

### *In memoriam Antal László*

*Antal László közgazdász hatvanöt éves korában elhunyt.*

*Diplomáját a Marx Károly Közgazdaságtudományi Egyetem Pénzügy szakán szerezte. Egyetemi tanulmányai befejezése után, 1967-től a Pénzügyminisztériumban dolgozott a Pénzügyi Szemle című szakfolyóirat szerkesztőjeként, majd miniszteri tanácsosként. 1977 és 1987 között a Pénzügykutató Intézet tudományos osztályvezetője, 1987–1988-ban igazgatóhelyettese volt. 1989-ben kinevezték miniszterhelyettesé. 1990-ben a Konjunktúra- és Piackutató Intézet tudományos főmunkatársa, 1990–1991, majd 1995–2001 között ismét a Magyar Nemzeti Bank elnöki tanácsadója volt; 1992-ben a Magyar Külkereskedelmi Bank elnöki tanácsadója. 1990-ben alapító tagja volt a Közép-európai Gazdaságkutató és Tanácsadó Kft.-nek. 1997 után különböző intézményeknél tevékenykedett: elnöke volt a Budapesti Pénzügyi Központ Rt. felügyelőbizottságának, tagja volt az MTA Pénzügytani Bizottságának, a Napi Gazdaság című gazdasági napilap szerkesztőbizottságának, elnöke a Magyar Közgazdasági Társaság pénzügyi szakosztályának. Tagja volt a Magyar Bankszövetség Makrogazdasági Munkacsoportjának.*

*A magyarországi rendszerváltás reformközgazdászainak kiemelkedő egyénisége volt. 1979-ben jelent meg Fejlődés – kitérővel című, iskolateremtő műve. 1986-ban mintegy hatvan társával közreműködött a Fordulat és reform című tanulmány elkészítésében. 1988-ban részt vett az Új Márciusi Front megalakításában. Az 1994-es, 1998-as és 2006-os parlamenti választásokon a Szabad Demokraták Szövetsége országos listáján szerepelt.*

*1986-ban nyerte el a közgazdaságtudomány kandidátusa címet. Kandidátusi diszsertációja, amely az 1970–1980 közötti időszak korrajzát adta, Gazdaságirányítás és pénzügyi rendszerünk a reform útján címen 1985-ben jelent meg könyv alakban. Tudományos publikációiban kiemelten foglalkozott a magyarországi tőkeáramlás, valamint a fenntartható növekedés témakörével. A piaczgazdasági átalakulást, a kor fontosabb makrogazdasági és gazdaságpolitikai kérdéseit elemezte és értékelte a 2004-ben megjelent Fenntartható-e a fenntartható növekedés? című könyvében. 2006-ban megkapta a BME–MTA doktori címét.*

*Szakmai munkásságának elismeréseként több díjban (Akadémiai nívódíj, Heller Farkas-díj, Popovics Sándor-díj) és elismerésben (Lengyel Gyula-emlékérem) részesült.*

*1973-tól élete végéig több egyetemen oktatott. Hallgatói szerették szellemes, széles körű műveltségről árulkodó, egyéni véleményét tükröző előadói stílusát.*

KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON

# Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok

2007 nyarán szinte az egész világra kiterjedő, máig gyűrűző pénzügyi válság bontakozott ki. A kiindulópontot az amerikai másodrendű hitelezőknek nyújtott hitelek tömeges bedőlése jelentette. Jelzálogpiaci válságjelek azóta más, köztük európai országokban is megjelentek. A válság előzményei és okai között mindenütt jelen volt a „hozamvadászat”, a kockázatalapú verseny. A hazai jelzálogpiacon ennek számos elemét felfedezhetjük, de szerencsére, a válság most elkerült bennünket, még van időnk a tanulságokat levonni.

**JEL: G20, G30**

**Kulcsszavak:** válságelméletek, másodrendű jelzálogpiaci válság, jelzálogpiac, értékpapírosítás, bankverseny, banki kockázatok, kockázatalapú verseny

## BEVEZETÉS

A 2007 nyarán kialakult pénzügyi válság (avagy turbulencia) számos, azóta megjelent átfogó elemzés szerint – bár makroökonómiai okait tekintve, a korábbi évek nagy bankválságaihoz lefutásában hasonlatos (*Reinhart–Rogoff* [2008]) –, ám több vonásában és következményeiben is jelentősen különbözik a korábbi évek pénzügyi válságaitól (*Borio* [2008], *Demyanik–Hemert* [2008], *Király–Nagy–Szabó* [2008], *Marsi* [2008], *EKB* [2008], *IMF* [2008]).

A válság kiindulópontja valamennyi elemzés szerint az amerikai jelzálogpiac volt, a világ egyik legfejlettebb jelzálogpiaca. Ezen a piacon nem a 2007. évi volt az első válság. Az amerikai takarékszövetkezetek (S&L<sup>1</sup>) válsága mélyen a hetvenes években gyökerezett, a többszöri kamatemelési periódus kiváltotta csődöket figyelembe véve, a kilencvenes évek közepéig, azaz több mint egy évtizedig tartott. Az S&L-válság (*Jameson* [2002], *Curry–Shibut* [2000]) makrogazdasági háttere hasonló volt a mostanihoz: gyorsan növekvő, majd csökkenő lakóingatlanárak, alacsony, majd többször is rakétaként emelkedő kamatok, a bajokat elfedő és nem feltáró, fokozatosan lazuló szabályozás<sup>2</sup>. Ezen intézmények

1 A savings and loan intézmények leginkább a takarékszövetkezethez hasonlítható, amerikai hitelintézetek, amelyek meghatározóan a helyi lakosságot szolgálják ki. Ugyanakkor a savings and loan hálózat számos szempontból nem felel meg a magyar takarékszövetkezeti rendszernek: attól eltérő tulajdonviszonyok, földrajzi hatókör, termékválaszték jellemzi. Az egyszerűbb szóhasználat kedvéért mégis a takarékszövetkezet (zárójelben S&L) megnevezést fogjuk használni.

2 1982–92 között az amerikai szabályozás több lépésben kifejezetten lazította a tőkekövetelményeket, lehetőséget adva a takarékszövetkezeteknek, hogy leplezzék katasztrofális tőkevesztésüket.

„klasszikus” termékei alacsonyan rögzített kamatozású jelzáloghitelek voltak, amelyeket a hitelállomány gyors felfutása miatt már nem voltak képesek a hagyományos, sokáig zéró kamatozású, látra szóló betéteikkel finanszírozni, hanem – a szabályozástól is támogatva – egyre inkább kénytelenek voltak gyorsan átázódó pénzügyi forrásokra támaszkodni. A nyolcvanas években többször is jelentősen megugró pénzügyi kamatok folyamatos veszteséget jelentettek a takarékszövetkezeteknek, a válság meghatározó oka tehát a rossz mérlegszerkezet miatti finanszírozási probléma volt. Végül 1986–95 között az ismétlődő csődök következtében a több mint 3000 takarékszövetkezetnek mintegy a fele eltűnt a piacról, összesen 153 milliárd (a GDP 3,2%-át kitevő) USD veszteséget okozva az adófizetőknek (Curry–Shibut [2000]).

Ahhoz, hogy megértsük, mi volt más a 2007. évi válság, és milyen tanulságokkal szolgál a magyar jelzálogpiac szereplőinek és szabályozóinak, az első fejezetben megvizsgáljuk mind az amerikai, mind a magyar jelzálogpiac struktúráját, áttekintjük a főbb szereplőket. A második fejezetben bemutatjuk, hogy a kockázatalapú verseny milyen termékeket hozott létre az Egyesült Államokban, és milyenek születtek a hazai piacon; feltárjuk, milyen kockázatokat rejtenek ezek a termékek. A harmadik fejezetben elemezzük a mindkét országban kialakult, gyors hitelnövekedést; megvizsgáljuk, mikor vezet ez súlyos válsághoz, és mikor nem.

## **1. AZ AMERIKAI ÉS A MAGYAR JELZÁLOGPIAC SZERKEZETE:**

### **SZEREPLŐK ÉS MECHANIZMUSOK**

A jelzálogpiacok meghatározó kérdése a finanszírozás: hogyan lehet a hosszú lejáratú lakáshitelek finanszírozását biztonságosan megoldani túlzott lejáratú transzformációs kockázat felvállalása nélkül? Miképpen lehet a változó kamatozású környezethez biztonságosan alkalmazkodni? Hogyan lehet a jelzáloghitelek történelmileg alacsony hitelkockázatát ezen problémák megoldására kiaknázni?

A világban meghatározóan két modell jött létre a kérdés megválaszolására: a „generalista” amerikai értékpapírosító modell és a specialistákra alapozó, német modell. A többi ország speciális megoldása valamelyik modell leágazásának tekinthető. A végső kérdésre adott válaszában a két szélső modell nem annyira eltérő: a hosszú lejáratú jelzáloghitelek finanszírozását a túlzott kockázatvállalás elkerülése érdekében „el kell venni” a bankoktól, és a hosszú távú, intézményi befektetőkre kell bízni. Magyarán, a banki jelzáloghitelekből alacsony kockázatú, megfelelő likviditással rendelkező, piacképes értékpapírokat kell előállítani. Az amerikai és európai piac külső, intézményi befektetők általi finanszírozása méreteiben azonban alapvetően eltér: az Egyesült Államokban a jelzáloghitelek közel háromnegyedét értékpapírosítják, az európai piacon közel kétharmadukat változatlanul bankbetéttel finanszírozzák (BIS CFGS [2006]).

## 1.1. Az amerikai piac

Az amerikai jelzálogpiac az egyik leginkább „barázdált” pénzügyi piac a világon, azaz számos különböző termék áll mind a hitelre vevők, mind a befektetők rendelkezésére. Az amerikai makrogazdaság szempontjából meghatározó ez a piac: az amerikai fogyasztási függvényben kimutathatóan jelentős szerepe van a lakásvagyonnak, következésképpen a makrogazdasági ciklusok simítása szempontjából nem elhanyagolható, milyen mértékben sikerül az amerikai lakáshoz jutását biztosító jelzálogpiacot stabilizálni, és megfelelő likviditással ellátni. Az amerikai pénzügyi rendszert érintő minden jelentősebb válság romboló hatásának orvoslása során a szabályozók különös figyelmet szenteltek ennek a részpiacnak.

Már a Nagy Válság (1929–33) után létrehozták a piac működésének máig meghatározó intézményeit (részletesen lásd *Green–Wachter* [2005], *Shiller* [2008]):

- Federal Housing Administration (FHA, 1936): ez az intézmény állami garanciát biztosít a „megfelelő” (conforming) jelzáloghitelek számára. A „megfelelő” hitel kritériumait rendeletileg határozzák meg: számít a hitel nagysága (nagy volumenű, azaz „jumbo” hitelek nem tartozhatnak ide), számít a hitel LTV-je<sup>3</sup>, korlátozott az adósságszolgálati ráta, és végül szigorúan megkövetelik a hitelek dokumentáltságát. Ezeket a *megfelelő* hiteleket szokás „*állami ügynökségi*” (Government Sponsored Entity – GSE- vagy agency-) hiteleknek is nevezni.
- Federal National Mortgage Association (rövid nevén Fannie Mae, 1938): A Fannie Mae kezdetben kizárólag az FHA által garantált, azaz „megfelelő” hiteleket refinanszírozott mint állami intézmény. A Fannie Mae-t 1968-ban privatizálták, azóta tőzsdére bevezetett magántársaságként működik. A 2007. évi válságig természetesnek tekintették, hogy az átalakítás ellenére a Fannie Mae implicit állami garanciával rendelkezik.
- Federal Home Loan Bank (FHL, 1932): A Nagy Válság után elsősorban a takarékszövetkezeti (S&L) szektor refinanszírozására hozták létre az FHL-bankok hálózatát is. A 12 szövetségi bankot az a mintegy 8000 vállalkozás tulajdonolja, amelyik igénybe veszi a szolgáltatásait is. Az FHL-bankok a piacinál olcsóbb refinanszírozást biztosítanak a „megfelelő”, azaz conforming jelzáloghitelek számára, amelyeket saját kötvénykibocsátással refinanszíroznak.

A piac fejlődése és a verseny növelése érdekében a hatvanas évek végén jelentős piacépítő átszervezés történt. A privatizált Fannie Mae versenytársaként 1970-ben létrehozták a Federal Home Loan Mortgage Corporation, becenevén Freddie Macet, amely a Fannie-hoz hasonlóan csak implicit szövetségi kormánytámogatással rendelkező, „megfelelő” (conforming) jelzáloghiteleket értékpapírosító, azaz főként a másodpiacon működő magánintézmény. Működése a Fannie-éhoz hasonlatos, de ügyfélkörét elsősorban az FHL-bankok, ezen keresztül a takarékszövetkezetek (S&L) jelentik.

Végül a rendszer utolsó elemeként, 1968-ban létrejött a Government National Mortgage Association, azaz Ginnie Mae, az intézmények közül az egyetlen, amelyik egyértelműen központi kormányzati, azaz állami tulajdonban van. Az intézmény létrehozásának egyik

<sup>3</sup> Loan to value (LTV) érték: megmutatja, hogy a hitel a fedezetül szolgáló ingatlan hány százalékát finanszírozza. Az alacsony önerő (downpayment) magas LTV-nek felel meg.

célja az volt, hogy a Fannie Mae korábbi szerepét átvegye, implicit helyett explicit állami garancia nyújtásával. A Ginnie Mae által garantált kötvények az állampapírokkal azonos elbírálás alá esnek. A Ginnie Mae csak más állami ügynökségek (pl. a már említett FHA) által biztosított hitelekre kibocsátott értékpapírokat garantálja.

A hetvenes évektől kezdve ezek a kvázi állami intézmények a jelzáloghitelek refinanszírozását már az akkor kialakulóban lévő, értékpapírosítási technika révén oldották meg.<sup>4</sup> A megvásárolt jelzáloghiteleket tehát vagy saját portfólióban tartották, vagy cash flow-jukat, pénzáramlásukat „továbbpasszolták” a végső befektetőknek. Ebből a „továbbpasszolásból” kapták a nevüket az első jelzáloggal fedezett értékpapírok, az ún. „*pass through MBS*” (továbbpasszolt jelzáloggal fedezett) kötvények a hetvenes években.<sup>5</sup>

Maga az értékpapírosítás mint technika független az eddig tárgyalt állami intézményektől. Az értékpapírosítás lényege, hogy a bank a hitelek egy homogén portfólióját „összecsomagolja”, azaz egyetlen nagy jövőbeli pénzáramlást (cash flow-t) alakít belőle, és ezt a csomagot, mint egy közönséges kötvényt, eladja egy szétcsomagolásra szakosodott, speciális célú társaságnak (SPV<sup>6</sup>-nek). Ez a társaság, amelyet leginkább maga a bank alapított, az egyetlen nagy cash flow-t szétbontja, azaz egyedi kis kötvényeket gyárt belőle, de persze úgy, hogy ezeknek az egyedi kis kötvényeknek az egyesített cash flow-ja megegyezzen a banktól megvásárolt cash flow-val. Ezeket a kis egyedi kötvényeket az SPV később továbbadja hosszú távú, kedvező befektetési lehetőséget kereső, általában intézményi befektetőknek – nyugdíjpénztáraknak, életbiztosítóknak.

A művelet során a bank jól jár, mert csökken a hitelkockázata, így csökken a tőkekövetelménye; esetleg némi többletjövedelemhez is jut, akár a jövedelmezősége is nőhet. Az átcsomagolást végző SPV is nyer a dolgon – némi jutalékjövédelmet mindig realizál magáért az átcsomagolásért. És végül a hosszú távú befektető is haszonnal forgatja a pénzét, hiszen nem sokkal magasabb kockázatért a bankbetétnél magasabb jövedelemhez jut. Könnyű megérteni: a bankbetétért fizetett, alacsony kamat és a bankhitelért elkért, magasabb kamat közé bekerül az SPV jutaléka, a bank jutaléka és a befektető kockázati felára: 3%-os betéti kamat és 6%-os hitelkamat esetén a befektető kap 5%-os hozamot, az 1%-os éves marzson pedig a bank és az SPV osztozik. A bank látszólag lemond 2%-nyi marzsról, de ne felejtjük el, hogy képes tevékenysége szinte korlátlan bővítésére, azaz valójában megnöveli a tőkeáttételét.

Maga az értékpapírosítás éppenséggel az inverze annak, amit a modern bankelmélet egyik előfutára, *Douglas Diamond* [1984] a bankok feladataként megfogalmazott. A diamondi „delegált megfigyelő”-elmélet szerint a hitelfelvevőknek van egy olyan csoportja, amelyik méreténél fogva nem képes magáról piaci jelzést adni a saját hitelképességéről (kiszállalkozások, háztartások). A végső kölcsönadók számára nagyon költséges lenne ezen hitelfelvevők egyedi megfigyelése, ezért megbízzák a bankokat ezen csoportok monitorozásával, és megbíznak a bank ítéletében – ezért fogadják el az alacsonyabb kamatozású

4 A takarékszövetkezetek válságos finanszírozási helyzete még azelőtt alakult ki, hogy az értékpapírosítási piac kellően felfutott volna. Ha úgy tetszik, a mostanában túlhaladottnak látszó értékpapírosítási modell a takarékszövetkezetek számára éppenséggel kiutat jelenthetett volna a válságból.

5 Az első pass through jellegű, jelzáloggal fedezett értékpapírt éppen a Ginnie Mae bocsátotta ki 1970-ben. Ma már mindhárom intézmény bocsát ki saját jelzálogfedeztetű értékpapírt, és garantál ilyen típusú értékpapírokat.

6 Special Purpose Vehicle (SPV):– speciális célú társaság, céltársaság, illetve hivatalos magyar fordításban: „különleges célú gazdasági egység”.

bankbetétet a magasabb kamatozású hitelkamat helyett. A bank a kamatmarzsbán valójában a rá delegált megfigyelés költségét szedi be.

Az értékpapírosítás során a befektetők – bízva az összecsomagolás révén létrejövő, diverzifikációs hatásban – lemondanak a bankokra delegált monitoringfunkcióról és a vállalt többletkockázatért cserébe, a bankbetétnél magasabb hozamot realizálnak. Az értékpapírosítás valóban nem más, mint a hitel keletkeztetése és a hitelkockázat szétosztása – ezért is nevezik ezt a modellt OaD- – azaz originate (keletkeztetés) and distribute (és szétosztás) – modellnek. Az OaD-modell a diverzifikációra épül: ha kellően granulált („szemcsézett”) a portfólió<sup>7</sup>, akkor az egyedi hitelek közötti korreláció (egyszerre bekövetkező bukás valószínűsége) alacsony lesz, azaz a portfólió egészének a kockázata kisebb lesz, mint az egyedi hitelek kockázatainak összege. Az értékpapírosítás tehát diverzifikáció révén képes kockázatot csökkenteni, méghozzá olyan méretekben, amit egyetlen befektető sem tud egyedileg megvalósítani. Az aszimmetrikus információs helyzeten azonban ez nem segít. Ráadásul, amennyiben a portfólióba olyan hiteleket pakolunk össze, amelyek közel tökéletesen korreláltak, azaz szinte egyszerre dőlnek be (és a másodrendű hitelek felfutása idején éppen ez történt), akkor a befektető még a kockázatmegosztást sem nyeri meg értékpapírosítással az egyedi hitelezéssel szemben.

A befektető számára kínált értékpapír minősége a keletkeztető bank kockázattérzékenységén múlik: mennyire szűri meg a hitelezőket, milyen típusú fedezeteket fogad be. Amíg a kockázat a bank portfóliójában marad, a banki kockázatkezelésnek elemi érdeke, hogy mérsékelje az ügyfélminőségéből és a fedezetminőségéből eredő kockázatot, azaz csökkentse a „PD”-t, az ügyfél nemteljesítési valószínűségét (PD – probability of default) és az „LGD”-t, azaz a fedezet nem megfelelő értékesíthetőségéből származó veszteséget (LGD – loss given default). Amennyiben az értékpapírosító bankot valamilyen módon ösztönzik a kockázat kézben tartására, a befektető egyedileg és jó minőségű hitelekből diverzifikált értékpapírhoz jut.

Az értékpapírosításnak tehát szerves része az ún. „hiteljavitás” (*credit enhancement*). A hiteljavitás a befektetői bizalom növelését szolgálja: valamilyen harmadik szereplőtől vásárolt garancia vagy hitelbiztosítás arra az esetre, ha az eredeti adós mégsem fizetne. Az amerikai jelzálogpiacon kifejezetten ezt a fajta bizalomművelő szerepet töltötték be a fentebb bemutatott „kormányzati ügynökségek”. Mint láttuk, egy GSE által kibocsátott vagy garantált kötvény mögötti hiteleknek olyan minőségi garanciáknak kellett megfelelniük, amelyek az egyedi minőséget is biztosították, tehát a GSE-k által befogadott vagy garantált hitel, a „megfelelő” („conforming”) hitel nagyjából az elsőrendű minőség szinonimája volt.

Ilyen feltételek mellett az értékpapírosított hitel jó minőségű, kiváló befektetésnek számított, nem véletlen, hogy nagyjából az amerikai állampapírokkal egyenrangú megítélés alá esett. Ezt a terméket nevezzük MBS-nek (mortgage backed security), azaz jelzáloggal fedezett kötvénynek. Ha kifejezetten a lakáspiac finanszírozására akartak utalni, akkor még egy betűvel kiegészítették a betűszót: RMBS – a „residential” jelző a lakóingatlanra utalt, azaz az RMBS lakóingatlanra bejegyzett, jelzáloggal fedezett kötvény volt.

A keletkeztető és szétosztó (OaD) modell jól működött. A folyamat elején a bank vagy ügynöke kellő gondossággal kiválasztotta az adóst, folyósította hitelt, majd a megfelelő pil-

<sup>7</sup> A hitelkockázati modellek általában erre a feltevésre épülnek. A „granularitás” vagy „szemcsézettség” annyit jelent, hogy nagyjából egyforma méretű, az egészhez képest „kisméretű” hitelek kerülnek egy csomagba. Nagyjából akkor jól granulált a portfólió, ha olyan, mint a tarhonya.

lanatban kellően diverzifikált portfóliót összeállítva továbbadta az SPV-nek, ami a hiteladatokot a kormányzati ügynökségekkel egyeztetve kialakította az értékpapír-sorozatokat. A hitelfelvevő jól járt, mert a piac likvid volt, mindig volt megfelelő hitelkínálat, a hitelfolyósító intézmény jól járt, mert satbil, nagyjából egyenletes költségű finanszírozáshoz<sup>8</sup> jutott, a befektető is jól járt, mert mindig volt megfelelő minőségű befektetési lehetőség, és a közben-ső szereplők is jól jártak, mert a banki marzs szűküléséből eredő jutalék őket illette meg.

Az értékpapírosítás, azaz a keletkeztető és szétosztó modell kezdeti működése tehát kifejezetten likviddette a piacot, egyaránt növelve a hitelfelvevő és a befektető jólétét. Tiszta, jól átlátható, likvid piac volt.

Az eddig tárgyalt intézmények tevékenységéből is érzékelhető, hogy egy rendkívül barázdált, mély pénzügyi piacról van szó, amelynek minimum 4 rétegét tudjuk elkülöníteni a különböző szereplők szerint:

- Az ügyféllel közvetlen kapcsolatba a „**hitelközvetítő**” kerül: ez lehet megfelelő engedéllyel rendelkező magánszemély vagy ügynökség (bróker), aki (amely) általában nem saját számlára folyósít, csak valóban közvetít; de lehet olyan pénzügyi vállalkozás, amelyik saját számlára veszi a hitelt, majd refinanszíroztatja, és persze lehet maga a hitelintézet is, azaz kereskedelmi bank vagy takarékszövetkezet (S&L). 1990-től kezdve az Egyesült Államokban a nembanki jelzálogintézményeknek széles hálózata jött létre, miközben ezekre az intézményekre a szigorú banki szabályozás egyáltalán nem volt érvényes. Ezen intézmények mögött refinanszírozóként általában az Egyesült Államok legjelentősebb bankjai álltak, amelyek közvetlenül nem vettek részt a subprime finanszírozásban – de így, áttételesen a legnagyobb mértékben involválódtak. Nem elsőrendű hitel mindenki kínált: részben a külön erre szakosodott intézmények (pl. ResMAE, Nova Star stb.), de olyan brókerek is, amelyek mögött nagy nemzeti lakossági bankok álltak (mint a Wells Fargo, CitiBank, GE Credit, BankAmerica stb.). Egyre nagyobb szerepet kaptak a nem saját számlára hitelező „jelzálogügynökök” (mortgage broker), akiknek a jutaléka a piaci verseny következtében egyre nőtt.
- Az ügyfélnek nyújtott hitel **refinanszírozását** részben a hitelintézetek, részben az erre szakosodott, valamifajta állami (szövetségi) háttérrel rendelkező, bár nem feltétlenül állami intézmények végzik.
- A refinanszírozás során a refinanszírozó intézmények a hiteleket általában **értékpapírosítják**, és terítik a befektetők széles körének, ezzel biztosítva a piacok folyamatos likviditását. Így az amerikai háztartások hosszú lejáratú hiteleit az amerikai hosszú távú befektetők – életpályájuk megtakarítási szakaszába ért háztartások, illetve a jelentős részben rájuk támaszkodó, nagy intézményi befektetők (nyugdíjalapok, életbiztosítók) – finanszírozzák.

