleti ciklus finanszírozásánál ugyanis részben vállalatvezetői döntés kérdése, hogy mekkora részt finanszíroznak rövid, illetve hosszú lejáratú forrásokkal, míg a fejlesztések és beruházások finanszírozási szükségletét kizárólag hosszú lejáratú forrásokkal oldják meg. Mindezek alapján csak az első eset szorul magyarázatra, ezért a továbbiakban megvizsgáljuk, milyen elvek alapján és milyen mértékben finanszírozzák az üzleti ciklust hosszú lejáratú forrásokkal.

- Az üzleti ciklus hosszú lejáratú finanszírozása

A hosszú lejáratú finanszírozás gyakorlata abból az általános finanszírozási szabályból ered, amely szerint a hosszú leköltésű eszközöket csak ugyanolyan hosszú lejáratú forrással szabad finanszírozni. Ezt másképpen úgy lehet megfogalmazni, hogy a hosszú lejáratú forrásoknak nagyobbak kell lenniük a hosszú leköltésű eszközökénél.

E szabály érvényesülése vagy megsértése alapján az angolszász pénzügyi szakirodalomban a következőképpen csoportosítják a vállalatokat.

Konzervatív az a vállalat, amelyik csak a szezonális forgóeszköz-szükségletének a csúcspontjait finanszírozza rövid lejáratú forrásokkal. Ha a vállalat a teljes szezonális forgóeszköz-szükségletét rövid lejáratú forrásokkal finanszírozza, akkor még mindig *szolidnak* nevezik, ha viszont a tartós forgóeszköz-növekmény egy részére is kiterjed a rövid lejáratú finanszírozás, akkor ezt már *agresszív* finanszírozási politikának tekintik.

Meg kell jegyeznünk, hogy ez utóbbi finanszírozási politika a legtipikusabb Magyarországon, ezért a hazai viszonyok között átlagos vállalatnak nevezhetjük az ilyen cégeket. Agresszívnek csak azok a vállalkozások tekinthetők, amelyek a teljes forgóeszköz-állományt rövid lejáratú forrásokkal finanszírozzák. A vállalati ügyfelek egy része még a hosszú leköltésű (befektetett) eszközök egy részét is rövid lejáratú forrásokkal finanszírozza (itt a likviditási mutató értéke már 1-nél is kisebb). Ez a finanszírozási politika már a hazai viszonyok között is különösen agresszívnek minősíthető, és csődvészélyességet jelez.

Összefoglalva megállapíthatjuk tehát, hogy a tartós forgóeszköz-növekménynek egy részét hosszú lejáratú forrásokkal „illik” finanszírozni, de ennek mértéke a vállalati menedzsment finanszírozási politikájától és pénzügyi döntéseitől függ.

- A fejlesztések és beruházások hosszúlejáratú finanszírozása

Az előzőekben idézett finanszírozási szabályból az is következik, hogy a befektetéseket és beruházásokat csak és kizárólag hosszú lejáratú forrásokból szabad finanszírozni. Ezek a források részben hosszú lejáratú bankhitel, részben pedig tulajdonosi tőke hozzájárulást jelentenek.

2.4. A finanszírozási és a hiteligény kapcsolata

A vállalati oldal áttekintésének lezárását néhány olyan összefüggés felvázolásával zárjuk, amelyek azt mutatják, hogy a finanszírozási igényből mennyi transzformálódik át hitel-igénnyé, illetve milyen más forrásokra számíthatnak még a vállalatok. A vállalati pénzügyi statisztikai adatok alapján a vállalatok által igénybe vett források gyakorisági sorrendje (az ún. spontán forrásokon túl) a következő:

- rövid lejáratú bankhitelek,
- hosszú lejáratú bankhitelek,
- tulajdonosi kölcsönök (kisvállalkozásoknál ezek gyakran az első helyen állnak),
- megtermelt nyereség visszaforgatása,
- más vállalatoktól kapott kölcsönök,
- tulajdonosi tőkehozzájárulás.

Az előzőekben bemutatott források legtipikusabb kombinációi a következők:

a) A folyó termelés rövid lejáratú finanszírozási igények kielégítésére kizárólag bankhitel vesznek fel a vállalatok, míg annak hosszú lejáratú finanszírozását elsősorban hosszú lejáratú bankhitel, másodsorban hosszú lejáratú tulajdonosi kölcsön igénybevételével oldják meg. (Ez főképpen a kisvállalkozásokra jellemző).

b) A fejlesztések, beruházások finanszírozásához maximum 75-80 százalékos részarányig adnak a bankok hosszú lejáratú (15-25 éves futamidejű) hitelt, a maradék 20-25 százalékos saját erő forrása pedig vagy a vállalkozás saját tőkéje és visszaforgatott nyeresége, vagy pedig a tulajdonosok tőkehozzájárulása.

A bemutatott – legtipikusabbnak számító – finanszírozási gyakorlat mellett természetesen előfordulnak más finanszírozási kombinációk is.

3. A BANKOK VÁLASZA A VÁLLALATI HITELIGÉNYEKRE: AZ ÜGYFÉLLIMITRENDSZER

3.1. A bankokban alkalmazott ügyféllimit-számítás

- Az ügyféllimit funkciói és a limitrendszer elemei

Minden rendszer, így az ügyféllimitrendszer elemeit, logikáját, módszertani hátterét is a funkcióiból lehet levezetni. Mint az 1. pontban említettük, az ügyféllimit-számításnak ma

a bankokban két alapvető funkciója létezik, az egyik a hiteladminisztráció egyszerűsítése, a másik pedig az ügyfelek eladósodásának, ezen keresztül a bank kockázati kitettségének korlátok között tartása (limitálása). Ebből kiindulva, az ügyféllimitok használata a következőképpen történik a gyakorlatban.

Először az ügyfél hiteligényéből kiindulva, meghatároznak egy összeget, amely kifejezi a bank adott ügyfél irányában vállalt kockázati kitettségének maximumát. Bármily meglepőnek tűnik, a bankok egy jelentős csoportja minden további vizsgálat nélkül elfogadja az ügyfél kérését, azaz az ügyféllimitot a kért hitel és egyéb termékek egyszerű összegzésével határozza meg, feltéve, hogy az ügyfél kockázati besorolása a bank számára elfogadható. Elégé elterjedt viszont az a gyakorlat, amely szerint a bankok azt is meghatározzák, hogy a cégeknek nyújtott hitelkeret és az értük vállalt banki kötelezettségek együttes összege nem lehet több, mint a vagyonuk vagy az árbevételük, esetleg a saját tőkéjük meghatározott százaléka. Második lépésben az így meghatározott ügyféllimitot esetleg korrigálják az ügyfél kockázati osztályának megfelelő koefficienssel. Ez a kockázati koefficiens a kedvező kockázati besorolású ügyfeleknél 1 fölötti, a kedvezőtlenebb besorolásúaknál 1 alatti szorzó lesz.

Az ügyféllimitot általában évente egyszer, az ügyfélminősítés szokásos menetéhez kapcsolódva felülvizsgálják. Ha az ügyfélkockázati besorolás romlik, akkor annak függvényében csökkentik, ha a minősítés változatlan marad, akkor az előző évivel azonos szinten hagyják, ha a kockázati besorolás javul, akkor pedig megemelik a limit összegét.

Az ügyféllimit fontos jellemzője, hogy – az érvényességi időtartamon belül – visszatöltődő jellegű, azaz egy-egy kölcsönszerződés lejártával újabb azonos vagy kisebb összegű kölcsönre vonatkozó szerződés köthető az ügyféllel.

Ha egy időpontban az ügyfél igényei meghaladnák a kiszámított és szabályzatban rögzített limitjét, más szóval limittúllépés következik be, akkor limittúllépésvizsgálatot végeznek el, amit összekötnék az ügyfélkockázat újbóli felmérésével. Ha a felülvizsgálat eredménye pozitív, akkor felemelik a limit összegét, ellenkező esetben viszont változatlanul hagyják, és nem teljesítik az ügyfél limiten túli hitelkérelmét.

A legtöbb bankban a globális ügyféllimiton belül allimiteket is meghatároznak, azaz egy több elemből álló limitrendszer alakítanak ki. A limitrendszer elemeit, azaz az allimiteket lejárat, fedezettség, devizanem szerint csoportosított banki termékekhez kötik. Az allimiteket kockázati hierarchiába rendezik, és a limitszabályzatban rögzítenek egy allokációs mechanizmust, amely azt szabályozza, hogy milyen feltételek mellett lehet az egyik allimitet átranzformálni a másikká. Általában korlátozás nélkül megengedik, hogy egy ügyfél alacsonyabb kockázatú terméket vegyen igénybe egy magasabb kockázatú limit terhére. A fordított mozgás is megengedett, de ilyen esetekben valamilyen kockázati szorzót alkalmaznak a különböző allimitek egymással történő összevetésénél (ún. limittkönyvelést végeznek.) A limittkönyvelés segítségével annak kihasználása folyamatosan figyelemmel kísérhető, indokolt esetben a limit blokkolható, illetve az esetleg előforduló limittúllépések – limit hiányában fennálló (lejárt) hitelek – azonnal regisztrálhatók.

Összefoglalásként hangsúlyoznunk kell, hogy az ügyféllimit-számítás legnagyobb pozitívumának továbbra is azt tartják a bankokban, hogy használatukkal jelentősen leegyszerűsíthető a hiteladminisztrációs munka. Ebből adódóan a limitszámítás módszertanának nem tulajdonítanak kiemelt jelentőséget.

- A limitszámítás módszertana, annak hiányosságai

A limitszámítás módszertana tehát még ma is nagyon egyszerű, leggyakrabban az árbevétel, a mérlegfőösszeg vagy a saját tőke meghatározott százalékában szabják meg az ügyféllimit összegét. A következő részben megvizsgáljuk, milyen elvek alapján, milyen képletek segítségével lehetséges ügyféllimitet számítani.

3.2. A limitszámítás során alkalmazható, egyszerűbb eljárások

Előjáróban le kell szögeznünk, hogy az ügyféllimit-számításnak egy adott bank esetében kétlépcsős folyamatnak kell lennie. Első lépésben ki kell számítani, hogy az adott kockázati szint, az adott profil, méret és egyéb jellemzők mellett mennyire adósodhat el a vállalat, azaz mennyi bankhitelt (és egyéb terméket) vehet fel az összes partnerbankjától. A második lépcsőben az így kiszámított összegből ki kell vonni az ügyfélnek idegen bankokkal szembeni hiteltartozását, és a maradék összeg képezheti az ügyféllimitet az adott banknál. A cikk következő részében csak az első lépéshez tartozó számítás egyszerűbb eljárásait mutatjuk be.

3.2.1. A számítások során alkalmazható elvek és módszerek

A kiindulási alapot képező elvek nem mások, mint amelyeket eddig is alkalmaztak a bankokban az ügyfelek hitelezési kockázatának felmérése során. Ezek az elvek természetesen nemcsak a kockázat felméréséhez, hanem az ügyféllimit kiszámításához is jól felhasználhatók.

A kockázatelemzés elveit figyelembe véve, egy ügyfél (vállalat vagy vállalkozás) „normális” hitelállománya, vagy másképpen fogalmazva, a hitel limitje kiszámítható a

- likviditási,
- jövedelmezőségi,
- tőkeszerkezeti és
- hitelvisszafizetési követelmények, valamint az
- üzleti ciklus alapján.

Természetesen más és más elv alkalmazható a rövid és hosszú lejáratú hiteleknél, illetőleg a teljes hitelállományhoz kapcsolódó limitszámításnál. A továbbiakban áttekintjük, hogyan lehet a felsorolt kockázatomérési elveket „lefordítani a limitszámítás nyelvére.”

• Limitszámítás likviditási követelmény alapján

Alapelv: Az ügyfél annyi rövid lejáratú hitelállománnyal rendelkezhet, amely mellett nem süllyed a likviditási mutatója egy meghatározott szint, például 1,3 alá. (A legtöbb bankban ugyanis 1,2 vagy 1,3 egy átlagos ügyfél likviditási mutatójának értéke.)

Formálisan megfogalmazva az előbbi követelményt:

$$\frac{\text{Forgóeszközök}}{\text{Rövid lejáratú kötelezettségek}} \geq 1.3$$

Képlet:

$$L1 = \frac{\text{Forgóeszközök}}{1.3} - \text{Szállítók} - \text{Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek}$$

Az alapelv ugyan egyértelműnek tűnik, mégis problematikusnak tekintő, hogy a számítási eljárás implicite elfogad bármilyen magas forgóeszköz-állományt, azzal kapcsolatban nem érvényesít semmiféle normatív elvárást. Ez egyben a módszer hiányossága is.

• **Limitszámítás nyereségességi követelmények alapján**

Alapelv: A vállalatnak maximum akkora (rövid és hosszú lejáratú) hitelállománya lehet, amelynek kamatai nem haladják meg az üzemi eredmény meghatározott hányadát, az általános banki elvárások szerint például a felét.

$$L2 = \frac{\left(\frac{\text{Üzemi eredmény}}{2} \right)}{\text{Az összes hitel átlagos kamatlába}}$$

Megjegyezzük, hogy az egyik legnagyobb bankunkban még két évvel ezelőtt is ezt az egyszerű módszert használták a limitszámításra.

• **Limitszámítás tőkeszerkezeti követelmények alapján**

A tőkeszerkezeti követelmény azt jelenti, hogy a finanszírozási forrásokon belül egyes tőkeelemek arányának – így a rövid és hosszú lejáratú hitelekének is – igazodni kell valamilyen „ideális szerkezethez”, mondjuk a vállalat fő profiljának megfelelő ágazat tőkeszerkezetéhez.

Alapelv: Az ügyfélnek annyi hitelállománya lehet, mint amennyi az ágazati átlag. Ezen elv alapján külön lehet hitel limitet számítani a teljes, a rövid és a hosszú lejáratú hitelekre.

Képletek:

$$L3 = \text{Összes forrás} * \text{Összes hitelállomány arányának ágazati átlaga}$$

$$L4 = \text{Összes forrás} * \text{Rövid lejáratú hitelek arányának ágazati átlaga}$$

$$L5 = \text{Összes forrás} * \text{Hosszú lejáratú hitelek arányának ágazati átlaga}$$

Ehhez a számításához elengedhetetlen, hogy a bank rendelkezzen friss ágazati statisztikai adatokkal.

• **Limitszámítás hitelvisszafizetési követelmények alapján**

Alapelv: A vállalatnak akkora hitel állománya lehet, amely mellett a hitelvisszafizetési idővel mért hitel-visszafizető képessége egy meghatározott szinten, a legtöbb bank által elfogadhatónak tartott három éven belül marad.

$$\frac{\text{Összes hitel}}{(\text{Adózott eredmény} + \text{értékcsökkenés})} \leq 3$$

$$L6 \leq 3 * (\text{Adózott eredmény} + \text{értékcsökkenés})$$

• **Limitszámítás az üzleti ciklus alapján**

Egy vállalat folyó termelésének finanszírozási igényét az üzleti (termelési) ciklusa határozza meg, ahogyan azt az 1. pontban részletesen elemeztük. Ennek relatív nagysága alapján lehet limitet számítani, hasonlóan a tőkeszerkezeti követelménynél alkalmazott számítási metódushoz.

Alapelv: egy ügyfél annyi napi árbevételnek megfelelő rövid lejáratú hitelállománnyal rendelkezhet, amennyi az ágazati átlag.

Képlet:

$$L7 = \text{Nettó árbevétel} * \left(\frac{\text{Rövid lejáratú hitel}}{\text{Árbevételmutató ágazati átlaga}} \right)$$

• **A számítási eredmények összefoglalása és az egyes eljárások alkalmazhatósága**

Az előző részekben bemutatott öt limitszámítási elv figyelembe vételével meghatározott limitszámítási eljárások alkalmazhatóságát foglalja össze a 2. táblázat.

2. táblázat

A limitszámítási elvek alkalmazhatósága a különböző lejáratú hiteleknél

Limitszámítási elv	Rövid lejáratú hitelek	Hosszú lejáratú hitelek	Teljes hitelállomány
Likviditási kritérium	Igen	Nem	Nem
Nyereségességi elv	Nem	Nem	Igen
Tőkeszerkezeti követelmény	Igen	Igen	Igen
Hitelvisszafizetési elvárás	Nem	Nem	Igen
Üzleti ciklus elve	Igen	Nem	Nem

Forrás: a szerző összeállítása

A táblázat áttekintése után joggal vetődik fel a kérdés, hogy közülük melyiket célszerű alkalmazni a gyakorlatban. A táblázatban összefoglalt információk alapján megállapítható, hogy az öt elv közül csak három – a nyereségesség, a tőkeszerkezet és a hitelvisszafizetés – alkalmas arra, hogy segítségükkel a teljes hitelállomány limitjét meghatározzák, a másik kettővel csak a rövid lejáratú hitelek limitjét lehet kiszámítani. A nyereségességi elv egyik hátránya, hogy a kamatfizető képességből vezeti le a hitel összegét, és nem veszi tekintetbe a hitel tőketörlesztésével összefüggő követelményeket. Mindezek alapján azt a következtetést lehet levonni, hogy a tőkeszerkezeti és a hitelvisszafizetési elveket célszerű alkalmazni a limitszámítás során.