Ez a modell az életpálya menti finanszírozás sokszereplős, soktermékes, barázdált piacokra jellemző modellje. Ebben a klasszikus formájában a *hitelkeletkeztető* érdekelt a hitelminőség megőrzésében, ellenkező esetben nem tud refinanszírozást szerezni. A klasszikus

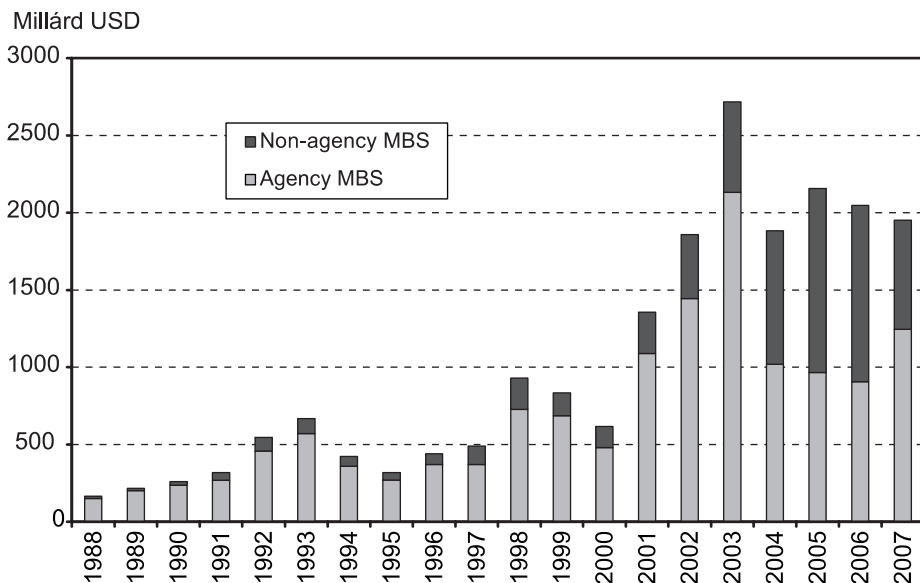
<sup>8</sup> Önmagában az értékpapírosítás nem küszöböli ki a kamatlábak ingadozását, de mivel „átcsomagoláskor” mód nyílik az eredeti cash flow-tól eltérő cash flow-jú kötvények létrehozására, az élelmes SPV-k hamar kialakították a különböző speciális kamatozású – lebegő kamatozás, fordítottan lebegő kamatozás stb. – típusú kötvényeket, amelyekkel a finanszírozási költségeket (és persze a befektetők pénzáramlását) jobban tudták stabilizálni.

modellben a *kockázatszétosztó* csak elsőrendű (prime, conforming), azaz kiváló minőségű hitelek kockázatait veszi át és csomagolja át, minden lépésében érdekelt a befektetők bizalmának megőrzésében. Önmagában a *keletkeztető és szétosztó* modell – amelyet sokan tartanak felelősnek a subprime válságért – egy olyan pénzügyi modell, amelyik hatékonyan szolgálja a hitelfelvevők és befektetők érdekeit. A piacszerkezetben a megfelelő ösztönzési rendszer biztosítja a kockázatok kordában tartását: egyik szereplő sem érdekelt a kockázat nem megfelelő kontrollálásában, mert tudja, hogy akkor a folyamat megszakad, és elesik a végső finanszírozásban rejlő többletjövedelemtől.

A piacszerkezetben rejlő kockázat egy esetben nő meg: ha a végső befektető lemond az ügynökségek minőséggaranciájáról, azaz hajlandó – kicsit magasabb felárért – nem conforming, azaz nem GSE-papírt megvenni. Már a hetvenes évek végén megjelentek a „*magán jelzálogpapírok*” (private labeled MBS), ezek azonban az „agency” (azaz az állami ügynökségek által támogatott) papírokhoz hasonló hitelkockázat elleni védelmet igyekeztek maguknak biztosítani azáltal, hogy „hiteljavító” (credit-enhancement) lépéseket tettek: hitelbiztosítást vásároltak, illetve a nagy hitelminősítőkkal minősítették papírjukat, és csak a kiváló (általában három A) minősítésű papírokat terítették széles körben. A magánpapírok részesedése fokozatosan nőtt, ezzel a kormányzati intézmények által biztosított kontroll egyre inkább csökkent (1. ábra).

1. ábra

### Az Egyesült Államok éves MBS-kibocsátása a kibocsátó típusa szerint



Forrás: SIFMA



A befektetői attitűd megváltozása a kétezres évek piacalakulásával magyarázható: oly mértékben csökkentek a kockázati felárak, oly mértékben nőtt a likviditás és a kockázati étvágy, hogy a befektetők minimális többlethozamért aránytalanul több kockázatot voltak hajlandók vállalni. A „hozamvadászat” egyre szélsőségesebb formát öltött.

A befektetői piac szempontjából ennek a részpiacnak a kiemelkedő sebességű növekedése azt jelentette, hogy egyre kevésbé lehetett megkülönböztetni a kiváló minőségű papírt a kevésbé kiváló minőségűtől: a piac lassan *szennyeződött*. Amíg a nem elsőrendű hitelek is kiválóan teljesítettek – az alacsony kamatok és az emelkedő lakásárak következtében –, addig ez a lassú szennyeződési folyamat csak a piacelemzők ezoterikus belső vitája szempontjából volt érdekes.

Abban a pillanatban, hogy nincs meg a minőségi kontroll, a bank kevésbé érdekelt a hitelminőség biztosításában. Ha a bank kevésbé érdekelt a kockázatsökkentésben, és jobban érdekelt a mennyiségben, akkor ez az ösztönzési rendszer lesz érvényes az ügynökökre is. Az ügynököknek eleve nincs érdekeltisége a jó minőségű hitelek biztosításában, az ő jutalékrendszerük mennyiségi alapú, és ha a banki minőségi kontroll lazul, akkor a rossz hitel egyértelműen kiszorítja a jó hitelt.

A piaci struktúra a megfelelő minőségbiztosítási korlát feloldásával önmagában hordozza a túlzott kockázatvállalás lehetőségét. A mennyiségalapú kockázatnövelés az OaD-modellt lassan átalakította OtD- (originate to distribute) modellé, azaz a keletkeztető és szétosztó modell helyére a „keletkeztess, hogy szétoszthasd” modell lépett, ami lefordítva annyit jelent: hitelez, hogy minél többet értékpapírosíthass!

A másodrendű hitelállomány növekedése a kétezres évek elején meghaladta az elsőrendűét, ennek nyomán a másodrendű hiteleket is tartalmazó magánértékpapírok volumene lassan meghaladta a „tisztá” értékpapírokét – a jelzálogpiac menthetetlenül elszennyeződött.

## ***1.2. A magyar jelzálogpiac szerkezete***

Az amerikaihoz hasonlatos jelzáloggal fedezett kötvény (MBS) különböző típusai Európában nem annyira elterjedtek, talán leginkább az angol, a holland, az ír, illetve a francia piacon vannak jelen.

Az európai piacok jelzáloghiteleinek refinanszírozására sokkal inkább a „fedezett kötvény” (covered bond) modell jellemző, amelynek etalonja a német piac „pfandbrief”-je. Ez a modell a jelzálog-hitelintézet fogalmára épül, a szabályozás célja ebben a modellben egy minőségileg elkülönült kockázatu hitelintézet szabályozása. Az ilyen jelzálog-hitelintézetek megkülönböztető tulajdonsága a *fedezeti elv* és a *specialista elv* következetes előírása.

A fedezeti elv szerint kibocsátott jelzálogalapú értékpapírok mögött teljes mértékben jelzáloggal biztosított ingatlan vagy közösségi (public) hitelek állnak. A kapcsolat régen olyan közvetlen volt – ma még Dániában él ez a gyakorlat –, hogy a hitelfelvevő nem készpénzt, hanem magát a kötvényt kapta meg, amelyet eladhatott. A legtöbb országban nincsen közvetlen kapcsolat a kibocsátott kötvény és az ingatlan között; a törvény általában azt írja elő, hogy a teljes kibocsátott kötvényállomány mögött áll a meghatározott jelzáloghitel-állomány. A fedezetnek nemcsak a tőketörlesztésre, hanem a kamatokra is elegendő biztosítékot kell nyújtania. A fedezetként használható eszközökre részletes szabályozás vonatkozik. A fedezeti elvet tovább erősíti az a tény, hogy jelzáloghitelt már eleve csak a jelzáloggal ter-

helt ingatlan forgalmi értékénél alacsonyabb hitelbiztosítéki értékének 60 százalékáig lehet nyújtani, ezért a jelzáloghitel túlfedezettsége közel kétszeres, ami ellensúlyozza az esetleges kényszerértékesítés illikviditási prémiumát. A 60 százalékos szabály alól egyes országokban kivételt enged a törvény (lakócélú ingatlanok esetében lehet magasabb az érték, Magyarországon pl. 70%). A fedezet mellett pótfedezet is állhat a jelzálogalapú értékpapírok mögött, ezek – elsősorban kormányzati papírok, más jelzáloghitel-intézetek kötelezettségei, esetleg más nagyon biztonságos értékpapírok – további biztonságot adnak ennek az értékpapírosztálynak. A legtöbb jelzáloglevél különleges elsőbbséget biztosít csőd esetén a jelzáloglevél tulajdonosának. A fedezeti elv tehát a kötvényes jogait védi, és teljes kielégítést biztosít számára egy esetleges adócsőd bekövetkezése esetén.

A specialista elv azt jelenti, hogy a jelzáloglevél kibocsátási monopóliumáért cserébe, a kibocsátó működését korlátozza a törvény. A specialista elv a különleges szaktudás és kockázatkezelés záloga. A német specializáció alapja az 1900-ban elfogadott jelzálogbanki törvény. A törvényhozók a múlt századfordulón azonban nem a specialista elvet tartották szem előtt, hanem inkább az elkülönítés elvét, vagyis azt, hogy kockázat és működés szempontjából a jelzáloghitelezés elkülönítendő az egyéb kereskedelmi banki hitelezéstől. Ez inkább olyan elkülönítést jelentett, mint 1933-ban Amerikában a Glass–Steagall-törvény (a kereskedelmi és befektetési banki tevékenység szétválasztása), vagy az élet- és nemélet-biztosítás szétválasztása (amelyet számtalan biztosítási direktíva fektet le az Európai Unióban). A specialista működés inkább a gyakorlat és a felé közelítő törvényt módosítások nyomán alakult ki, amikor a nagy német válságok (világháborúk, hiperinfláció) során a jelzálogbankok a legjobb minőségű jelzáloghitelekre és a kormányzat finanszírozására álltak át (NBK [2000]).

Ez a fedezeti elv és specialista elv maximális érvényesítésére épülő modell érvényes kisebb-nagyobb eltérésekkel Németországban, Luxemburgban, Finnországban, Írországban, Lengyelországban, Csehországban, Szlovákiában, Lettországban, Magyarországon, illetve létezik a jogi konstrukció Portugáliában és Ausztriában is (*Packer et al.* [2007], BIS [2006], *Hardt–Manning* [2000])<sup>9</sup>.

A magyar jelzálogpiac 2001 előtt gyakorlatilag nem létezett<sup>10</sup>, megszületése és felfutása részben az 1997. évi XXX., úgynevezett „jelzálogtörvényhez”, másrészt a kedvezményes lakáshitelezésről szóló 2001. évi kormányrendeletre köthető. Az 1997. évi törvény létrehozta a jelzálogbankokat, és meghatározta, milyen feltételek mellett bocsáthatnak ki jelzáloglevelet. Ezzel a magyar piacot a német piachoz tette hasonlatossá<sup>11</sup>, a „pfandbrief” szabályozását „másolta” a magyar törvénykezés. A jelzálogbankok biztosították a speciális szaktudást, és garantálták a kibocsátott kötvények minőségét és megfelelő fedezettségét.

A 2001. évi kormányrendelet határozta meg az állami kamattámogatás mértékét és formáját. Elemzésünk szempontjából most csak az úgynevezett „forrásoldali” támogatás érde-

<sup>9</sup> Érdekeség, hogy Európa egyik legdinamikusabban fejlődő jelzálogalapú refinanszírozási piaca a spanyol „cédulas hipotecarias” piac, amely talán az MBS-hez áll közelebb, de jogi konstrukciójában attól több ponton eltér.

<sup>10</sup> Ez nem azt jelenti, hogy nem volt lakáshitel-állomány, csak azt, hogy rendkívül csekély volt: 1999-ben a lakosság lakáshitel-állománya alig érte el a 300 milliárd forintot.

<sup>11</sup> A német piachoz való közelítés első lépésének tekinthető az 1996. évi CXIII. törvény a lakástakarék-pénztárakról, amelyeket kifejezetten a német „Bausparkasse”-k mintájára hoztak létre; ezek azonban a lakásfinanszírozásban végül is nem jutottak komolyabb szerephez, inkább az áthidaló hitelek nyújtásában és ügynöki tevékenységben találták meg üzleti modelljüket.

kes: ez szabta meg, hogy a jelzáloglevéllel történő finanszírozáshoz milyen kamattámogatás járul annak érdekében, hogy az ügyfélnek nyújtott kamatát alacsonyan lehessen tartani. A kamattámogatás valójában egy erősen piactorzító (de gyakran alkalmazott) monetáris politikai lépés (kamatplafon) és egy jövedelemelosztást módosító, fiskális lépés (ártámogatás) együttesének tekinthető: mint ilyen, egyértelmű beavatkozás a normál piaci viszonyokba. Megítélni azonban nem ezen a minősítésen, hanem az általa kiváltott hatások összességén keresztül tudjuk. A lépés a lakáspiac feléledéséhez vezetett – de csak mintegy hatodszorosra növelte meg az új lakások keresletét, alapvetően a használt lakások piacát mélyítette el, és közvetve hozzájárult a fogyasztás gyorsulásához. A támogatás ezért erőteljesen módosította az életpálya menti finanszírozás szerkezetét, amennyiben az életpálya minden pontján állók számára a lakásberuházás és fogyasztás azonnali megvalósítására ösztönzött. Ennek eredménye a lakossági nettó finanszírozási képesség drasztikus romlása volt. 2003 első negyedévében a magyar háztartások – talán az egész világon egyedülállóan – nettó hitelfelvevővé váltak. Ezzel egy időben a kamattámogatásra fordított költségvetési kiadás is radikális növekedésnek indult, a hitelállomány bővülésével párhuzamosan évről évre megduplázódott. Makrogazdasági hatása tehát egyértelműen egyensúlyromboló volt. A társadalmi méltányosság szempontjából sem volt egyértelmű a megítélése – az elemzések szerint szinte minden változatában a magasabb jövedelműeknek adott többet, és a társadalom alsó deciliseibe tartozóknak kevesebbet. Ehhez kapcsolódóan az egyik legkényesebb kérdés: ki is kapta valójában a jövedelemtranszfer? A változó szövegű rendeletekbe ágyazott képletek nehézségein átrághva magunkat, rögzíthetjük, hogy a támogatott hitelek kamatmarzsa (forrásköltség feletti hozama), rendeltípusoktól és lakáshiteltípusoktól függően, 3–8% között mozgott, amelyen a jelzáloglevelet kibocsátó és a finanszírozó bank osztozott. Amennyiben ez megfelelné a „normál” banki marzsnak, akkor a jövedelemtranszfer haszonélvezői egyértelműen a hitelfelvevők; ha a „normál” banki marzs ennél alacsonyabb, akkor a jövedelemtranszfer haszonélvezői részben a hitelfolyósító hitelintézetek. A „normál banki marzs” meghatározására azonban semmiféle számítás nem készült, így a marzsmegosztás hit kérdése: van, aki szerint a támogatás túl magas volt, tehát a hitelfelvevőkön túlmenően bőven jutott belőle a banki közvetítőcsatornának, míg mások szerint a támogatás épp a banki normál marzsnak felelt meg, sőt inkább annál alacsonyabb volt, tehát a jövedelemtranszfer egészét a hitelfelvevők kapták.

A jelzáloghitelpiac fejlődésének első szakaszában (2000–2003) a jellemző a jelzáloghitelbankok általi refinanszírozás volt. A piac meghatározó szereplője két nagy jelzálogbank lett: az OTP JZB és az FHB.<sup>12</sup>

Az *OTP JZB* volt az a speciális hitelintézet a magyar piacon, amelyik a „semmiből” 3 év alatt – 2003 végére – az ország 7. legnagyobb hitelintézetévé nőtte ki magát az akkor nagyon jelentős, közel 700 milliárdos mérlegfőösszegével, ami az előző évi eszközállomány megháromszorozását jelentette. Ennek a „csodának” egyszerű volt a magyarázata: az *OTP JZB* fokozatosan átvette az *OTP Bank* lakossági jelzálog-finanszírozását, sőt, a későbbiekben az „anya” az általa korábban kibocsátott jelzáloghiteleket is átszerzőtte a „leányra”. Az első években a modell egyszerű volt: az *OTP JZB* a törvényben előírt és a kormányrendelet által jelentős kamattámogatásban részesített jelzálogleveleket bocsátott ki, amelyeket az *OTP*

12 A harmadik jelzálogbank (HVB JZB, később Unicredit JZB) piaci súlya mindvégig csekély maradt.

Bank lejegyzett. A nyereségmegosztás is meglehetősen egyszerű volt: az OTP JZB jelentős jutalékot fizetett az OTP Banknak a fiókhálózat-értékesítésben játszott szerepéért. A modell tökéletesen működött: a jelzáloglevelek valójában csak az állami kamattámogatás realizálására szolgáltak, ekkoriban a csoportnak még nem volt szüksége ténylegesen hosszú távú, olcsó finanszírozásra; ezt az OTP Banknál elhelyezett, olcsó lakossági betétek biztosították.

Az *FHB* a kereskedelmi bankok refinanszírozására építette ki üzleti modelljét: a 2001–2003-as időszakban a kamattámogatáson osztoztak a jelzálogbank, a kereskedelmi bankok és az ügyfelek. A kereskedelmi bankok jelzáloghiteleit az *FHB* megvásárolta, és saját jelzálogkötvény kibocsátásával finanszírozta. A magyar modell specialitása az volt, hogy az első rövid időszakot leszámítva, valójában nem a hitelt, hanem az önálló jelzálogjogot refinanszírozta a jelzálogbank, mert így a hitel a kereskedelmi bankok mérlegében maradt, ők is tudták bizonyítani piaci térnyerésüket – elsősorban a növekedést végső soron tőkével finanszírozó anyabankok előtt. A „magyar modell” a későbbiekben – például a CRD (a tőkekövetelményt a bázeli elvek alapján meghatározó, új európai direktíva) implementálása során – számos értelmezési problémát okozott: valójában melyik bank mérlegében is van a jelzáloggal fedezett hitel?<sup>13</sup> Az *FHB* mérlegfőösszege szintén csaknem megháromszorozódott évről évre, és a mérlegfőösszeg-növekedés mögött már egyértelműen a refinanszírozási állomány növekedése állt.

2003 végén megváltozott a modell: csökkent az állami támogatás, ezzel a korábbi támogatásmegosztáson alapuló banki modell átalakult, miközben a radikálisan megugró kamatlábak<sup>14</sup> ésszerűvé tették a forinthitelek helyettesítését devizaalapú hitelekkel. A devizaalapú hiteleket a kereskedelmi bankok saját forrásból finanszírozták, ami a lakossági megtakarítások stagnálása miatt elsősorban anyabanki finanszírozást, illetve 2007-ig relatíve olcsó pénz- és tőkepiaci forrást jelentett. Ezzel párhuzamosan, a banki verseny erősödésével az értékesítési csatornák is bővültek: a fiókhálózatra alapozott értékesítés mellett egyre nagyobb teret nyert az ügynökökön keresztüli értékesítés.

Átalakult az OTP/OTP JZB modell is, ami nem elsősorban a devizaalapú hitelek elterjedésével, hanem az OTP-csoport ebben az időben dinamikusan meginduló terjeszkedésével függött össze.<sup>15</sup> A terjeszkedéssel párhuzamosan, a csoport számára ma már tényleges, hosszú lejáratú, más külső forrásnál olcsóbb finanszírozási forrást jelentenek a JZB jelzáloglevelei.<sup>16</sup>

Az *FHB* is egyre inkább önálló szereplőként jelent meg a piacon, a korábbi refinanszírozó szerepe egyre inkább háttérbe szorult.

13 Mivel a jelzálogbank megvette az önálló jelzálogjogot, az ő refinanszírozási hitele mögött van a jelzálogfedezet. Igen ám, de amíg az eredeti hitelnyújtó bank nem jelent csődöt, és „törleszti” a jelzálogjog hátralévő részeit, addig joga van érvényesíteni keresetét a hiteladóssal szemben.

14 2003-ban az országkockázati felár megnőtt, egy év alatt a hozamgörbe 5 éves pontja az év eleji 6% körüli szintről közel 10%-ra ugrott.

15 Az OTP-csoport a korábban is már csoporttagként működő Banka Slovensko mellé 2003-ban vette meg a saját piacán piacvezetőnek számító bolgár DSK Bankot, majd 2004-ben következett a román RoBank és horvát Nova Bank. A következő években még számos OTP-akvizíció történt Oroszországban, Szerbiában, Montegróban és Ukrajnában.

16 Ma az OTP-csoport idegen forrásainak kb. 10%-a származik jelzáloglevélből, de a tervek szerint ez az arány a következő években jelentősen emelkedni fog.

A magyar jelzáloghitel-piac kevésbé barázdált, mint az amerikai, kevesebb szereplős:

- A végső eladó vagy az ügynök, vagy a kereskedelmi bank fiókhálózata. Az ügynök ezen a piacon sem igazán érdekelt a minőség biztosításában, de a végső hitelminősítést a bank scoringrendszere biztosítja. Önmagában az ügynökhálózat bővülése megfelelő banki hitelminőség-biztosítás mellett nem elég erős ellenérdekeltség a minőségi portfólióval szemben.
- A refinanszírozást a legtöbb szereplő számára a 2004 előtti modellben meghatározóan az FHB jelentette, 2004 után a külső pénz- és tőkepiacok jelentik. Mivel ma a külső finanszírozás nem specifikusan jelzálog-orientált, valójában nem megoldott a hosszú jelzáloghitelek biztonságos, intézményi befektetőkön keresztüli finanszírozása. A magyar piacon a kockázatot éppen az jelenti, hogy nem alakult ki a biztonságos másodlagos piaci finanszírozás: a magyar bankok rövid tőke- és pénzügyi forrásból finanszírozzák átlag 10–15 éves futamidejű hiteleiket. A jelzálogbankokon keresztüli refinanszírozás már nem működik, az értékpapírosítás még nem alakult ki – egyre nagyobb a ráutaltság a külföldi forrásokra, emiatt nő a bankrendszer sebezhetősége.

A magyar jelzálogpiacon jelenleg még az európai átlagnál is csekélyebb a végső soron hosszú értékpapírokkal finanszírozott piaci szegmens: a jelzálogkötvények a jelzáloghiteleknek csupán 20%-át finanszírozzák. A piacstruktúra meghatározó kockázata tehát a biztonságos finanszírozás hiánya.

A kockázatátárhárításból származó kockázatonövekedés korántsem annyira jelentős, mint az amerikai piacon, de a szereplők közötti minőségi kontroll hiánya, az ügynökhálózaton keresztüli értékesítés ezzel a túlságos eladósodás kockázatát növeli.

## 2. A KOCKÁZATALAPÚ VERSENY: ÜGYFELEK, TERMÉKEK, HITELEZÉSI FELTÉTELEK

A bankok közötti verseny – miközben növeli a fogyasztói jólétet –, bizonyos esetekben a hitelkockázat nem megfelelő ellentételezését eredményezi. A hitelkockázat méréséhez a hitelezési veszteségek eloszlásából indulunk ki. A hitelek veszteségeloszlását alapvetően három tényező határozza meg: az ügyfeleket jellemző nemteljesítési valószínűség (probability of default – PD), a termékekre jellemző, nemteljesítéskori veszteségráta (loss given default – LGD), valamint a hitelek közötti korreláció (együttmozgás). Az ügyfelek PD-je a minősítési rendszerek lazulásával, a nem elsőrendű ügyfelek befogadásával vagy az ügyfelek adósságszolgálatának túlzott emelkedésével nőhet meg jelentősen. Az LGD lakáshitelek esetében a fedezetek értékének a hitel nagysághoz viszonyított nagyságától (loan to value – LTV) és a fedezetek, azaz a lakások értékétől függ. A harmadik, ugyanilyen fontos elem a hitelek nem teljesülésének együttmozgása: azaz annak a kérdése, hogy mennyire jól diverzifikált a portfólió. A hitelezési veszteségek eloszlásából a bank hitelezési veszteségét jellemző, két fontos mutatót lehet kiolvasni: a várható veszteséget (ez az eloszlás várható értéke), és azt a veszteséget, amelyik csak száz vagy ezer évben egyszer fordul elő – ez nem más, mint a 99%-os, illetve a 99,9%-os kockázattalított érték.

A bank az árazás során a várható veszteséget kockázati felár – szpred – formájában építi be a hitelkamatba. A kockázati felár csak a várható veszteségre jelent fedezetet, a „várható értéken túli veszteségek”, így a kockázattalított érték nagyságú veszteségek fedezete a bank

tőkéje, amelyet a bank „normál profitjából” képeznek. A hiteltermék árának tehát a forrás-költségen felül tartalmaznia kell a várható veszteség fedezetül szolgáló kockázati felárat (szpredet), a hitelezés „normál” működési költségét és a tőkeképzés alapjául szolgáló „normál” profitot. A betétesek védelme érdekében kell a tőkét úgy szabályozni, hogy szélsőséges veszteségekre is fedezetet nyújtson, ne a betétes érdeke sérüljön. Ha az ár túlzottan alacsony, akkor a működési költségeket kell racionalizálni; ha ennek már nincs tere, akkor a jövőbeli veszteségek fedezetére szolgáló árelemek csökkennek a szükséges szint alá.

Van azonban a veszteségeknek egy olyan szintje, amelyre sem a kockázati felár, sem a tőke nem nyújt fedezetet – ez az a veszteség, ami „elképzeltetlenül ritkán” fordul elő, de akkor aztán „mindent visz”. Ez az eloszlás extrém értéke, avagy az úgynevezett farokesemény.<sup>17</sup>

Az Egyesült Államokban a subprime hitelek gyors felfutásával, és azzal, hogy a rossz hitelek szorították ki a jó hiteleket, éppen a farokesemények valószínűsége nőtt meg, tehát a magas kockázati felár hiába nyújtott fedezetet a várható veszteségre, hiába volt a korábban mért kockázatot értékelni megfelelő a tőkeképzés, az extrém veszteségek hatására a bank jövedelme apadt, tőkéje veszélybe került.

A bankok megrendülését azonban nemcsak önmagában az extrém veszteségek bekövetkezése okozhatja, hanem az is, ha a korábbi „hozamvadászat” hatására „alulárázottá” váltak a hitelek, elégtelen volt a „számítható” veszteségekre való fedezetképzés. A bankok az árverseny során relatíve mérséklék a felszámított kamatokat, így jutnak új ügyfelekhez, míg a kockázatalapú verseny esetén a hitelezés nem árjellegű feltételeinek enyhítésével (például az LTV-arány növelésével, a futamidő hosszabbításával, kedvező első törlesztőrészlet bevezetésével stb.) emelik piaci részesedésüket. Magyarországon a bankok tudatosan növekvő kockázattalállásával párhuzamban, az árverseny miatt a történelmileg magas lakossági marzok kezdenek – bár egyelőre nagyon lassan – olvadni. A versenynek mindig van egy olyan pontja, amikor a történelmileg magas kockázati felár is leolvad, és a várható veszteség szintje alá esik. A banki hitelportfóliók és számítások ma még azt mutatják, hogy hazánkban a várható veszteséget egyelőre fedezi a jelenlegi felárak. A következőkben az amerikai és a magyar jelzálogpiac termékalakulásán keresztül a kockázatalapú verseny kialakulását és élesedését elemezzük.