A következőkben gyakorlati példákon mutatjuk be a két számítási eljárás alkalmazhatóságát. A példákban szereplő vállalatok valódi cégek, amelyeknek mérleg- és eredménykimutatási adatait használjuk fel inputadatként. A cégek között szerepelnek nagy és közepes vállalatok is, kettő közülük nyereséges, három veszteséges, az utóbbiak egyike gyakorlatilag már hitelképtelen. A vállalatok valódi nevei helyett a profiljukat használjuk fel megnevezésként. A számításához szükséges alapadatokat a 3. táblázat tartalmazza.

3. táblázat

A limitszámításhoz szükséges alapadatok

Megnevezés	A) Textil- ipar	B) Műanyag- ipar	C) Vegyipar	D) Ruhaipar	E) Építő- anyag-ipar
Értékesökkenés	154	2 589	7 797	187	1 591
Adózott eredmény	-128	-1 697	4 984	-570	1 044
Összes forrás	2 768	29 652	181 974	2 917	28 323
Összes hitel	586	8 606	46 326	521	3 953
Hitel/összes forrás aránya az adott profilnál (%)	13,4	14,7	14,7	13,4	18,9

Forrás: a szerző számításai vállalati mérlegekből

A számítások eredményeit a 4. táblázat foglalja össze. Az adatok alapján jól kirajzolódnak az alkalmazott eljárások előnyei és hátrányai.

A limitszámítás eredményei

1) Vállalat	2) Tőke- szerkezet	3) Hitelvisszafizető képesség	4) Átlag (2+3)/2	5) Tényleges hitelállomány
A) Textilipar	371	78	225	586
B) Műanyagipar	4 359	2 676	3 517	8 606
C) Vegyipar	26 750	38 343	32 547	46 326
D) Ruhaipar	391	0	195	521
E) Építőanyag-ipar	5 353	7 905	6 629	3 953

Forrás: a szerző számításai vállalati mérlegekből

A tőkeszerkezet alapján történő limitszámítás azt mutatja meg, mennyi hitele lenne a cégnek, ha minden szempontból olyan sajátosságokkal bírna, mint a saját ágazatába tartozó, többi vállalat. Ez a számítási mód tehát, ha összevontan is, de tartalmazza azokat a profillal kapcsolatos, speciális ágazati finanszírozási igényeket, amelyekről az előző pontokban írtunk. A limitadatokat összevetve a ténylegesen meglévő hitelállománnyal, megállapítható, hogy az öt vállalat közül négy többé-kevésbé „túl van hitelezve.”

A hitelvisszafizető képesség alapján kiszámított limitek azt mutatják meg, hogy a cég jelenlegi cash flow-termelő képessége mellett mekkora az a hitelösszeg, amelyet három év alatt vissza tudna fizetni. A D) és az A) jelű vállalatnál ez nulla vagy ahhoz közelítő érték, a B)-nél és a C)-nél is kevesebb, mint a meglévő tényleges hitelállomány. Egyedül az építőanyag profilú E) vállalatnál magasabb a limit, mint a tényadat. A két metódus segítségével meghatározott, számszerű értékek ugyan jelentősen eltérnek egymástól, de az összkép mégis hasonló. A hitelvisszafizető képesség alapján számított limitek és a tényadatok összevetése során is azt a következtetést vonhatjuk le, hogy ugyanaz a négy vállalat (e számítás szerint inkább többé, mint kevésbé) „túl van hitelezve”.

3.3. A limitszámítás során alkalmazható, komplex eljárások

Magyarországon kevés bankban alkalmaznak egyszerű képleteknél bonyolultabb számítási metódust. A továbbiakban két ilyen bank gyakorlatát vizsgáljuk meg.

Az egyikben (nevezzük *A* banknak) a kockázatváltozás elvét alkalmazzák limitszámítási metódusként. A jövőbeni limitet 1 éves időhorizontú pénzügyi tervben határozzák meg a következő eljárással: a tervezési eljárás során a számítógépes algoritmus egyre nagyobb összegű „hitelt ad” a vállalatnak. Amikor a terv szerinti hitelállomány olyan nagy összegű lesz, hogy emiatt romlik az ügyfél kockázati besorolása, akkor leáll a számítási iteráció, és az ennek végeredményeként megjelenő pénzügyi tervben szereplő hitel nagyságot tekintik a vállalat ügyféllimitjének. (Pontosabban, az eljárás a leírtnál egy kissé differenciáltabb és bonyolultabb. Az adott bankban egy tíz elemből álló kockázati besorolást alkalmaznak, és

a limitszámítási algoritmus három kategóriányi romlást enged meg a legjobb ügyfeleknél, kettőt az átlagosnál jobb, egyet pedig az átlagos ügyfeleknél.) Az eljárás előnye az, hogy az előző pontban bemutatott, egyes kockázati mérési elveket együttesen – komplex módon – veszi figyelembe, amikor a kockázati besorolás változása alapján végzik a limitszámítást. A hátránya abban mutatkozik meg, hogy a tervezési eljárás során az egyre növekvő hitelfelvételhez fiktív eseményeket kell szimulálni az eszközoldalon (beruházást, készletnövekedést, vevőállomány-növekedést stb.). Ezek a fiktív események azonban nem mindig egyeznek meg az ügyfél ténylegesen várható gazdálkodási eseményeivel, ezért olykor irreális mérleg-szerkezet és limitösszeg lesz a számítás végeredménye.

A másik bank (nevezzük *B* banknak) limitszámítási gyakorlata is pénzügyi terv készítésén alapult. Itt egy középtávú pénzügyi tervet készítenek el a bankban, az ügyfél által megadott adatokból. A számítás végeredménye egy komplex eredmény, mérleg, cash flow-tervből álló pénzügyi előrejelzés, amelynek alapján a bank az elkészült forrástervben szereplő hitelállomány-adatokat tekinti az ügyfélhitel limitjének. Az eljárás előnye abban áll, hogy egyszerű és egyértelmű számítási eljárás; hátránya a gyakorlatban az, hogy az ügyfél által megadott adatok általában irreálisan kedvező feltételezéseken alapulnak, amelyet a bank munkatársainak sem sikerül mindig reális pénzügyi tervadatokká alakítani. Így sok esetben az ügyfél számára irreálisan kedvező limitösszeget határoz meg a számítógépes program.

3.4. A bemutatott eljárások összehasonlítása, javaslatok

A javaslatok megfogalmazása előtt érdemes végiggondolni azokat a dilemmákat, amelyeket az ügyfél-limit-számítási rendszer fejlesztőjének meg kell válaszolnia a munka megkezdése előtt. Ezek a következők:

- Figyelembe vegye-e az ügyfél ágazati, esetleg egyedi sajátosságait, vagy érvényesítsen egységes, normatív kritériumokat a számítási eljárás során?
- Legyenek-e olyan allimitek a kockázatvállalási limiten belül, amelyek a különböző terméktípusokhoz kapcsolhatók ?
- Mindezek függvényében egyszerű vagy bonyolultabb számítási eljárást, algoritmust célszerű-e alkalmazni a limitszámításra ?

Az első két kérdésre adott válasz részben meghatározza a harmadikat is. Vegyük sorra e kérdéseket!

a) Az egyszerűsített eljárások kapcsán az a probléma, hogy azok egyike sem veszi figyelembe az egyedi ügyfélsajátosságokat, és az ágazati sajátosságokra is csak a tőkeszerkezeti elv van részlegesen tekintettel. A hitelvisszafizető képesség elvén alapuló eljárás viszont csak és kizárólag egységes normatív követelmény alapján számítja ki minden egyes ügyfél-hitel limitjét, függetlenül az ágazati és az egyedi sajátosságoktól.

A bemutatott komplex eljárások közül elsősorban a *B* bank (és bizonyos mértékben az *A* bank) módszere olyan módszernek, amely jelentős mértékben figyelembe veszi a limit meghatározásánál az ügyfél egyedi sajátosságait – azaz az üzleti ciklusát (ezen keresz-

tül az ágazati sajátosságokat is) –, valamint a fejlesztési, beruházási elképzeléseit. Ez abból következik, hogy az ügyfél által megadott tervadatokból készítik el a limitszámítás alapját képező pénzügyi tervet, amely így teljes mértékben tükrözi az ügyfél jelenbeli helyzetét és a jövőre vonatkozó elképzeléseit.

b) Az ügyféllimit felbontása különböző allimitekre azért lenne indokolt, mert a különböző banki termékeknek különböző a kockázata. Más a hosszú és más a rövid lejáratú hiteleké, különbözik a hiteltermékek és a különböző garanciavállalások kockázata, és más kockázatok kapcsolódnak a forint, illetve az eltérő devizanemekben nyújtott hitelekhez. Azt azonban látnunk kell, hogy ha az egyes ügyfélhez kapcsolódó kockázatvállalási limitet felbontják allimitekre, akkor elkerülhetetlen, hogy szabályozzák az allimitek közötti mozgást is, és ún. limitkönyvelést végezzenek. Ez nemcsak bonyolulttá és nehézkessé teszi a limit használatát, hanem megfosztja a bankokat attól a rugalmasságától, hogy könnyen és egyszerűen tudjanak alkalmazkodni a gyorsan változó ügyféligényekhez. Véleményem szerint nincs akkora különbség a különböző banki termékek kockázatában, ami indokolta tenné az allimitek rendszerét; az ebből adódó hátrányok nagyobbak lennének, mint az előnyök. Egy banknak a mai piaci feltételek között hagynia kell, hogy az ügyfél egy globális kockázatvállalási limiten belül a saját igényei alapján határozza meg, melyik banki terméket milyen arányban veszi igénybe.

c) A harmadik kérdésre leginkább annak függvényében adható válasz, hogy a bank mennyi erőforrást hajlandó áldozni a rendszer fejlesztésére, illetve a limitrendszer folyamatos használatára. Egy bonyolultabb rendszer fejlesztése többbe is kerül, mint egy egyszerű, de ennél fontosabb szempont, hogy a rendszer mindennapi használata milyen időráfordítást igényel a bank munkatársaitól, ezen keresztül hogyan emeli meg a bank munkabér- és egyéb folyó működési költségeit. A megfontolások során nem szabad szem elől tévesztenünk, hogy a többletköltségekkel szemben fennállnak általában – de nem mindig – számszerűsíthető többlethozamok: a jelen esetben például az ügyfelek finanszírozási igényeinek árnyaltabb figyelembe vétele és jobb kiszolgálása, társulva a banki kintlévőségek pontosabb és alaposabb kontrolljával.

Összefoglalva, a következő tanulságokat lehet megfogalmazni:

- Ha az előzőekben a vázolt szempontok mérlegelése után úgy dönt a bank, hogy egyszerű számítási módszert alkalmaz, akkor azt az eljárást ajánlhatjuk, amelyet a 4. táblázatban ismertettünk. A negyedik (átlag) oszlopban található limitadatok ugyanis a tőkeszerkezeti és hitelvisszafizető képesség oszlopainak átlagából jöttek létre. Ebből adódóan, egyrészt erős normatív követelményt fogalmaznak meg az ügyfél hitelvisszafizető képességével kapcsolatban, másrészt pedig az ágazati jellemzőket is bizonyos mértékig figyelembe veszik a tőkeszerkezeti elven keresztül, így ez az eljárás jó kompromisszumot jelent két eltérő elv alkalmazása között.

- Ha egy bank úgy látja, hogy érdemesebb a komplexebb és egyben bonyolultabb eljárást alkalmazni, akkor ajánlani lehet a *B* bank gyakorlatát, amely szerint az ügyfél által készített üzleti és pénzügyi tervből kiindulva állítanak össze egy olyan pénzügyi előrejelzést, amely egységes banki sémát követ (erre az összehasonlíthatóság érdekében van szükség), és a pénzügyi tervben megjelenő hosszú és rövid lejáratú hitelek állományadatait tekintik az ügyfél hitellimitjének. Ez esetben azonban arra is szükség lesz, hogy a szoftverbe beépítsenek egy olyan algoritmust, amely feltárja az ügyfél által készített tervben szereplő, irreális feltételezéseket és azok hatását a pénzügyi terv egyes részeire, különös tekintettel a jövőbeni cash flow-termelő képességre, finanszírozási igényére és hiteltörlesztő képességre. Más szavakkal, ez az algoritmus elkészíti az ügyfél által benyújtott, túlzottan optimista, esetenként szándékosan kozmetikázott pénzügyi terv reális variánsát. Természetesen egy ilyen szoftvert úgy kell kimunkálni, hogy a beépített tervezési automatizmusok mellett az adott ügyfél banki kapcsolattartója is megfogalmazhassa véleményét a beadott pénzügyi tervről úgy, ahogyan az az *A* bank gyakorlatában megvalósul. Csak egy ilyen – félig automatizált – tervellenőrzési eljárás biztosíthatja, hogy a bank kockázati kitettsége limitált és kontrollált legyen.

IRODALOMJEGYZÉK

- HORVÁTH L. [1999]: Ügyféllimit-számítási módszerek a hitelintézetekben, *Bankszemle*, 1999/1., 44–50. o.
- HORVÁTH L. [2005]: Az ügyféllimit szerepe a banki kontrollingban, in: VIGVÁRI A. (szerk.): Pénzügyi ellenőrzés – egy funkció több szerepben, BME Pénzügyi és Számviteli Tanszék kiadványa, 129–145.o.
- KSH [2004]: A vállalatok pénzügyi adatai 1998–2002, CD-n megjelent kiadvány, 2004.
- Magyarországi hitelintézetek limitszámítási szabályzatai

GULYÁSNÉ CSEKŐ KATALIN

Az új kezességi jog ellentmondásai

A készülő új Polgári Törvénykönyv mindezidáig két tervezetben is foglalkozott a személyi biztosítékok körével, ezen belül a kezesség szabályaival.¹ A kezesség mint személyi biztosíték kiemelkedően fontos szerepet játszik mind a természetes személyek hitel- és lízingügyleteinél, mind a jogi személyek nemzetközi kereskedelmi kapcsolataiban és finanszírozásában. A vitára bocsátott tervezetek szövege gazdag, gondosan kimunkált, szakmai szempontból átgondolt és értékelt magyar és külföldi jogi irodalomanyagra támaszkodik, amelyet igényes, kiválóan megalapozott magyarázat egészít ki. Cikkünknek az a célja, hogy az elkövetkező hat pontban rámutasson mindazokra az ellentmondásokra, amelyek akár az első, akár a második tervezet rendelkezéseiben feszülnek, különösen a jogosult és a kezes között fennálló, kiegyensúlyozatlan erőviszonyokra, valamint az európai irányelvek és a külföldi – elsődlegesen svájci – jog alapján módosító javaslatokat fogalmazzon meg.²

1. A KEZESSÉG JOGI TERMÉSZETE

Az új kezességi szabályozásban³ az 5:344. § (1), valamint az 5:346. § (1) bekezdése fogalmazza meg a **kezesség fő természetét**, azaz járulékos jellegét, kimondva, hogy

„A kezességi szerződéssel a kezes kötelezettséget vállal a jogosulttal szemben, hogy ha a kötelezett nem teljesít, maga fog helyette teljesíteni.”

„A kezes kötelezettsége ahhoz a kötelezettséghez igazodik, amelyért kezességet vállalt.”

Szükségesnek mutatkozik azonban egy további kiegészítés megfogalmazása is, nemcsak a kezesség járulékos jellegének pontosabb definiálása, hanem a kezes érdekeinek fokozottabb védelme céljából.

„Minden kezesség feltételez egy érvényesen fennálló főkötelezettséget.”

Az utóbbi időben általánossá vált az a – semmiféle körülmények között nem üdvözlendő – banki gyakorlat, amely szerint, ha a főadós nem teljesít, a jogosult bank vele szemben azonnali hatállyal felmondja a kölcsönszerződést, majd a teljes hátralékos összeg egyidejű megfizetésének igényével a kezeshez fordul.

1 A cikkben idézett jogszabályi szövegrészek a 2. tervezet megoldásai. Időközben (2008 márciusában) szakmai egyeztetés eredményeképpen a 2. tervezet javaslatai részben módosultak, bár végső formájukat még nem nyerték el. A módosított szövegrészre, az új 3. tervezetre a szerző minden esetben külön utal.

2 A szerző módosító javaslatai a szövegben dőlt betűs formában szerepelnek.

3 A cikk a 2. tervezet számozása szerint veszi számba a kezesség jogi megoldásait.

Bár a jogosult pénzintézet ily módon megfelelő biztonságban érezheti a betéteseinek pénzét, ugyanakkor a kezest pénzügyileg megoldhatatlan, jogilag hátrányos helyzetbe hozza.

Amennyiben a fenti paragrafust beiktatnák, a jogosult az eredeti szerződés feltételei szerint – azaz például a részletfizetés rendjét továbbra is fenntartva – követelhetne a kezesétől.