## **2.1. Az amerikai bankpiaci kockázati verseny**

Az Egyesült Államokban a jelzáloghitel-piac meghatározó alapterméke nagyjából az ezredfordulóig a kormányzati ügynökségek (GSE) által könnyen refinanszírozható „megfelelő” (conforming, prime, agency) hitel volt, ahol a „conforming” és a „prime” jelzót nagyjából szinonimaként használták, de a terminológiai vita természetesen azóta is tart. A Fannie Mae<sup>18</sup> terminológiája szerint például az „elsőrendű” hitelfelvevők, avagy a „megfelelő” jelzáloghitelek azok, amelyeknél a FICO-pontszám<sup>19</sup> 620 pont felett van, az adósság/jövedelem

<sup>17</sup> A farokesemény általában kis valószínűségű, de nagy veszteséget jelentő esemény, amely a „normál” valószínűségi határon (99% vagy 99,9%) kívül esik, azaz „szokásosan” százévente vagy ezerévente egyszer fordul elő.

<sup>18</sup> [www.fanniemaec.com](http://www.fanniemaec.com)

<sup>19</sup> FICO-pontszám: a Fair Isaac and Company ([www.fairisaac.com](http://www.fairisaac.com)) az Egyesült Államok egyik legelismertebb lakossági scoringcége, amelynek magatartási scoringra épülő skáláját minden amerikai hitelintézet használja. A FICO-skála mediánja 678 pont, a nem hitelképes adósok a 620 pont alatti vagy hiteltörténettel nem rendelkező adósok. Az amerikai bankok 90%-a FICO-pontot használ hitelbírálatkor. Bárki a saját FICO-pontszámát is megnevezheti: [www.myfico.com](http://www.myfico.com). A FICO-score, vagyis az „Igazságos Izsák” által meghatározott pontszám általánosan elfogadott a hitelpiacon. Akinek nincs FICO-pontszáma, nem is számít elsőrendű hiteladós.

hányados nem haladja meg a 75%-ot, minimum 10% az önerő<sup>20</sup>, és a hitelösszeg is egy előre meghatározott összeghatár alá esik.

Az ezredfordulót megelőzően is folyósítottak a fenti vagy más hasonló „prime” definíciónak nem tökéletesen megfelelő hiteleket, ezek piaci súlya azonban nem volt meghatározó, illetve értékpapírosításuk nem vagy csak marginálisan történt meg. Ez a helyzet változott meg radikálisan az ezredfordulót követően, amikor is a piac egyre nagyobb hányadát tették ki a nem „hibátlan” adósoknak nyújtott hitelek, az egyre kockázatosabb hiteltermékek, illetve a lazuló hitelezési feltételek. Az adóst, a terméket és a feltételt nem mindig lehet szigorúan elválasztani egymástól, ezért az alábbiakban egymást átfedő, de mindenképpen a „conforming” hiteleknél nagyobb kockázatot hordozó hitelhalmozokról lesz szó.

A 2007. évi válság mint „subprime válság” vonult be a történelembe, de magának a „subprime”, azaz *másodrendű*<sup>21</sup> hitel fogalmának a pontos meghatározása sem teljesen egyértelmű. A „subprime” hitelek az átlagos, jó minőségű jelzáloghiteleknél kockázatosabbak (jelentősen magasabb nemteljesítési ráta, így magasabb várható veszteség jellemzi őket), és a jó minőségű hiteleknél magasabb kamatozásúak (ami a várható veszteségre fedezetet nyújt). A legegyszerűbb definíció szerint másodrendű minden olyan hitel, amelynek adósa nem rendelkezik az amerikai hitelpiacon sztenderd minősítésnek számító FICO-pontszámmal, avagy FICO-pontszáma 620-nál alacsonyabb. Mivel a FICO-pontszám egyértelműen az adós korábbi „fizetési magatartásán” (hitel-visszafizetés, közüzemi számlafizetés stb.) alapul, kiváló előrejelzője az ügyfél jövőbeli nemteljesítésének, azaz PD-jének. Az alacsony FICO-pontszámú vagy FICO-pont nélküli ügyfél PD-je az átlagnál természetesen magasabb, de hogy mennyivel, arra – történelmi előzmények hiányában – senkinek sem volt rálátása.

A másodrendű (subprime) hitelek elterjedését általában az 1980. évi DIDMCA-törvényhez (Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act) kötik, amely, számos könnyítés mellett, lehetővé tette a jelzáloghitelek kamatplafonjának az eltörlését, azaz a nem elsőrendű adósoknak folyósított hitelek magasabb kamatozását. A hitelárak az a retailszektorban is diszkrecionálissá, kockázatalapúvá válhatott: a nem elsőrendű hiteleket megkülönböztette magasabb árak. A magas kockázati felár a várható veszteségre átlagosan fedezetet jelentett, azonban a másodrendű piac összeomlása miatt megszorodott farokeseményekre már nem volt megfelelő fedezet.

A statisztikák általában azokat a hiteleket tekintik másodrendű hiteleknek, amelyeket az ilyen hitelezésre szakosodott intézmények nyújtanak. Az egyik legkiválóbb elemzés (Mayer–Pence [2008]) a következő három forrásból származó adatokat vetette össze:

- azon értékpapírosítók adatait, akik az értékpapírcsomagot kifejezetten másodrendű hitelekből álló csomagként hirdetik meg,

20 Az LTV tehát 90% alatt van.

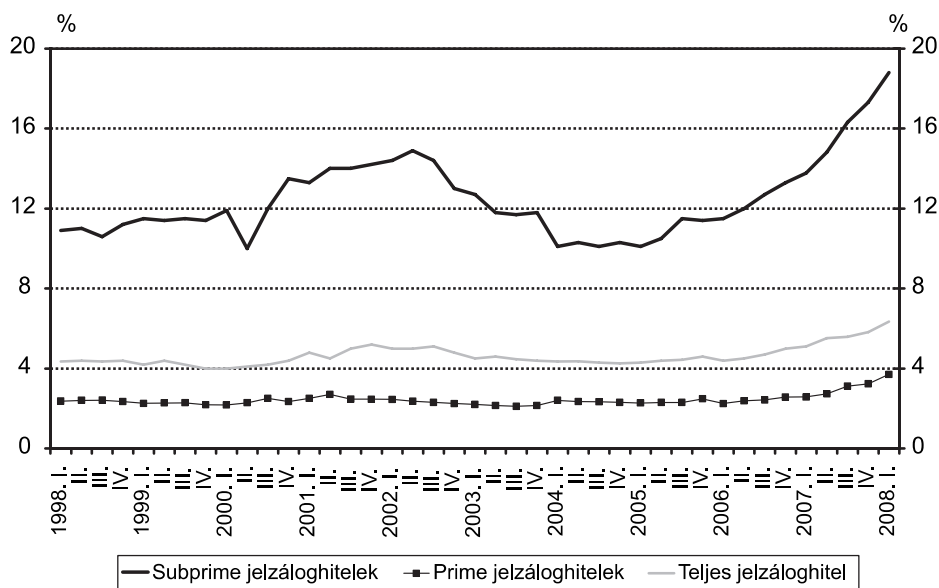
21 A „subprime” magyar megfelelője a „másodrendű”. Mint ahogy a legkedvezőbb vagy elsőrendű hiteladósok a „prime” ügyfelek, ennek megfelelően a nem elsőrendű adósok, a másodrendű adósok a „subprime” ügyfelek. Irodalmi példával: Mihail Bulgakov *A Mester és Margarita* című regényének 18. fejezetében (*Peches látogatók*) Woland kérdésére a büfés válasza: nála a hal sajnos „másodrendű frissességű”. Amire – mint tudjuk – csak egyetlen helyes intelem létezik: „*Másodrendű frissesség, ilyen nincs! Frissesség csak egyféle létezik, elsőrendű, és egyben ez az utolsó is. Ha a hal másodrendű frissességű, az azt jelenti, hogy bűdös, romlott.*” Megítélésünk szerint Bulgakovból a subprime (másodrendű hiteleken alapuló) válság számos eleme tisztán megérthető (KIRÁLY–NAGY–SZABÓ [2007]).

- a HMDA<sup>22</sup> szerint a szokásosnál magasabb árazású hitelekre vonatkozó adatokat,
- a HMDA szerinti másodrendű hitelek folyósító intézmények által megadott adatokat.

A három forrásból származó adat természetesen eltér egymástól, a folyósított hitelek számában akár másfélszeres is lehet ez az eltérés. Az első forrás szerint 1998 és 2005 között meghétszereződött a volumen, a harmadik forrás szerint „mindössze” megháromszorozódott. Az eltérés elsősorban abból adódik, hogy az elmúlt években jelentősen megnőtt az értékpapírosított másodrendű hitelek volumene. Két dologban minden megközelítés közös: volumenük radikálisan kezdett nőni 2002–2003-tól kezdődően, a portfólióminőség pedig radikálisan kezdett romlani 2006-tól (2. ábra).

2. ábra

### A nem teljesítő jelzáloghitelek aránya az USA-ban



Megjegyzés: Az ábrán a subprime kategóriába soroltuk az Alt A hitelek is.

Forrás: MBA

A növekedés azonban földrajzi egységenként eltérő volt: meghatározó Nevada, Arizona, California és Florida államokban volt, azon belül is azokon a vidékeken, ahol jelentős volt a spanyol ajkú, illetve fekete lakosok aránya, valamint azokon a területeken, ahol korábban fölöttébb nehéz volt hitelhez jutni. A másodrendű hitelezés felütésében tehát meghatározó szerepe volt annak, hogy bizonyos, korábban leszakadó társadalmi rétegek hitelhez jutási esélyei váratlanul megnöttek.

A másodrendű hitelekhez nagyon közel esik az úgynevezett „Alt A” hitelkategória, amelynek határai még inkább elmosódtak. A Fannie Mae-nél az „Alt A” hitelek azon adósoknak nyújtott

22 A Home Mortgage Disclosure Act – HMDA (1975), azaz a lakásjelzálog-hitelek nyilvánosságra hozatali törvénye megköveteli, hogy valamennyi jelzáloghitel valamennyi releváns jellemzőjét nyilvánosságra hozza a bank. Ezen belül valamennyi hitelező köteles bejelenteni az általa folyósított hitelek jellemzőit. Ezt az adatbázist tartják a legátfogóbb, a lakáshitelek mintegy 80%-ára kiterjedő adatforrásnak.



hitelek, akiknek a FICO score-ja a „szürke” zónába esik, azaz a FICO-mediánál, 680 pontnál alacsonyabb, vagy valamilyen más szempont szerint a hitelintézet nem tekinti elsőrendű adósnak őket. Az Alt A hiteleknek azonban alternatív megközelítése is létezik: ide sorolnak olyan termékeket is, amelyek valamely jellemzőjük alapján kockázatosabbak a „sztenderd” jelzáloghiteleknél.

Az amerikai hitelpiacon a kilencvenes évek második felétől, de főleg a kétezres évektől kezdve egyre kockázatosabb termékek jelentek meg (1. tábla). Az első lépés talán az volt, amikor a hagyományos fix kamatozású jelzáloghitelek mellett megjelentek, majd egyre inkább teret nyertek az ARM<sup>23</sup>, azaz kiigazítható kamatozású jelzáloghitelek (3. ábra). A kiigazítható kamatozású konstrukciók az európai piacon sokkal korábban elterjedtek, és valójában a bankok kockázatmenedzsmentjét szolgálták: a banki kamatgap sokkal könnyebben menedzselhető változó kamatozású, hosszú hitelekkel. Az Egyesült Államokban az ARM-termékeknek kettős kockázata van: egyrészt a hitelfelvevők nem igazán szokták még meg a terméket, tehát a bedőlések egyértelműen fokozottabban jelentkeznek a kamatciklus emelkedő ágában, másrészt a változó kamatozású jelzáloghiteleket is elkezdték értékpapírosítani, ami mind a hitelkockázat, mind az árazás szempontjából problémát jelenthet.

Az opcionális ARM a kiigazítható kamatozású hiteleknek egy speciális fajtája. Több típusa létezik. Mindegyik különböző kedvezményeket kínál a visszafizetésre. A felvevő dönthet bizonyos keretek között arról, hogyan akar kamatot és tőkét törleszteni. Ennek egyszerű példája a „csak kamat” ARM. Ennél a típusnál lehetőség van arra, hogy a törlesztési időszak elején, meghatározott periódusban csak kamatokat fizessen a hitel felvevője. Természetesen emiatt később jelentősen megemelkedik a törlesztőrészlet. A termékfejlesztés a legváltozatosabb termékvariánsokat alakította ki: ilyenek pl. a 2/28 vagy 3/27 hitelek. A 2/28 ARM is egyfajta változó kamatozású hitel. A 30 éves törlesztési periódus első két évében a kamat fix, és csak utána változik a kölcsön a klasszikus értelemben vett ARM-mé. Fontos megjegyezni, hogy a fix kamat gyakran valamilyen kedvezményes kamatlábat takar. A váltás a változó kamatozásra így akár nagy ugrást is jelenthet. Ehhez hasonló, csak az időszakok elosztásában különbözik a 3/27 ARM. A termékfejlesztés nem ismert határokat, a végén már szinte az ügyfél egyedi törlesztési képességéhez igazították a hitelmódozatot: jövedelemhez igazított ARM, konvertibilis ARM, fokozatos ARM, hibrid ARM... (MBA [2007a], Banai [2008]).

1. tábla

### Nem elsőrendű jelzáloghitelek jellemzői 2008 júliusában az USA-ban

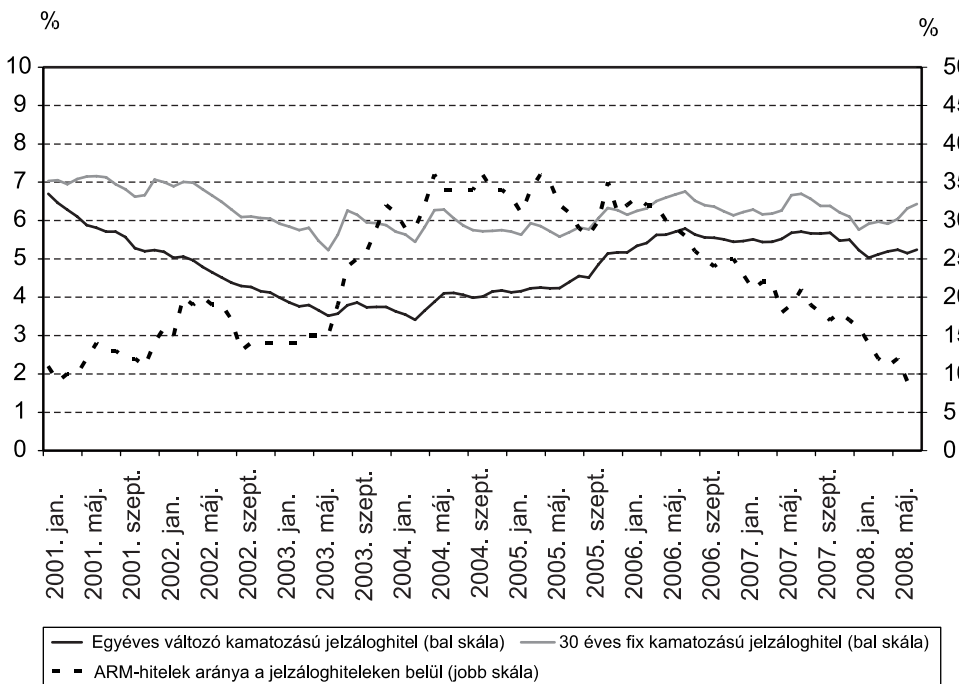
	Subprime	Alt A
Arány a teljes jelzáloghitel-állományból	15%	16%
A hitelek átlagos futamideje évben	35	33
Átlagos FICO-szám	620	710
600 FICO-szám alatti hitelek aránya	42%	2%
Átlagos LTV a hitelnyújtáskor	81%	76%
ARM-hitelek aránya	61%	36%
A következő 2 évben átárazódó hitelek aránya	42%	20%
Késedelmes hitelek aránya	27%	9%
Felszámolások aránya	12%	6%

Forrás: FirstAmerican CoreLogic, LoanPerformance Data

23 Adjustable rate mortgage (ARM): kiigazítható kamatozású jelzáloghitel

3. ábra

### Újonnan meghirdetett kamatok és az ARM arányának alakulása az újonnan folyósított jelzáloghitelekben belül



Forrás: Freddie Mac

A kiigazítható kamatozású hitelek kockázatai igazán csak a 2008–2010-es periódusban fognak megjelenni: ekkor ugrik majd meg a korábbi kamatemelési ciklus hatására a nemteljesítési ráta. Az ARM-hitelek és különböző fajtáik ugyanis az adós adósságszolgálatát növelik meg bizonyos periódusokban, ezzel növelik a hitel PD-jét.

A kockázatalapú verseny másik tipikus „terméke” az egyre növekvő LTV, azaz az egyre magasabb hitel/fedezet arány (2. tábla). Elterjedté váltak az olyan magas LTV-tulajdonságú hitelek, ahol ez az érték a klasszikus 80% helyett akár a 100%-ot is meghaladta. A magas hitel/fedezet arány egyértelműen növeli a nemteljesítéskori veszteséget, a hitel LGD-jét, hiszen – főleg a lakásárciklus megfordulásakor – számos esetben a hitel nagyság nagyobb volt, mint a fedezet értéke.

2. tábla

## A hitelezési feltételek alakulása a jelzáloghitelek esetén az USA-ban

A portfólió %-ában	90%-nál magasabb LTV	Alacsony dokumentáltság	Alacsony dokumentáltság és 90%-nál magasabb LTV
2000	24	50	4
2001	16	68	12
2002	13	63	10
2003	28	68	21
2004	40	65	27
2005	44	71	33
2006	54	79	45

Forrás: Citi

Végül: tipikusan magas bukási hányaddal jellemezhető hitel lett az eredménye a hitelkontroll-funkciók lazulásának, azaz az alacsony dokumentáltság mellett nyújtott hiteleknek. Ezeknek egyik típusa az ún. „No/low doc” jelzáloghitelek, ahol az igénylésnél bizonyos kedvezményeket kap a felvevő a dokumentációban, azaz nem kérnek be tőle egyes igazolásokat, amelyek a banknak egyébként fontosak lennének, hogy meggyőződhessen az adós visszafizetési lehetőségeiről. Ennek szélsőséges formája a NINJA-hitel („No income, no job and asset”, „se jövedelem, se állás, de fedezet”): a hitelszerződés nem tartalmaz semmit a vásárolni kívánt eszközről vagy a felvevő jövedelméről, de a „no doc”-típussal szemben megköveteli a munkaviszony igazolását.

A látszólagos könnyítések a csökkenő kamatok, emelkedő ingatlanárak, emelkedő jövedelmek világában jelentettek tartós könnyítést: a terhek növekedését szinte alig érezte meg az adós. Ha a feltételek közül bármelyik sérül, a hitel hirtelen szokatlanul nagy teherre válik. A lakossági hitelboom az egyéb hitelfeltételek lazulásával is együtt járt: nőtt az átlagos LTV, egyre többször jegyezték be az ingatlanra másodhelyi jelzálogjogot, terjedtek a „no doc” hitelek. A termékinnovációk legnagyobb arányban éppen a másodrendű/Alt A adósokat „találták meg”: ebben az ügyfélkörben az átlagnál magasabb volt a lazább feltételekkel, alacsony kezdő törlesztő részlettel folyósított hitelek aránya.

Az amerikai másodrendű jelzáloghitelek felfutásában és kockázataik emelkedésében jelentős szerepet játszott a jelzálogbrókerek nem megfelelő gyakorlata is (MBA [2007b]). Az ügynökök értékesítették a hitelek közel 70%-át, ebből 40–45% volt a másodrendű és Alt A típusú hitelek aránya (Wholesale Access Mortgage Research & Consulting Inc. [2004]). Az ügynökök nem vizsgálták, hogy az adós képes-e vissza fizetni a hitelt; az eladások alapja csak az egyre nagyobb sikerdíj bezsebelése volt.

Az amerikai piacon a kockázatalapú verseny az ügyfeleken belül megnövelte a másodrendű adósok arányát, a termékeken belül megemelkedett a speciális, csak bizonyos gazdasági környezetben alacsony kockázatú termékek aránya (ARM-hitelek, ALT A-hitelek) és lazultak a hitelezési feltételek (LTV, dokumentáltság). A fentebb elemzett lazításoknak

közönhetően megugrott a hitelek nemteljesítési rátája (PD), a hitelösszetétel eltolódott a magas PD-jű ügyfelek irányába, emelkedett a nemteljesítéskori veszteség (LGD), és nőtt a farokesemények valószínűsége. Mindez nemcsak a hitelek várható veszteségét, hanem a várható értéken túli veszteség valószínűségét is növelte. A másodrendű hitelek és a hibrid, kockázatos termékek együttese pedig megnövelte a hitelek közötti korrelációt – várható volt, hogy ha a bukássorozat elkezdődik, akkor nincs akkora diverzifikációs erő a portfólióban, amely a romlásnak ellenállna.

## 2.2. *A magyar bankpiaci kockázati verseny*

Számtalan hasonlóságot fedezhetünk fel a hazai és az amerikai bankpiac között. A hazai bankok is úgy próbálják meg fenntartani a jövedelmezőségüket, hogy egyre nagyobb kockázatvállalás mellett bővítik hitelállományukat. A kockázatalapú verseny erősödése a hazai piacon is elsősorban termékinnovációt, a hitelezési feltételek enyhítését jelenti. Az anyabankok által megfogalmazott növekedési elvárásokat teljesítendő, a pénzügyi intézetek egyre kockázatosabb ügyfeleknek hajlandók hitelezni új, egyre kockázatosabb termékekkel, egyre kedvezőbb feltételek mellett.

A másodrendű (subprime) ügyfélkategoría a hazai piacon nem, illetve nehezen értelmezhető. Magyarországon nem alakult ki az ügyfél magatartásán alapuló pontrendszer (behavioral scoring), mivel nincs olyan adatregiszter (pozitív adólista), amely tartalmazná valamennyi potenciális hiteladós teljes múltját: azokat is, akik fizettek, és azokat is, akik nem fizettek. Ez azt is jelenti, hogy az ügyfeleknek nincs teljes hiteltörténetük (a bankok persze egyedileg saját ügyfeleikre fejleszhetnek ilyet, de ahhoz, hogy ez hatékony legyen, nagyon nagy ügyfélbázis szükséges). Magyarországon központilag csak a nemteljesítő adósokat tartják nyilván (negatív lista<sup>24</sup>). Így a hazai bankok a magatartási pontrendszerrel kevésbé hatékony, de számos országban szintén használatos, úgynevezett „jelentkezési” pontrendszert (application scoring) használják, amely nem az ügyfél hitellel, fizetéssel kapcsolatos korábbi magatartását vizsgálja, hanem különböző társadalmi-szociológiai tényezők (életkor, lakhely, végzettség, jövedelem, munkahely, család stb.) alapján kísérli meg előrejelezni az ügyfél fizetési hajlandóságát.

Ennek alapján nem tudjuk eldönteni, hogy az Egyesült Államokban másodrendűnek értelmezett hitelek hazai súlya mekkora. A feketelistán szereplő adósok finanszírozása vélhetően közel állna a subprime kategóriához. A bankok ilyen ügyfeleket azonban egyelőre nem finanszíroznak. Bár vannak olyan jelzáloghitelező pénzügyi vállalkozások (jelzálogbutikok), amelyek jövedelemigazolás nélkül és feketelistán szereplőket is hiteleznek, azonban ennek mértéke még nem tekinthető magasnak.

A termékinnováció felgyorsulása inkább mutatja a jelzálogpiaci kockázatok növekedését: magasabb kockázatú terméket jelentenek a devizahitelek és a unit-linked termékek.

A devizahitelek kockázatát a forintárfolyam és a külföldi referenciakamatok esetenként hektikus mozgása jelenti. Amennyiben a hiteladós az adott törlesztőrészlettel nagyon kifizíti jövedelmét, akkor egy váratlan és tartósabb forintleértékelődés vagy referenciakamat-

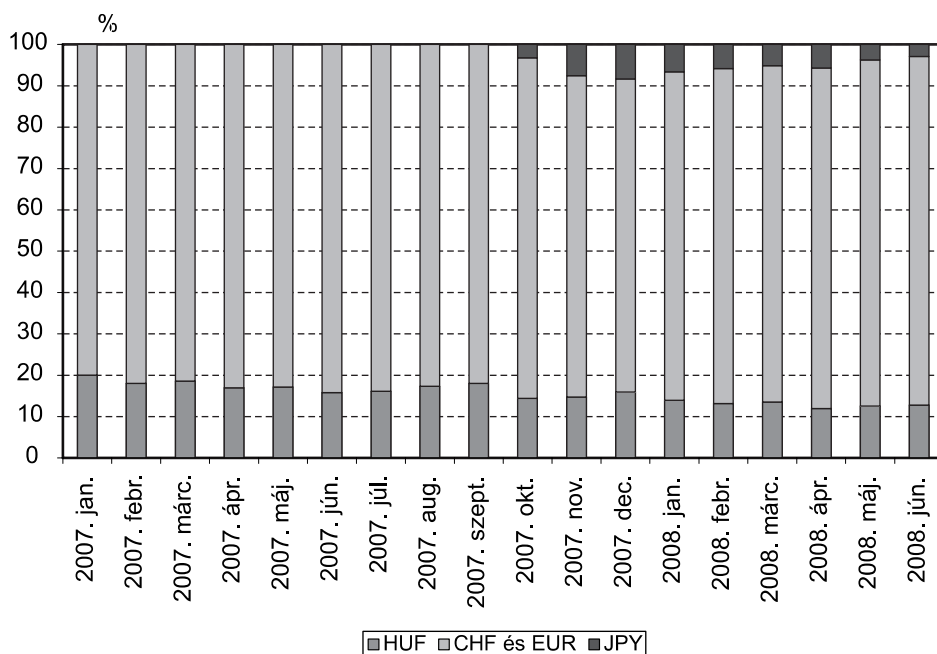
<sup>24</sup> Ez a banki tulajdonú GIRO Rt. 100%-os tulajdonában lévő BISZ Zrt. által működtetett Központi Hitelinformációs Rendszer (KHR), avagy „leánykori nevén” a BAR (Banki Adósnylévtartási Rendszer).

változás komoly visszafizetési nehézséget jelenthet számára. Egyelőre a forintárfolyammal kapcsolatban ugyanaz az eufória uralkodik, mint az amerikai piacon a lakásárakkal kapcsolatban: fundamentálisan úgyis erősödnie kell a forintnak. Ez a hit figyelmen kívül hagyja, hogy még egy esetlegesen tartós reálfelértékelődés is csak jelentős volatilitás mellett mehet végbe, azaz likviditási okokból érdemes a jövedelemben az árfolyam-ingadozásra puffert képezni. A devizahitelek tehát a nemteljesítés valószínűségét növelik, így a várható veszteséget. A devizahiteleket a bankok szokásosan magasán árazzák – így egyelőre a magasabb várható veszteség „be van árazva”.