Ha végiggondolnánk azokat az ajánlásokat, amelyeket az európai jogtudósok dolgoztak ki a személyi biztosítékokra (továbbiakban a PEL–PSC⁴⁾ alkalmazásának területén), egyértelműnek tűnik, hogy érdemes rögzíteni az alábbi pontot is:

„A kezességet nyújtó személy kötelezettségének érvényessége, feltételei és terjedelme a kötelezettnek a jogosult felé fennálló kötelezettségeihez igazodik.”

Amennyiben a főkötelezettség későbbi időpontban, vagy valamely feltétel beálltától függetlenül válik érvényessé, akkor az 5:344. § (2) bekezdése értelmében:

„Kezesség jövőbeni, illetve feltételes kötelezettségért is vállalható.”⁵

A jövőbeni kötelezettségek területén lényegesnek tekinthető egy további garanciális szabály beépítése is.

A kezesektől természetesen nem várható el, hogy átvegyék a főadós gazdasági szerepét. Ennek megfelelően még a biztosított főkötelezettség érvényessé válása előtt meg kell nyitni előtűnik a kezességből való szabadulás jogát, ha a főadós vagyoni helyzetében lényeges rosszabbodás állna be.

Különösen igaz ez, ha a főadós vagyonára végrehajtást vezettek, vagy a főadós ellen csőd, illetve felszámolási eljárás indult.

Javaslatként az alábbi rendelkezés fogalmazható meg:

„Ha a kezes jövőbeni vagy feltételes kötelezettségért vállalt kezességet, a kezességi szerződéstől jogosult elállni, ha

- a) a főadós vagyoni helyzetében lényeges rosszabbodás állt be,*
- b) a főadóssal szembeni visszkereseti jogának érvényesítése a főadós lakhelyének, településének vagy székhelyének megváltozása következtében lényegesen megnehezült;*

feltéve, hogy a főkötelezettség még nem vált esedékessé.

Szabadul a kezes, ha a jogosult a fenti tényekről tudott, és azokat rosszhiszeműen elhallgatta.”

Természetesen joggal vetődik föl a kérdés, hogy ha egy jövőbeni, illetve feltételes kezességből a kezes visszaléphet, értelmezhető-e egyáltalán a kezesség mint biztosíték.

Meglátásom szerint nemcsak a jogosult érdekeit kell szem előtt tartani e probléma megítélésakor, de tekintettel kell lenni a kezes érdekeire is, és ezzel összefüggésben érdemes átgondolni a főadós, illetve az érte kezességet vállaló személy kapcsolatát.

4 PEL–PSC 2:103. § (1) Study Group on a European Civil Code; The Principles of European Contract Law and Personal Security Contracts.

5 A szakmai egyeztetés során kialakuló, új szövegrész: 5:346. § (1) „Kezesség egy vagy több, fennálló vagy jövőbeni feltételen vagy feltételes meghatározott vagy meghatározható összegű pénzkövetelés vagy pénzben kifejezhető értékkel rendelkező egyéb kötelezettség biztosítására vállalható.”

A kezes, különösen magánszemélyek esetén, gyakran szívességből, ellenszolgáltatás nélkül – ám ismerve a főadós vagyoni viszonyait – vállalja ezt a veszélyekkel együtt járó kötelezettséget.

Biztosítani kell számára azt a lehetőséget, hogy ha visszkereseti jogának érvényesítése egyértelműen veszélybe kerülne, elállhasson a szerződéstől, különös tekintettel arra, hogy a jelenlegi gyakorlatban a hitelintézetek nemcsak egy, hanem minden olyan biztosítékkal védik a követelésük behajthatóságát, ami csak szóba jöhet (pl. vételi joggal, zálogjoggal is).

Ugyanakkor logikusan fölvetődik a kérdés, hogy elvárható-e a jogosulttól, és nem áll-e el-lentétben ez a szabály a kezesség biztosítékjellegével, ha az ilyen jellegű – nevezetesen például a főadós vagyoni helyzetében beálló –, kedvezőtlen változásról értesítenie kell a kezest.

Álláspontom szerint a válasz egyértelmű – és itt egyidejűleg hivatkozni szeretnék a Ptk. első tervezetében található indoklásra is –, a jogosult köteles „a kezes irányában a jóhiszeműség és a tisztesség általános polgári követelményei szerint eljárni”.

Nem utolsósorban figyelemmel kell lenni arra a tényre is, hogy a jogosult gyakorta pontosabb és megbízhatóbb információval bír a főadós vagyoni helyzetéről, mint a kezes.

Az első tervezet hivatkozik néhány európai országok joggyakorlatára, amikor megállapítja: „E gondossági kötelelem alapján például az osztrák, a német, az angol bírói gyakorlat megállapítja a jogosult felelősségét, ha a kezes a kezesség elvállalásakor tévedésben volt a főkötelezett anyagi helyzetét illetően, vagy tudta, hogy a főkötelezett fizetésképtelen, vagy a fizetésképtelenség közelében van. Az angol bírói gyakorlat szerint a kezes ilyen esetekben megtámadhatja a kezességi szerződést.”⁶

A fentiekkel összhangban megfontolásra érdemes, és a kezes érdekeinek védelme miatt hasznos lenne a magyar jogba átültetni a svájci jog azon rendelkezését, amely a tévedésből vállalt kezesség esetét szabályozza:

„Szabadul a kezességből az a személy, aki a kezesség elvállalásának időpontjában tévedésben volt, kivéve, ha a hibáról tudott, vagy amennyiben kellő körültekintéssel jár el, tudnia kellett volna.”

A fenti szabályozás egyrészt azt célozza, hogy a kezesek átérezzék a kezességgel együtt járó felelősséget, illetve az összes lényeges és szükséges információ beszerzésének fontosságát; ugyanakkor bizonyos értelemben „menekülési” lehetőséget is biztosít nekik, különösen akkor, ha a kezes természetes személy. A fenti jogi megoldás alkalmazása célszerű lenne a lejárt kötelezettségekért való kezességvállalás esetében is.

2. A KEZESSÉG TERJEDELME

Az új kezességi szabályozás másik lényegi alapelvét az 5:344. § (3) bekezdés fogalmazza meg: „Kezesség a kötelezettnek a jogosulttal szemben fennálló, valamennyi kötelezettségéért, vagy meghatározott jogviszony alapján fennálló, valamennyi kötelezettségéért is vállalható.”⁷

6 PTK. 1. tervezet

7 PTK. 2. tervezet, amely várhatóan a szakmai vita során az alábbiak szerint módosul: „... meghatározott vagy meghatározható összegű pénzkövetelés...”

A jogszabály magyarázó részében a jogalkotó a továbbiakban kijelenti, hogy „a javaslat nem teszi magáévá a svájci jog azon szabályát, amely a kezességvállalás érvényességéhez azt is megkívánja, hogy a kezességvállaló nyilatkozat számszerűen határozza meg a kezességgel biztosítani kívánt követelés maximumát.”⁸

Bár a jogszabály feltételes módot használ, azaz nem zárja ki annak lehetőségét, hogy a felek eltérő megállapodással a kezességvállalást egy előre meghatározott összeghatárra korlátozzák, mégis a teljes körű kötelezettségvállalás talaján áll.

A jogalkotó álláspontját, amely a szakmai vita során várhatóan változik, több indok figyelembe vételével módosították.

Egyrészt: célszerű összhangba hozni a kezesség általános szabályait a természetes személyek által vállalt kezesség esetével, amely szerint

„ha a fogyasztó a kötelezettnek a jogosulttal szemben fennálló, valamennyi kötelezettségéért... vállalt kezességet, a kezesség csak annyiban érvényes, amennyiben a kezességi szerződésben meghatározták azt a legmagasabb összeget, amelynek erejéig a kezes felel a jogosult tartozásaiért.”⁹

Másrészt a nemzetközi kereskedelemben a bankok által elsődlegesen úgynevezett good-performance bondok¹⁰ formájában vállalt kezességek nemcsak összegükben, de a kötelezettségvállalás időtartamában is előre pontosan meghatározottak.

Jogilag és szakmailag helyesebbnek tűnik, ha az új magyar jogszabály azonos elvek mentén, nem téve különbséget a jogi személyek és a természetes személyek által vállalható kezesség között, határozná meg a kezesség ezen alapvető jellemzőjét, ezáltal a szabályozás összhangban állna a nemzetközi gyakorlattal is.

Hasonló megoldást alkalmaz a svájci kezességi is¹¹, amely szerint a „kezes minden esetben kizárólag a kezességi okiratban megjelölt legmagasabb összeghatárig felel..., kivéve, ha a felek eltérő módon állapodtak meg.”

Az európai jogászoknak a személyi biztosítékok feltételeire kidolgozott ajánlása¹² (PEL–PSC), miközben a kezességet egy maximális összeghatárra korlátozzák, megengedik, hogy a kezes kötelezettségvállalása kiterjedjen a főadósnak a hitelező felé fennálló mellékkötelezettségeire is, így különösen a szerződéses kamatokra, a kötbérre, az adós nemteljesítése esetén fizetendő kárra, megállapodott összegre vagy büntetésre, valamint a fenti összegek érvényesítése miatt indított bírósági eljárás ésszerű költségeire.

Amennyiben az új magyar jogszabály ötvözné a svájci jog, illetve a PEL–PSC rendelkezéseit, megnyugtató módon rendezné mind a kezes, mind a jogosult érdekeit.

A fentiek alapján célszerűnek tűnik az 5:346. § szövegének kiegészítése az alábbiak szerint:

„A főkötelezettséggel összefüggő és a kezesség elvállalása után esedékessé váló mellékkötelezettségek megtérítésére, így különösen a kötbérre, késedelmi kamatokra és károkra a kezesség csak akkor terjed ki, ha abban a felek kifejezetten megállapodtak.”

8 PTK. 1. tervezet

9 PTK. 2. tervezet 5:359. § (3) bekezdés.

10 Jóteljesítési kezesség

11 Obligationsrecht

12 Study Group for European Civil Code, Principles of European Law, Personal Security Contract 2:104. § (1)

A Ptk. 2. tervezete még nem tartalmazott rendelkezést a határozott időre vállalt és a megbízásból vállalt kezességi típusokra nézve sem.

A határozott idejű kezességvállalás a nemzetközi kereskedelemben a bankok szokásos gyakorlata, amellyel hatékonyan oldják föl a jövőbeni, illetve a feltételes kezességekből adódó természetes bizonytalansági problémákat is.

A tervezetet célszerűen tűnik az alábbi szabály megalkotásával kiegészíteni:

„Kezesség határozott időre is vállalható. Szabadul a kezes, ha a kezességben vállalt határozott idő lejárt, kivéve, ha a jogosult a lejárat előtt, de már a biztosított követelés esedékességének bekövetkezése után, a teljesítésre írásban felhívta.”¹³

A fenti szabály összecseng az európai jogászok által kidolgozott ajánlásokkal is.

3. A KEZEST VÉDŐ, GARANCIÁLIS SZABÁLYOK

Bár a bírósági költségek tekintetében hasonlóság mutatkozik az új magyar jogszabály és a svájci kezességi jog között – azaz a kezes csak akkor köteles ezen költségek megtérítésére, ha a hitelező teljesítésre felhívta –, a magyar jogszabályi tervezetből kimaradtak lényeges, nagy jelentőségű feltételek.

Miközben a svájci jog „időben biztosított lehetőségekről” szól, addig az 5:347. § (1) bekezdésének első tervezete nem határozta meg azt az időt, amelyet a jogosult a kezesnek biztosítani köteles.¹⁴

„A kezes a kötelezett ellen folytatott per és végrehajtás költségeiért csak akkor felel, ha a keresetindítás előtt a jogosult teljesítésre felszólította.”

Az alábbi javaslat kísérletet tesz a felek érdekeit jobban védő helyzet kialakítására:

„A kezes a kötelezett ellen folytatott per és végrehajtás kötelezettségeiért csak akkor felel, ha

- a) a keresetindítás előtt a jogosult teljesítésre kellő időben felszólította; illetve
- b) ha a perindítás előtt oly módon tájékoztatta, hogy a kezesnek megfelelő lehetősége volt a per elkerüléshez szükséges intézkedések foganatosítására.”

Az új kezességi jog nem tartalmaz útmutatást arra az esetre sem, amikor a főadós kötelezettségét harmadik személy vállalja át. Ez különösen nagy jelentőségű kérdés, elsősorban az építőipari szerződések biztosító, jóteljesítési kezességek körében.

Szükségesnek tűnik mérlegelni azt a lehetőséget, hogy a kezes számára a kezességből való szabadulás joga biztosítva legyen, ha olyan személy vállalná át a főadós kötelezettségét, akinek a teljesítőképességében nem bízunk, vagy akinek a jelenlegi vagy jövőbeni magatartása a kezes érdekeivel ellentétben állhat.

¹³ A jelenleg szakmai vita alatt álló új, úgynevezett 3. tervezet megfontolásra méltónak tartotta a jelen cikk szerzőjének e tárgyban kifejtett gondolatait, és az új 3:351. §-ban a „határozott időre vállalt kezesség” bekezdésben a cikkel azonos szellemiséggel, szakmailag előremutató megoldásokkal kívánja rendezni ezt a jogkérdést.

¹⁴ A szakmai egyeztetés után a PTK. 2. tervezete az alábbiak szerint módosul: 5:347. § (1) ...A kezes a kötelezett ellen folytatott per és végrehajtás költségeiért csak akkor felel, ha a keresetindítás előtt a jogosult a teljesítésre kellő időben felszólította.

A fentieket átgondolva, a következő jogszabályi kiegészítést érdemes a tervezetbe beépíteni:

„Ha a kötelezett tartozását harmadik személy vállalja át, a kezesség megszűnik, kivéve, ha a tartozásátvállaláshoz a kezes kifejezetten hozzájárult.”

A megbízásból vállalt kezesség feltételeinek kidolgozására révén beépülhetne az új Ptk.-ba az export-fővállalkozásban alkalmazott gyakorlat is, hiszen mind a német polgári jog, mind az európai ajánlások (PEL–PSC) külön szabályozásában fejezik ki e speciális eset jogi természetét.

„Ha a kezes a főadós kérésére és megbízásából vállalt kezességet, akkor kérheti a főadóstól, hogy szabadítsa föl a kötelezettsége alól, ha

- a) a főadós fizetésképtelenné vált;*
- b) a főadós vagyona időközben jelentős mértékben lecsökkent;*
- c) ha a jogosult a kezessel szemben igényérvényesítéssel lépett föl.”*

Kifejezetten kedvezőtlennek, és mind a nemzetközi joggyakorlattal, mind az európai ajánlásokkal ellentétesnek ítéljük a 2. tervezet 5:347. § (1) bekezdésében foglaltakat, amely a sortartási kifogás mint alapeset megszűnését célozná.

Ennek értelmében a jogosult a kötelezett nemfizetése esetén, anélkül, hogy bármilyen módon kísérletet kellene tennie az adósságnak a főadóstól történő behajtására – például kielégítené magát a zálogjogból –, azonnal a kezest vehetné igénybe, hiszen ez a megoldás sokkal kényelmesebbnek, egyszerűbbnek és gyorsabbnak mutatkozik.

A jogalkotó az alábbi szabállyal a készfizető kezesség esetét kívánja főszabályként alkalmazni, így elrendeli: „A kezest – jogszabály vagy a felek eltérő megállapodása hiányában – nem illeti meg a sortartás kifogása, a kezes készfizető kezesként áll helyt.”¹⁵

A 2. tervezet fentiekben ismertetett szabályozása, Európában egyedülálló módon, a kezes kifejezett hátrányára alakítaná át a kezességi szerződést, ily módon egészségtelen kockázati megosztást hozna létre.

Álláspontom szerint mindenféleképpen a „hagyományos” sortartási rendre való visszatérés tűnik követendő megoldásnak, elfogadva és egyetértve az első tervezet szövegével:

„A kezes mindaddig megtagadhatja a teljesítést, amíg a jogosult nem igazolja, hogy a követelés behajtása végett végrehajtást vezetett a kötelezett vagyonára, és a végrehajtás során a követelés nem nyert kielégítést.” (...)

„A kezest nem illeti meg a sortartás kifogása (készfizető kezesség), ha

- a) kifejezetten lemondott róla;*
- b) a követelés a kötelezettől való behajtása a kötelezett lakóhelyének, szokásos tartózkodás helyének, telephelyének, vagy székhelyének megváltozása következtében lényegesen megnehezült;*

¹⁵ A jelenleg folyó szakmai vitában azonban valószínűnek tűnik az 1. tervezet megoldásaira való visszatérés, amelyet a jelen cikk is teljes terjedelemben idéz.