A devizahiteleken belül kiemelendő a japánjen-alapú hitelek megjelenése a bankok kínálatában. Az új termék népszerűségét jelzi, hogy jelenleg az új banki hitelszerződéseken belül már elérte az 5-6 százalékot (4. ábra), miközben a lakás- és a szabad felhasználású hiteleknél ez az arány még magasabb. Az állományból ugyanakkor még „csak” 1,5% körüli a részesedése, és az utóbbi negyedévben aránya csökkent az össz hitelállományon belül. Kockázatot hordoz, hogy a verseny miatt több bank is megjelenhet hasonló konstrukcióval, elősegítve a jenhitelek további térnyerését. A forint/jen árfolyam pedig az egyik legnagyobb volatilitású árfolyam.

4. ábra

#### A háztartások új banki hitelszerződéseinek denominációs szerkezete Magyarországon



Forrás: MNB

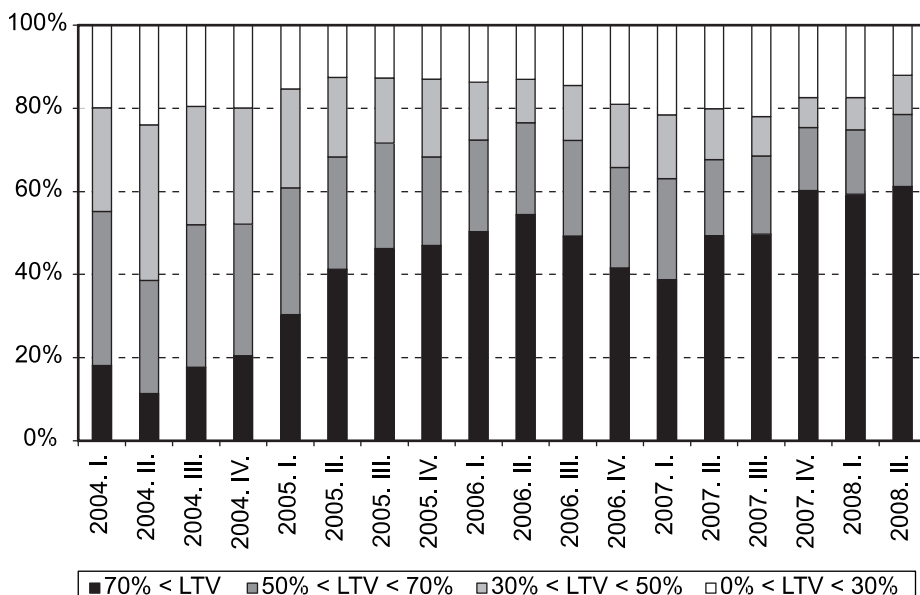
A termékinnováció további gyümölcsei a háztartási piacon megjelent, kombinált termékek. Ezek olyan unit-linked konstrukciók, amelyek legtöbbször egy hitellel összekapcsolt befektetést takarnak. Közös jellemzőjük, hogy az ügyfél a banknak csak a kamatokat fizeti, míg a tőkét a kapcsolt terméken gyűjti. A devizahitelekkel kombinált unit-linked konstrukciók esetében megnövekszik az árfolyamkockázat, mivel az annuitásos hitelekkel szemben a lejáratkor érvényes árfolyam a teljes hitelösszegre vonatkozik. A unit-linked termék esetében emellett a kapcsolt befektetésen realizált hozamok alakulása is addicionális kockázati tényezőt jelent.

A kockázati verseny másik megnyilvánulási formája a kondíciók, illetve a hitelezési feltételek folyamatos enyhítése. Az MNB hitelezési felméréseinek eredményei alapján a hazai bankok jellemzően lazítanak hitelezési sztenderdjeiken. A hitelezési feltételek enyhítésében az LTV-arány növekvő tendenciája emelhető ki (5. ábra). Bár az átlagos állományi LTV jelenleg 50-60% közötti, vannak olyan jelzálogtermékek, amelyekhez nem szükséges önerő, tehát az LTV 100%-os. A lazuló kondíciók (növekvő LTV, hosszabb futamidő, kedvező induló törlesztőrészlet) miatt az alacsony pénzügyi kultúrával rendelkező ügyfelek tényleges teherviselő képességüknél magasabb kockázatot vállalhatnak.

Mindehhez ugyancsak hozzájárul, hogy növekszik az ügynöki értékesítés szerepe. Az új jelzálog-hitel-értékesítésből ez a fajta értékesítési csatorna már eléri az 50-60%-ot. Az ügynök sokszor nem érdekelt abban, hogy a kockázatokat pontosan felmérje, valamint olyan terméket ajánljon az ügyfélnek, amely számára a legmegfelelőbb. Ez abból adódik, hogy a bankok fizetik az ügynököt, és nem az ügyfél, továbbá bizonyos nagy marzssal rendelkező termékek ügynöki jutaléka magasabb. A nem megfelelő ösztönzőkkel rendelkező ügynöki rendszer tehát elősegítheti a túlzott eladósodást és a kockázatok pontos banki beárazását. Ez utóbbi kockázat azért emelkedhet, mert a bank nem közvetlenül, hanem közvetve szerez az ügyfelek hitelképességéről információkat, így azok minősége romolhat.

5. ábra

### A háztartások új folyósítású lakáshiteleinek LTV szerinti megbontása hazánkban



Forrás: MNB

Összegezve, a magyar piacon – az amerikaival ellentétben – nem volt megfigyelhető a másodrendű adós arányának növekedése; de lehet, hogy ez csak megfigyelési hiba, hiszen a másodrendű ügyfelek dokumentálása egyelőre nem megoldott. A termékfejlesztés kockázatát elsősorban a devizaalapú (jen-) hitelek, illetve a befektetési piac kockázatával növelt termékek, a unit-linked jelzőhitelek jelentik. A magyar piacon is lazultak a hitelezési feltételek (LTV, törlesztésütemezés, futamidő...), és külön kockázatot jelent a „független” ügynökértékesítés ma már kiemelkedően magas aránya. Mindez – elsősorban a még mindig dinamikus növekvő, és így fiatal portfólió miatt – egyelőre nem eredményezte a mulasztási ráták, PD-k jelentős megugrását.

### 3. HITELBOOM: EGYENSÚLYI VAGY NEM EGYENSÚLYI

A nemzetközi tapasztalat alapján a hitelezés túlzott növekedésének gyakran pénzügyi instabilitás az eredménye. A nehézséget a „gyors” és a „túlzottan gyors” hitelnövekedés megkülönböztetése jelenti: általában csak utólag tudjuk a hitelezés fellendülő szakaszáról – a hitelboomról – eldönteni, hogy melyik típusba tartozott.

Számos elméleti és empirikus tanulmány támasztja alá, hogy minden olyan esetben, amikor a hitelek gyors növekedése összekapcsolódott a hitelből finanszírozott eszközök árának gyors növekedésével, azaz egy eszközár-buborékkal, akkor a kettős fellendülés eredménye megtorpanás és visszaesés, azaz pénzügyi instabilitás lett (*Borio–Lowe* [2002], *Roubini* [2006], *Szalai* [2008]). Míg korábban a monetáris politikusok határozott álláspontja volt, hogy a jegybanknak nem szabad az eszközár-buborékok alakulásába beavatkoznia (*Bernanke* [2002]), a 2007. évi válság fényében egyre többen „térnek meg” és ismerik el, hogy ezekben az esetekben az eszközár-buboréka a jegybankoknak is reagálniuk kell – akár a hitelnövekedés korlátozásával (*Mishkin* [2008]).

Kevésbé fejlett országokban a gyors felzárkózás és a javuló makrogazdasági alapok ösztönzik a hitelállományok gyors bővülését, ami könnyen elszakadhat a fundamentális pályától. Ezekben az országokban eszközár-buborék nélkül is képes kialakulni olyan túlzottan gyors hitelnövekedés, amely a gazdaság különböző pontjain feszültségeket, nem egyensúlyi helyzeteket generál – túlzott mértékű eladósodás, nagymértékű fizetésimérleg-hiány, aminek (akár valuta-, akár bankválságon keresztül) szintén pénzügyi instabilitás lehet a következménye.

#### 3.1. Az amerikai buborék – és a válság

Az Egyesült Államokban az ezredforduló után a makrogazdasági háttér igencsak kedvezett a lakossági hitelnövekedésnek. Alacsony kamatkörnyezetben és gyorsuló gazdasági növekedés mellett a hitelezés kezdetben természetesen gyorsult. *Wheaton* és *Nechayev* [2007] empirikusan kimutatta azonban, hogy az 1998–2005-ös periódusban a hitelnövekedés túlzottá vált, hiszen jelentősen meghaladta azt a szintet, amit a gazdasági fundamentumok indokoltak volna. *Coleman* et al. [2008] azt találta, hogy 2003-ig főként a makrogazdasági folyamatok magyarázták a hitelnövekedést, később azonban nem fundamentális tényezők nyertek teret. A kutatások alapján több ok is a túlzott hitelnövekedéshez, azaz a hitelboom kialakulásához vezetett.

Az évezredforduló körül alakult ki az Egyesült Államok mindezidáig legjelentősebb lakásárbuboréka. A lakóingatlanárak – hosszú évtizedek stagnálását követően – 1997-ben kezdtek el növekedni, az áralakulást legpontosabban mérő S&P Case–Shiller-index 2000–2006. júniusig 226%-ra emelkedett<sup>25</sup>, és egyre többen kezdték hinni, hogy a lakásárak csak emelkedhetnek. Az emelkedő ingatlanárak folyamatosan egyre jobb fedezet meglétét sugallták, egyre alacsonyabb LTV mellett lehetett hitelhez jutni. A történelmileg alacsony hozamok a bankszektorban felerősítették a „hozamvadászatot” (*hunt for yield*), azaz a magasabb hozam érdekében egyre nagyobb kockázat vállalását, ami egyre inkább a nem elsőrendű hiteladósok felé nyomta a hitelkínálatot. A diszkracionális árazás lehetővé tette a magasabb kockázati felárat – az adósok terhei ténylegesen nőttek, de a kedvező konstrukciók ezt sokáig elleplezték előlük (*Dell’Ariccia* et al. [2008]).

A FED 2001-től jelentősen mérsékelte az irányadó kamatát, amely a 2001. januári 6%-ról folyamatosan csökkenve, a minimumot 2003. június 25-én érte el 1%-kal. A történelmi mélypontra süllyedő kamatok olcsóvá tették a hitelfelvételt még a nem elsőrendű adósoknak is. Ugyanakkor a kamatcsökkenés önmagában még nem magyarázat a házáruk kilenc éven át tartó növekedésére. Ehhez kellett a párhuzamosan kialakuló, és a piaci visszacsatoláson keresztül az áremelkedést fűtő hitelboom is.

A rendkívül barázdált és mély jelzáloghitel-piac egyre szofisztikáltabban tette lehetővé a végső befektetők bevonását a jelzálogpiac finanszírozásába – az értékpapirosítási sztenderdek lazulásával; a nem elsőrendű, nem ügynökségi papírok megjelenésével ez a piac is egyre inkább szennyeződött. Mint az első fejezetben bemutattuk, az OaD-modell lassan átalakult OtD-modellé, azaz a keletkezett és szétosztó modell helyére a „keletkeztes, hogy szétoszt-hasd” modell lépett. Az OtD-modell erős kínálati nyomást jelentett a hitelpiacon.

A gazdasági tényezők mellett jelentős felhajtóerőt jelentett a társadalmi nyomás: 1997 és 2005 között a lakástulajdonos amerikaiak száma 11,5%-kal nőtt, és a lakáshoz jutás elsősorban az addig a hiteltől, jobb életlehetőségektől elzárt rétegekben – mindenekelőtt a fekete, illetve spanyol ajkú, 35 évnél fiatalabb, az ország nyugati felében élő, alacsonyabb keresetű emberek között – volt jelentős (Shiller [2008]). Nem véletlen, hogy *Edward Gramlich*, a FED korábbi kormányzója, aki folyamatosan figyelmeztette *Greenspan*t az irracionális hitelezés veszélyeire (Gramlich [2004]) – noha a híres Gramlich-figyelmeztetésben kiemelte, hogy az egyre növekvő hitelbedőlések megkérdőjelezhetik a pozitív hatást –, mégis üdvözölte a „nettó társadalmi haszon” növekedését, ami többek között 9 millió új háztulajdonost is jelentett. Shiller szerint a jelenlegi válság csak akkor érthető, ha a társadalmi és a társadalomlélektani hatásokat is figyelembe vesszük (Shiller [2008]), egyébként a buborék kialakulását és fejlődését lehetetlen megmagyarázni. Kétségtelen, hogy önmagában egy laza monetáris politika, egy kedvező makrokörnyezet nem okozza buborékok kialakulását.

A kockázatok tovább növelte, hogy egyre jelentősebbé vált a jelzáloghitelek nem ingatlanvásárlási célú felhasználása (*mortgage equity withdrawal*), a hitelből egyre nagyobb arányban folyó fogyasztást finanszíroztak – 1%-ról 9%-ra nőtt az ilyen típusú hitelből finanszírozott fogyasztás aránya –, azaz elterjedtek a hazai terminológia szerinti szabad felhasználású jelzáloghitelek.

25 A Case–Shiller-index az Egyesült Államok ingatlanpiacának legelismertebb, 20 régióra megkonstruált árindexe. A metodológiáról, a szerzők buborékelemzéséről l. CASE–SHILLER [2003], illetve SHILLER [2008].





nye, hogy a jelzáloghitelek, különösen az amerikai másodrendű jelzáloghitelek mulasztási rátája 2006-tól kezdve fokozatosan 14%-ról 18%-körüli emelkedett.

A bankokat valamennyi jelenség negatívan érintette: a hitelezés lelassult, a nemteljesítési ráta nőtt, a refinanszírozási költségek pedig az értékpapírpiac zavarai miatt kezdtek el emelkedni. Kezdetben kisebb, kifejezetten másodrendű hiteleket refinanszírozó cégeket érintett a válság (ResMae, Nova Star), később a jelzálogpiac meghatározó szereplői (American Home Mortgage, New Century Financial, a Countrywide Financial, majd az Indymac<sup>26</sup>) jutottak bajba. A jelzálogpiac zavarai közvetlenül is áterjedtek a másodrendű hitelező bankokat refinanszírozó nagybankokra (Wachovia, Bank of America, HSBC, Citibank stb.), amelyek folyamatosan jelentős veszteségeket voltak kénytelenek leírni.

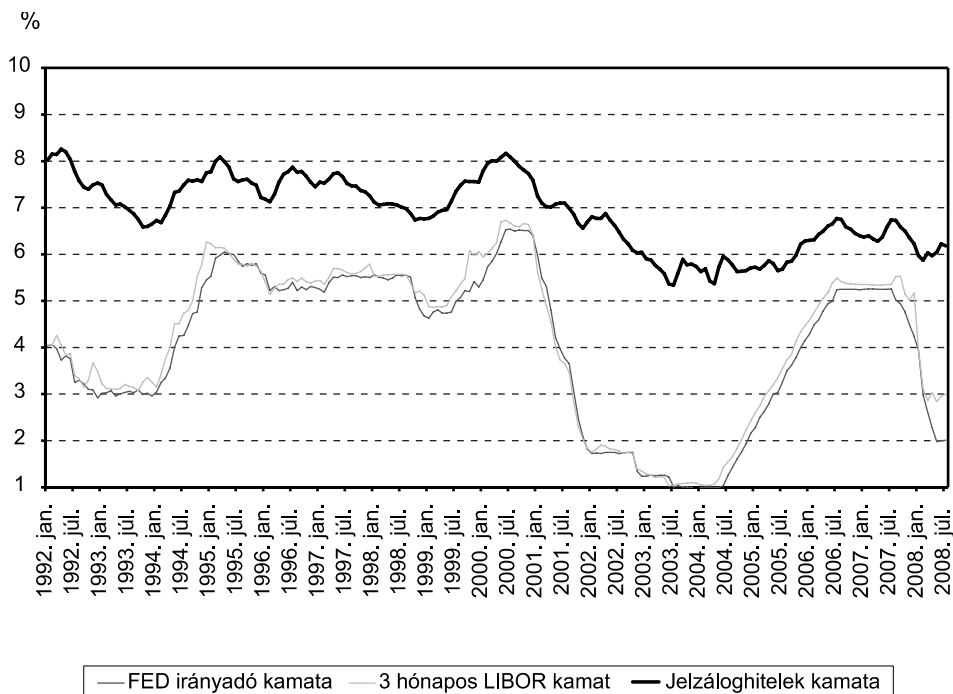
A sokszereplős rendszer többi tagja sem maradt érintetlen. Az ügynökségek (Fannie, Ginnie, Freddie) 2007 második felében még mentőövet nyújtottak azzal, hogy lazítottak befogadási feltételeiken, ám 2008. június végén kiderült: a két nem állami ügynökség maga is komoly bajban van. Folyamatosan emelkedett mindkét intézmény kötvényeinek CDS<sup>27</sup>-felára, és július elején zuhanni kezdett a részvényárfolyamuk. Július 11-én a kormány bejelentette: mindent elkövet, hogy a két intézményt megőrizze „jelen formájában”, azaz tőkeinjekciót helyezett kilátásba, és könnyítette refinanszírozási feltételeiket. Ezzel kezdetben határozott nemet mondott a számos elemző részéről felmerült újraállamosítás gondolatára (Buiter [2008a]), azonban a két intézmény megrendült helyzete, amely nyár végéig jelentősen nem változott, olyan újabb feszültséget jelentett a jelzálogpiacokon, hogy a kormány végül is 2008. szeptember 7-én a két intézmény – Fannie és Freddie – államosítása mellett döntött (Bloomberg [2008]).

Hosszú távon a gazdasági recesszió kialakulása jelentheti a legnagyobb kockázatot. Mivel az USA lakosságának vagyonán belül a lakás jelentős szerepet képvisel (Vadas [2006]: 34% a lakás, 54% a pénzügyi és 12% a tartós fogyasztási cikk képviselte vagyon), ezért annak árváltozása jelentősen kihat a fogyasztási-beruházási döntésekre, így a gazdaság növekedésére, noha újabb ezzel ellentétes elemzések is napvilágot látnak (Buiter [2008b]). A subprime válság hatásai mellett az emelkedő agrár- és energiaárak tovább növelték ezeket a félelmeket. A banki veszteségek csökkentése és a gazdasági visszaesés tompítása, illetve megelőzése érdekében a FED gyorsan leszállította az irányadó kamatokat, miközben az értékpapírosítás miatt kialakult finanszírozási válságot a likviditás aktív jegybanki kezelésével menedzselte. Az alábbi ábrán jól látszik, hogy a banki finanszírozási költségek és a hitelkamatok közötti különbség ennek ellenére újra jelentősen kinyílt (7. ábra).

26 Valamennyien csődjelrást kértek, kivéve a Countrywide-ot, amit fillérékért a BankAmerica vett meg 2008 januárjában. Az Indymac az amerikai betétbiztosítási alap, az FDIC vette „betegállományba”.

27 Credit default swap (CDS): nemteljesítési csereügylet. A CDS-felár az adott intézmény hitelkockázatát fejezi ki a kockázatmentes állampapírhoz képest.

7. ábra

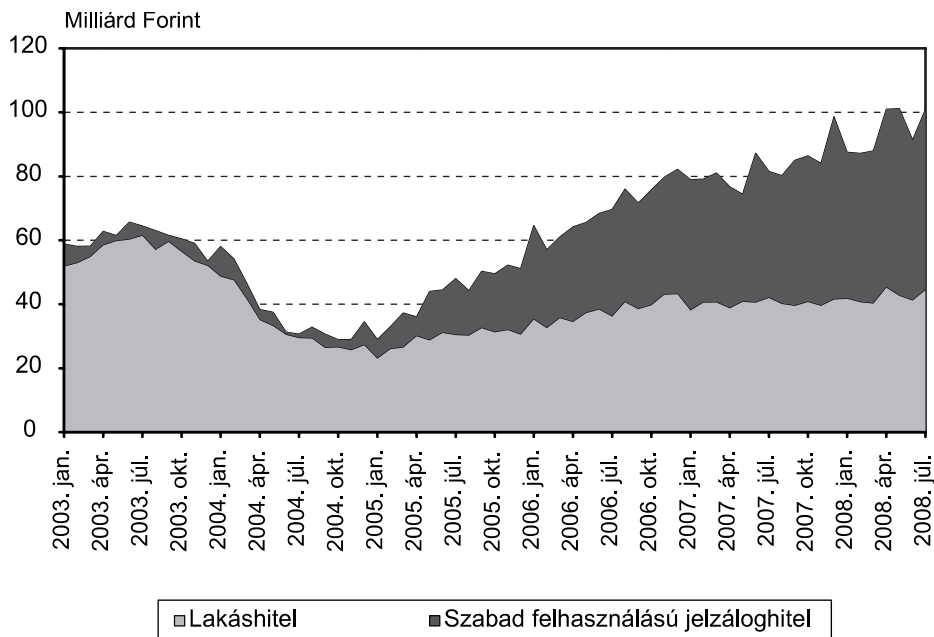
**Finanszírozási költségek és átlagos jelzálogkamat alakulása az USA-ban**

Forrás: FED

**3.2. Történhet-e hasonló Magyarországon?**

Hazánkban a jelzáloghitelek növekedési üteme az elmúlt négy évben még dinamikusabb volt, mint az Egyesült Államokban. A lakástámogatási rendszer szigorítását követően, 2005-től főként a szabad felhasználású – azaz gyakorlatilag nem a lakásfelalmozást, hanem a közvetlen fogyasztást szolgáló – jelzáloghitelek felfutása következtében, míg 2005 elején 35 milliárd dollal, addig 2008 közepén már 100 milliárd forinttal emelkedett havonta a teljes jelzáloghitel-állomány (8. ábra).

**Jelzáloghitelek nettó változása Magyarországon  
(árfolyamszűrt és szezonálisan igazított adatok)**

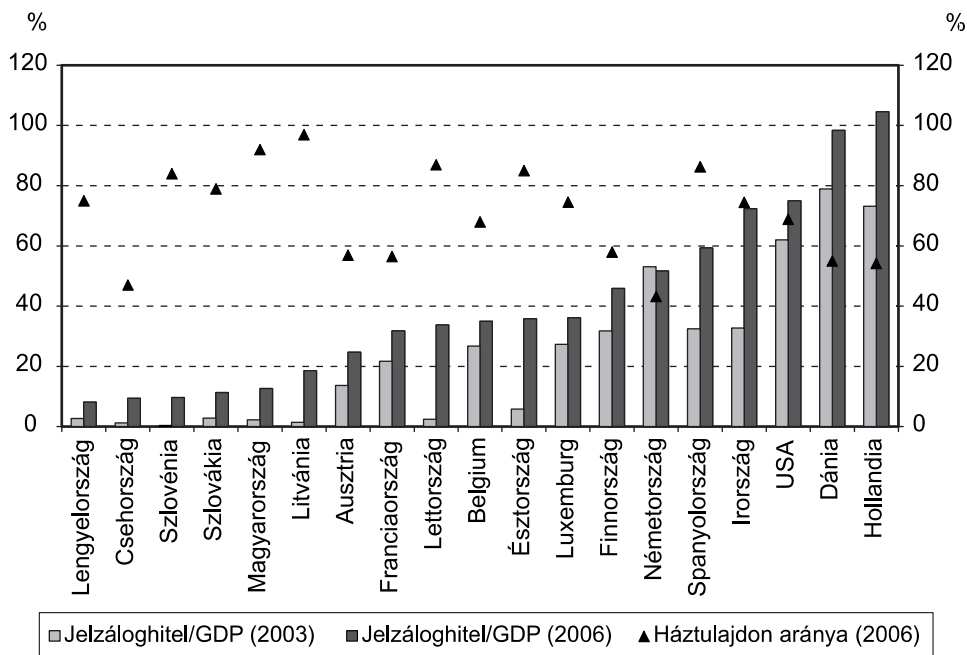


Forrás: MNB

Fontos kiemelni azonban, hogy a jelzáloghitelezés állománya nagyon alacsony szintről kezdett gyorsan növekedni, és még mindig elmarad a fejlett országok hasonló értékétől. Míg 2003-ban 2%, addig 2006-ban 13% és 2007-ben 17% volt a jelzáloghitelek GDP-hez viszonyított aránya Magyarországon. Összehasonlításképpen: a jelzáloghitelek GDP-hez viszonyított aránya az eurozónában 50%, míg az Egyesült Államokban 80% körüli volt 2006-ban (9. ábra).

9. ábra

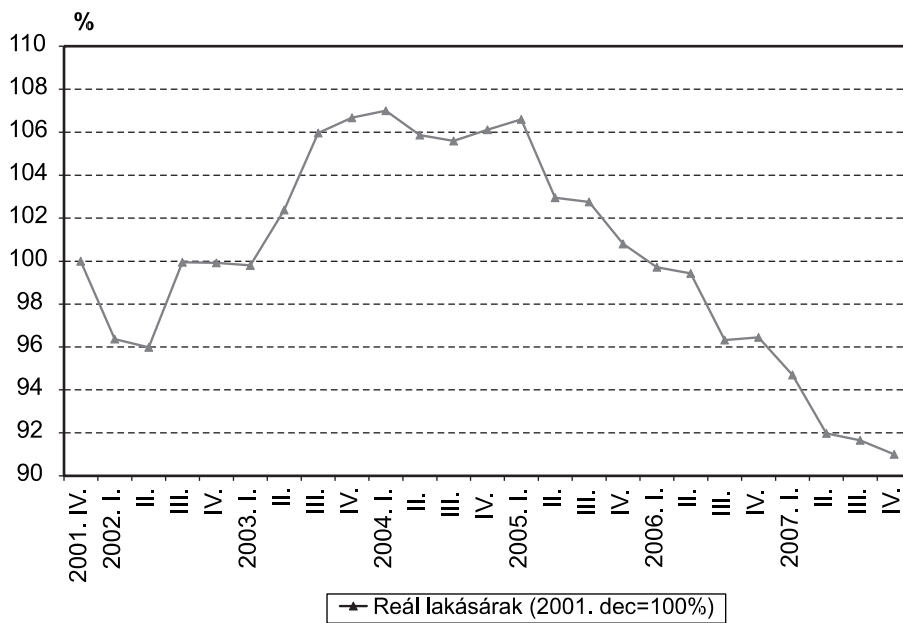
## Jelzáloghitelezés és háztulajdonlás



Forrás: EMF

Magyarországon főként a felzárkózási folyamat magyarázza a piacgazdasági átmenet óta megindult gyors hitelnövekedést. *Boissay et al. [2005]*, *Backé et al. [2006]* és *Kiss et al. [(2006)]* kimutatta, hogy az új EU-tagországok nagy részében, köztük Magyarországon is a hitelnövekedés jelentős része megmagyarázható makrogazdasági fundamentumokkal. A hitelnövekedést főként a reálgazdasági (GDP-növekedés) és a nominális (kamat- és inflációcsökkenés) konvergenciája magyarázza. Ennek alapján a hitelezési boom kialakulása egyelőre alacsony. Ezt a következtetést támasztja alá az is, hogy a hazai lakásárak szintje és alakulása egyáltalán nem mutatja az ár buborék kialakulásának jelét (10. ábra). Emellett a lakásvagyon szerepe a lakosság fogyasztási-megtakarítási döntéseiben alacsonynak tekinthető. Bár az összvagyonon belül több mint 60% a reálvagyonhoz köthető (Vadas [2006]), ennek jelentős része – az amerikai piactól eltérően – nem befektetési célú, sokszor „buy and let” típusú ingatlan, hanem a létfenntartáshoz kapcsolódik, azaz a tulajdonosa benne él.