- c) alappal feltételezni lehet, hogy a kötelezett vagyona vezetett végrehajtási eljárás útján a jogosult követelése nem elégíthető ki;
- d) a kötelezett ellen felszámolási eljárás indult; (...)”¹⁶

Ugyanakkor nem érthetünk egyet teljes mértékben a jogalkotónak az első tervezetben kifejtett álláspontjával sem, hiszen ebben az esetben bármely jogosult, bármely igazolható erőfeszítés nélkül, készfizető kezességgé alakíthatja át az eredeti kezességi jogviszonyt.¹⁷

Megítélésem szerint feltétlen újrarendelést igényel az a rendelkezés is, amely esetleg megengedné a jogosultnak, hogy a tartozás sikertelen behajtásának kísérletét ne kelljen hitelt érdemlően igazolnia.

Szükségesnek és – a kezesség mint jogi konstrukció kiegyensúlyozottságát tekintve – elkerülhetetlennek tűnik, hogy a magyar kezességi jogba is bekerüljön az a magyarzatban idézett, német paragrafus, amely szerint „a kezest mindaddig megilleti a sortartás kifogása, amíg a hitelező nem igazolja, hogy sikertelenül próbálta meg a tartozást a főadós ellen indított végrehajtási eljárásban behajtani”¹⁸.

Igazolási kötelezettséget kell megkövetelni a kezes jogainak védelme érdekében akkor is, ha a főadós lakóhelyének vagy székhelyének megváltozása miatt nem lelhető föl, különös tekintettel az utóbbi időben meglehetősen megszigorodott cégbejegyzési eljárási szabályokra.

Minden polgári jogviszony alapja a felek kiegyensúlyozott erőviszonya és annak védelme. Ha figyelembe vesszük azt a tényt, hogy a kezesség „rendszerint egyoldalú és ingyenes kötelelem”, törekedni kell arra, hogy a kezes ne kerülhessen hátrányos helyzetbe, olyan pozícióba, amelyben mozgásteret erősen korlátozott.

A fentiek értelmében a kezesség készfizető kezességgé¹⁹ történő átalakítása csak fokozott „kezesi védelem” mellett képzhető el, így nem fogadható el az 1. tervezetnek az a rendelkezése, amely szerint ha „alappal feltételezni lehet, hogy a kötelezett vagyona vezetett végrehajtási eljárás útján a jogosult követelése nem elégíthető ki”, (...akkor a kezesség készfizetővé alakul át).

A készfizető kezesség nyújtotta gyors (néhány esetben azonnali) igénybevétel egyértelmű hatalmi helyzet teremt a jogosult számára, így az esetleges nem jóhiszemű fellépés ellen „védő” gátként kell beépíteni a jogosult terhére előírt igazolási kötelezettséget.

A jelenleg hatályos Ptk. szerint, amennyiben a kezességet bank vállalja, az így létrejövő konstrukció készfizető kezességnek minősül.

Az új jogszabálytervezet elhagyja ezt a kitétel, amely azzal a következménnyel járhat, hogy azok a jogosultak (elsősorban vállalatok), amelyek a kezesség relatív biztonságtartalma miatt vették igénybe a bank e speciális szolgáltatását, elbizonytalanodhatnak. Mindez előrevetítheti e speciális, a nemzetközi és a hazai gyakorlatban gyakran alkalmazott banki termék, illetve szolgáltatás elsorvadását.

16 Ptk. 1. tervezete

17 A jelenlegi vitaanyag már tartalmazza a fentiekben hiányolt igazolási kötelezettséget, a 5:349. § (4) bekezdésének b), illetve c) pontjában, amelyet remélhetőleg egyöntetűen elfogad majd mindegyik fél, amelyik a szakmai vitában részt vesz.

18 Bürgerliches Gesetzbuch 771. §.

19 Ha a kezest nem illeti meg a sortartás kifogása, akkor készfizető kezességről beszélünk, azaz a kezes lemond arról a jogáról, hogy a jogosult először a főadós vagyonából keressen kielégítést.

4. A KEZESSÉG ÉS A ZÁLOGJOG KAPCSOLATA

A 2. tervezetből kimaradt az első tervezet egyik nagy jelentőségű rendelkezése, amely arra az esetre szolgál iránymutatásul, ha a jogosult követelését nemcsak kezesség, de a főadós által alapított zálogjog is biztosítja.

Az alábbi szövegrész visszaemlése elengedhetetlenül szükséges, hiszen ha például egy jelzáloglapú lakáshitelezés vagy egy lízingügylet esetében a főadós nem törlesztene szerződés szerűen, akkor – a legkényelmesebb és leggyorsabb jogi utat választva –, a kezes igénybevétele mellett döntene minden hitelintézet (minden jogosult) ahelyett, hogy először a zálogtárgyból való kielégítést mérlegelné.

Tekintve, hogy ráadásul ilyen esetben magára a zálogtárgyra továbbra is igényt tart a jogosult (például különösen a lízingügyletnél, ahol a törzskönyv birtokában a gépkocsit azonnal vissza is veszi), indokolt a kezesség járulékos jellegét az első tervezet jogi megoldásával megerősíteni:

„Ha a kezességgel biztosított követelést a kötelezett által alapított zálogjog is biztosítja, a kezes megtagadhatja a teljesítést, amíg a jogosult nem igazolja, hogy a zálogjog érvényesítése során a követelés nem nyert kielégítést.”²⁰

5. A KEZES RÉSZLEGES VAGY TELJES MÉRTÉKŰ TELJESÍTÉSE

Problémák forrása lehet az 5:349. § rendelkezésének szükségszerűsége is:

„Ha a kezes a jogosult követelését kielégíti, a követelés az azt biztosító jogokkal együtt reá száll.”

Ha a kezes teljesített, igyekszik minél hamarabb megtérítést kapni a kötelezettől. Ilyen helyzetekben kiemelkedő szerepe van az időnek, a gyors és jogilag kifogástalan ügyintézésnek. Sértheti a kezes érdekét, ha a jogosult késlekedik, így a kezes érdekeit védő szabályok kialakítása nélkülözhetetlen.

„A jogosult haladéktalanul köteles kiadni a kezesnek mindazokat az okiratokat és információkat, amelyek ahhoz szükségesek, hogy a kezes a kötelezettől megtérítést kapjon.

Ha a jogosult indokolatlanul késedelmeskedik, vagy megtagadja a biztosítékok, a zálogjogok vagy a szükséges okiratok kiadását, illetve ha azokat rosszhiszeműen, vagy súlyos gondatlansággal elidegenítette, úgy a kezes szabadul, és visszakövetelheti a már teljesített szolgáltatást, illetve követelheti a jogosult cselekményéből származó kárának megtérítését.”

A fenti szabályozás sokkal szigorúbb feltételeket fogalmaz meg, mint a tervezet 5:351. paragrafusa, amely jelenleg csak a következőket mondja:

„Ha a jogosult lemond a követelést biztosító valamely jogról, a kezes szabadul annyiban, amennyiben a követelés átszállása következtében a követelést biztosító jog alapján kielégítést kaphatott volna.”

20 Az új 3. tervezet a fenti szabályt ismételtelen tartalmazza.

A fenti rendelkezés egyrészt impliciten „utóidejűséget” tartalmaz, másrészt nyitva hagyja azt a kérdést, hogy azt a bizonyos aránypárt, amely a szövegből kiolvasható –, kinek kell bizonyítania. Jól megragadható a szövegben rejlő jogosulti és kezesi érdekellentét, amely számtalan vita forrása lehet, de már csak azután, hogy a kezes igénybe vették, különös tekintettel a készfizető szabályozásnak akár az új, akár az első megoldására.

Természetesnek tűnhet, mégis szabályozni kell azokat a kötelezettségeket, amelyek a kötelezettet a kezes teljesítése után terhelik. Ilyenkor a teljesítéséről haladéktalanul értesítenie kell a kötelezettet.²¹

A következő szövegrész tűnik megfontolásra és a jogszabály kiegészítésére alkalmasnak:

„Ha a kezes teljesített, teljesítéséről köteles haladéktalanul értesíteni a kötelezettet. Amennyiben értesítési kötelezettségét elmulasztja, felel mindazon károkért és költségekért, amelyek az értesítésének elmaradásából származnak.”

Nem található rendelkezés az új kezességi szabályokban arról az esetről sem, amikor a kezes nem teljes mértékben, csak részlegesen elégíti ki a kötelezett tartozását. Miután különösen gyakran fordul elő ilyen eset a természetes személyek hitelügyleteinél, így érdemes pontos iránymutatással szabályozni a kezes, illetve a jogosult kialakult jogviszonyát.

A PEL–PSC 2:113. §-ában foglaltakat áttanulmányozva, a következő szabály tűnik beépítésre érdemesnek:

„Ha a kezes teljesített, teljesítése erejéig megtérítését követelhet a kötelezettől, illetve teljesítésének erejéig a hitelező jogaiba lép.”²²

A kezes, illetve a jogosult jogainak ütközését a következő megoldással lehet feloldani:

„A kezes részteljesítése esetén a jogosultnak a kötelezettel szemben fennmaradó részkövetelései elsőbbséget élveznek a teljesítő kezessel szemben.”

Ha a hitelező végül olyan elhatározásra jut, hogy a kötelezett vagyonára nézve teljes körű végrehajtást vezet, úgy a fentiek alapján tekintettel kell lennie a kezes érdekeire is. Jogszabályi szöveggént ez a garanciális szabály a következőképpen fogalmazható meg:

„A kötelezett vagyonára vezetett végrehajtás során a jogosult köteles úgy eljárni, hogy a teljesítő kezes érdekei ne sérüljenek. Amennyiben ezt elmulasztja, a kezes felé a kártérítés általános szabályai szerint felel.”

21 A jelenleg vita alatt álló új 3 tervezet hasonló szabályokat fogalmaz meg az 5:353. § (1), illetve (2) pontjaiban, amellyel a jelen cikk szerzője egyetért.

22 Az új 3. tervezet a következőképpen fogalmaz: „...a kielégítése erejéig”, amely tartalmilag azonos megoldás, és remélhetőleg általánosan elfogadható.

6. A TERMÉSZETES SZEMÉLY ÁLTAL VÁLLALT KEZESSÉG

Kifejezetten üdvözlendő, hogy az Európai Unió fogyasztóvédelmi irányelveivel összhangban, az 5:355. § (1) szakaszban megjelennek a fogyasztói kezesi szerződésekkel kapcsolatban speciális szabályok is.

Aggályosnak tűnik, hogy a jogszabály nem definiálja a fogyasztó fogalmát, csupán a magyarázatban találunk erre nézve iránymutatást. Célszerűbbnek tünne, ha a „fogyasztó” fogalmát a jogszabályi „test” tartalmazná.

A paragrafus összes rendelkezése megfelelően szolgálja az úgynevezett „tudásaránytalanságban” lévő, természetes személy kezesek védelmét.

A magyarázat szerint²³ „...abban az esetben is alkalmazhatóak a fogyasztói kezeségi szerződések szabályai, ha egy cég vesz fel bankhitelt, és a hitel visszafizetéséért egy önálló foglalkozása és üzleti tevékenységi körén kívül eljáró, természetes személy vállalkozást.”

Ugyanakkor a 7. bekezdésben foglaltak ennek ellentmondó szabályt tartalmaznak, amikor kimondják, hogy „a fogyasztói szerződés szabályait nem kell alkalmazni, ha a kezes jogi személy kötelezett vezető tisztségviselője, vagy többségi befolyással rendelkező tagja.”

A 2. tervetért értelmében, ha a vezető tisztségviselő saját társaságának kötelezettségéért mint magánszemély vállalkozó – a teljes magánvagyonával – felelősséget, akkor a kezeség a 2. tervetért főszabályát, azaz a „teljes körű felelősségvállalás” elvét követi, és a jogosult javára fennálló összes követelést kell a kezesnek megtérítenie, szemben a „fogyasztói kezesi szerződésekkel”, ahol az összegbeni korlátozottság főszabálya érvényesül.²⁴

Ahogy a jelen cikk első részében is említettük, nem tűnik szerencsésnek ez a fajta különbségtétel, amely különösen diszkriminatív a kis és közepes magánvállalkozások esetében, még akkor is, ha joggal feltételezhető, hogy a vezető tisztségviselők a társaságuk vagyoni helyzetével tisztában vannak.

Különösen a fogyasztói kezeségi szerződések esetében igényel megfontolást a svájci kezeségi jog azon rendelkezésének átültetése, amely szerint a kezeségvállaláshoz szükséges a házastárs – Magyarországon az új családjogi törvények értelmében az élettárs – hozzájárulása.

Különösen a kis- és közepes vállalkozások esetében merül föl ez az igény, különösen akkor, ha nem feledkezünk meg arról, hogy ilyen vállalatoknál a házastárs gyakran „papíron” ügyvezető, viszont valójában tevékenységet nem fejt ki. A következő javaslat nemcsak a napi realitást veszi figyelembe, de talán példaértékűnek is tűnik:

„Minden fogyasztói kezesi szerződés érvényességének előfeltétele a házastárs, illetve az élettárs beleegyező nyilatkozata. Amennyiben vezető tisztségviselő vagy többségi befolyással rendelkező tag vállalkozási jogi személy kötelezettségéért kezeséget, a házastárs, illetve az élettárs beleegyezése a kezeségi szerződés érvényes létrejöttéhez kötelező.”

23 Ptk. Ötödik Könyv, 343. o.

24 Az új 3. tervetben a 5:346. § már lehetővé tenné a jogi személyek által vállalt kezeség maximális összeghatárhoz való kötését.

A fentiekben javasolt szövegrész nagy valószínűséggel heves viták forrása lehet, ugyanakkor be kell látnunk, hogy amennyiben a kezes a házastársa vagyont, illetve a háztartásában lévő kiskorú gyermekek élet- és létbiztonságát befolyásoló döntést hoz, nem zárhatók ki az érintett személyek abból a folyamatból, amelyben a kötelezettségvállalás megszületik.

ÖSSZEGZŐ GONDOLATOK

Összefoglalva megállapítható, hogy az új Ptk. kezességi szabályai nemcsak gazdag jogtörténeti ismereteken, de a jelenleg hatályos európai jogi megoldások szakmailag értékelt feldolgozásán alapulnak.

A 2. tervezetre, amelynek a kezes nézőpontjából készült, kritikai elemzésére cikkünk kísérletet tett, jellemző a jogosult jogainak túlzott mértékű előnyben részesítése, ami felboríthatja a felek között erőegyensúlyt.

Időközben – ahogyan a jegyzetekből is látható – a 2. tervezet szakmai vitájának eredményeként egy új 3. tervezet körvonalai formálódnak, amelyre a cikk minden esetben külön kitért. Úgy ítéljük meg, hogy ez utóbbi elfogadása esetén a kezes és a jogosult kiegyensúlyozott érdekvédelme hosszú távon biztosított lesz.

FORRÁS

Polgári Törvénykönyv, Ötödik Könyv, Kötelmi Jog, Normaszöveg és Indoklás, 2006. december 31., <http://im.gov.hu>, Jogsabályok, tervezetek menüpont

PINTÉR JUDIT

Kihívások a magyar biztosítási szektor felügyeletében a 21. század elején¹

A pénzügyi szektort érintő globalizációs és integrációs, valamint egyéb, például régió-szervező hatások, továbbá az 1990-es évek magyarországi társadalmi-gazdasági változásainak eredményeként a magyar biztosítási piacon összetett kapcsolati hálóval rendelkező, leányvállalati státuszú pénzügyi konglomerátumok vagy csoportok tulajdonában álló, biztosító részvénytársaságok jöttek létre. A magyarországi felügyelési lehetőségek lokálisak, azonban a kockázatok méréséhez, vizsgálatához rugalmas felügyeleti szervezeti formákkal és módszerekkel kell alkalmazkodni, hiszen a biztosítók kapcsolatrendszere már túlmutat azokon a szervezeti struktúrákon, amelyet figyelembe vettek a jelenleg folyó szabályozási keretrendszer felülvizsgálatakor (Szolvencia II.).

1. BEVEZETÉS

Az 1990-es években a globalizáció földrajzi kiterjedése – az ázsiai és latin-amerikai mellett – a kelet-közép-európai átalakuló országok gazdaságát is érintette, és a biztosítási szektorban is jelentkezett. Az évtized egyik legfontosabb újdonsága az volt, hogy Közép- és Kelet-Európa átalakuló gazdaságai is bekerültek a nemzetközi tőkeáramlás célországai közé. A közvetlen külföldi tőkeberuházás² (Foreign Direct Investment – FDI) állománya 1990–1998 között világszinten 230 százalékkal nőtt, míg a mutató Kelet-Közép-Európában 2800%-os volt.³

Elemzésünk célja, hogy bemutassa a biztosítási szektort érintő – a gazdasági globalizáció és regionalizáció témakörében értelmezett – nemzetközi hatásokat, illetve ezek megjelenését, és felvázolja az ezekből fakadó felügyelési feladatokat és dilemmákat.

Különbséget teszünk – fogalmi és tartalmi szinten is – a regionalizmus és regionalizáció között. A regionalizmus folyamata mögött tartósan érvényesülő gazdasági és társadalmi folyamatok és érdekek állnak, és így mint folyamat (földrajzi-) társadalmi-gazdasági jellegű, természetes és homogenizáción alapuló kapcsolat kialakulását jelenti. A regionalizmus gazdasági, földrajzi, kulturális jelenségként értelmezhető.