A magyarországi reál lakásárak alakulása

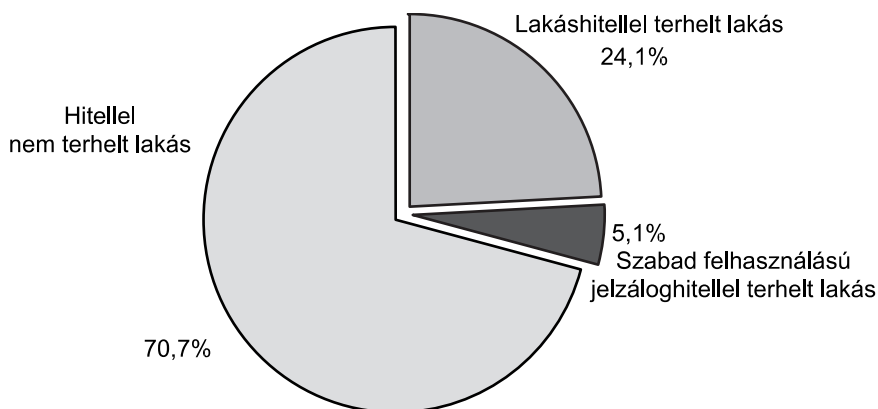


Forrás: [origo]

Hiteles konvergenciapálya és az ebből adódó, kedvező jövedelemkilátások, az alacsony infláció és a további kamatkonvergencia alapján a következő években is várható az egyensúlyi hitel/GDP-arány dinamikus növekedése. Ezt a folyamatot erősíti a háztulajdonlás nemzetközi összehasonlításban (92%) és a jelzáloggal még nem terhelt ingatlanok (71%) magas aránya is (9. és 11. ábra).

11. ábra

### Jelzáloghitellel terhelt lakások aránya (2007)



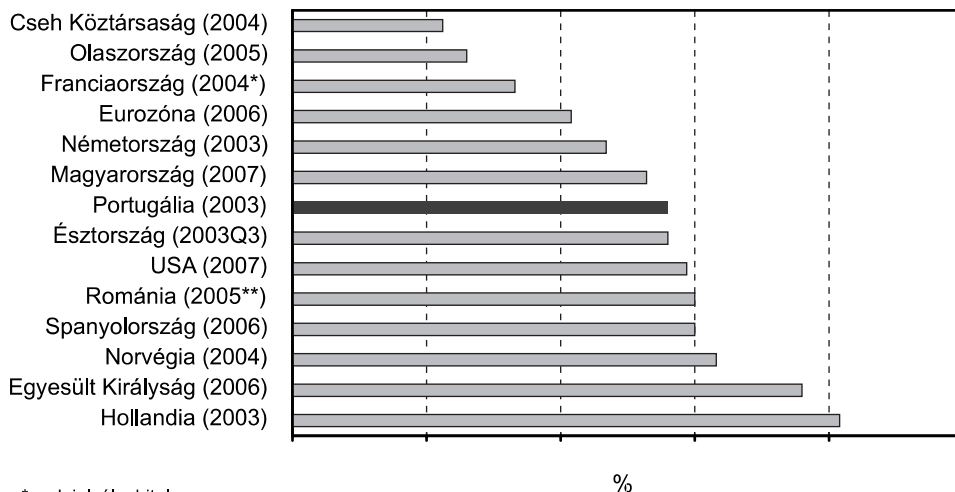
*Megjegyzés:* A szerződésszámot osztottuk el a lakásállomány nagyságával. Azt feltételeztük, hogy minden lakás forgalomképes, és egy lakáson csak egy jelzáloghitel lehet.

*Forrás:* MNB, KSH

Bár Magyarországon a hitelezési boom kialakulásának a veszélye egyelőre alacsony, azért indokolt az óvatosság. A hitelek gazdasági fontosságát jól mutatja, hogy a lakossági hitelek a háztartási fogyasztásnak már több mint 10%-át finanszírozzák, míg 2001-ben ez az arány mindössze 4% volt. A hitelek jelentős visszaesése a magyar gazdaságban is a fogyasztás és a beruházás visszaesését, ennek következtében a gazdaság lassulását okozhatja.

12. ábra

### Jövedelemarányos adósságszolgálat



\*csak jelzáloghitel

\*\*éves bérhez viszonyítva

*Forrás:* nemzeti jegybankok

Amennyiben a magyar piacon váratlan hitelvisszafogás (credit crunch) következne be, az számos háztartást súlyos helyzetbe hozna, mivel életszínvonaluk fenntartását folyamatos hitelfelvétellel oldják meg. Ezen háztartások jelentős része túlzottan eladósodott, azaz a lejáró hiteleket újabb hitellel tudják csak pótolni. A háztartások jövedelemarányos adósságszolgálatára jelenleg 11-13% körüli, ami már eléri az eurozóna szintjét, és nem sokkal marad el az Egyesült Államok hasonló mutatójától (12. ábra). A hitellel rendelkező háztartások jövedelemarányos adósságszolgálatára ennél jóval magasabb: 19%, míg a legszegényebb háztartásoknál ez az arány eléri a 22%-ot. A mutató megítéléséhez hozzátartozik, hogy hazánkban a devizahitelek elterjedése csökkenti a jövedelemarányos törlesztési terhet. Ezzel szemben a hitelek futamideje hazánkban rövidebb, mint a fejlett országokban, ami viszont relatíve növeli az adósságszolgálati rátát. A jelzáloghitelek futamideje például tipikusan 20 év, míg a fejlettebb országokban 30–40 között szóródik. Ennek alapján a hitelkamatok csökkenése és a futamidő hosszabbodása további teret engedhet a jelzáloghitelezés bővülésének, hiszen közben az adósságszolgálati terhelés jelentősen nem változik.

A túlzott eladósodás kockázata tehát emelkedik, de egyelőre még moderálnak tekinthető. Ezt támasztja alá az is, hogy bár romlik a jelzálog-portfólió minősége, annak szintje még mindig alacsony. A 90 napon túli késedelembe eső jelzáloghiteleknek a teljes jelzáloghitel-portfólióhoz viszonyított aránya 1-2% között mozog. A hitelkamatokba beépített, kockázati felárak pedig jelenleg még bőséges fedezetet nyújtanak a bankoknak a lassan növekvő vesztesége finanszírozására.

## ÖSSZEFOGLALÁS

Tanulmányunkban az amerikai és a magyar jelzálogpiacot hasonlítottuk össze struktúra, termékek és a túlzott hitelnövekedés kialakulása szempontjából. Az amerikai piacot rendkívül barázdált struktúra, a jelzálog-finanszírozásban résztvevő szereplők sokfélesége jellemzi. Az értékpapírosítás révén kialakult keletkeztető és szétosztó modell normális körülmények között biztosítja a hosszú távra eladósodók és a hosszú távú befektetők egymásra találását, a kockázatok megosztását, a megfelelő ösztönzési modell kialakulását. Ugyanakkor a piaci struktúra sérülékeny, az ösztönzési rendszer könnyen átalakulhat, a piac elszennyeződhet. Éppen ez történt a kétezres években. A magyar piac nem az értékpapírosításra épül, és egy rövid periódust kivéve – 2001–2003-ban a specializált jelzálogbankok biztosították a refinanszírozást jelzáloglevelek segítségével –, a hosszú lejáratú jelzáloghiteleket rövid, jellemzően külföldi pénzügyi forrásokkal finanszírozzák, ami sérülékenyvé teszi a piacot. A piacon kevesebb szereplő jelenik meg, ez az egyszerűbb struktúrából adódik.

Mindkét piacon megfigyelhető volt a kétezres években a hozamvadászat kiváltotta kockázatalapú verseny. Az Egyesült Államokban ez elsősorban a másodrendű adósok arányának radikális növekedésével és a főként nekik kínált, magasabb kockázatú termékek (Alt A hitelek, különleges ARM-hitelek stb.) felfutásával és a hitelezési kondíciók lazulásával járt együtt. Magyarországon a másodrendű adósok aránya egyelőre nem jelentős, pontosabban nem is mérhető. Kockázatos terméket – elsősorban az árfolyamkockázat miatt – a devizahitelek, illetve a befektetési piac ingadozásának kitett unit-linked jelzáloghitelek jelentenek. Akárcsak az Egyesült Államokban, a magyarországi piacon is megfigyelhető a hitelfeltételek lazulása.



A tanulmány egyik alapkérdése: vajon a piac „szennyeződése”, a kockázatalapú verseny milyen körülmények között vezet nem egyensúlyi hitelnövekedéshez, illetve piaci válsághoz? Az Egyesült Államokban a kamatciklus, a lakásárbuborék és a hitelkereslet felfutása egymást erősítő folyamatként vezettek a jelzáloghitelek nem egyensúlyi pályájának kialakulásához és 2007-ben súlyos piaci válsághoz. Magyarországon a kockázatalapú verseny erőteljes hitelkínálat-növekedést generált, a fogyasztás szinten tartása megfelelő hitelkeresletet biztosított, de a lakosság túlzott eladósodása ma még kezelhető, nincsenek jelzálogpiaci válságjelek.

Az elemzés következő lépése az itt feltárt tényezők hatásának több országra kiterjedő, komparatív vizsgálata lehet.

## IRODALOMJEGYZÉK

- BANAI, Á. [2008]: A subprime válság. Budapesti Corvinus Egyetem, 2008. (szakdolgozat)
- BACKÉ, P.–EGERT, B.–ZUMER, T. [2006]: Credit Growth in Central and Eastern Europe: New (Over)Shooting Stars? ECB Working Papers, No. 687, október
- BERNANKE, B. [2002]: Asset-Price „Bubbles” and Monetary Policy. Speech before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, október 15.
- BIS [2006]: Housing finance in the global financial market, BIS CGFS Papers No. 26.
- BLOOMBERG [2008]: Paulson engineers US Takover of Fannie, Freddie Bloomberg, 2008. szeptember 7.
- BOISSAY, F.–CALVO–GONZALEZ, O.–KÓZLUK, T. [2005]: Is Lending in Central and Eastern Europe Developing too Fast? Paper presented at the conference „Finance and Consumption Workshop: Consumption and Credit in Countries with Developing Credit Markets”, Firenze, június 16–17.
- BORIO, C. [2008]: The financial turmoil of 2007–?: a preliminary assessment and some policy considerations, BIS Working Papers No. 251.
- BORIO, C.–LOWE, P. [2002]: Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, BIS Working Papers, No. 114., július, Bázél ([www.bis.org/publ/work114.htm](http://www.bis.org/publ/work114.htm))
- BUITER, W. [2008a]: The rescue of Fannie and Freddie by Hankie and Freddie <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/07/the-rescue-of-fannie-and-freddie-by-hankie-and-feddie/>
- BUITER, W. [2008b]: Housint wealth is not wealth, NBER 2008 Working Paper 14204, <http://www.nber.org/papers/w14204>
- BUITER, W. [2008c]: Central banks and financial crises. Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium on „Maintaining Stability in a Changing Financial System”, Jackson Hole, Wyoming, 2008. augusztus 21–23.
- CASE, K. E.–SHILLER, R. J. [2003]: Is there a bubble in the housing market? *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003, No. 2. [2003], 299–342. o.
- COLEMAN IV, M.–LACOUR–LITTLE, M.–VANDELL, K. [2008]: Subprime Lending and the Housing Bubble: Tail Wags Dog? Paper presented at the ASSA meetings, New Orleans, 2008. január, [http://today.uci.edu/pdf/subprime\\_lending\\_08.pdf](http://today.uci.edu/pdf/subprime_lending_08.pdf)
- CURRY, T.–SHIBUT, L. [2000]: The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences. *FDIC Banking Review* Vol. 13, No. 2, 2000. december, [http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2\\_2.pdf](http://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf)
- DELL’ARICCIA, G.–IGAN, D.–LAEVEN, L. [2008]: Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. SSRN Working paper, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1100138](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100138)
- DEMYANYK, Y.–HEMERT, O. V. [2008]: Understanding the Subprime Mortgage Crisis, internetes kézirat, utolsó frissítés: 2008. február, SSRN, <http://ssrn.com/abstract=1020396>
- DIAMOND, D. W. [1984]: Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, Vol. 51. No. 3. július, 393–414. o.
- EKB: Financial Stability Review, European Central Bank 2006. június, december, 2007. június, december, 2008. június
- FDIC [2002]: The S&L Crisis: A Chrono-Bibliography, <http://www.fdic.gov/bank/historical/s&l/>

- GRAMLICH, E. M. [2004]: Subprime mortgage lending: Benefits, costs, and challenges, Remarks at the Financial Services Roundtable Annual Housing Policy Meeting, Chicago, Illinois.
- GREEN, R. K.–WACHTER, S. M. [2005]: The American mortgage in historical and international context, Institute of Law and Economics, Research Paper 06-12.
- HARDT, J.–MANNING, D. [2000]: European mortgage markets: structure, funding and future development, European Mortgage Federation, OECD. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040521/default.htm>
- IMF Global Financial Stability Report (GFSR), 2007. április, szeptember, 2008. április, [www.imf.org](http://www.imf.org)
- JAMESON, R. [2002]: US Savings & Loan crisis, ERisk, 2002. augusztus, <http://www.erisk.com/Learning/CaseStudies/USSLCaseStudy.pdf>
- KEYS, B. J.–MUKHERJEE, T.–SERU, A.–VIG, V. [2008]: Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans, SSRN, First Version: 2007. november, this version: 2008. április
- KIRÁLY J.–NAGY M.–SZABÓ E. V. [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., 2008. július–augusztus, 573–621. o.
- KISS, G.–NAGY, M.–VONNAK, B. [2006]: Credit Growth in Central and Eastern Europe: Trend, Cycle or Boom?, Paper presented at the conference „Finance and Consumption Workshop: Consumption and Credit in Countries with Developing Credit Markets”, Firenze, június 16–17.
- MARSI, E. [2008]: Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről, *Hitelintézet* Szemle, 7. évf. 5. szám
- MAYER, CHRISTOPHER J.–PENCE, KAREN [2008]: Subprime mortgages: what, where and to whom? NBER Working Paper 14083, 2008. június
- MBA [2007a]: Adjustable Rate Mortgage Loan, Mortgage Banking Association, Policy Notes
- MBA [2007b]: Comments in Response to Proposed Statement on Subprime Mortgage Lending, Mortgage Banking Association 72 Federal Register 10533, OCC Docket No. 2007-3005.
- MIAN, A.–SUFI, A. [2008]: The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence for the 2007 Mortgage Default Crisis. Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1072304](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1072304)
- MISHKIN, F. S [2008]: How Should We Respond to Asset Price Bubbles? Speech at the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute’s Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, 2008. május 15.
- NBK – Nemzetközi Bankárképző Központ [2000]: A jelzáloghitelezés intézményi keretei. Nemzetközi kitekin-tés: specializáció és finanszírozás, kézirat, NBK 2000
- PACKER, F.–STEVEY, R.–UPPER, C. [2007]: The covered bond market. BIS Quarterly Review 2007. szeptember
- REINHART, C. M.–ROGOFF, K. S. [2008]: This time is different: a panoramic view of right centuries of financial crises, NBER Working Papers 13882.
- ROUBINI, N. [2006]: Why Central Banks Should Burst Bubbles?, *International Finance* 9:1, 87–107. o., [http://www.cfr.org/publication/10988/international\\_finance.html](http://www.cfr.org/publication/10988/international_finance.html)
- SHILLER, R. J. [2008]: Subprime: the solution, Princeton University Press, 2008
- SZALAI ZOLTÁN [2008]: Eszközárak/pénzügyi egyensúlytalanságok és monetáris politikai stratégia. Előadás a Corvinus Egyetem Pénzügyi modellek kurzusán
- VADAS G. [2006]: A magyar háztartások vagyona – legendák és tények, MNB Occasional Papers 68.
- WHEATON, W. C.–NECHAYEV, G. [2007]: The 1998-2005 Housing „Bubble” and the Current „Correction”: What’s Different This Time? *Journal of Real Estate Research*, forthcoming. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1028895](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028895)
- Wholesale Access Mortgage Research & Consulting Inc. [2004]: Study of the Mortgage Brokerage Business and Industry
1997. évi XXX. törvény a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről  
12/2001. [I. 31.] Kormányrendelet a lakáscélú állami támogatásokról

MARSÍ ÉRIKA

## Elmélkedés a subprime egyes jelenségeiről

A subprime válságról s hatásairól szólva, nem lehetünk eléggé aktuálisak, mert nap mint nap történnek olyan események, amelyeket azelőtt elképzelhetetlennek tartottunk volna. Már sokan és sok helyen bemutatták a subprime hitelezés és értékpapírosítás működési kereteit, az abban résztvevők szerepét, így ezzel most nem foglalkozom. Cikemben meg sem próbálok a legújabb fejleményeket értékelni, mert azok már rég nem lesznek aktuálisak. A válsággal kapcsolatosan inkább egy-egy jelenségre, ok-okozati összefüggésre kívánom felhívni a figyelmet, természetesen a teljesség igénye nélkül.

### A LAKOSSÁGI ELADÓSODOTTSÁG NÖVEKEDÉSE

A fejlett országokban az utóbbi 10-15 évben rendkívül megnövekedett a lakosság adósságalománya. Egyes országokban (USA, Nagy-Britannia, Hollandia) a lakosság hitelállománya meghaladja a GDP 100%-át, de sok más országban is erősen közelít ehhez az értékhez. Jegybankok és vezető nemzetközi szervezetek már hosszabb ideje foglalkoztak a kérdéssel, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából hogyan lehet értékelni a lakosság eladósodottságának a növekedését. 2007-ig kisebb-nagyobb hangsúlyeltolódással, de mind azon a véleményen voltak, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából ez azért nem jelent problémát, mert a háztartások eszközei (vagyon) az eladósodottságnál jobban emelkedtek.

Mindenesetre a háztartások mérlegének növekedése azzal járt/jár, hogy a lakosság a korábnál sokkal kitettebb a kamatok, az infláció, az ingatlanárak, a jövedelmek változásainak; de azt se felejtjük el, hogy a hitelek a fogyasztás révén jelentősen hozzájárultak a gazdaság növekedéséhez. Ha valahol strukturálisan megbomlik a folyamat, az a nagyobb kitettség miatt hatványozottan hat vissza a lakosság pénzügyi helyzetére. Valami ilyennek lehettünk tanúi 2006 nyarán, amikor először érkeztek szállingózó hírek a subprime hitelek problémáiról; az nagyságrendileg közel 10 államot<sup>1</sup> érintett, s akkor még senki sem vette igazán komolyan.

A lakossági eladósodottság kapcsán talán a legnagyobb probléma az – s ez nálunk is igaz –, hogy az eladósodottság struktúrájáról nincs elég információ. Rendszerszinten akkor lehetne megítélni a kitettségek kockázatát, ha lenne információ az adósok rendelkezésére álló jövedelemről, az ingatlan fekvéséről, annak régiók szerinti koncentrációjáról stb. Ennek hiányában a lakossági adósság és a vagyon szintjeinek ismerete nem mond semmit, s igazán a stressztesztek sem adnak értékelhető eredményt.

<sup>1</sup> Ezekben az államokban az autóértékesítés erőteljesen visszaesett, aminek következtében jelentősen megemelkedett a munkanélküliség.

Egyedi szinten a bankok hitelkockázat-kezelése lett volna hivatott kezelni ezeket a kockázatokat, de az értékpapírosítás után ezekkel a kockázatokkal már senki sem foglalkozott, s igazán nem is látta át jelentőségüket.

## **HITELKOCKÁZAT-KEZELÉS: VISSZA AZ ALAPOKHOZ**

A világ sok országában irigykedve néztek az amerikai pénzügyi rendszerre, annak hatékonyságára, fejlett tőkepiacára. Mégis felvetődik a kérdés: hogyan épülhetett fel ott az a subprime hitelezési probléma, amely alapjaiban rázta meg a legerősebbnek tartott pénzügyi rendszert?

Mint már említettem, az értékpapírosított subprime hitelek nemfizetési problémáiról 2006. nyarán jelentek meg az első hírek, miközben a pénzügyi rendszert megrázó, első likviditási/bizalmi válság majd egy évvel később, 2007. augusztusában következett be. Az első negatív jeleknek sem a piaci szereplők, sem a hatóságok sem tulajdonítottak nagy jelentőséget. Ennek oka volt egyrészt, hogy 2001 körül a subprime hiteleknek már volt egy jelentős bedőlési hulláma, amelyet minden jelentősebb megrázkódtatás nélkül élt át a bankrendszer, másrészt – s ez volt a fő különbség a két esemény között – a subprime hitelek döntő többsége értékpapírosításra került, így a bankok nem érezték érintve magukat.

Tehát az események kezdetén nem a bankok portfóliójában szereplő hitelek kockázata okozta a bizalmi válságot – bár a válság terjedésével azok minősége is romlott –, hanem az értékpapírosított, majd többszöri átsomagolás után befektetőknek, befektetési bankoknak, hedge fundoknak eladott értékpapírok kockázata. A többszöri átsomagolás után (talán az átsomagolók kivételével, ha egyáltalán átlátta bárki is) igazán már senki sem tudta, hogy az értékpapírsomagok mögött milyen struktúrájú eszközök és hitelek állnak; a bankok, az értékpapírosítók és a befektetők között csak cash flow-k áramoltak, s a bizalmi válság akkor indult el, amikor ez a cash flow-áramlás látványosan lecsökkent.

Meggyőződésem: a helyzet súlyosbodásában jelentős szerepet játszott, hogy ebben az értékpapírosítási konstrukcióban senki sem foglalkozott a hitelek kockázati monitoringjával, s ezzel az az alapvető hitelkockázat-kezelési lépcső hiányzott, amikor a veszteségek csökkentése érdekében vagy időben át lehetett volna strukturálni a hiteleket, vagy mielőbb leírni, legalábbis nem másokra hárítani át azokat. Ha úgy vesszük, a helyzet klasszikus példája a „pénzügyi fertőzésnek”, amikor ahelyett, hogy a problémák felszínre kerülésekor a veszteségek csökkentése lett volna az érdek, a résztvevők akarva-akaratlanul megfertőzték vele a piacok többi szereplőjét.

A válság kapcsán többek a kockázatkezelés erősítésére hívták fel a figyelmet, miközben az említett bankokban már akkor is fejlett kockázatkezelési módszertanok és eljárások működtek. Ezzel szemben én inkább azt hangsúlyoznám, hogy vannak olyan alapvető kockázatkezelési funkciók (kockázatmonitoring, work-out), amelyeket a kockázatok transzferrálása esetén is el kell látnia valakinek. Tehát nem önmagában a subprime hitelezés, és még

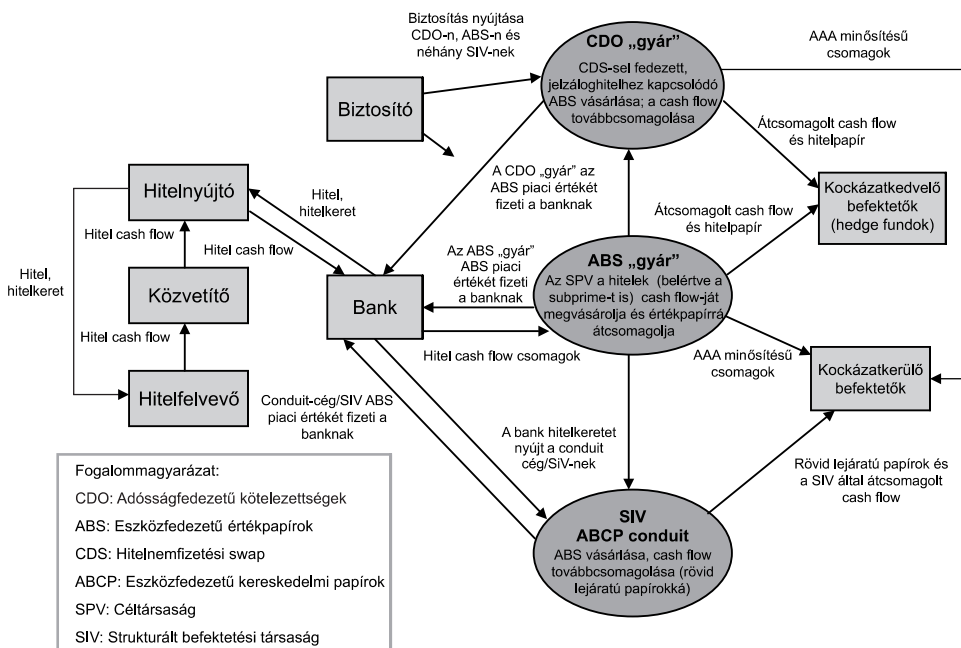
csak nem is az értékpapírosítás a fő probléma, hanem az, hogy a folyamatban az alapvető kockázatkezelési funkciókat senki sem látta el.