1 A cikk alapjául szolgáló tanulmány 2004-ben és 2006-ban készült, dátummal jelöltük a 2007-ben végrehajtott frissítéseket. A publikálásában nyújtott segítségért köszönetet mondunk Erdős Mihálynak, Demjén Gyöngy Juditnak és dr. Dénes Beatrixnak.

2 Közvetlen külföldi beruházás: a nemzetközi tőkeáramlás során az egyik országban tevékenykedő vállalat egy másik országban alapít egy új leányvállalatot, vagy bővíti azt. L. PAUL R. KRUGMAN–MAURICE OBSTFELD: Nemzetközi gazdaságtan: Elmélet- és gazdaságpolitika, Panem Kiadó, Budapest 2003., 190. o.

3 BARÁTH GABRIELLA–MOLNÁR BALÁZS–SZÉPVÖLGYI ÁKOS: A külföldi működő tőke szerepe Magyarország átalakuló gazdaságában, in: *Tér és Társadalom* 2001/2. szám. MTA RKK, Pécs, 2001., 183–202. o.

A regionalizáció közigazgatási, politikai folyamat, amelyet az intézményi szintű irányítás és szabályozás jellemez, és így politikai és hatalmi jelenségként írhatjuk le. Bár mindkét jelenség a földrajzi térben lejátszódó területi integrációs folyamat, a regionalizmus horizontális, a regionalizáció vertikális integrációt jelent.⁴

Cikkünkben először a biztosítási piacok nemzetközivé válását, a biztosítási szektor átalakulási folyamatait vizsgáljuk a pénzügyi szektorok integrálódó átalakulásának tükrében.

A pénzügyi konglomerátumok kialakulási okainak, a pénzügyi szektorok szervezeti és tevékenységi integrálódásának következményeként, a tevékenységi körök összecsúsása és a szervezeti méretek nemzeti határokat túllépő növekedése miatt szükségessé vált az országos területi hatállyal működő felügyeleti szervek tevékenységének összehangolása, a kooperáció kialakítása is.

A szektorra és a gazdaság egészére ható globális folyamatok, külső sokkhatások és az integrációs szervezetek befolyásoló szerepe a biztosítók reagálási lehetőségeit és korlátait is meghatározták.

A folyamatok nem tekinthetők befejezettnek, a jogalkotási és a felügyelési területen is a piaci változások követésére, a kockázatok kezelésére, a megelőzésre kell törekedni.

A következmények bemutatásánál – csakúgy, mint a megelőző és a további részekben is –, jellemzően a biztosítótársaságokra⁵ vonatkozó folyamatok empirikus elemzését végezzük, így legfeljebb érintőlegesen térünk ki például a független biztosításközvetítők, valamint más piaci szereplők tevékenységére.

Egyúttal a cikk végén kísérletet teszünk a magyar biztosítási szektor sajátosságainak megfelelő felügyelési lehetőségek nyomvonalának felvázolására.

2. A BIZTOSÍTÁSI SZEKTOR ÁTALAKULÁSÁNAK TÉNYEZŐI

A biztosítási szektor átalakulásának főbb tényezői a reálszférában, valamint a pénzügyi szektor egészében bekövetkezett folyamatokkal szoros kapcsolatban vannak. A banki szektorban is tapasztalható jelenségek, mint például a dereguláció, technikai fejlődés, a globalizáció, a gyorsuló innováció, az alkalmazkodási kényszerek hatása, valamint a külső kényszerítő körülmények közrejátszása a szervezeti és tevékenységi integráció irányába terelte a szektor szereplőit. Ennek eredményeként a három pénzügyi területen – a banki, biztosítási és értékpapír-kereskedelemben – olyan konvergenciafolyamatok játszódtak le, amelyek hatására kialakult a pénzügyi konglomerátumok globális megjelenése. Más pénzügyi területek, valamint a reálszféra globális tevékenységei és szervezetei viszont a biztosítók számára olyan növekvő kockázatokat jelentenek, amelyek kezelése új megoldásokat követel meg.

4 SÜLI-ZAKAR ISTVÁN: A régió: földrajzi integráció, in: Tér – Gazdaság – Társadalom (Huszonkét tanulmány Berényi Istvánnak), Magyar Tudományos Akadémia Földrajztudományi Kutató Intézet, Budapest, 1996.

5 Szinonimaként használt további kifejezés: biztosító. A jelen írásban ezek a fogalmak a biztosító részvénytársaságot jelentik.

2.1. Deregulációs folyamatok

A szabályozások liberalizálása egyrészt a pénzügyi szektort érintő korlátozások lebontását jelenti, másrészt más termelő és szolgáltató szektorok tevékenységének szabad áramlását is. Nagy jelentőségű a multilaterális egyezmények, pl. a GATT–WTO előírásainak elfogadása és alkalmazása: a szabad tőkeáramlás, diszkriminációmentesség, határokon átnyúló szolgáltatások, szolgáltatásvásárlási lehetőség és kereskedelmi jelenlét külföldön, például leányvállalat, fiókroda nyitásának lehetősége.

Az egységessé váló nagy piacok (például EU, NAFTA) szerepe is fontos, hiszen a jogszabályok harmonizálása révén homogénizálódnak a működési keretfeltételek; például az európai uniós székhellyel rendelkező biztosító társaságok bármelyik tagországban az anyaországukban megszerzett tevékenységi engedéllyel folytathatnak biztosítási tevékenységet.

2.2. A kommunikációs forradalom hatása

A kommunikációs forradalom átalakította a biztosítók és ügyfelek közötti kapcsolatokat, felgyorsította a versenyt mind a biztosítók, mind a pénzügyi szektor más szereplői között, új termékkínálati struktúrát és disztribúciós csatornákat eredményezett. Egyik legjelentősebb változás a pénzügyi szektoron belüli átstrukturálódás, a banki, biztosítási és értékpapírpiacon tevékenységek közötti átfedések: egyes országokban a biztosítóktól már hitel is felvehető, vagy megjelentek a befektetési egységekhez kötött, úgynevezett unit linked típusú életbiztosítások, és a bankok is értékesítenek biztosítási termékeket. Újdonságként említhető a bankbiztosítási tevékenység megjelenése is, például a bank- és hitelkártya-ügyletekhez kapcsolódó biztosítási kockázatvállalások megjelenése, amelyet részben szintén a számítástechnikai fejlődés tett lehetővé.

A kommunikációs forradalom hatásaként értelmezhető az e-business térhódítása is, amelynek elterjedését Magyarországon az korlátozza, hogy az Európai Unióban a legalacsonyabbak közé tartozik a háztartási internet-előfizetések száma.⁶

2.3. Új termékek és értékesítési csatornák megjelenése

A belépés a korábban elzárt piacokra (például Közép-Kelet-Európába) egészen új termékek megjelenésével járt – akár a lakossági, akár a vállalati ügyfélkört tekintjük –, ilyenek például a befektetési jellegű, életbiztosítással kombinált biztosítások, szakmai felelősségbiztosítások. Új disztribúciós csatorna a biztosítási termékek értékesítése a bankfiókokban, amelynek az a jellemzője, hogy a banki hitelezési tevékenységhez kapcsolódik: például a lakáshitelek mellé ajánlott vagyon- és életbiztosítások.

A hatások eredményeként olyan új típusú biztosítási termékek is megjelennek, amelyek egyrészt a pénzügyi szektor globalizált kiterjedéséből (pl. a világ legnagyobb tőzsdei

⁶ Az EU 27 átlaga 54%, Magyarország 38%, in: <http://ec.europa.eu/idabc/servlets/Doc?id=25271>, Infrastruktúra, Számítógép a háztartásokban 2007-ben, frissítés: 2007. 12. 03.

indexei mozgásához kapcsolódó eszközalapok) fakadnak, másrészt a pénzügyi szektor integráltságát is mutatják (Az említett példában egy biztosító termékén keresztül juthatunk a hozam birtokába.)

2.4. A biztosítási tevékenység optimalizálása

A biztosítási szolgáltatások technológiai, szervezeti hátterének kialakítása, fenntartása, fejlesztése, az új termékek piaci bevezetésének magas költségei, valamint az igen szoros verseny miatt a transznacionális biztosítók a tevékenységek koncentráálásában látnak arra lehetőséget, hogy optimalizálni tudják költségeiket. Példaként említhető, hogy az anyabiztosító leányvállalatainak a viszontbiztosítási tevékenységét központilag koordinálja, „össze gyűjti” a szerződésállományok viszontbiztosításba vont részét, hogy könnyebben elérve a limiteket – azt az összeget, amely felett alacsonyabb összegű viszontbiztosítási díjakat kell fizetni –, kisebb költséggel oszthassa meg kockázatait, mintha mindegyik esetében külön tette volna.

A másik jellemző költségoptimalizálási megoldás – nem csak a biztosítók esetében – az, ha az anyavállalatban kiválasztott és használt informatikai rendszereket és alkalmazásokat a helyi elvárásokhoz igazítják lokális hálózat formájában, amelyek így egyaránt megfelelnek az anyacég/anyaország elvárásainak, adatszolgáltatási igényeinek és a leányvállalat székelyén a nemzeti előírásoknak is.

2.5. A biztosítók új, globális kockázatai

A párhuzamosan zajló globalizációs és integrációs folyamatok eredményeképpen a kockázatok egyre növekednek, erre jó például szolgálnak a koncentrált vagyonerterek vagy az egyre sűrűbben lakott városok is. Ki kell emelni ugyanakkor a természeti jelenségek – egyes nézetek szerint az iparosodás, modernizáció, globalizáció hatásaként, más nézetek szerint a Föld éghajlatának természetes változásaként jelentkező – kockázatonövelő hatását is, például a magyarországi dunai és/vagy tiszai árvizek gyakoriságának és az okozott kár nagyságának növekedését.

2.5.1. Katasztrófakockázat

A gazdasági globalizáció, a szervezetek transznacionalizálódása és a pénzügyi szektor integrálódása, valamint az információáramlás felgyorsulása azt eredményezte, hogy a helyi természeti és humán katasztrófák (földrengések, vírusjárvány) hatásai azonnal és a pénzügyi szektorban globális szinten jelentkeznek. Ez elsősorban azt jelenti, hogy mivel a biztosítók kockázataikat viszontbiztosítók közreműködésével, valamint tőkepiaci műveletek révén megosztják és porlasztják, a világ bármely pontján bekövetkező katasztrófa a pénzügyi szektor valamennyi területét érintheti. A biztosítási szektor növekvő kárkifizetései viszont a biztosítók díjtételeinek növelésével jár.

2.5.2. A terrorizmus kockázata

A 2001. szeptember 11-i new yorki események alapjaiban rázták meg a világ biztosítási piacait, hiszen mindaddig a biztosítóknak csupán a természeti katasztrófák globális hatásaival kellett szembenéznük, mint például az Andrew hurrikánnal vagy a northridge-i földrengéssel. Ez a terrorista cselekmény teljesen új dimenzióba helyezte a biztosítási kockázatok becslését és kezelését, hiszen a biztosítók korábban alkalmazott, hagyományos kockázatváltási módszerei és kritériumai (például a mérhetőség, megfelelő sokaság, a kockázattal arányos díjtételek és feltételek) már nem elégségesek az új szituáció biztosítási kezeléséhez.

Sokan keresnek megoldást a problémára. Az egyik népszerű javaslat az, hogy az állami szerepvállalás nőjön oly módon, hogy a katasztrófa- és terrorizmuskockázatokra is kötelező legyen biztosítást kötni. Meghatároznák azt a limitet, ameddig a biztosítók vállalják a kockázatot, és amennyiben a biztosítók kapacitásai kimerülnek, úgy a fennmaradó károkat az állam finanszírozná.

2.6. Állami szerepvállalás

Az államok – tanulva korábbi, a pénzügyi szektort érintő, konszolidációs kényszereikből – egyrészt a tőkekövetelmények felülvizsgálatával és szigorításával igyekeznek a kockázatok csökkenteni, másrészt a felügyeleti rendszer átalakításával preventív ellenőrzésre törekuszenek. Jellemző módszerként a szavatoló-tőke-követelmények megemelésével szándékoznak fokozni a biztosítottak érdekeinek védelmét, de figyelmük a biztosítástechnikai tartalmékok befektetésére vonatkozó jogszabályi előírások létrehozására és ellenőrzésére is kiterjed, a kockázat csökkentése és a likviditás biztosítása érdekében.

A terrorizmuskockázat globális megjelenése ugyanakkor az állami feladatok és teendők biztonsági kérdésekkel kapcsolatos területén is felerősödött.

3. A BIZTOSÍTÁSI PIACOKRA HATÓ GLOBALIZÁCIÓS ÉS REGIONALIZÁCIÓS FOLYAMATOK

A biztosítási szektorra – a korábban említetteken túl, illetve azok következményeként – további, időrendben párhuzamosan megjelenő folyamatok is hatottak: egyrészt a reálszféra nemzetközivé válásának húzó hatása, másrészt a pénzügyi szektoron belül tapasztalható, integrációs jelenségek. Ezek következményeként a három pénzügyi terület, a banki, biztosítási és értékpapír-kereskedelem⁷ szervezeti és tevékenységi területe konvergenciájának eredményeképpen pénzügyi konglomerátumok alakultak ki. A piaci helyzetek követését, a kockázatok átláthatóvá és felmérhetővé tételét a törvényhozók a szabályozók változtatásával és a felügyeleti rendszer átalakításával kívánták elérni mind nemzeti, mind az integrált piaci szinteken. Mindezek az erőhatások számos változást okoztak, hiszen a pénzügyi szektor szereplői, így a biztosítók is – a globális, valamint a mikro- és makrogazdasági tendenciákat

⁷ Felosztás in: HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25., 7. o.

követve és folyamatosan alkalmazkodva azokhoz –, szervezeti, tevékenységi átalakuláson mentek (és mennek) át. A változásokat a jogszabályi környezet módosításával próbálják követni a jogszabályalkotók. Ugyanakkor a jogi keretek, azon túl, hogy reagálnak a piaci szereplők lépéseire, ki is jelölik a szektor mozgásterét.

3.1. A globalizáció hatásai a biztosítási szektorra

Az 1990-es évek közvetlenül működő tőkeáramlása a biztosítási szektor nemzetközivé válására is hatással volt. A pénzügyi szektorban tapasztalható folyamatok, valamint az 1990-es években az új piacokon is megjelenő, szakmai befektetők módosították a nemzeti biztosítási piacok jellemzőit, és folyamatos megújulásra készítették a szereplőket.

A biztosítási szektor vállalatainak transznacionalizálódási motivációs okait⁸, ha a folyamatokat a vállalati versenystratégiák szemszögéből vizsgáljuk, a push- (toló) és pull- (húzó) stratégiák megfontolásaiként határozhatjuk meg.⁹

A pushstratégia hatásaként a biztosítók fizikailag is követik a már meglévő globális termelő és szolgáltatóipari partnereiket; ez a folyamat megnöveli a közvetlen globális tőkebefektetéseket és a világkereskedelem volumenét. A transznacionális vállalatok nemzetközivé válásának folyamataihoz más forrás szerint is hozzákapcsolódik az úgynevezett „követő hatás”. A biztosítási szektor transznacionalizálásának fent említett esetében vertikális követő hatásról¹⁰ beszélhetünk: egy termelő vállalat letelepszik egy külföldi piacon, amelyet – esetleg különböző lépcsőfokok közbeiktatásával – követhet a biztosítója.

A lehetséges növekedési potenciál, a saját piachoz képest gyorsabb fejlődés és piacszerzés, valamint a hatékonysági előnyök, egyebek mellett a méretgazdaságosság szempontjai, a diverzifikáció és know-how előnyök kihasználása is döntési szempont, amikor a biztosítási tevékenység és jelenlét új piacokon indul, illetve terjeszkedik.

A biztosítási szektor nemzetközivé válásának folyamataiba az elmúlt évtizedben bekapcsolódó országcsoportok – fogadó országok – (Közép-Kelet-Európa, Latin-Amerika, Dél-Kelet-Ázsia) nyújtotta előnyök és motivációk a pullstratégiában jelennek meg. Ennek oka a gazdasági növekedés, a növekvő kereskedelem generálta biztosítási igények kielégítése, a nagyobb kockázatok és szolvenciaelőírások eredményeképpen a tőkekövetelmények növekedése, az új know-how, az új termékek és kockázatok bevezetése, valamint a szoros verseny.

A biztosítási szektor nemzetközivé válásának folyamatai jellemzően két dimenzióban valósulnak meg:

- vagy a teljes pénzügyi szektort lefedő csoportok kialakításával, univerzális pénzügyi konglomerátumok részeként, más pénzügyi intézményekkel való fuzionálásként (ING);
- vagy a biztosítási „iparágon” belüli összeolvadásokkal (AXA).

8 A transznacionalizálódás általános okairól BLAHÓ ANDRÁS, GÁL PÉTER, SIMAI MIHÁLY, SZENTES TAMÁS munkáiban is olvashatunk.