Joggal vetődhet fel a kérdés: amennyiben a problémás értékpapírosított hitelek nem a bankok mérlegében voltak, akkor miért szenvedtek el a kereskedelmi bankok (pl. a Citibank) ilyen mértékű veszteségeket? A válasz viszonylag egyszerű. Az értékpapírosító cégek (Special Purpose Vehicles – SPV<sup>2</sup>-k) adózási okok miatt önálló társaságok voltak, amelyek tulajdonjogilag csak ritkán kapcsolódtak a bankokhoz, tehát általában nem konszolidálták őket, bár az értékpapírosítók mögött hitelkerettel ott álltak a bankok. Így például a Citibank esetében a Markets and Banking üzletágban a 2008. március 31-i adatok szerint az SPV-ken keresztül 491 Mrd USD értékű értékpapírosított kitétségből mindössze 57 Mrd USD kapcsolódott konszolidált SPV-hez.

A subprime hitelnyújtás, finanszírozás és értékpapírosítás folyamatát a következő ábra érzékelteti, amely jól mutatja, hogy a hitelek bedőlése hogyan fertőzte meg a pénzügyi rendszer egészét.

1. ábra

### A subprime folyamat



Forrás: IMF

2 Az SPV itt összefoglaló elnevezésként szerepel, az értékpapírosító cégeknek nagyon sok formája létezik, pl. SPE (special purpose entity, céltársaság), conduit (közvetítő jellegű ügylet lebonyolítására létrejött cég),

Amíg az üzlet jól ment, addig az SPV-k a pénz- és tőkepiacról finanszírozták magukat, mivel az jóval olcsóbb volt, s így a banki hitelkeretek gyakorlatilag kihasználatlanok voltak. A likviditási válság elindulásával és az értékpapírok árfolyamának drasztikus csökkenésével a bankok kénytelenek voltak az SPV-k mögé állni, s ezzel az értékpapírosított subprime kitettségek visszakerültek a bankok mérlegébe.

Ha már a bankok nem foglalkoztak az értékpapírosított hitelek kockázati monitoringjával, kérdésként merül fel az is, hogy ugyanezen bankok a hitelkeretről szóló döntéseket milyen információk alapján hozták meg, illetve milyen módszerrel minősítették az értékpapírosító-csomagoló cégeket. Márpedig ezen módszerek és eljárások, lássuk be, a legalapvetőbb banki kockázatkezelési követelmények; nem hiszem, hogy a fejlett amerikai bankok ne lettek volna ennek tudatában. Összességében én ezért nem általában a kockázatkezelés fejlesztését szorgalmazók véleményével értek egyet, hanem inkább azzal, hogy vissza kell térni a kockázatkezelési alapelvekhez. Lehet akármilyen összetett és szofisztikált egy termék, ha abban hitelkockázat van, akkor biztosítani kell az ahhoz szükséges kockázatkezelési lépéseket (adósminősítés, döntés, monitoring, kontroll és folyamatos minősítés, esetleg értékvesztésképzés, work-out).

## ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS: HITELKOCKÁZAT VERSUS PIACI KOCKÁZAT

Az értékpapírosításnak nagyon sok előnye van a bankok számára: megkönnyíti a portfóliók finanszírozását, a likviditásmenedzsmentet, s mindezt alacsonyabb tőkekövetelmény mellett. Az értékpapírosított csomagok a befektetési és a kereskedelmi bankok esetében a kereskedési célú portfólió részei voltak, s mint ilyenekre, a kereskedési könyvi tőkekövetelmény vonatkozik rájuk. A kereskedési könyvi tőkeelőírások alapvetően a piaci kockázatokat hivatottak kezelni, bár a hitelkockázatra is léteznek tőkeelőírások. Amennyiben az értékpapíroknak megfelelő külső minősítése van – márpedig itt ez volt a helyzet –, a hitelkockázatok tőkekövetelménye gyakorlatilag nulla.

Most vonatkoztassunk el a minősítő cégek értékelésétől – attól, hogyan lehetnek ezek az értékpapírok AAA minősítésűek –, inkább nézzük meg, hogy az átcsomagolt értékpapírok esetében hogyan lehet értékelni a hitelezési kockázatot. A hitelezési kockázat a nemfizetés, vagyis a bedőlés kockázata: ha egy vállalat bocsát ki kötvényt, akkor a vállalat által kötelezően nyilvánosságra hozott információk alapján a befektető egyértelműen meg tudja ítélni az adott cég bedőlésének kockázatát. Az értékpapírosított trancheek több ezer ügyfél különféle típusú, lejáratú és különböző eszközfedezetű hitelportfólióját tartalmazták, ahol a „bedőlés” (vagyis a „senki semmit sem fizet”) fogalma értelmezhetetlen, mivel ha kisebb mértékben is, de valaki(k) valamennyit fizetni fog(nak). Egyébként a minősítő cégek is hasonlóval érveltek, mondván: ők nem a csomagok cash flow-ját, hanem kizárólag az adott értékpapírcsomag bedőlésének valószínűségét minősítették.

Menjünk tovább a gondolatmenetben: a kereskedési tőkekövetelmény VaR-alapon, megfelelő konfidenciaszint mellett 10 napos tartási periódusra írja elő a tőkekövetelmény meghatározását. Könnyen belátható, hogy az értékpapírosított csomagokban lévő hitelek

többéves és időben változó hitelkockázatát, ami a gyakorlatban kisebb-nagyobb cash flow-mozgásokban nyilvánul meg, a kereskedési könyvi tőkeelőírás nem tudja kezelni. Arról nem is beszélve, hogy az árfolyamok hirtelen esése, ami az eszközök értékelésének is az alapja, ugyanarra a stratégiára ösztönzi az abban érintetteket, ami tovább erősíti a piaci turbulenciát, ennél fogva az eszközök további leértékelődését.

A klasszikus befektetési bankokat azért is érintette erőteljesebben a válság, mert azonnal leértékelődött a kereskedési portfóliójuk, amit súlyosbított a pénzügyi finanszírozások, források beszűkülése. Érdekességként: a helyzetet még az is súlyosbította, hogy az SEC több százmilliárd dollárnyi eladott értékpapír visszavásárlására bírta rá e bankokat, azzal vádolva őket, hogy az értékpapírok eladásnál megtéveszthették a befektetőket. Az utóbbi idők fejleményei – főleg a finanszírozási stabilitás miatt – több befektetési bankot is a kereskedelmi bankká válás irányába terel, ami csak akkor üdvözölendő, ha az eszközszerkezetük a mainál diverzifikáltabb lesz; ellenkező esetben a fertőzésveszély a betéteseket és kisbefektetőket is súlyosan érintené.

A stabilabb finanszírozási struktúra és a diverzifikáltabb eszközszerkezet miatt (ami a tőkebevonás esélyét is javítja) a nagyobb univerzális bankok kevésbé érintettek, bár itt is találkozhattunk komoly meglepetésekkel. Így pl. a Citibank, amely jövedelmezősége miatt az utóbbi években erőteljesen elmozdult a befektetési banki üzletág felé, számottevő veszteségeket volt kénytelen leírni. Sokatmondó szám, hogy az utolsó kedvező évben (2006-ban) a Citibank nyereségének 60%-a a befektetési banki üzletágból adódott.

Még nehezebb az értékpapírok tényleges kockázatának értékelése és a tőkekövetelmény meghatározása, ha a bizalmatlanság miatt gyakorlatilag megszűnik az értékpapírok kereskedelme, miközben nem beszélhetünk klasszikus bedőlésről. E helyzet kezelésére javasolja a Bázeli Bizottság egy ún. járulékos hitelkockázati tőkekövetelmény bevezetését.

Mi lehet a megoldás? Be kell szüntetni az értékpapírosítást, s az azzal való kereskedési tevékenységet? Semmiképpen sem, de – mint minden nyilvánosan kibocsátott értékpapírnál – nyilvánosságra kell hozni azokat az információkat, amelyek időben lehetővé teszik tényleges kockázatuk értékelését (beleértve a mögöttes eszközök és hitelek összetételének és minőségének folyamatos értékelését, amelyről az értékpapírosító cégeknek és az eladó bankoknak együtt kellene gondoskodniuk). A kereskedési könyv hitelkockázati tőkekövetelménye esetében pedig, a bankokhoz hasonlóan, egyéves tartási periódussal lenne szükséges számolni.

## **AZ ÉRDEKELTSÉGI RENDSZEREK ANOMÁLIÁI**

Tény, hogy mindig hálás téma a bankárok fizetését felemlíteni, amit napjainkban számos vezető szóvá is tesz, főleg az USA-ban és Nagy-Britanniában. Ám ennél sokkal fontosabb: a subprime válság kialakulásában jelentős szerepet játszott, hogy a fent vázolt konstrukcióban (1. ábra) egy olyan rendszert alakult ki (amíg ki nem pukkadt), ahol mindenki csak

a jutalékban és a volumenek növelésében volt érdekelt. Az „originate and distribute” modell<sup>3</sup> a résztvevők szemében látszólag „kockázat nélküli”, nagyon jól jövedelmező üzletágnak tűnt, ami tovább ösztönözte őket a tőkeáttétel növelésében.

A kedvező profit mindig a kockázatok alábecslésére hajlamosít, márpedig az eredmény tekintetében az amerikai pénzügyi rendszer „nagyon szép” teljesítményt tudott felmutatni az utóbbi 10-15 évben. Ha feltételezzük, hogy a konstrukcióban és a folyamatban minden résztvevő (ügynök, bank, értékpapírosító, minősítő, befektető stb.) a kockázatkezelés területén csak egy kicsit elnézőbb a szokásosnál, az rendszerszinten a kockázatok halmozódásához vezet, miközben az abban résztvevők nem is érzékelik.

A tényleges hitelkockázatok megítélését nehezítette az is, hogy a bankok mérlegében lévő – igaz, jó minőségű – hitelek bedőlési aránya az utóbbi évtizedekben nagyon alacsony volt, s vélhetően a jövőbeni kockázatoknál is ezekkel a számokkal kalkuláltak. 2007-ig a 30 napja nem fizető lakossági jelzáloghitelek aránya 2% alatt volt, sokszor az 1%-ot is alig haladta meg.<sup>4</sup>

Ha a bankok érdekeltségi rendszere nemcsak az eredményen, hanem a kockázatokkal korrigált tőkén és a kockázatokkal korrigált eredményen alapult, az „originate and distribute” modell akkor is a múltbeli tapasztalatok hiányában nem tükrözhetette a tevékenység kockázatoságát, és ezért még ilyen érdekeltség esetén is növekedésre ösztönözhetett.

A legfelsőbb menedzsment érdekeltségi rendszerénél még fontosabb az intézményeken belüli érdekeltségi rendszer felépítése. Veszélyesek lehetnek az üzleti területek volumenének és piaci részesedésének növelésére koncentráló, kompenzációs struktúrák, amelyek azért nálunk sem példa nélküliek. A szabályozók vélhetően nagyobb nyilvánosságot fognak ezen a téren kikényszeríteni; mindenestre a kérdéskör az állami segítséget kapó intézmények körül feltehetően érzelmi hullámokat fog gerjeszteni.

## TÖKESZABÁLYOZÁS: A BÁZEL II. SEGÍT IS, MEG NEM IS

A Bazel I-es tőkeszabályozási struktúrában az értékpapírosított subprime kitettségek közül csak a bankoknak az értékpapírosítók rendelkezésére bocsátott hitelkereteire vonatkozik tőkeelőírás. A lejárat idejétől és a szerződés tartalmától függően a tőkekövetelmény akár 0% is lehet, de normál esetben is csak a szokásos 8%-os tőkeelőírás 50%-a, ami a fejlemények ismeretében alig nyújt fedezetet a kockázatokra. Megállapíthatjuk, hogy a tőke oldaláról a Bazel I-es szabályozás nem képes a konstrukció kockázatait kezelni.

Mint ismeretes, a Bazel II. szabályozás három pilléren alapul. Az első pillér a sztenderd módszer mellett lehetővé teszi a modellalapú tőkeszámítást; a második pillér belső tőkeszá-

3 Az „originate to distribute” (OtD) modellről, valamint az „originate and -distribute” (OaD) modellről részletebben I. folyóiratunk jelenlegi számában KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON *Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok* című cikkét.

4 2008 második negyedévének végén ez a szám már 4,21% volt (forrás:FED).



mítást ír elő, amelyet a felügyeletnek felül kell vizsgálniuk; míg a harmadik pillér nyilvánosságra hozatali követelményeket ír elő.

Az USA-ban a Bázeli II. bevezetésétől – bár a kezdeményezés onnan indult – korábban azért ódzkodtak a szabályozó hatóságok, mivel a historikus adatok alapján nagyon alacsony volt a hitelbedőlési arány, s emiatt kétségek merültek fel azon a téren, hogy ki lehet-e alakítani megfelelő modelleket a tőkeszámításra. A sors iróniája: úgy néz ki, most már több tapasztalat és adat lesz a bedőlésekre, ennek ellenére a modellek csak normál üzletmenet esetén adnak megfelelő eredményt a tőkére; modellekkel extrém helyzeteket nem lehet kezelni, márpedig itt valami hasonlival állunk szemben. További hátránya a modellalapú számításnak, hogy prociklikus jellegű. Ha az amerikai bankok már tíz éve ilyen módon számították volna a tőkekövetelményt, akkor a válság kirobbanása előtt biztosan alacsonyabb tőkével rendelkeztek volna, mint így, mivel a megelőző években nagyon alacsony volt a hitelbedőlések aránya.

A Bázeli II. szabályozás a korábbi kedvező tapasztalok miatt (alacsony PD, megfelelő LGD) nagyon kedvező a jelzálogfedeztetű lakossági kitettségek esetében. Ezen kitettségek tőkekövetelménye még sztenderd módszer esetén is – bizonyos feltételek mellett – a normál 8% helyett 2,8%. Kérdés, hogy a lakossági ingatlankitettségek hitelkockázatának növekedése – az EU egyes országait is beleértve – nem indokolja-e ennek felülvizsgálatát?

Sokan úgy vélik, a nagy előrelépést a Bázeli II. szabályozásban a második pillér jelenti, vagyis az, hogy ennek keretében a felügyeleti hatóságok képesek lesznek az intézmények tényleges kockázatának megfelelő tőkeszintet előírni. Többen javasolják azt is, hogy a II. pillérben lehetne az I. pillér prociklikusságát kezelni – vagyis kedvező körülmények között növelni, kedvezőtlen feltételek mellett pedig csökkenteni a tőkekövetelményt. Tény és való, hogy a felügyelet a II. pillérben kapott felhatalmazás alapján, tekintettel a bankok fennálló közvetett (mérlegen kívüli, nem konszolidált) és közvetlen kitettségeire az „originate and distribute” modellben, megalapozottan állapíthattak volna meg magasabb tőkekövetelményt. Ugyanakkor a felügyeletek ilyen irányú szándékát nagyban hátráltatná, ha szabályozás az I. pillér alapján továbbra is nagyon alacsony tőkekövetelményt határozna meg a lakossági jelzálog-kitettségekre.

A Bázeli II. harmadik pillére, vagyis a nyilvánosság is nagyon fontos, de nem vagyok meggyőződve arról, hogy a kockázatkezelés megfelelő voltát a nyilvánosságra hozott adatok és információk érdemben befolyásolják. A nyilvánosságra hozatal célja a megfelelő corporate governance működés biztosítása, de ezzel nem javítható a kockázatkezelés. A nyilvánossághoz, de nem kizárólag a Bázeli II.-höz kapcsolódik, hogy az angol felügyeleti hatóság (FSA) a subprime kitettségekhez kapcsolódóan felmentést adott az intézményeknek, hogy bizonyos információkat – amelyeket jogszabály alapján nyilvánosságra kellene hozniuk – mégse kelljen közzé tenniük.

## HATÓSÁGI INTÉZKEDÉSEK ÉS A MORAL HAZARD KÉRDÉSE

Jelen helyzetben a világ jegybankjainak és felügyeleti hatóságainak elsődleges érdeke a piac likviditásának helyreállítása és azon intézmények válságának kezelése, amelyek rendszerkockázatot hordoznak. Míg a piac likviditásának biztosításában vezető jegybankok egymással is szorosan együttműködnek, addig az intézményekkel kapcsolatos felügyeleti intézkedésekben nem látható koordináció. Példa erre a Lehman Brothers esete: az intézmény úgy került csődvédelem alá az USA-ban egy szombati napon, hogy londoni leánya pénteken még átutalt neki hétfői határidővel 5 Mrd dollárt, amelyet aztán nem kapott vissza. Az újságok csak „London elárulásaként” említik az esetet.

Míg az USA-ban a FED aktív és gyors, addig Európában, egy-két esetet kivéve, nem sokat lehet tudni az érintettségről és az intézkedésekről sem. Mindenesetre a FED akciói, amelyek az államosítástól a felvásárlás meghitelezéséig széles skálán mozognak, az azonnali és gyors intézkedés prioritását támasztják alá. A piacok bizalmatlansága és a válság eddigi fejleményei alapján az azonnali és gyors beavatkozás szakmailag teljesen indokolt, ugyanakkor így a moral hazard kockázata jelentősen megnő. Ennek folyományaként joggal vetődik fel a kérdés: miért ment meg egy biztosítót, miért segítkeznek már másodsor, hogy a JP Morgan kedvező áron vásárolhasson, miközben a JP Morgan kijelenti, hogy ő is szívesen részesedne a 700 Mrd dolláros állami segélycsomagból? A moral hazard elleni FED-fellépés egyik áldozata talán éppen a Lehman Brothers, amelyet a központi bank hagyott csődbe menni.

Az USA-ban – a moral hazard kockázata ellenére – az intézményi válságok kezelése sokkal hatékonyabb és gyorsabb, mint Európában. Ennek egyik klasszikus példája a Northern Rock esete is, ami azt támasztja alá, hogy nyilatkozatokkal egy válságba sodródott intézményt már nem lehet megmenteni, s az idő múlásával csak nő az a veszteség, amelyet az adófizetőknek állniuk kell. A mai körülmények között a felügyeleti hatóságoknak szóló, legfontosabb üzenet az, hogy probléma esetén egy adott intézmény esetében képesnek kell lenniük az azonnali döntésre: rendszerkockázat szempontjából hogyan minősítik, vagyis szükség esetén megmentsék-e vagy sem; az akció formája már másodlagos.

Az egyedi válságkezelések költségénél a verseny és a hatékonyság szempontjából hosszabb távon sokkal több kérdést vet fel az állami tulajdon megjelenése a pénzügyi közvetítés piacán. Például többen kifogásolták, hogy a Northern Rock skandináv leányvállalata a piaci-nál alacsonyabb kamattal ajánl hiteleket az ügyfeleknek, s állami tulajdonnal a háta mögött, ezt könnyen megteheti. Mindenképpen az lenne a célszerű, ha a válság lecsengésével az állam mint tulajdonos minél előbb kivonulna a pénzügyi piacokról.

Mindenesetre a pénzügyi világ átrendeződése előtt állunk: nagyon sokan veszítettek és fognak veszíteni; bár kevesen, de azért lesznek nyertesek is.

ERDŐS MIHÁLY–MÉRŐ KATALIN

# A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése

Tanulmányunkban a subprime válság által felvetett kérdések közül azokat elemezzük, amelyek a pénzügyi szervezetek felügyelése szempontjából kiemelten fontosak, és a magyarországi felügyelés szempontjából is relevánsak. Az elemzett problémák körében minden esetben igyekszünk különbséget tenni a bankokra és nem banki pénzügyi közvetítőkre gyakorolt hatásuk között. A felügyelés szempontjából kiemelten fontosnak tekintjük a következő kérdéseket: a bankmodell megváltozásának felügyelési következményei, a likviditás felügyelése, a hitelkockázat-kezelés megfelelősége, az ügynökök szerepe és az üzleti modellhez kapcsolódó ösztönzők.

## 1. BEVEZETÉS

Az USA-ból kiinduló – és mára a nemzetközi pénzügyi piacok számos szegmensét elérő –, ún. subprime válság elemzésével, következményeinek feltárásával, illetve a levonható tanulságokkal már számos cikk és elemzés foglalkozik az akadémiai irodalomtól a szakmai szervezetek elemzésein át egészen a politikai javaslatokig terjedő, igen széles palettán. Ezen belül is több olyan cikk született, amely a válság kapcsán a pénzügyi szabályozással és felügyeléssel kapcsolatos problémákra összpontosít. Egy részük csoportba gyűjtve veszi számba és elemzi azokat (ide sorolható pl. *Goodhart* [2008a], *Eichengreen* [2008], *Roubini* [2008], *Shadow Financial Regulatory Committee* [(2007)]. Cikkünkben mi is a problémák számbavételén alapuló elemzés módszerét választottuk. Néhány olyan, a felügyeléssel kapcsolatos kérdést tekintünk át, amelyek a magyar pénzügyi intézményi rendszer és felügyelése szempontjából is fontosak. Ennek megfelelően, elemzésünkben is azt a célt tűztük ki, hogy a hazai felügyelés szempontjából fogalmazzunk meg érdemi megállapításokat és következtetéseket. Bár a válság kiindulópontja és legfőbb érintettje a bankszektor – ezen belül is annak a hagyományos banki modellt az *originate to distribute*<sup>1</sup> modellre felváltó, lakossági jelzálog-finanszírozással foglalkozó szegmense volt –, cikkünkben a felügyelési következményeket nemcsak a bankszektorra, hanem a teljes pénzügyi intézményi rendszerre vonatkozóan áttekintjük.

1 Az „originate to distribute” modell lényege az „originate to hold” modellel szemben, hogy míg az utóbbinál a hitelnyújtás kockázatvállalási céllal, azaz a hitelek „tartásának”, a hitelportfólió növelésének céljával történik, az „originate to distribute”modellnél a hitelnyújtás eleve úgy kezdődik, hogy annak kockázatát majd – értékpapírosítás segítségével – részben vagy teljes mértékben a tőkepiaci befektetőkre hárítják át, a tőkepiaci befektetőkre „osztják szét”. (A modellnek számos leírása található, többek között a *Hitelintézeti Szemle* jelen számában KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON *Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok* című cikkében.)

Az általunk legfontosabbnak azonosított, magyarországi relevanciával is rendelkező problémák a következők:

1. a bankmodell megváltozásának felügyelési következményei,
2. a likviditás felügyelése,
3. a hitelkockázat-kezelés megfelelése,
4. az ügynökök (közvetítők) szerepe,
5. az érdekeltségi rendszer átalakulása.

A következőkben a fenti öt kérdéskört elemezzük a teljesség igénye nélkül, azokra a jelenségekre és következményekre összpontosítva, amelyek véleményünk szerint a hazai felügyelés szempontjából is lényegesek. Minden egyes kérdéskör kapcsán igyekszünk különbséget tenni a problémáknak a bankokra, illetve a nem banki pénzügyi közvetítőkre gyakorolt hatása között.

## **2. A BANKMODELL MEGVÁLTOZÁSÁNAK FELÜGYELÉSI KÖVETKEZMÉNYEI**

Amikor azt vizsgáljuk, milyen következményekkel járt a felügyelésre nézve a bankmodellek megváltozása, arra vagyunk kíváncsiak, hogy vajon a hagyományos betétgyűjtő és hitelt nyújtó bankmodellől a kockázatokkal kereskedő bankmodell<sup>2</sup> át a napjaink legnagyobb pénzügyi válságához vezető *originate to distribute* bankmodellig vezető változásokat követte-e a bankok szabályozásának és felügyelésének változása; a ma alkalmazott módszerek alkalmasak-e a nem hagyományos banki modellek kockázatainak megfelelő mérésére és elfogadható szinten tartására. Azt is vizsgáljuk, hogy a bankmodell megváltozása milyen hatással van a nem banki pénzügyi közvetítő tevékenységére, kockázataira, és ez milyen következményekkel jár az intézmények felügyelése szempontjából.<sup>3</sup>

### ***2.1. A bankmodellek megváltozásának hatása a bankok felügyelésére***

Ma a bankfelügyelés központi kérdése az, hogy vajon az adott bank elegendő tőkével rendelkezik-e kockázatainak fedezésére. A felügyelés alapfilozófiája a hagyományos betétgyűjtő, hitelt nyújtó és a hitelt lejáratig a portfóliójában tartó bankra támaszkodik. Ennek szabályozása és felügyelése során a legfőbb cél a betétes pénzének a megvédése, hiszen a bankbetét definíció szerint a kockázatkerülő befektetők nagyon alacsony kockázatot hordozó, de átláthatatlan pénzügyi közvetítőhöz elhelyezett pénzügyi eszköze. Ennek alacsony kockázatát az állam által üzemeltetett védőháló, a betétbiztosítás és a jegybanknak mint végső mentvárnak a hitelezői funkciója (*lender of last resort* – LoLR) is biztosítja. A banktevékenységből fakadó, immanens kockázatokat, valamint az állami védőháló túlzott koc-

2 Kockázatokkal kereskedő banki modellel az ALLEN és SANTOMERO [1998] által leírt és dokumentált [2001] által bankmodellét értjük, ahol a banknak az *információs* aszimmetriából és tranzakciós költségekből eredő előnye egyre inkább elolvad, ezért a bankok – a pénz- és tőkepiaci versenytől vezérelve – tevékenységüket a kockázatkezelési szolgáltatások nyújtása, a kockázatokkal való kereskedés irányába tolják el, elsősorban a derivatív ügyleteken keresztül.

3 A felügyelés kérdéskörében, a felügyeleti modell változásáról I. folyóiratunk mostani számában MÓRA MÁRIA *Mi a teendő? – Kiütékes és másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán* című cikkét.

kázatvállalásra ösztönző hatását (moral hazard) a szabályozás és felügyelés a prudenciális szabályozással ellensúlyozza. Ennek központi eleme a tőkeszabályozás, amely akkora tőkeszintet próbál előírni a bankok számára, amekkora éppen azt biztosítja, hogy a bank által vállalt kockázatok csak a tulajdonos pénzét veszélyeztessék, a betétesek pénze mindenkor biztonságban legyen.

Ez az alapséma akkor is igaz, ha a mai tőkeszabályozás számos olyan elemet is magában foglal, amely a bankmodellek fejlődésére adott szabályozási válasznak tekinthető. Már maga az 1988-as bázeli tőkeszabályozás is alkalmazkodik ahhoz, hogy a bankok hagyományos hitelezési tevékenységük mellett egyre több kockázatkezelési tevékenységet végeznek, egyre nagyobb arányban vállalnak derivatív ügyletek formájában megjelenő kockázatokat is. Ennek megtestesülése, hogy az egyszerű tőkeáttétel-szabályozás helyett (ami a banki hitelezés korlátozásán keresztül védte a betéteseket), a mérlegen kívül vállalt kockázatok kezelésére bevezette a hitelegenértékesítés fogalmát, és a mérlegen kívüli kockázatvállalást is tőkével fedeztette.