9 Emerging markets: the insurance industry in the face of globalisation, *Swiss Re sigma* 4/2000, 7. o.

10 In: SIMAI MIHÁLY–GÁL PÉTER: Új trendek és stratégiák a világgazdaságban, Akadémiai Kiadó, Budapest, 2000., 285. o.

A globalizáció a biztosítási szektorban is számos előnnyel és hátránnyal jár.

A külföldi szakmai befektetőknek a helyi biztosítási piacra beáramló tőkéje, a tudás-transzfer, a hatékonysági előnyök mind hozzájárulnak ahhoz, hogy a szolgáltatás minősége, a piac hatékonysága növekedjen, a technológiai és menedzsment-ismeretek fejlődjenek. E folyamatok pozitív hatása a fogadó országok gazdasági pozícióira is kedvező hatással van, hiszen a tőkeellátottság növelésével, a pénzügyi stabilitás javításával, a foglalkoztatottak számának növekedésével, a lakossági megtakarítások mobilizálásával, a kereskedelem és a termelés volumenének fejlesztésével a biztosítási szektor hozzájárul az ország gazdasági stabilitásához.

A globális térnyerés és dominancia hátránya lehet az, ha a globális biztosítók egyszerűen nem vállalnak bizonyos kockázatokat, és kizárnak néhány kockázatközösséget (például a mezőgazdasági termelőket), vagy a helyi biztosítókat oly mértékben kiszorítják a piacról, hogy azok pénzügyi stabilitását veszélyeztetik.

3.1.1. A pénzügyi konglomerátumok kialakulása

A pénzügyi szektor szervezeti és tevékenységi konvergenciájának eredményeképpen pénzügyi konglomerátumok alakultak ki.

Pénzügyi konglomerátumnak az a közös irányítás alatt működő vállalatcsoport tekinthető, amelyben az engedélyezett, pénzügyi konglomerátumhoz tartozó, szabályozott vállalkozások¹¹ közül a vállalkozásoknak legalább egyike a biztosítási ágazatban, és legalább egyike a banki vagy a befektetési szolgáltatási ágazatban működik.¹²

A pénzügyi konglomerátum kialakulása több formában valósulhat meg: például mint teljes szervezeti elkülönültség üzleti kapcsolattal, egyesülés vagy összeolvadás formájában.

A pénzügyi területen tapasztalható szervezeti és tevékenységi konvergencia kialakulásának hátterében a következő hatások említhetők:

- A pénzügyi szektort érintő liberalizációs folyamatok felgyorsulása

Itt egyrészt az Egyesült Államokban az 1990-es években felgyorsult koncentráció érdemel említést, amely a befektetési és kereskedelmi banki tevékenység szétválasztásának fokozatos feloldását¹³, másrészt a szövetségi államok különböző szabályozóinak egységesítését jelentette.

Az Európai Unióban más okok is meghúzódnak a pénzügyi szektor fúzióival kapcsolatban: az 1992-ben kialakuló, egységes piac, valamint az 1995-ös bővítés jelentette kihívásokra adott válaszként is értelmezhető a koncentráció felerősödése.

- A hitelezési gyakorlat átalakulása

11 Szabályozott vállalkozás a 2002/87/EK irányelv I. fejezet 2. Fogalom meghatározások 4. pontja szerint a hitelintézet, biztosítóintézet vagy befektetési vállalkozás.

12 Megjegyzés: egyszerűsített meghatározás. A részletes kritériumokat I. a 2002/87/EK irányelv I. fejezet 2. cikk Fogalom meghatározások 14. Pénzügyi konglomerátum pontjában.

13 Gramm–Leach–Bliley Act 1999., in: HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25., 48. o.

Hitelezőként megjelennek a pénzügyi szektor bankokon kívüli szereplői. Ez a folyamat – a piacvesztés elkerülésének érdeke – szintén arra ösztönzi a bankokat, hogy saját szervezeti és tevékenységi körükbe integrálják a pénzügyi szektor értékpapírpiacon és biztosítási szereplőit is.

- A nagy ügyfeleknél zajló folyamatok

A legnagyobb partnereknél folytatódó – a reálszférában már az 1980-as évek közepétől kezdődő – fúziós hullám figyelhető meg, amely párhuzamosan zajlik a társaságok nemzetközivé válásával, a nemzetközi (pénzügyi) tranzakciók számának növekedésével.

- A lakossági ügyfelek szerepének növekedése a bankok portfóliójában

A lakossági ügyfelek pénzügyi keresletének teljes körű kiszolgálása, az egy helyen elérhető pénzügyi szolgáltatások iránti igény is a pénzügyi szektor szervezeti és tevékenységi integrációját erősíti.

Más forrás¹⁴ szerint a konglomerátumok kialakulását a következő tényezők ösztönzik:

- a deregulációs folyamatok,
- az európai egységesült piacon a határon árnyúló tevékenységek liberalizációja,
- a termékek közti és a földrajzi diverzifikáció hatására a kockázatok csökkentése,
- jogi, kulturális és adózási megfontolások,
- a piaci koncentráció fok,
- a pénzügyi közvetítőrendszer nemzeti sajátosságai,
- a költségelnyők kihasználása.

3.1.1.1. A pénzügyi konglomerátumok kialakulása a biztosítók szemszögéből

Az előzőekben említett hatások egyrészt a biztosítási szektorban is változásokat okoztak, másrészt maga a szektor is generált változásokat.

A biztosítók vállalása jellemzően az előre nem látható és véletlenszerű kockázatokra nyújt pénzügyi fedezetet biztosítási díj fizetése ellenében. A nemzetközivé válás kiterjedésének és fokozódásának következményeként megnöttek a biztosítási kockázatok is, hiszen mind a nem-életbiztosítási üzletágban (amelyben az elmúlt évtizedekben megnőtt a kockázatba bevont vagyoneérték), mind az életbiztosítási üzletágban (ahol emelkedett a szerződések darabszáma) mennyiségi fejlődésnek lehetünk tanúi. A biztosítótársaságok kockázataikat egymás között megoszthatják együttbiztosítással, illetve porlaszthatják viszontbiztosítók bevonásával.

- A biztosítók kibocsátóként való megjelenése a pénz- és tőkepiacokon

A biztosítók pénz- és tőkepiacokon való megjelenésének közvetlen oka két katasztrófa-káresemény: az 1992-es Andrew hurrikán és az 1995-ös northridge-i földrengés. A teljes kárkifizetés 20,2 milliárd dollár volt az első, és 16,7 milliárd dollár a második esetben.¹⁵

¹⁴ HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25., 23. o.

¹⁵ Natural catastrophes and man-made disasters in 2001, Swiss Re sigma 1/2002.

Bebizonyosodott, hogy hosszabb távon új kockázatkezelési módszerek alkalmazásával kell a kockázatokat menedzselni. Így merült fel, hogy a biztosítási kockázatokat a tőke- és pénzpiacokon osszák meg az úgynevezett capital market insurance alkalmazásával¹⁶, így a biztosítók a tőke- és pénzpiacokon való megjelenéssel a legnagyobb katasztrófakockázatok pénzügyi alapjait kiszélesíthetik, és a kockázatok kezelhetővé válnak.

Ennek gyakorlati megvalósítása úgy történik, hogy a biztosító értékpapírokat (vállalati kötvényt) bocsát ki a tőke- és pénzpiacokon. A befektetők hozama az a biztosító által fizetett nyereséghányad lehet, amelyet a katasztrófabiztosítások termelhetnek ki az adott évben; vagyis nyereség akkor van, ha kevesebb a kárkifizetés, mint a díjbevétel és a ráfordítások összege. A biztosító így a kockázatát sokfelé megosztja, ugyanakkor bevonható forráshoz is jut.

- A biztosítók mint „pénzügyi közvetítők” megjelenése a pénz- és tőkepiacokon

A lakossági ügyfelek felértékelődése a biztosítóknak is szélesebb körű szolgáltatásnyújtási kényszert jelentett. Ennek egyik megvalósulási formája – az 1990-es évek közepére jellemző, magas tőzsdei részvényhozamok következményeként – az úgynevezett unit linked típusú életbiztosításokhoz kapcsolódik.¹⁷ A biztosító által létrehozott eszközalapok közül az ügyfél választhat, maga határozhatja meg az adott konstrukció feltételei szerint befektetési portfóliójának kockázati fokát (pl. állampapír- vagy részvényalapú legyen-e a portfólió), míg a biztosító, összegyűjtve a forrásokat, az általa megbízott vagyongazdálkodón keresztül – ez általában saját vagy csoportjának vállalata – befektetőként megjelenik a pénz-és tőkepiacokon.

- A biztosítók tulajdonosi szerepvállalása a pénz-és tőkepiacokon

A biztosítók maguk is alapítanak, vásárolnak érdekeltségeket a pénzügyi szektor más területein. Tevékenységi körük így az univerzális biztosítói tevékenység kialakításának igényével lefedni a pénzügyi szektor által kínált szolgáltatási portfóliót, például vagyongazdálkodási tevékenységet végző társaságban van tulajdonuk (ilyen Magyarországon az Aegon), ugyanakkor a banki szektorban is megjelennek befektetőként (magyarországi példaként említhető az Allianz.).

3.1.1.2. Szabályozási konvergencia¹⁸

A pénzügyi szektorok tevékenységének összekapcsolódása, működésének bonyolultabbá válása, valamint a kínált termékek összetettsége a szabályozó és felügyelő szervezeteket is egyre nagyobb kihívások elé állította.

A korábbi szabályozási elégtelenségek miatt tapasztalt jelenségek hatására az 1990-es évek elején egy informálisan megalakuló csoport, a Tripartite Group kezdeményezett szabályozási változtatásokat, hogy a pénzügyi konglomerátumok ellenőrizhetővé váljanak.

¹⁶ 2001-ben a világ tőke- és pénzpiacain több mint 50 billió USD-forgalmat regisztráltak a részvények, kötvények és egyéb értékpapírok kereskedelmével. In: Capital market innovation in the insurance industry, Swiss Re-tanulmányok 3/2001.

¹⁷ Unit linked típusú életbiztosítás: befektetési egységhez kötött életbiztosítás.

¹⁸ HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25.

1993-ban a Joint Forum on Financial Conglomerates keretében az együttműködés a pénzügyi szektorokat felügyelő országos szervek között intézményesült, és a pénzügyi konglomerátumok szabályozására és ellenőrzésére vonatkozó alapelveket, javaslatokat dolgozott ki, valamint tanulmányokat publikált a tárgykörben. A Joint Forum a kockázati csoportok meghatározásával és azonosításával is foglalkozott; ezek fontosabb megjelenési formái a következők szerint foglalhatók össze.

A szervezeti és tevékenységi összetettségéből fakadó, potenciális veszélyforrások egyike magából a szervezet méretéből adódhat: a bonyolult szervezet működtetése, a tevékenységek koordinálása és a kockázatok kezelésének mechanizmusai önmagukban működési kockázatot okoznak.

A „fertőzési veszélynek” nevezett kockázati forma az egyszerre több pénzügyi szektorban való működésből ered, és azt jelenti, hogy egy pénzügyi problémákkal küzdő konglomerátumtagtól „megfertőződhetnek” a többiek is.

A harmadik fő kockázattípus a szabályok szándékos kijátszása – a szabályozási arbitrázs¹⁹, amely a pénzügyi konglomerátum vállalatai közötti üzleti kapcsolatokon keresztül valósulhat meg.

A kockázattípusoknak megfelelően, a megoldandó szabályozási feladatok fókuszába²⁰ is három fő terület került, amelyek a következők lehetnek:

1. kockázati koncentráció: a pénzügyi konglomerátumnak képesnek kell lennie a kockázatok koncentrálására, az azonosított kockázatok kezelésére;
2. vállalatközi tranzakciók: képesnek kell lennie a csoportközi tranzakciók kezelésére és menedzselésére;
3. prudenciális szabályozás: a három pénzügyi terület, a banki, biztosítási és értékpapír-kereskedelem szabályozását közös alapokra kell helyezni.

Ezzel együtt a felügyeleti szervek ellenőrzési tevékenységének – preventív kockázatfelmérés, beavatkozás – hatékonyabbá tételére is javaslatokat fogalmaztak meg.

3.2. Regionalizációs hatások: az Európai Unió szerepe

Az Európai Unió a biztosítási szektorral kapcsolatosan is alapelveinek következetes képviseletére törekszik. Így a szolgáltatások szabad áramlása, a biztosított személyek érdekeinek védelme, valamint a piaci verseny torzulásának kiküszöbölése érdekében igyekeznek a különböző nemzeti rendelkezések közötti eltéréseket és akadályokat felszámolni.

Az Európai Unióban is az 1990-es években kerültek a szabályozási és ellenőrzési feladatkör fókuszába a pénzügyi csoportok.

¹⁹ Fogalmak: összetettség, fertőzési veszély, szabályozási arbitrázs. In: HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25., 25–26. o.

²⁰ HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25., 41–43. o.

A biztosítási tevékenységgel kapcsolatos, korábbi szabályok, elsősorban a szolgáltatásnyújtás szabadságára vonatkozó korlátozások megszüntetésére, a biztosítási üzletág tekintetében a letelepedés szabadságát akadályozó korlátok eltörlésére és/vagy összehangolására, a biztosítási ügynökök és alkuszok tevékenységével összefüggésben a letelepedés és a szolgáltatásnyújtás szabadságának tényleges gyakorlását elősegítő intézkedésekre, valamint a tagországok gépjármű-felelősségbiztosításra vonatkozó jogszabályainak közelítésére vonatkoztak.²¹

Az összetett szervezetek működéséről készített realisabb beszámolási és közzétételi kötelezettségekről – a biztosítóintézetek éves és összevont (konszolidált) éves beszámolóiról – a tanács 1991. december 19-i 91/674/EGK irányelve rendelkezik: a szabályozás számviteli szempontok alapján határozza meg egy pénzügyi csoport vagyoni struktúrájának és helyzetének bemutatási kötelezettségét.

Ez az adathalmaz a bonyolult struktúrájú szervezetek kockázatairól azonban nem nyújtott elégséges információt sem a tulajdonosoknak, sem a felügyeleti szerveknek. A szabályozási feladatok ezért a pénzügyi konglomerátumok kockázatkonzentrálási gyakorlatának kidolgozására és megvalósítására is kiterjedtek a felügyeleti ellenőrzési szabályozások és hatáskörök módosításával együtt.

Az Európai Unió az 1970-es években határozta meg – egyebek mellett – a biztosító intézetekre vonatkozó szavatolótké-, továbbá a minimális biztonsgátóke-követelményeket, valamint a biztosítástechnikai tartalékok képzésére és megfelelő eszközfedezetére vonatkozó szabályok kereteit.²² Így a szektort is érintő változások válaszlépésekre ösztönözték a szabályalkotókat, amely az úgynevezett Szolvencia I. programban öltött testet, és a tőkekövetelmények szigorítását jelentette 2002-ben.²³

A pénzügyi szektor más területén is folytatódott a jogszabályi keretek és feltételek kialakítása: 2003-ra a Bázis II. folyamat eredményeként számos, a bankszektor működésére, a felügyeleti eljárások egységesítésére, a nyilvánosság szerepének fokozására vonatkozó ajánlás született. Ezen ajánlások, valamint az értékpapírszektorra vonatkozó szabályozás, az úgynevezett Lámfalussy-rendszer²⁴ kiterjesztése a biztosítási szektorra is, az EU által indított Szolvencia II.²⁵ program fókuszába került abból a célból, hogy a kialakítandó új rendszer kereteit meghatározzák. A 2003 áprilisától indult Szolvencia II. programnak három pillére körvonalazódott.

Az 1. pillér a biztosítási szektor tartalékaira, a szavatoló tőkére és az eszközökre vonatkozó követelmények felállítását jelenti.

21 Irányelvek, rendeletek: www.europa.eu.int/eur-lex

22 73/239/EEC, illetve 79/267/EEC irányelvek a nem-élet-, illetve az életbiztosítási üzletágra vonatkozóan.

23 12/2002/EEC, illetve 13/2002/EEC irányelvek a nem-élet-, illetve az életbiztosítási üzletágra vonatkozóan.

24 A Lámfalussy-bizottság 2001. február 15-én jelentette meg a javaslatát tartalmazó dokumentumot, amelynek végleges formája több ajánlást is tartalmaz. Ezek közül a legfontosabb a tőkepiacokra vonatkozó *európai szintű szabályozási eljárás reformja*. A reform középpontjában a tőkepiacokra vonatkozó európai szabályozás átalakítása állt: a vállalatok tőzsdei jegyzése, a részvények nyilvános kibocsátása, ehhez kapcsolódóan a kibocsátók közzétételi kötelezettsége, a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások nyújtása, a pénzügyi piacok működésének szabályozása, a fogyasztók és befektetők védelme, a piac integritásának biztosítása érdekében. In:

A Lámfalussy-eljárás kiterjesztése a banki és biztosítási területre, PSZÁF-tanulmány [2002], www.pszaf.hu

25 Rövid áttekintés a „Szolvencia II.” folyamatáról, PSZÁF-tanulmány [2004], www.pszaf.hu

A 2. pillérben a biztosítási szektor szereplőinek belső ellenőrzési mechanizmusaira, a kockázatkoncentrációs, kezelési és menedzselési gyakorlatára összpontosítanak, valamint a felügyeleti szervek hatáskörének és intézkedési jogosultságainak pontos meghatározását végzik.