A bankok kereskedési tevékenységének terjedésére, a bankok egyre nagyobb piaci kockázatvállalására adott szabályozói reakciót a piaci kockázatok tőkekövetelményének bevezetése és az európai tőkeszabályokba való integrálása jelentette 1993-ban. Ezt a piaci kockázati tőkekövetelményre vonatkozó szabályozói megközelítést az élet nagyon hamar felülírta. 1996-ban a Bázeli Bizottság már olyan új szabályrendszert alkotott, amely a piaci kockázatok kapcsán engedélyezte a bankok saját (a korábbi szabályozói modellnél sokkal összetettebb, a kockázatokat pontosabban becsülő), legjobb kockázatkezelési gyakorlatát jelentő modelljeinek szabályozási célú használatát.

A Bazel II-es bankszabályozás nem jelent további előrelépést ebből a szempontból. A tőkével fedezendő banki kockázatok körét ugyan sokkal átfogóbban határozza meg, mint az elődje, de az originate to distribute bankmodell speciális kockázatainak kéz-bentartására ugyanúgy nem alkalmas, mint a korábbi szabályrendszer. Bár elkülönített portfóliószegmenseként megjelenik benne az értékpapírosított pozíciók tőkekövetelménye, ez gyakorlatilag ugyanarra a logikára épül, mint bármely más hitelkockázati szegmens tőkekövetelménye: az értékpapírosított pozícióknak a bank portfóliójában maradó, illetve a bank által garantált vagy visszavásárlási opcióval eladott szegmense mögé állít akkora tőkekövetelményt, ami ennek a portfóliószegmensnek a kockázatait hivatott fedezni.

A hagyományos bankmodellben is számos bank értékpapírosította és adta el a bankrendszeren kívülre hitelkockázatának egy részét. Azonban ez tevékenységének kiegészítő eleme volt – része annak, ahogyan a kockázatokkal kereskedve, a kockázati étvágynak megfelelő szintre állítja be hitelkockázatait –, és nem ez volt a bankok alaptevékenysége. Az originate to distribute modellben a betétesek védelme már nem oldható meg azzal, ha a bank számára előírjuk a bank könyveiben lévő kockázatok fedezésére elegendő tőkekövetelményt és az ehhez szükséges tőke meglétét, hiszen itt a bank tevékenységének lényege, hogy a portfóliójában tartott, vagy általa garantált hitelek sokszorosát nyújtja és értékesíti speciális befektetési társaságok (SIV<sup>4</sup>) közbeiktatásával a pénzügyi szektor más intézmé-

4 A Structured Investment Vehicle (SPV) a Special Purpose Vehicle (SIV), azaz a különleges célú gazdasági egységek (KCGE) egyik fajtája, amely kifejezetten az eszközfedeztetű banki hitelek átsomagolására és továbbértékesítésére jött létre. Tipikus üzleti tevékenysége során az értékpapírosított hiteleket rövid lejáratú (jellemzően 90 napos) értékpapírfedeztetű kereskedelmi papírokkal (ABCP) finanszírozza. Jellemző, hogy az esetleges átmeneti likviditási problémák elkerülésére az eszközeit a SIV-nek eladó bank hitelkeretét is nyújtja a SIV-nek.

nyeinek. A bankbetét mindig csak a hiteleknek egy elenyésző, még nem értékesített hányadát finanszírozza, az értékesített állományok pedig strukturált befektetési termékek formáját öltik. Innen kezdve árukat, mint minden befektetési termék árát, a piaci mechanizmusok mozgatják.

Mi ebben a rendszerben a bankok kockázata? Egyrészt megmarad a portfóliójukból fakadó és tőkekövetelménnyel jól fedezhető kockázatuk. Másrészt két újfajta kockázat jelentkezik:

- a portfólió értékpapírosítása folytonosságának kockázata (vagyis az alkalmazott üzleti modell fenntarthatóságának kockázata), és
- a piaci áresés portfólióra való azonnali visszahatásának kockázata is megjelenik.

Az első kockázat egyrészt abban áll, hogy ha a bank által értékpapírosított portfóliók értéke nagyon lecsökken, akkor a bank nem tudja az értékpapírosítási céllal nyújtott, új hiteleit értékpapírosítani. Ez egyrészt első lépésben likviditási problémát okoz, hiszen nincs az ily módon váratlanul a mérlegében maradt eszközök mögött forrás, másrészt, második lépésben szolvenciaproblémát is, hiszen a banki eszközök állománya felduzzad, miközben a tőke nem nő ezzel arányosan. Ráadásul az eszközállomány felduzzadása az eszközök értékének számottevő csökkenése mellett megy végbe, ami önmagában is szolvenciaproblémát jelent. Ezzel párhuzamosan, az üzleti modell fenntarthatatlanná válása nemcsak a banki portfólió finanszírozási nehézségei révén okoz likviditási kockázatot, hanem azáltal is, hogy ez esetben a banki portfólió értékpapírosítását bonyolító SIV-nek is azonnal le kell hívnia a banki hitelkeretét. A hitelkeret lehívása egyrészt azonnali, pótólágos likviditási teher a bank számára, másrészt a keret lejárta után – ha a piaci bizalmi és likviditási válság ez idő alatt nem oldódik meg – automatikusan felmerül megújításának az igénye, hiszen a SIV-nél lévő, sokéves lejáratú hitelportfólió mögött nem áll semmilyen más finanszírozás. A likviditási probléma feloldásának kézenfekvő eszköze lehetne a bankközi forrásbevonás, amit viszont nagyban nehezít a forráshiányos bankok esetében felmerülő inszolvenca erős gyanúja. Mivel a bankközi hitelezés jellemzően bizalmon alapuló, fedezetlen hitelek nyújtását jelenti, egy ilyen helyzetben természetesnek tekinthető a bankközi piacok kiszáradása az értékpapírosító bankok irányában. Éppen az üzleti modell fenntarthatatlanságából fakadó kockázat okozta konkrétan a Northern Rock Bank bukását is.

A második kockázat abban áll, hogy az eszközök értékének piaci indíttatású visszaesése önmagában is szolvenciaproblémákat okoz, hiszen ekkor a teljes, értékpapírosítási céllal nyújtott hitelportfólió értéke csökken, ami a hitelminőség romlása miatt azonnali tőkekövetelmény-növekedést, illetve értékvesztésképzést eredményez. A tőkehelyzet helyreállítása azt követelné, hogy a bank – adott tőkeszint mellett – további eladások révén csökkentse portfólióját, amit viszont a piaci helyzet éppen nem tesz lehetővé. Vagy ha mégis, akkor csak olyan alacsony árak mellett, ami az azonnali, nagymértékű veszteség realizálásával okoz szolvenciaproblémát. Ezt a mechanizmust mint az értékpapírosító bankmodell tőkeáttételének prociklikusságát mutatja be *Adrian és Shin* [2008]. A fenti mechanizmus révén az originate to distribute modell tovább fokozza a banktevékenység eredendő prociklikusságát, vagyis azt a sajátosságát, hogy a gazdasági ciklus felívelő szakaszában a bankok túlzottan optimistán ítélik meg a hitelfelvevők helyzetét, könnyebben adnak hitelt. Ezzel szemben a leszálló ágban pesszimistává válnak, erősen visszafogják a hitelezést, sokszor a jó ügyfelek hitelkeresletét sem kielégítve. A banktevékenység prociklikusságának

fokozását a bankszabályozás is erősíti, hiszen a Bázel II-es tőkekövetelmények maguk is erősen prociklikusak<sup>5</sup>. Az originate to distribute modell azzal is tovább fokozza a banktevékenység prociklikusságát, hogy ebben a bankmodellben a banknál lévő hitelportfólió értéke ugyanúgy viselkedik, mint a már értékpapírosított portfólióké, vagyis azonnal és ugyanolyan mértékben csökken, mint a piacon lévő, értékpapírosított elemeké. Egy nagy piaci áresés következtében tehát tőkekövetelményük azonnali és nagymértékű megugráásával, pótlólagos tőke hiányában pedig az inszolvenca veszélyével kell szembesülniük a bankoknak. Ennél a forgatókönyvnél a bankok már kizárólag piaci mozgásoknak kitett, azonnal átértékelődő hitelportfólióval rendelkeznek, függetlenül attól, hogy mikor realizálják a hitelezési veszteségeiket, vagyis – a számviteli szabályoktól függetlenül – az originate to distribute bankmodell logikájához közgazdaságilag a portfólió valós értékelése tartozik, hiszen a portfólió kialakításának célja az értékpapírosítás utáni eladás, és nyilvánvaló, hogy eladni csak napi piaci áron lehet. A piac azonnali átárazó hatása pedig szélsőséges esetben lehetetlenné teszi azt, hogy a bankok a betéteseknek fix ígéretet tegyenek betéteik nominális (sőt kamattal növelt) összegének visszafizetésére, hiszen egy piaci árazású eszközérték áll szemben egy historikus értékelésű, bekerülési költségen szereplő betétértékkel.

A két nagyság kiegyenlítésére hivatott a bank tőkekövetelménye. A hitelportfólió értékváltozásának piaci áresés által okozott kockázata így, első ránézésre hagyományos banki hitelezési kockázatnak tűnik: a bankok éppen portfóliójuk nem várt értékváltozása mögé képeznek tőkét. A hitelkockázat tőkekövetelményének számításához belső minősítésre épülő módszert alkalmazó bankoknak azonban a hitelkockázatot hordozó portfóliójuk mögé, egyéves időhorizontra előre tekintve, esetleg cikluson átívelő (through the cycle) szemléletben korrigálva kell tőkét képezniük, nem pedig arra számítva, hogy egy pillanat alatt nagymértékben csökkenhet a hitelportfólió értéke. Ezért a bázei logikájú, éves kitekintésű, esetleg cikluson átívelő szemléletű PD-kre és LGD-kre építő tőkekövetelmény alkalmatlan a valós értékelés mentén kialakuló, potenciális veszteségek fedezésére.

(Zárójelben jegyezzük meg, hogy ez nem is célja a szabályozásnak. Mivel a hitelek jellemzően az értékvesztéssel korrigált bruttó értéken kell nyilvántartani, nem pedig valós értéken, a hitelek értékelése és a bázei tőkeszabályozás a hagyományos hitelezés szempontjából összhangban vannak egymással. Az értékpapírosításra szánt hitelek azonban, természetüket tekintve, a valós értékelési körbe tartozó pénzügyi eszközökhöz hasonlóak, így természetes, hogy a hitelek értékelésére kialakított tőkeszabályozás logikája nem megfelelő a kockázatok fedezésére.)

A CDS-ek (credit default swap) értékváltozását elemző vizsgálatok azt is kimutatták, hogy a hitelkockázatoknak kitett és piacon kereskedett állományok értékváltozása csak részben magyarázható a tényleges hitelkockázat változásával, ezen túl számottevő, a piaci várakozásokban gyökerező eleme is van, ami a jelenlegi hitelkockázati tőkeszabályozás logikájából teljes mértékben hiányzik.

Az originate to distribute modell speciális problémája tehát az értékpapírosítás meghiúsulásának kockázatából eredő likviditási- és szolvenciakockázat, a piaci áresés portfólióra való azonnali visszahatásának szolvenciakockázata, ezáltal a modellnek a korábbiaknál erősebb prociklikusságából fakadó kockázata; a felsoroltak ellen sem a hagyományos banki kockázatkezelési gyakorlat, sem a bázei tőkeszabályok nem nyújtanak védelmet. Ezek kezelésére a szabályozásnak és felügyelésnek új típusú eszköztárat kell kifejlesztenie.

5 A témáról összefoglalást ad pl. MÉRŐ-ZSÁMBOKI [2003].

A bankmodell megváltozása hatással van-e a hazai bankszektor felügyeletére? A kérdést nem könnyű megválaszolni, hiszen Magyarországon még nem jöttek létre olyan bankok, amelyek az originate to distribute modell alapján működnének. Ráadásul még a nemzetközi szabályozói és felügyelői közösség sem tudja a választ arra a kérdésre, hogy milyen szabályozás lenne megfelelő az extenzíven értékpapírosító bankok kockázatainak társadalmilag elfogadható szinten tartására. Ha azonban időben felismerjük a modellváltást és a kapcsolódó kockázatokat, az kulcsfontosságú lehet a hazai pénzügyi intézményi rendszer stabilitása szempontjából is, hiszen az eddigi tapasztalatok szerint a nemzetközi pénzügyi piacokon megfigyelhető tendenciák – némi késéssel – Magyarországon is megjelennek. És bár a jelenlegi válság újra előtérbe állította a hagyományos banktevékenységet, valamint visszavetette az originate to distribute típusú bankolást, még nem tudhatjuk, hogy mi a történet vége: a reintermediáció<sup>6</sup> tartóssá válása, vagy egy korrektül értékelt és kockázatkezelte originate to distribute modell újbóli megerősödése. Mind a két típusú kimenetel mellett találunk érvet és ellenérvet, valamint empirikus megerősítést is. A banki modellek és azok kockázatainak ismerete nemcsak a bankok, de mindazon pénzügyi intézmények szempontjából is nagyon fontos, amelyek a bankmodellváltás részesei; vagyis azon intézményi befektetői szegmensnek, amelyik az új bankmodellben keletkeztetett hitelesomagok potenciális megvásárlója, ennek következtében piaci kockázatának vállalója.

A subprime válság hatására, annak következményeként, a helyszíni vizsgálatok során a felügyeletek sokkal inkább koncentrálnak az intézmények által alkalmazott értékelési eljárásokra és módszerekre, a VaR- (Value at Risk, kockázatott érték) számítások megfelelőségére és a likviditási kockázatok menedzselésére. Előtérbe került az is, hogy a felügyelt intézmények különböző felügyeleti szempontok alapján stresszteszteteket végezzenek, és a felügyeletek is elvégezethetnek velük ilyeneket. A stresszteszt alapvetően a hitelkockázatokat, a likviditási kockázatokat és a kamatláb kockázatokat állítják a középpontba. A felügyeleti szempontú stresszteszt mellett a hitelintézeteknek és a befektetési vállalkozásoknak a CRD<sup>7</sup> 2. pillérében saját feltételezéseik alapján is kell stresszteszteteket végezni.

A felügyeletek egyre jobban figyelnek arra, hogy az intézmények kellően megfeleljenek-e a szabályozásban meghatározott, nyilvánosságra hozatali követelményeknek. Itt a különböző értékelési módszerek, a strukturált termékekkel kapcsolatos kitettség alapos bemutatását kéri számon.

## ***2.2. A bankmodellek megváltozásának hatása a nem banki pénzügyi intézmények felügyelésére***

Rengeteg pénzügyi intézmény – leginkább bankok és befektetési társaságok – jelentős veszteségről számoltak be, vagy nagymértékű leírásokat hajtottak végre a jelzálóhoz kapcsolódó követeléseik, illetve eszközfedezetű (asset-backed) értékpapír-portfóliójuk terén. Ezzel szemben nyárig a legtöbb európai biztosító nem mutatott ki semmilyen anyagi veszteséget.

<sup>6</sup> A hagyományos banki tevékenység (betétgyűjtés–hitelnyújtás–hitelek lejáratig tartása) újbóli megerősödését nevezzük reintermediációnak.

<sup>7</sup> Capital Requirements Directives – CRD (tőkekövetelmény-irányelvek): a Bazel II. szabályozást az Európai Unió jogrendszerébe átültető, 2006/48/EK irányelv és a 2006/49/EK irányelv együttes elnevezése.



(Ehhez az is hozzátartozik, hogy míg a nemzetközi piacokon aktív bankok a kereskedési célú és az eladásra szánt értékpapír-portfóliójukat valós értéken mutatják ki, addig a biztosítóknál nem egyértelműen kellett megjelennie a veszteségnek, ők ugyanis csak választhatják a valós értékelést. Ha ezt nem teszik meg, akkor beszerzési értéken tartják az eszközöket, szükség szerint elszámolva az értékvesztést. Magyarországon egyébként, ha lejáratig tartott kategóriába [held to maturity] helyezik az értékpapírt, akkor még értékvesztést sem kell elszámolniuk.)

A jelzálogpiaci válság kapcsán az európai biztosítók érintettsége először a befektetések révén merül fel, ahogy azt a CEIOPS<sup>8</sup> kimutatta elemzésében (CEIOPS Spring 2008 Report, május). Sok nagyobb biztosító közvetlenül fektet strukturált termékekbe (pl. RMBS<sup>9</sup>, CDO<sup>10</sup>). Azt lehetett ennek alapján mondani, hogy az európai biztosítók összpiaci, teljes subprime kitétsége a teljes eszközállományuk alig több mint 0,1%-a. Ha a közvetett kitétséget (pl. részvények, kötvények) is hozzávesszük, akkor ez az arány legfeljebb 0,5%-ot érhet el. Azt mondhatjuk tehát, hogy az összpiaci kitétség marginális, habár ez nem jelenti azt, hogy az egyedi intézményi kitétség is ilyen mértékű. Azok, akik ilyen eszközökbe fektettek, inkább a jó minőségű, a külső minősítők által magasabb minősítési kategóriákba soroltakba tették. Több biztosítási elemző (beleértve minősítőket is) nyáron még azt jelezte, hogy a biztosítók (élet- és nemélet-biztosítók, viszontbiztosítók) kitétsége kezelhető, hiszen rendkívül csekély. Ehhez képest a cikk lezárásakor érkezett a hír, amely szerint Európa legnagyobb biztosítási csoportja, az AIG szeptember 16-án 85 milliárd dollár hitelkeretet kapott a New York-i FED-től. A hitel elég drága, LIBOR felett 850 bp<sup>11</sup> (11,4%). A hitel törlesztése részben eszközértékesítésből, részben operatív eredményből történhet, s ezért cserébe az amerikai kormány 79,9%-nyi részesedést kap. Kérdésként ugyan felmerül, hogy miért kapott ilyen rekordméretű támogatást az AIG – miközben az ugyanakkor bajba jutott Lehman Brotherst hagyták csődbe menni –, de témánk szempontjából inkább az a lényeges, hogy miként jutott el idáig, s milyen tanulságok vonhatók le az esetből.

Az AIG több, mint egyszerű biztosító: 580 milliárd dollár értékben írt ki CDS-eket, amelyekhez kapcsolódva akkor kell fizetnie, ha a hitel kötelezettje erre nem képes. Az AIG nem gondolta végig, hogy ezen értékpapírok mögött ingatlanfedezetek vannak, s a teljes piac összeomlása esetén az ilyen hitelek nagy része értéktelenné válik. Az AIG-hez kapcsolódva sok nagy banknak volt különböző nyitott pozíciója, így „bedőlése” akár a bankközi piacot is alapjaiban remegtette volna meg. Az eset néhány tanulsága:

- attól még, hogy az európai intézményekkel nincs probléma, vagy így látszik, az amerikai közvetlen (tulajdonosi) vagy közvetett kitétség okozhat Európában is problémát,
- a nem prudens vezetői magatartás nagy károkat okozhat: egy évvel korábban az AIG menedzsmentje a subprime kitétséget elhanyagolhatóan minősítette és így is közölte,
- a minősítő cégek értékelése csak segíthet, de nem helyettesítheti a szervezet saját due diligence eljárásait, mert pl. az AIG esetében a megegyezés előtti napon is változatlan minősítéssel rendelkezett.

8 Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS: (Biztosítási- és Nyugdíjpénztári Felügyeletok Európai Bizottsága)

9 Retail mortgage backed security – RMBS: lakóingatlanra felvett jelzáloghitellel fedezett értékpapír

10 Collateralised debt obligation – CDO: fedezett adósságkötelezvény

11 Bázispont – bp, a százalékpont 1/100-ad része.

A kitettség másik eszközoldali formája a hedge fundokba történő befektetések SIV-ekbe vagy olyan eszközökbe, amelyeknek az árfolyamát kedvezőtlenül érintette a subprime válság. A biztosítók kezelte alapok nemcsak a saját eszközeik befektetései, hanem az ügyfelek kockázatviselése mellett általuk kezelt unit-linked alapok révén is tartalmazhatnak subprime kitettségű befektetéseket. Az AIG esete azt mutatja, hogy a „counter party” kockázat jelentősen nőhet biztosítók miatt is, sőt, az ilyen részvényekbe történő befektetés, illetve az általuk garantált termékek esetében is tovagyrúzik a kockázat.

Az amerikai jelzálog-biztosítók, valamint a kötvények visszafizetését garantáló monoline-biztosítók és európai leánycégek vannak leginkább közvetlenül kitéve a válságnak. A jelzáloghitel-biztosítók – amelyeknek alapüzlete a jelzáloghitelek biztosítása – relatíve kockázatosabb működésűek (pl. ahol az LTV<sup>12</sup> meghalad egy szintet, mondjuk 80%-ot). A monoline-ok (vagy kötvénybiztosítók) leginkább AAA minősítésű kötvényeket vagy CDO trancheket garantáltak.<sup>13</sup> A legtöbb monoline 2007 őszén jelentett a derivatív jellegű szerződésekhez kapcsolódóan a valós értékelés melletti veszteséget (legtöbbjük nem kényszerül ezeket finanszírozni, realizálni), de néhányuk már tényleges veszteségről is beszámolt. A legtöbb valós értékelésen kimutatott veszteség természetesen nem feltétlenül jelent likviditási problémát, inkább a jelenség mérete a lényeges.

A hitelminősítő szervezetek a közelmúltban végrehajtott minősítési felülvizsgálatok során több nagyobb kötvénybiztosító minősítését is lerontották, vagy negatív kilátással látták el. A kötvénybiztosítók minősítése következményekkel jár a strukturált pénzügyi termékek azon teljes körére, amelyek ezen intézmények garanciájával vannak fedve. Pontosabban, a kötvénybiztosítók által nyújtott garancia minősítése nem haladhatja meg a monoline saját minősítésének szintjét, függetlenül attól, hogy az alapul szolgáló hitel magasabb minősítéssel rendelkezik-e vagy sem. Ezáltal a garantőr minőségének romlása beépül azoknak az értékpapíroknak a minősítésébe, amelyek a garancia által fedezettek, s így a befektetőkre is hatással vannak. A minősítések leromlásának további következménye, hogy azon intézményi befektetők, amelyek csak magas minősített befektetéseket tarthatnak, kényszerértékesítést végeznek, ami a piacon további nyomást jelent az árakra.

A viszontbiztosítókat három szempontból érinti a subprime: a likviditáshelyzet, a befektetések és a helyállások, kötelezettségek oldaláról. Jelenleg ugyan megoldott a viszontbiztosítók tőkésítése, a Solvency II. szabályozási rendszer esetleg magasabb tőkekövetelményt eredményezhet, de ez nem subprime-vonatkozású kérdés. A viszontbiztosítóknak közvetlen befektetések révén kicsi subprime kitettsége van. Ezekre az intézményekre a kötelezettségvállalások teljesítése lehet a subprime válság legjelentősebb hatása.

Az SEC<sup>14</sup> és más állami szervek már indítottak eljárást jelzáloghitelezők és hedge fundok ellen. Egy New York-i bíróságon tavaly szeptemberben perelték be a Moody'st, amiért nem megfelelően minősített subprime értékpapírokat. Elképzelhető, hogy a subprime befektetések kapcsán eljárások indulnak nagy egyesült királyságbeli bankok hitelezési vezetői és

12 Loan to value – LTV: hitel összege / hitelbiztosítéki érték

13 A monoline-ok hagyományos üzlete az önkormányzati kötvények biztosítása, egy stabil, de kevésbé jövedelmező üzlet. Olyan kibocsátóknak, akiknek van elsődleges minősítése, de egyébként nem nagyon ismertek, a monoline-ok garanciája hasznos, hiszen a potenciális befektetőknek nem kell annyi információt összegyűjteniük a kibocsátó minőségéről.

14 Securities and Exchange Commission – SEC: amerikai tőzsde- és értékpapír-felügyelet

hedge fundok menedzserei ellen a nem teljesen prudens munkavégzés, továbbá a befektetési tanácsadók és ügyvédek ellen a nem körültekintő tanácsadás vádjával; az ezekkel kapcsolatos felelősség sok szerződés része. Mivel a vezetők nagy része rendelkezik (viszont)biztosítással ilyen esetekre, a (viszont)biztosítók helytállási kötelezettsége beállhat (*Croly–Abott* [2008]).

Az európai (foglalkoztatói) nyugdíjalapok sem rendelkeznek érzékelhető subprime kitétséggel, hiszen az ő esetükben sokszor még szigorú befektetési jogszabályok írják elő, hogy milyen eszközökbe fektethetnek be, és nem engednek ilyen típusú befektetéseket. A közvetlen kitétségük a teljes vagyonuk kb. 2%-a. Felmerülnek ugyanakkor a subprime közvetve jutott vállalatokba történő befektetések leírása, a befektetési szolgáltatók, mint pl. a Lehman Brothers esetében a „counter party” kockázat, valamint az általuk esetleg garantált termékek esetében nem teljesülő garancia negatív következményei. (Természetesen, ez a helyzet az egyéni befektetők esetében is fennáll.) Nagyon jelentős továbbá a nyugdíjalapok eszközeinek értékére gyakorolt közvetett, a tőkepiaci áralakulás következtében jelentkező árfolyamhatás.

A szabályozói szervek mindig azt hangsúlyozzák, hogy a befektetőnek értenie kell az általa felvállalt kockázatokat, de ehhez szükséges transzparencia, képzés, tanulás és tanácsadás, legfőképpen az olyan típusú termékeknél, amelyek esetében az egyének viselik a befektetési kockázatot (retail befektetési jegy vásárlói, DC-nyugdíjalapok<sup>15</sup>, unit-linked alapok). Ha ezek a követelmények érvényesülnek, akkor a befektető érdekével ellentétes termékértékesítésre (mis-selling<sup>16</sup>) is sokkal ritkábban kerül sor.

A DB-típusú nyugdíjalapok<sup>17</sup> két oldalról különbözően voltak érintettek. Egyrészt a várható kötelezettségek fedezetét meghatározó diszkonttényező a kötvényhozamok növekedésével csökkent, másik oldalról viszont a fedezetet biztosító, sokszor részvénytípusú befektetések leértékelődtek. Azok a nyugdíjalapok, amelyek idejekorán csökkentették ilyen típusú kitétségüket, és a kötelezettségekhez jobban illeszkedő kötvényekbe fektettek, jól jártak. A különböző felügyeletet leginkább ezt a fedezetségi mutatót követik figyelemmel, s ott, ahol a számításhoz használatos, várható hozamot szabadabban állapíthatják meg maguknak ezek az intézmények, a felügyeletet felhívják a figyelmet ennek prudens használatára, illetve megfelelő befektetési stratégia folytatására.<sup>18</sup> Természetesen egyre fontosabbá válik a strukturált termékek megfelelő értékelése és az önkéntes vagy kötelező formában alkalmazott, külső hitelminősítő szervezetek szerepének újragondolása. A hitelminősítő szervezetekkel szembeni kritikák, a nem megfelelő tanácsadás, valamint a nem teljes körű információnyújtás miatti perek indulása a hitelminősítésekre és a tanácsadókra támaszkodó intézményi befektetők számára olyan tanulsággal járhat, hogy az ügynökök által vezérelt értékesítéssel szemben erőteljesebben lépjenek fel, és saját minősítési és kockázatkezelési rendszerüket továbbfejlesszék.