A 3. pillérben a nyilvánosságra hozattal kapcsolatos elveket dolgozzák ki az információ áramlásának és közzétételének meghatározásával, a piaci mechanizmusok hatékonyabb működése érdekében.²⁶

3.2.1. Prudenciális szabályozások²⁷ kialakítása

Az 1990-es években az univerzális banki és pénzügyi csoportok kialakulása volt jellemző, így az Európai Unió a ténnyel szembesült, hogy csak az elkülönült pénzügyi szektorok tevékenységére vonatkozó ágazati szabályozással rendelkezik. Mivel az univerzális pénzügyi szervezetek több szektort is érintő tevékenységet folytatnak, ezért elkerülhetlenné vált a csoportszintű felügyeleti szabályozórendszer kialakítása. Az Európai Parlament és a Tanács 1995. június 29-i 95/26/EK irányelve rendelkezik a pénzügyi szektorok prudenciális felügyeletének megerősítéséről. Az irányelv legfőbb célja, hogy egységes keretszabályokat határozzon meg a biztosítói intézetek alapítására és tulajdonlására, valamint a felügyeleti együttműködésre vonatkozóan. A szabályozás nemzeti szintű végrehajtása lehetővé teszi a pénzügyi szektor azonos tulajdonosi érdekeltségébe tartozó tagjainak párhuzamos, egy időpontban végzett vizsgálatát. A működés szempontjából nagy kockázatú tényezőnek tekintett, vállalatközi tranzakciók feltárását is megkezdheték a felügyelő szervek.

A felügyeleti rendszerre vonatkozó szabályok kapcsán meg kell említenünk az Európai Parlament és a Tanács 98/78/EK irányelvét, amely a biztosítói csoportok összevont alapú felügyeletéről határoz meg előírásokat a tagországok számára.

Az irányelv fontos előrelépést jelentett a csoportszintű felügyelés területén, mivel meghatározta a biztosítói szektorban tevékenykedő vállalatok (biztosító, viszontbiztosító, biztosítói és vegyes tevékenységű holding, valamint harmadik országbeli biztosító) szabályozásával kapcsolatos, közösségi és nemzeti szintű felügyeleti feladatköröket.

Az irányelvnek megfelelően az Európai Unió prudenciális felügyeleti rendszerének jelenlegi szabályrendszere két fő alapelven nyugszik. Az egyik a felügyeletek egymás mellé rendeltsége (egyenrangúsága), a másik egymás kölcsönös elismerése. Ezekhez kapcsolódik a székhely szerinti felügyelet elve²⁸, amely a pénzügyi csoport székhelyének felügyelő szervét bízta meg a prudenciális és fogyasztóvédelmi felügyelés feladatával, hogy az ellenőrzési hatáskörök és feladatok meghatározásával, a biztosítók körüli vizsgálati háló kialakításával hozzájáruljon a biztosítottak érdekeinek védelméhez.

26 A Szolvencia II.-re vonatkozó jogszabály tagországi implementációja az ütemterv szerint 2010–2012 között történik; http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/index_en.htm

27 Biztonságos gazdálkodást szem előtt tartó szabályozás.

28 Home country control

3.2.2. A felügyeleti rendszer átalakítása a pénzügyi konglomerátumok tükrében

A pénzügyi konglomerátumok térnyerésével kiütközött az az ellenőrzési hiányosság, hogy a felügyeleti szervek közösségi szintű hatáskörrel a pénzügyi szektor azonos szegmensében rendelkeznek, így 2002-ig nem volt jogosultságuk a nemzeti országhatárokon átlépő, integrált pénzügyi csoportok ellenőrzésére.

Jelenleg a 2002/87/EK irányelv szabályai rögzítik a pénzügyi konglomerátumok felügyelésével kapcsolatos teendőket.

Az irányelv létrehozásának az volt a célja, hogy a konglomerátumhoz tartozó hitelintézetek, biztosítóintézetek és befektetési vállalkozások (szabályozott vállalkozások) prudenciális felügyeletének csoportra kiterjedő formáját kialakítsa, különös tekintettel – a pénzügyi konglomerátum azonosítására vonatkozó szabályokon túl – a csoport szintjén vizsgált fizetőképességre és kockázati koncentrációra, a csoporton belüli ügyletekre, a csoportszintű belső kockázatkezelési eljárásokra, továbbá a vezetés alkalmasságára és megfelelő működésére.

A pénzügyi szektor különböző szegmenseiben működő pénzügyi csoportok hatékony felügyelete érdekében az irányelv megalkotta a kiegészítő felügyelés pénzügyi konglomerátumokra vonatkozó keretrendszerét.

A kiegészítő felügyelés során az illetékes hatóságok feladata a pénzügyi konglomerátumhoz tartozó hitelintézetek, biztosítóintézetek és befektetési vállalkozások csoportszintű pénzügyi helyzete, tőkemegfelelése, a kockázati koncentráció és a csoporton belüli ügyletek kiemelt vizsgálata, figyelemmel kísérése.

Az érintett illetékes hatóságok²⁹ közül egy koordinátort kell kijelölni valamennyi, a kiegészítő felügyelet hatálya alá tartozó pénzügyi konglomerátum esetében. Az irányelv szerint az érintett illetékes hatóság tényének megállapítása során figyelemmel kell lenni a konglomerátum szabályozott vállalkozásainak más tagállamokban fennálló, különösen az 5 százalékos arányt meghaladó piaci részesedésére, valamint egy másik tagállamban létrehozott szabályozott vállalkozásnak a konglomerátumon belüli jelentőségére.

A szabályozás a pénzügyi konglomerátum szintjén is kötelezővé teszi, hogy elegendő legyen a mindenkor rendelkezésre álló szavatoló tőke, továbbá konglomerátumszintű tőkemegfelelési politika kialakítását követeli meg.

A csoporton belüli ügylet és a kockázati koncentráció felügyelése során a koordinátoroknak megvan az a lehetősége – és engedélyezhetik illetékes hatóságaiknak –, hogy az előbbi esetben mennyiségi korlátokat és minőségi követelményeket, az utóbbi esetben mennyiségi korlátokat határozzanak meg. E területeken az irányelv alapján kiemelt figyelmet kell fordítani a pénzügyi konglomerátumon belüli káros hatások kockázatára, a szabályozott vállalkozások közötti érdekütközések kockázatára, a szabályozási arbitrázzsal kapcsolatos kockázatokra, valamint a felmerülő kockázatok szintjére és mértékére.

Az irányelv a koordinátorfelügyeletnek kiemelt hatáskört biztosít a pénzügyi konglomerátum kockázatainak felügyelésével kapcsolatban, ugyanakkor nagy hangsúlyt fektet a felügyeleti szervek közötti együttműködésre is.

29 Érintett illetékes hatóság: kritériumok I. a 2002/87/EK irányelv I. fejezet 2. cikk, Fogalom meghatározások 17., Érintett illetékes hatóságok pontjában.

4. A MAGYAR BIZTOSÍTÁSI SEKTOR A 21. SZÁZAD ELEJÉN

Az 1990-es évek magyarországi társadalmi-gazdasági változásai, a globális hatásként is értelmezhető FDI megjelenése a biztosítási szektorban³⁰, az ország Európai Unióhoz történő csatlakozási szándéka³¹, illetve azok eredői a biztosítási szektor tulajdonosi szerkezetét oly módon alakították ki és határozták meg a 21. század elejére, amelynek alapján alapvetően két fő csoportba sorolhatók a biztosítók.

Tulajdonosaik közvetlenül banki vagy közvetlenül biztosítói háttérrel rendelkező vállalatcsoportok. A tulajdonos vállalatcsoportok egyrészt globális (pl. Aegon, Allianz, Aviva, AXA),³² másrészt regionális szintű pénzügyi csoportokat (pl. Erste, Uniqa) takarnak.

Összefoglalva azonban elmondhatjuk, hogy a biztosítók tulajdonosai transznacionális vállalatoknak tekinthetők³³, mivel külföldi leányvállalataik egyszerre több nemzetgazdaságban tevékenykednek, és az „anyaországi” bázison vagy irányító csoportban meghatározott üzletpolitikáik fókuszában a vállalati összműködés eredményessége, globális optimalizálása áll. A tulajdonos transznacionális vállalati körbe való sorolása azért fontos, mert a biztosítók működési kereteit – a jogszabályi környezeten túl – alapvetően ez a leányvállalati státusz és az irányító akarata határozza meg.

A folyamatokat a nemzetközi integrációs hatások szemszögéből nézve, az is megállapítható, hogy a magyar biztosítási piacon – és a pénzügyi szektor más területein is – a pénzügyi konglomerátumokba tartozó vállalatok külön-külön, jogilag elkülönült leányvállalatokat alapítottak.

A kialakuló helyi kapcsolatokat vizsgálva, a következőkben leírt együttműködési formák körvonalazhatóak.

4.1. Helyi pénzügyi konglomerátum

A helyi pénzügyi konglomerátum az anyaországi és/vagy más, az irányító vállalat döntése szerint meghatározott pénzügyi konglomerátum tagjai által az adott nemzetállamban a pénzügyi szektor különböző szegmenseiben alapított leányvállalatok helyi és/vagy regionális együttműködése, illetve ezek tevékenységi integrációja.

E formára nem jellemző a szervezeti integráció, a szereplők tevékenységi integrációja a tulajdonosi és az üzleti kapcsolatokon keresztül valósul meg, például azért, hogy kihasználják az internalizációs előnyöket (pl. Allianz és K&H esetében biztosító és bank vagy az Aegon biztosító és pénzügyi vállalkozás együttműködése).

30 Az FDI mellett azonban a nemzetközi tőkebefektetés más formáira is található példa. Itt néhányat emelek ki emlékeztető gyanánt: vállalatfelvásárlás – AXA, Uniqa; fúzió – Argosz, K&H.

31 Insurance in Central and Eastern Europe, Swiss Re tanulmányok, 1/2001.

32 „A világ 250 legnagyobb cége 2005-ben” listáján árbevétel alapján milliárd USD-ben : 14.) Allianz Worldwide 124,4; 16.) AXA Group 115,2; 45.) Aviva 75,6; 99.) Aegon Insurance Group 40,2. Forrás: www.ecostat.hu

33 Transznacionális vállalat: I. SIMAI MIHÁLY: A világgazdaság a XXI. század forгатagában, Akadémiai Kiadó, Budapest, 2007., 288. o. (Megjegyzés: már a 19. század végén megjelentek a multinacionális vállalatok; az elnevezés a köznyelvben is elterjedt, általában a tulajdonosi szerkezetre utal, azonban a fogalom már a 20. század végén sem jellemezte a létrejövő szervezeteket. Az ENSZ 1974-ben létrehozott bizottsága [Commission and Center on Transnational Corporations] alkotta meg a transznacionális vállalat fogalmát, ennek definícióján alapul SIMAI [2007] meghatározása.)

4.2. Kvázi-pénzügyi konglomerátum

Kvázi-pénzügyi konglomerátum a közös tulajdonosi kapcsolódással nem rendelkező, azonban a pénzügyi szektor legalább két szereplőjét (banki, biztosítási vagy befektetési területről) magában foglaló – pénzügyi konglomerátum és/vagy (pénzügyi) transznacionális – leányvállalatok között létrejött, helyi együttműködés. Ez esetben sem valósul meg a tevékenységi integráció, a pénzügyi szektor szereplőinek szoros üzleti és stratégiai együttműködéséről van szó (pl. a biztosító és a számlavezető bankjának együttműködése banki, biztosítási, befektetési területen, vagy a biztosítónak a bankja lízingcégével, illetve annak biztosításközvetítőjével való kapcsolata).

4.3. Szektoron átnyúló kvázi-konglomerátum

Az együttműködés új formája, hogy a biztosítók nem csak a pénzügyi szektoron belül alakítanak ki szoros kapcsolatokat, hanem a biztosítási területre vonatkozó együttműködésekben a szektoron átnyúló kapcsolataik is intenzívebb válnak, hogy például a biztosító előtt új disztribúciós csatornát nyissanak meg, ami egyúttal piaci rést is jelenthet.

Ez esetben is jogilag elkülönült cégek közötti, erős üzleti kapcsolatokról van szó, ahol sem a szervezeti, sem a tevékenységi integráció nem valósul meg. Példaként a Generali–Tesco, Groupama–Cora együttműködések említhetők, amelyek közvetlenül valószínűleg az áruhitelhez kapcsolódó biztosítási termékek értékesítési lehetőségeinek kiterjesztését jelenthetik.

4.4. Helyi biztosítói csoport

A társaságok közötti helyi együttműködési forma speciális, biztosítói változatának is tekinthetően, 2007-ben helyi biztosítói csoport is megjelent a magyar biztosítási piacon. A piac új szereplőjének tulajdonosa egy magyar biztosító (szintén leányvállalat), a Generali Biztosító Zrt. által alapított Genertel Zrt. Az eddig egyes biztosításközvetítők által uralt internetes eladások növekvő szerepe miatt – amely különösen a kötelező gépjármű-felelősségbiztosítási piacon tapasztalható – a biztosító leányvállalatán keresztül új disztribúciós csatornát nyitott.

4.5. Klaszter

A biztosítási szektorban klaszterek kialakulása is megfigyelhető. A klaszter³⁴ horizontálisan vagy vertikálisan kapcsolódó, önálló jogi személyiségű cégek integrációja, amelyek a kapcsolódó társadalmi intézményekkel, támogató szervezetek helyi csoportosulásaival együtt ugyanabban az ágazatban dolgoznak, és földrajzilag is egymáshoz közel helyezkednek el. További jellemzőjük, hogy a résztvevők piaci versenyzők és együttműködők, valamint kö-

34 OECD-LEED, Business clusters: Promoting Enterprise in Central and Eastern Europe (2005), www.oecd.org

zösen finanszírozzák elkülönült együttműködési szervezetüket a közös célok, a hosszú távú üzleti dinamika fenntartása, a közösen racionalizált tevékenységi célok érdekében. E definíciónak megfelelő magyarországi példa (szakmai, vertikális klaszter) a kötelező gépjármű-felelősségbiztosításhoz kapcsolódó, a Magyar Biztosítók Szövetsége által jogszabályi felhatalmazással létrehozott és működtetett Kártalanítási Számla említhető.

A magyar biztosítási piacon említést érdemelnek még a biztosító és a független biztosításközvetítő közötti, horizontálisan szerveződő (kvázi-) klaszterek, amelyeknek ugyan nincsenek formalizált, közös irányító szerveik, viszont jellemzőjük a hosszú távú és szoros együttműködés, egymásra utaltság. A szoros kapcsolatok kialakítását és kialakulását jogszabályi előírások is erősíthetik, például amennyiben a független biztosításközvetítő többes ügynök.

Gépjárműüzletági példák is citálhatók (biztosító – „online” biztosításközvetítő), azonban az élet üzletágban a unit linked biztosítások értékesítése során is jelentős (netán egy-egy biztosító díjbevételét, piac helyzetét alapvetően meghatározó) stratégiai szövetségek is kialakultak a biztosítók és a független biztosításközvetítők között.

5. FELÜGYELÉSI DILEMMÁK

A magyarországi biztosítási piacon kialakult, bonyolult és szerteágazó kapcsolati hálózatok jelentős felügyelési problémákat okoznak. A kiinduló probléma az, hogy a kockázatok a leányvállalatnál keletkeznek, és jellemzően az ország lakosságát és gazdasági szereplőit érintik³⁵, ugyanakkor a kapcsolódó felügyelési eszköztár nem teljes körű.

Az a tény, hogy a hagyományos tevékenységeken túl, a pénzügyi szervezetek tevékenységi köre kibővült más pénzügyi ágazat szabályozott vállalatainak tevékenységeivel, és ez a folyamat az anyaországban vagy az irányító csoport országában nyilvánul meg szervezeti integrációban, eleve korlátozza a leányvállalati felügyeleti hatóság lehetőségeit.

Továbbá, a felügyelési lehetőségek meghatározottak, mivel

1. a nemzetközi tőke áramlásának irányát tekintve, Magyarország befogadó ország;
2. a nemzetközi tőke származási helyét tekintve, az Európai Unió centrumországi meghatározó súllyal szerepelnek (2004. év végén a tőke 63%-át adják ezek az országok)³⁶; és a már korábban említettnek megfelelően,
3. a magyar biztosítókra a leányvállalati státusz jellemző (a magyar biztosítók konglomerátumok/csoportok tagjai és nem irányítói).

Ennek az az oka, hogy a pénzügyi konglomerátumok ellenőrzését az Európai Unió³⁷ az anyaországi felügyeleti elvére alapozva szabályozta, így a leányvállalatokat felügyelő uniós tagországi hatóság jogszerűen nem alakíthat az országon belül egy újabb, tagországi alcsoportot.

35 A jelen cikk nem tér ki a határon átnyúló szolgáltatás keretében és/vagy fiók által kötött biztosítási szerződések felügyeletével kapcsolatos feladatokra és problémákra.

36 Ebből: Németország 29,2%, Hollandia 17,7%, Ausztria 11,4%, Franciaország 4,7%, továbbá USA 4,5 %, egyéb országok 32,5%. Forrás: Áttekintés az aktuális működőtőke-beáramlási folyamatokról, Gazdasági és Közlekedési Minisztérium (aktualizálva: 2006. szeptember 29-i adatok alapján), www.gkm.gov.hu

37 2002/87/EC direktíva

Ennek az elvnek azért van nagy jelentősége, mert így az anyaországi felügyelet a konglomerátum vezető tagjától várja el pl. a kockázatkonzentrálási és kockázatmenedzselési képességet, amelynek le kell fednie a csoport valamennyi tagjánál a tevékenység valamennyi szegmensét (pl. compliance, informatika, aktuáriusi terület, emberi erőforrás kezelése stb.).

További felügyelési nehézségeket okozhat helyi szinten az Európai Unió tagállamában bejegyzett vállalatok európai vállalattá alakulásának lehetősége is³⁸, amely a több tagállamban is letelepedett vállalatcsoportok számára teremt lehetőséget arra, hogy a tagállami jogszabályok, előírások sokféleségéből adódó költségeiket és kockázataikat csökkentsék, s az „egységes piac” elvét érvényesítve, versenyképességüket fokozzák.

A kvázi-pénzügyi konglomerátumok felügyelésének kockázatai szintén problémát okoznak. Abban az esetben, ha például két különböző (európai uniós tagországbeli) pénzügyi konglomerátum tagja alkot egy kvázi-pénzügyi konglomerátumot Magyarországon, akkor az együttműködésből származó, a magyar piacon felmerülő kockázatok különböző anyaországokban különböző pénzügyi szektorban (bank, biztosítás) jelentkezhetnek – ha a csoportban egyáltalán meghatározó súlyúak –, holott az együttműködés kockázatai Magyarországon merülnek fel, és okozhatnak nehézségeket.

Azonban nemcsak a pénzügyi szektoron belüli konglomerátumszerű együttműködések, hanem szektoron átnyúló kvázi-konglomerátumok létrejötte is megfigyelhető a magyar biztosítási piacon, ezért a pénzügyi szervezethez kapcsolódó kockázatok – az együttműködés formájától függően – kiegészülhetnek más szektorokkal kapcsolatos és ott jellemző kockázatokkal is.

A klaszterek esetében a felügyelést és a kockázatok felmérését, értékelését – amennyiben felügyelt szervek kapcsolatairól van szó – a hatóság egyszerűbben kezelheti és kézben tarthatja.

A korábbiakban részletezett együttműködések, stratégiai szövetségek egy-egy biztosító esetén nem csak elkülönülten, hanem egymás mellett párhuzamosan, egy időben is létezhetnek, ami a kockázatok további halmozódását okozhatja.

Elméleti közgazdasági támogatás a bonyolult és összetett biztosítási kapcsolati hálózatok hatásainak modellezéséhez jelenleg nem áll rendelkezésünkre, de még a pénzügyi konglomerátumok kockázati hatásainak modellezése is meglehetősen korlátozott.

A pénzügyi konglomerátumnak a biztosító és bank intézményi stabilitására ható következményi modelljét megalkotó Szüle [2006]³⁹ szerint

- a pénzügyi konglomerátum kialakításakor megjelenő portfólióhatás⁴⁰ okozhatja a kockázatok csökkentését, de valamely pénzügyi szervezet számára egyik szektorból a másikba való áttérjedésével járhat (fertőzési kockázat);
- a pénzügyi konglomerátumban létrejövő belső tőkepiac befolyásolja a bank döntéshozatalát, amely abban az esetben kockázatonövelő hatású, ha a belső tőkepiacon gyengébb a fegyelem a külsőhöz képest;

38 2157/2001 Council Regulation

39 SZÜLE BORBÁLA: A pénzügyi konglomerátumok létrejöttének kockázati hatásai, *Közgazdasági Szemle*, 2006. július–augusztus, 661–680. o.

40 A modellben a portfólióhatás a bank és a biztosító pénztöbbletének átcsoportosíthatóságával függ össze.

- a pénzügyi konglomerátumon belüli tranzakciók pénzáramlásai egyaránt okozhatják a kockázat növekedését és csökkentését is.

Bár a modellben nincs közvetlen kapcsolat a banki hitelek és a biztosítási kötvények között, a felügyelési szempontoknak azonban a továbbiakban erre is ki kell terjedniük. Ennek oka egyrészt az, hogy az Európai Unió CRD-direktívája⁴¹ szerint megnő az életbiztosítási szerződések jelentősége, hiszen ezek meglétével (IRB-módszer alkalmazása esetén) csökkenthető a hitelintézet tőkekövetelménye.

A konglomerátumban egyidejűleg azonban nemcsak belső tőkepiac jöhet létre, hanem belső biztosítási piac is, amely szintén felveti a belső tőkepiacon jelzett fegyelem problémáit: ha egy konglomerátumtag (vagy stratégiai szövetséges) banknak „könnyebben” fizet kártérítést a szintén konglomerátumtag (szövetséges) biztosító, továbbá ha a közöttük létrejövő biztosítási szerződés feltételei más, harmadik fél számára nyújtott feltételektől jelentősen kedvezően térnek el.

6. A FELÜGYELÉS ÚJ ÚTJAI

A korábbiakban jelzett problémák alapján összefoglalóan elmondhatjuk, hogy – a pénzügyi szektor globalizált állapotából és integráltságából fakadóan – a korábban alkalmazott felügyelési módszereket és eljárásokat az összetett és kiterjedt pénzügyi kapcsolati rendszerekben felmerülő kockázatokhoz szükséges alakítani.

Az átgondolás további oka lehet, hogy a jelenlegi jogszabályok a leányvállalati ország felügyeleteinek egyrészt nem adnak lehetőséget a csoportszintű felügyelésre – ezt a kapcsolatrendszerrel a felügyelt intézmények időközben már meg is haladták –, másrészt a szabályozás és az ehhez kapcsolódó adatszolgáltatások a biztosítók lokális kapcsolatrendszeréből fakadó kockázatokra nem terjednek ki.

Az új módszer alapja az lehet, hogy a felügyelés figyelmét a vállalkozási tranzakciókra összpontosítja, attól függetlenül, hogy a biztosítóhoz milyen együttműködési formában kapcsolódnak más pénzügyi vagy egyéb szervezetek. A kapcsolati hálón belüli kockázatok értékelésének kiemelt szerepet kell kapnia a felügyelés területén, mivel azzal, hogy a biztosító tevékenységi területe a pénzügyi szektor egészére kiterjed, még inkább hangsúlyosá válik – a szavatoló tőkére vonatkozó előírásokon túl – a lényeges kockázatokra fordított figyelem is. E keretbe tartozik a biztosítási kockázatok mellett például a működési, likviditási, piaci és hitelezési kockázatok felügyeleti vizsgálata, illetve meghatározott kontrollja.

Ennek megfelelően a biztosítók egyedi kockázatértékelésébe szükségesnek látszik bevonni további információkat, amelyek az egyedi kockázatok értékelésén túl az együttműködések koncentrációját is jelzik, így a biztosító

- tulajdonosának, valamint
- számlavezető bankjának/bankjainak külső, független minősítő intézet által adott értékelése,

41 Tőkeegyelelési irányelv: 48/2006/EC; 49/2006/EC

- az egyes bankszámlákon lekötött betétek összegének és kondíciónak elemzése (speciális kondíciók, kiemelt ügyfél státusz),
- a számlavezető bankokkal, illetve bankok által kötött csoportos és egyéni biztosítások feltételeinek vizsgálata stb.,
- független biztosításközvetítőkkal való szoros kapcsolatok értékelése (a független biztosításközvetítő biztosítási díjbeszedési lehetőségéből fakadó, biztosítót érintő kockázatok),
- más szervezetekkel (pl. vagyonkezelő, letétkezelő) való szoros kapcsolatok, tranzakciók értékelése,
- kockázatok koncentrálódása (egy-egy hitelintézethez, befektetési vállalkozáshoz kapcsolódva), stb.

A biztosítók kockázatértékelését célszerű kétszintűvé tenni. Az első szinten az egyedi, intézményi szintű, biztosításcsoportok adataival aktualizált értékelés történik, a második szinten pedig a biztosító kapcsolati hálójának megfelelő, vertikálisan szervezett felügyeleti csoport végzi a más pénzügyi szektorban keletkező információk értékelését, elemezve annak a biztosítóra gyakorolt hatását.

E módszer alkalmazásával valamennyi fontos és releváns szakmai információ beépülhet az intézmény egyedi kockázatértékelésébe, láthatóvá és értékelhetővé téve a kapcsolati rendszerből fakadó kockázatokat.

A korábban említett, biztosítói csoportokra és pénzügyi konglomerátumokra vonatkozó, közösségi irányelvek hatása a tagországok felügyeleti számára az együttműködés erősödését, a hatáskörök változását és koncentrálódását jelenti.

A nem integrált, az egyes szektorokat külön felügyelő hatóságok között nemzeti szinten is megnőtt egyrészt a koordináció, másrészt az információnyújtás kötelezettsége. A felügyelt szektorok integrációs folyamatai, a rugalmasság és a gyors, hatékony reagálás valószínűsítik az integrált felügyeletké váló átalakításuk felgyorsulását is.

A felügyeleti közönség szinten zajló tevékenységi koncentráció a pénzügyi konglomerátumok felügyelésében, valamint a hatásköröknek és felelőségeknek a koordinátorfelügyeletre történő összpontosulásában jelentkezik.

7. ÖSSZEFOGLALÁS

A biztosítók tevékenysége Magyarországon is – attól függetlenül, hogy biztosítói csoportnak vagy pénzügyi konglomerátumnak tagjai – kiterjedt a pénzügyi szektor más területeire (tevékenységi integráció), amelynek következményeként a biztosítók más szektor kockázatainak való kitétsége is megnőtt, arra a pénzügyi (és egyéb) szektor különböző szegmenseinek is nagy hatása van.

Azonban a pénzügyi konglomerátumok anyaországi felügyeleti elvének alkalmazása miatt a magyarországi felügyelési lehetőségek behatároltak, ezért szükségesnek látszik, hogy a kockázatok felmérésében, vizsgálatában az Európai Unió közösségi jogszabályaiban meghatározott célterületek – a lokális együttműködések és kapcsolatok szintjén is – a felügyelés középpontjába kerüljenek.

A szabályozott vállalkozások tevékenységének felügyelése rugalmas módszerek alkalmazását követeli meg, mivel a biztosítási szektor szereplőit egyre bonyolultabb szervezeti és tevékenységi struktúrák jellemzik, így különösen fontossá válik a tagországi felügyeletek közötti együttműködés erősítése.

IRODALOMJEGYZÉK

- BARÁTH GABRIELLA–MOLNÁR BALÁZS–SZÉPVÖLGYI ÁKOS [2000]: A külföldi működő tőke szerepe Magyarország átalakuló gazdaságában, *Tér és Társadalom* 2001/2., MTA RKK, Pécs
- Council Regulation 2157/2001, www.europa.eu.int/eur-lex/
- Ecostat: www.ecostat.hu
- Szolvenca II.: http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/index_en.htm
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal: háztartások internet-előfizetése>
- HORVÁTH EDIT–SZOMBATI ANIKÓ: A pénzügyi csoportok és konglomerátumok kockázatai és szabályozásuk – A pénzügyi szektorok konvergenciája, MNB Műhelytanulmányok 25., www.mnb.hu
- Irányelvek: www.europa.eu.int/eur-lex/
- 73 /239/EEC irányelv
- 79/267/EEC
- 12/2002/EEC
- 13/2002/EEC
- 2002/87/EK
- 48/2006/EC
- 49/2006/EC
- 2002/87/EK
- OECD-LEED, Business clusters: Promoting Enterprise in Central and Eastern Europe, www.oecd.org
- KRUGMAN, PAUL R.–OBSTFELD, MAURICE [2003]: Nemzetközi gazdaságtan: Elmélet és gazdaságpolitika, Panem Kiadó, Budapest
- PSZÁF-tanulmányok, www.pszaf.hu:
- A Lámfalussy-eljárás kiterjesztése a banki és biztosítási területre [2002]
- Rövid áttekintés a „Szolvenca II.” folyamatáról [2004]
- Swiss Re-tanulmányok, Research & Publication, sigma insurance research, www.swissre.com:
- No. 4/2000 Emerging markets: the insurance industry in the face of globalisation
- No. 1/2001 Insurance in Central and Eastern Europe
- No. 3/2001 Capital market innovation in the insurance industry
- No. 1/2002 Natural catastrophes and man-made disasters in 2001
- SIMAI MIHÁLY [2007]: A világgazdaság a XXI. század forгатagában, Akadémiai Kiadó, Budapest
- SIMAI MIHÁLY–GÁL PÉTER [2000]: Új trendek és stratégiák a világgazdaságban, Akadémiai Kiadó, Budapest
- SÜLI-ZAKAR ISTVÁN [1996]: A régió: földrajzi integráció, in: *Tér – Gazdaság – Társadalom* (Huszonkét tanulmány Berényi Istvánnak), Magyar Tudományos Akadémia Földrajztudományi Kutató Intézet, Budapest
- SZÜLE BORBÁLA [2006]: A pénzügyi konglomerátumok létrejöttének kockázati hatásai, *Közgazdasági Szemle*, 2006. július–augusztus

Abstract of the articles

THE RISK OF SECURITY – STRUCTURED FUNDS IN A COMPLEX APPROACH GÁBOR DÁVID KISS– BEÁTA VAJDA

This article investigates the question whether there is an instrument investing in which we can share in the yield without taking risks on a market which usually (but not always) is effective, in a comprehensive way.

The most basic form of structured funds is close-ended – which can yield a significant premium for the issuer by validating the difference between full cost ratio and real, low operating costs.

Besides, we intend to reveal that open-ended, fund of funds (based on own emitted funds) design brings further incidental benefits for fund managers. Furthermore, open-ended and minimum-income guaranteed constructions come off at the expense of the rate of real return – yielding options within funds.

We broadened our investigation by examining psychological dimensions of investment behavior in order to be able to explain why structured funds are popular in Hungary.

In the light of the aspects above, we drew up our results containing that classic „buy and forget” technique is less recommended because of indirect presence of hedge funds which are causing higher risk. At the same time, higher sales premiums and being close-ended can result serious losses in yields when selling fund units. As for the demand side, we found that insistence on security of Hungarian investors – complemented with marketing campaigns building upon this feature – can be an explanation of the boom in structured funds market.

THE METHODOLOGICAL QUESTIONS COMPUTING OF CLIENT LIMITS IN THE MIRROR OF THE BASEL II REGULATION LAJOS HORVÁTH

The client limit used in borrowing and which numerically expresses what commitment the bank can take regarding a client, plays an important role in the bank's risk management. In the frame of the Basel II. regulation, the Hungarian banks developed high level methodological tools in connection with the credit risk measurement.

These developing process didn't reach the client limit's calculation methodology, but the question of credit-worthiness is closely connected to the question of the amount of loans as well.

In the first part of the article I give an overview about the development of the limit calculation methods used in the home Banks, and I shortly mention the regulation by the law using of client limits.

In the second part I introduce the factors defining the short and long term financial goals and need's of companies.

In the latest and closing chapter I describe the simple and the more complex limit calculation methods using by some banks. Based on the comparison of these procedures, I give proposals how could be improve the limit calculation methods.

CONFLICTS IN THE NEW SURETY-SHIP LAW **KATALIN GULYÁSNÉ CSEKŐ**

The new Hungarian Civil Code, among others the rules of personal securities, such as bank-guarantees and surety ship have been being revised, reshaped and discussed. The main objective of the modification is to fit it to regulations of other European countries, adapting their legal solutions. The new Hungarian Act in that present form comprises contradictions and seems to back the position of creditors. This paper aims to rebuild the balance of power between parties (debtor, creditor, and guarantor), giving guarantor larger legal protection in case of critical situations such as bankruptcy of a debtor. This works includes suggestions how to solve the present lack of balance, especially in case when the surety ship is ensured by a natural person.

CHALLENGES FOR THE SUPERVISION **OF THE HUNGARIAN INSURANCE MARKET IN XXI CENTURY** **JUDIT PINTÉR**

These papers show how the subsidiaries of insurance companies in Hungary became „local financial conglomerates” with being a member of a wide network of their mother companies due to the impacts of the world globalization and integration processes by the beginning of the 21st century. In order to be able to measure and check the possible risks the Hungarian Financial Supervisory Authority should be flexible and ready for implementing new methods in the supervisory procedures of transnational insurance companies. At the same time – in the compliance with the European Union regulation and standards and other international rules – there is a need for developing of the cooperation of the financial supervisory authorities.