Összegzőként elmondhatjuk tehát, hogy a rendelkezésre álló adatok alapján az európai biztosítási és a nyugdíjalap szektorok subprime közvetlen érintettsége csak másodlagos

15 Defined Contribution (hozzájárással meghatározott) típusú nyugdíjalapok, ahol a nyugdíj mértéke bizonytalan, mert azt a befizetések mértéke és a befektetések piaci hozamai egyaránt befolyásolják.

16 Mis-selling: félrevezetve eladó vagy terjesztő

17 Defined Benefit (szolgáltatással meghatározott) típusú nyugdíjalapok, ahol a nyugdíj mértékét előre meghatározzák pl. a befizetés százalékában. A befektetési kockázatot a biztosítóé.

18 DNB steps, IPE, 2008. február 1.

fontosságú, mivel befektetéseik között csak kis mértékben vannak ABS-ek<sup>19</sup> vagy strukturált termékek. Ugyanakkor nem szabad arról megfeledkeznünk, hogy a subprime válság miatt bajba kerülő cégek (befektetési szolgáltató, direkt befektetések, garantált termékek) révén az egyes esetekben lehet jelentős a veszteség. Az egyik fontos tétel, amelyik jelentősen befolyásolja az egész válság hatását a biztosítási iparágra, a reálgazdaság alakulása. Ez utóbbi a biztosítók portfóliójában potenciálisan érinthet más befektetési kategóriákat is, vagy kihathat a biztosítók egyéb tevékenységére. A háztartások vagyonának csökkenése kedvezőtlenül érinti a biztosítási termékek értékesítési lehetőségeit is, legvalószínűbben a megtakarítási jellegű életbiztosításokat. Ehhez kapcsolódóan a megállapítás természetesen a kizárólag nyugdíjcélú megtakarításokra is igaz. A válság hatására erősen csökkent az intézményi befektetők kockázati étvágya, előtérbe kerültek az egyszerűbb, könnyebben megérthető, nagyobb diverzifikációt megvalósító befektetési termékek, az intézmények megerősítették kockázatkezelési rendszerüket, s jóval kritikusabbak a befektetési döntésekhez szükséges információk elérhetőségével szemben.

### ***2.3. Az értékpapírosítás hatásai és a tőkepiaci vonatkozások***

A világ tőkepiacain már hosszabb ideje felismert fejlődés az egyre bonyolultabb termékek megjelenése. Ennek oka egyrészt az ügyfelek igényeinek legpontosabb kielégítése, másrészt a szabályozási/felügyeleti elvárásoknak való megfelelés, illetve azok kikerülése, harmadrészt az olyan értékesítési szempontok, amelyek szerint minden, a termékek készpénzáramlásaihoz kapcsolódó átsomagolásért, összekapcsolásért külön díjakat lehet felszámolni. Ebben a folyamatban az intézményi befektetők jelentik a keresleti oldalt. Természetesen abban különböznek, hogy a felvállalt kockázatot az intézmény maga viseli, mint például

- az intézményi garanciát biztosító befektetési alapok,
- az intézményi garanciát biztosító unit-linked eszközalapok,
- a klasszikus életbiztosítási termékek,
- az ún. szolgáltatással meghatározott (DB) nyugdíjalapok;
- vagy a kockázat az ügyfélé, mint például
- az intézményi garanciát nem biztosító befektetési alapok,
- az intézményi garanciát nem biztosító unit linked eszközalapok,
- az ún. hozzájárulással meghatározott (DC) nyugdíjalapok esetén.

A különböző esetekben meghatározó következményekkel jár az, hogy az értékpapírosítás következtében milyen kockázatokat mernek/képesek vállalni az ezeket kezelő intézmények. Általános tapasztalat, hogy az intézményi befektetők inkább merik vállalni a kockázatokat, hosszabb távon gondolkodnak, a professzionális háttér miatt „kevésbé remeg meg a kezük”. Ott ahol az ügyfelek viselik a teljes befektetési kockázatot, illetve részben vagy teljes mértékben ők hozzák meg a befektetési döntéseket – nagyrészt az alacsony pénzügyi kultúra miatt –, többségükben sokkal kockázatkerülőbbek, és általában a „csúcson vásárolnak és az alján adnak el”.

Azt is mondhatjuk, hogy a profi kockázatkezelési rendszereket alkalmazó társaságok által becsomagolt és az intézményi befektetőknek eladott termékek kockázata a végén sokszor

19 Asset backed securities – ABS: eszközfedeztetű értékpapírok

teljes mértékben a nyugdíjra gyűjtő magánszemélyek vállán pihen. Persze, az is figyelemre méltó, hogy aktív vagy passzív vagyongazdálkodásról beszélünk-e. Az előbbi esetben, amit ma itthon szinte kizárólagosan a vagyongazdálkodók végeznek, a vagyongazdálkodó feladata a taktikai döntések meghozatala, az értékpapír-választás. Az ilyen esetekben merül fel gyakran a „soft dollars” néven ismert jelenség, amikor nem számlázott szolgáltatások „segítenek” meggyőzni a befektetésekről döntő személyeket; ez könnyebben megy, ha hosszabb távú a befektetési horizont, illetve, ha más viseli a kockázatot.

Érdekes példákat találunk a subprime válság által kialakult tőkepiaci turbulencia kihasználására, illetve nem várt következményeire. Az egyik ilyen következmény, hogy az Egyesült Királyság pénzügyi felügyelete, az FSA (Financial Service Authority) júniusban olyan rendelkezést hozott, amelynek értelmében a „short seller”-eknek<sup>20</sup> a részvények tekintetében nyilvánosságra kell hozniuk a bizonyos mértékű meghaladó „nettó rövid” pozíciójukat. Az angol felügyelet ugyanis visszaéléseket gyanított az ilyen típusú kereskedések során. Azt feltételezték, hogy bizonyos shortolók, akik a csökkenő árfolyamok esetén könyvelnek el nyereséget, meghatározott részvények esetében úgy befolyásolták az árfolyamokat, hogy azok a kiírt árfolyam alá kerüljenek, s így további piaci eladásokat idézzenek elő. Az első napi publikálás, június 23-a még csak „ízelt” adott a befektetőknek, ugyanis (akkor még) a változásokat nem, csak az egy időpillanatban meglévő pozíciókat kellett nyilvánosságra hozni.

Többen kritizálták a rendelkezést, ugyanis az csak az üzlet egyik oldalára koncentrál, s így rossz jelzést adhat a piacoknak az adott társaságról, ugyanis a hosszú (long) pozícióban lévőket nem kell így publikálni. Ez a központilag előírt közzétételi kötelezettség persze már önmagában is újabb eladásokhoz vezethet, ami kedvező a shortolóknak, s megnehezítheti az érintett cégek amúgy is nehezen kezelhető finanszírozását.<sup>21</sup> A subprime válság tehát a professzionális befektetési cégeknek üzleti lehetőséget, adott esetben spekulációs lehetőséget is biztosít, amely önmagában jelentősen befolyásolhatja az ilyen cégek továbbélési esélyeit, s a hozzájuk kapcsolódó társaságok működését is. Felmerül a kérdés: ezek a shortolós hedge fundok valóban a piac instabilitását erősítik-e?

Egy válság másik, nem közvetlen, de fontos következménye az, hogy a subprime következtében a tőzsdén jegyzett bankok nagy része leértékelődött, s így könnyű felvásárlási célponttá váltak (azok is). A vállalatértékelés egyik legegyszerűbb értékelési mutatója ugyanis az ún. P/BV érték<sup>22</sup>.

Egy harmadik következmény az, hogy a subprime válság hatására nehéz helyzetbe kerülhetnek az életbiztosítással kombinált jelzáloghitelt felvett ügyfelek. A futamidő során ugyanis az ügyfél a banknak csak a hitel kamatát és a kezelési költséget fizeti, míg a tőkerészt egy életbiztosításban gyűjti, amelyből a futamidő végén törleszti a tartozást. Arra viszont semmi garancia nincs, hogy a futamidő végén a mögöttes eszközalapokban összegyűlik a törlesztéshez szükséges összeg. A jelenlegi turbulens tőkepiaci helyzetben könnyen előfordulhatna, hogy nincs meg a tőketörlesztés fedezete, de szerencsére, hazánkban még ezek a termékek messze vannak a lejáratától. Kérdés azonban, hogy később nem fordulhat-e elő hasonló helyzet.

20 Olyan piaci szereplők, akik úgy adnak el értékpapírt, hogy az az eladáskor még nincs a birtokukban.

21 *Financial Times* [2008a]

22 Piaci árfolyam a könyv szerinti értékhez képest.

Egyébként jelenleg nálunk az ilyen befektetések nagy része ázsiai feltörekvő piaci esz-közökben van, amelyeknek óriási a volatilitása, vagyis semmi garancia a megcélzott meg-takarítási szint elérésére. Újabban megjelentek a garantált unit-linked termékek is az ilyen kockázatok csökkentésére, de a garantált szint a befizetésekre, illetve egy minimális ho-zamra vonatkozik, ami nem feltétlenül egyenlő a tartozással. A konzervatívabb állampapír-befektetések sem kínálnak garanciát, mint azt az elmúlt időszak állampapírpiaci zavara is mutatta. A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) figyelmeztette már az ilyen típusú termékeket vásárló ügyfeleket, említve az angol példát, ahol az ügyfelek átlagosan 3 millió forintos veszteséget szenvedtek el. Egyes bankok, biztosítók szabad kezet adnak az ügyfélnek az eszközalap kiválasztásában (persze, ha elég magas az ingatlanfedezet), má-sok viszont csak meghatározott, mérsékelt részvénykitettséggel rendelkező eszközalapokat engedélyeznek az ügyfelek részére. Vannak, akik a hitelfelvétel mellé nem engednek unit-linked eszközöket, hanem csakis vegyes életbiztosítást, mert egyáltalán nem biztos a fede-zet jövőbeli megléte. A mögöttes kalkulációk persze gyönyörű kamatos kamattal számított megtérülést mutatnak, aminek sokszor semmi köze a realitásokhoz. Tetézheti az ügyfél gondját, hogy esetleg egy rossz hitelből még ki is tud lépni, de a kapcsolódó életbiztosításból nem, vagy csak óriási áldozatokkal.

### 3. A LIKVIDITÁS FELÜGYELÉSE

Mint az előző fejezetben is láhattuk, a subprime válság mögött álló originate to distribute modell átalakítja és felértékeli a hagyományos bankmodell likviditási kockázatát. Bár a likviditási kockázat mindig is a bankok egyik legfőbb kockázati eleme volt, hiszen a lejáratí transzformáció a hagyományos banktevékenység egyik fő jellemzője, annak mértéke és jellege is számottevően megváltozik. A subprime válságot elemző szakirodalomban a likvi-ditási kockázatokkal kapcsolatban három fő téma köré csoportosíthatók a feltárt problémák. Ezek: az általános piaci likviditással problémája, a jegybank „végső mentsvár”-szerepével kapcsolatban felmerülő kérdések, valamint a bankok likviditásszabályozásának és felügye-lésének kérdései.<sup>23</sup> Cikkünkben – témánknak megfelelően – csak az utóbbi kérdéskörrel foglalkozunk.<sup>24</sup>

A bankok likviditásának felügyelése kapcsán még a legalapvetőbb kérdésekre sem ren-delkezőnk konkrét, egységesen elfogadott válaszokkal. Arra az egyszerű kérdésre sem könnyű válaszolni, hogy pontosan mire vagyunk kíváncsiak akkor, amikor a bankok likvi-ditási helyzetét ítéljük meg. Persze, van egy egyszerű, gyors válaszunk: azt kell biztosítva látnunk, hogy a bankok mindenkor kellő időben teljesíteni tudják esedékes kötelezettségei-ket; a bejövő és kimenő cash flow időbeli és mennyiségi összeegyeztetésének hiánya miatt, illetőleg kötelezettségeik teljesítése érdekében nem kényszerülnek gazdaságilag irracionális veszteséget okozó állományátcsoportosításokra. Ehhez mindig megfelelően menedzselte le-

23 A likviditással kapcsolatban felmerülő kérdésekről részletes áttekintést adnak pl. a Banque de France 2008. februári Pénzügyi Stabilitási Jelentésének tanulmányai.

24 A likviditási kockázattal folyóiratunk jelen számában MÓRA MÁRIA *Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán* című cikke is foglalkozik, a globális és az európai szintű bankfelügyeleti bizott-ságok konzultációs dokumentumait szem előtt tartva.

járáti összhanghiányra, megfelelő szintű likvid eszközre (banküzemi likviditás) és pótlólagos forrásbevonási képességre van szükség. És természetesen a banküzemi likviditás és a pótlólagos forrásbevonásra való felkészültség is csak akkor elégséges a likviditás biztosításához, ha maguk a piacok is likvidek.

Ha azonban eggyel tovább lépünk, és azokat a kérdéseket is feltesszük, hogy meddig fogadható el a lejárati összhanghiány, mekkora likvid eszközszintre van szükség, illetve milyen pótlólagos forrásbevonási lehetőségek biztosítása szükséges, akkor már igen nehezen megválaszolható kérdéseket kapunk. Abban sincs konszenzus az akadémiai, illetve a banki szabályozói és felügyelői gondolkodásban, hogy vajon ezekre a kérdésekre szabályozói előírások formájában is válaszolni kell-e (pl. minimális likvid eszközszint, maximális lejárati transzformáció formájában), vagy elegendő a bankok kockázatkezelési gyakorlatának jobbitását ösztönözni.

A nemzetközi gyakorlatban mindkét megoldásra bőven találunk példát. Számos országban éppen a subprime válság hatására vezettek be mennyiségi banki likviditási szabályokat. Ugyanakkor nyilvánvalóan jogos Goodhartnak [2008b] a mennyiségi szabályokkal szemben megfogalmazott kritikája: a likvid eszközök elvárt szintjének szabályozása önmagát felszámoló szabály, hiszen ha kötelezően tartani kell az adott eszközszintet, akkor az nem is tekinthető likvidnek, mert csak leépítése révén lehetne tényleges likviditásra szert tenni, de akkor sérülne az előírásnak való megfelelés.

A nemzeti likviditási előírások bevezetése mellett a válság hatására a nemzetközi szabályozó és felügyelő hatóságok figyelmét is felkeltette a banki likviditási kockázatkezelés és annak felügyelete. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság 2008. júniusában bocsátotta konzultációra az ezzel kapcsolatos anyagát (BCBS [2008]). Ez rámutat arra, hogy a bőséges likviditás időszakában a bankok elkényelmesedtek, és figyelmen kívül hagyták a likviditáskezelés számos alapvető elvét. A Bázeli Bizottság által megfogalmazott elvek nem a mennyiségi szabályok megfogalmazása irányába tesznek lépést, hanem a bankok likviditási kockázati tűrőképességének pontos tudatosítását, a likviditási kockázat mérésének és kezelésének megfelelőségét és a likviditással kapcsolatos információk nyilvánosságra hozatalát tartják kiemelten fontosnak. A felügyeletek szerepét pedig abban látják, hogy a hatóságoknak mindenkor ismerniük kell a bankok likviditási helyzetét és likviditási kockázatkezelési rendszerét, és szükség esetén képesnek kell lenniük megfelelő lépéseket tenni a likviditáskezelés helyreállítás érdekében. A mennyiségi korlátozások esetleges előírása csak itt, a problémás esetek kezelésének eszköztárában jelenik meg, de itt sem kiemelten, hanem a kvalitatív eszközök közé ágyazottan. Hasonló szemléletben készült el az EU bankfelügyeleti hatóságait tömörítő CEBS likviditási kockázatkezelésről szóló vitaanyaga is, amelyet az Európai Bizottság által feltett kérdésekre adott tanácsadásként fogalmazott meg (CEBS [2008]).

A mennyiségi korlátozások esetleges bevezetése mellett, a bankok likviditási kockázatkezelésének továbbfejlesztésével, illetve annak felügyelésével kapcsolatban a Bázeli Bizottság, illetve a CEBS által vitára bocsátott alapelveken túl, figyelemre méltó még Goodhart [2008b] javaslata, aki a likvideszköztartás statikus előírásából fakadó anomáliák feloldására egy anticiklikus likviditási előírás bevezetése mellett érvel: a bankoknak jó időkben olyan likvideszköz-tartalékokat kelljen felhalmozniuk, amelyeket azután a szűk likviditás időszakában felhasználhatnak. (Ez a javaslat analógnak tekinthető a spanyol szabályozásban meglévő, dinamikus céltartalékolási szabályozással, amely azt írja elő, hogy a bankoknak

a jó időszakokban olyan többlettartalék-puffereket kell felhalmozniuk, amelyeket azután a ciklus leszálló ágában leépíthetnek.)

A likviditás- és tőkeszabályozás kapcsolódási pontját jelenti a Bázel II-es szabályozásnak az az eleme, ami a második pillér (felügyeleti felülvizsgálati folyamat) részévé teszi a likviditási kockázatok megfelelő kezelésének és tőkével való fedezésének vizsgálatát is. Ezt a fajta összekapcsolást sokan és sokszor megkérdőjelezték, hiszen a többlettőke-előírás csak a likviditási kockázatok egy részénél jelenthet megfelelő megoldást. A likviditási kockázatok jövedelemcsökkentő hatása által kiváltott inszolvencia kockázatától lehet így megóvni a betéteseket, de maguknak a likviditási sokkoknak a kivédéséhez – a tőkekövetelmény jellegéből és nagyságrendjéből fakadóan – nem adhat megfelelő védelmet, így a kockázatkezelési hiányosságok vagy a rossz üzleti modell okozta likviditási sokkok felügyeleti kezelését nem praktikus a Bázel II. szerinti második pillér hatókörébe utalni. Az összekapcsolás megkérdőjelezésének fő vonala eleinte a túlzott szigor bírálata volt, hiszen a tőkeelőírás a bankszabályozásnak a bankok számára legdrágább eszköze. Ahogy a subprime válság likviditási hatásai egyre komolyabbá váltak, úgy fordultak 180 fokot a bírálatok, és egyre inkább azt hangsúlyozták: a likviditási kockázatok második pillérbe utalásával a felügyeleti hatóságok megnyugodtak, és kevés figyelmet fordítottak arra, vajon ténylegesen megfelelő-e a banki likviditási kockázatkezelési gyakorlatok, tudják-e kezelni az üzleti modell megváltozása miatt lényegesen átalakult likviditási igényeket.

Kis kitérőként itt meg kell jegyeznünk, hogy a banki likviditásszabályozás újragondolása nem sokkal a subprime válság kirobbanása előtt került terítékre, magának az iparágaknak a kezdeményezésére, és éppen ellenkező előjellel, mint ahogy az a subprime válság eskalálódása következtében megfogalmazódott.

A bőséges likviditás évei arra a következtetésre vezették az Európai Bankföderációt (EBF), a bankok európai érdekvédelmi szervezetét, hogy a bankok likviditásszabályozása sok országban túl szigorú, amennyiben a likviditásukat globálisan kezelő cégektől azt várja, hogy egy-egy bank likviditását nemzeti szinten is megfelelően menedzselje. Ezen túlmenően azt is nehezményezte az EBF, hogy a határokon átnyúló likviditáskezelésnek gátját jelentik a fedezetek határon árnyúló mozgatása előtt álló akadályok. Így a subprime válság kirobbanásakor már összeálltak azok a különböző szintű munkabizottságok, amelyek a likviditási kockázatkezelés–likviditásszabályozás–likviditásfelügyelés témájának teljes körű újragondolására kaptak mandátumot, csak éppen mandátumuk tartalma változott meg lényegesen, ahogy egyre nyilvánvalóbbá vált, hogy az USA-ból induló subprime válság nemzetközi likviditási válsággá terebélyesedik, és a bőséges, gyakorlatilag korlátlanak tekinthető likviditás korszaka lezárult.

A cél most már nem az, hogy a nemzetközi banki közösség számára is kényelmes, a fennállónál jelentősen megengedőbb szabályozási és felügyelési gyakorlatot honosítsanak meg, hanem az, hogy a likviditási kockázatok banki kezelése és annak felügyelése kellően prudens, az esetleges piaci turbulenciák, likviditásszűkével jellemezhető időszakok esetén is megfelelő legyen. Ennek megfelelően a fedezetek mozgathatóságának kérdése például némiképp leértékelődött, miközben a banki likviditásfolytonossági tervek készítésének és módszertanának kérdésköre felértékelődött.

Magyarországon a bankok likviditásszabályozása nem tartalmaz konkrét mennyiségi előírásokat. Nincs kötelezően előírt likvid eszközsztint, nincsenek lejáratú transzformációs



korlátok. A Hpt. által előírt követelmény mindössze annyi, hogy a hitelintézet folyamatosan köteles biztosítani azonnali fizetőképességét, és erre vonatkozó belső szabállyal és tervvel kell rendelkeznie. Ezen túl természetesen Magyarországon is része a tőke megfelelés felügyeleti felülvizsgálati folyamatának a likviditási kockázatok megfelelő kezelésének és tőkével való fedezésének vizsgálata. A második pillérbe sorolt kockázatok közös sajátossága, hogy – jellegükből fakadóan – általában nem társul hozzájuk konkrét, mindenkire egyformán érvényes mennyiségi követelmény, hanem csak a tőke meghatározás alapelveit rögzítik szabályozói szinten. Ez a megközelítés tükröződik a CEBS vonatkozó irányelvében (CEBS [2006]) és a PSZÁF által megjelentetett, a második pillérről vonatkozó útmutatóban (PSZÁF [2007]) is.

A subprime válság következtében kibontakozó likviditási válság magyarországi hatásai sem elhanyagolhatóak. Egyrészt erősen érintették néhány hazai bank anyabankját, amelyek a magyar leánybankok likviditásának biztosításában kulcsszerepet játszanak, másrészt az általános likviditásslük és a kockázati felárak drágulása a bankrendszer egészében érzékelhetővé vált. Ennek következtében került a PSZÁF 2008-ra meghirdetett, három felügyeleti prioritása közé a likviditási kockázatok felügyeletének kiemelt felügyeleti vizsgálata (PSZÁF [2008]).

A vizsgálat előkészítéseként többek között

- elkészült egy előkészítő anyag „Likviditás a magyar bankrendszerben” címmel;
- a rendelkezésre álló dokumentumok alapján elemeztük a kiemelt bankok (bankcsoportok) likviditásmenedzselését;
- az MNB–PSZÁF-együttműködés értelmében elkértük az MNB-től a tartalékolási adatokat (likviditásiindikátorokat) bankszintű bontásban.

A helyszíni vizsgálatok során

- bekértük a bankok likviditási szabályzatát, a vészhelyzet- (contingency-) terveket, az anyabanki finanszírozási szerződéseket, értékeljük az esetlegesen készített likviditási stressztesztek eredményeit;
- az anyaország és a befogadó ország felügyeleteinek (home-host) együttműködése keretében az anyaország (home) felügyeletétől információt, véleményt kértünk a csoport, illetve az anyabank likviditási pozíciójának megítéléséről;
- strukturált interjút folytattunk a bankok likviditásmenedzmentjének vezetőivel arról, hogy ők maguk hogyan ítélik meg az adott intézmény likviditási kockázatát, illetve a jelenlegi likviditási nehézségek kapcsán mire számítanak.

Az információk összegyűjtése során leginkább a következő kérdésekre kerestük a választ:

- A bank saját stratégiája szerint az üzleti növekedést visszafoghatja-e egy esetleges likviditásslük?
- Miként tervezik a belföldi betétállomány növekedését elérni, illetve milyen más forrásból kívánják a növekedés forrásait megszerezni; a hazai bankközi piacnak milyen szerepet szánnak?
- Milyen anyabanki, illetve nem anyabanki refinanszírozási szerződésekkel rendelkeznek; egyáltalán, miként változott az elmúlt időszakban az anyabanki refinanszírozás feltételrendszere (a kockázati felár)?

- Mennyire veszik igénybe a pénz- és tőkepiacokat a finanszírozásában?
- Mennyire érintett a refinanszírozó anyagban a válságban, s milyen szerepet szán a magyar leányvállalatának ebben a stratégiában?

A helyszínen kívüli vizsgálatot követően – részint eredményeitől függően –, ahol szükséges, helyszíni vizsgálatot is tartunk, sztenderd negyedéves gyakorisággal likviditási riportot készítünk, és a SREP-felülvizsgálat<sup>25</sup> során a likviditási kockázat természetesen kiemelt szempont.

#### 4. A HITELKOCKÁZAT-KEZELÉS MEGFELELŐSÉGE

A subprime válság kapcsán az originate to distribute modellel szemben talán a legszélesebb körű egyetértést kiváltó kritikaként fogalmazódott meg, hogy ez a modell leépíti a bankok hitelkockázat-kezelési tevékenységét, hiszen egy első, eredendő hitelbírálatot követően a bank már nem érdekelt az ügyfél további megfigyelésében, a hitelgondozásban. Sőt, azt is kimutatták, hogy az elsődleges hitelbírálat is lazábbá válik azon banki portfóliók esetében, amelyeket a bankok strukturált értékpapírosítási modellben nyújtanak, mint azok esetében, amelyeket a saját portfóliójukban szándékoznak tartani (Keyes et al. [2008]). Az értékpapírosított – és a nyomon követhetőség szempontjából nehezen mérhetővé és kezelhetővé átsomagolt – hitelkockázat ezek után a nem banki pénzügyi közvetítők kockázatává válik, ahol az eredeti hitelkockázat már befektetési kockázattá transzformálódva jelenik meg.

A 2.1. pontban már felmerült a banki tevékenység eredendő prociklikusságának kérdése, amit csak tovább fokozott az originate to distribute modell. A subprime válságot megelőző, fellendülési időszakban is megfigyelhető a prociklikusság összes jellegzetessége, a lakossági jelzáloghitel-állományok nagyarányú növekedése, valamint a túl optimista várakozások és a túlhajtott verseny által vezérelt, lazuló hitelezési sztenderdek. Mindkét jelenség egyaránt jellemző volt az USA-ban, az EU országaiban és Magyarországon is. A jelenlegi válság hitelezési veszteségekben megmutatkozó hatása azonban jóval súlyosabb annál, mint amit egy ciklikus trendforduló által kiváltott portfólió hatása (minőségromlás és hitelezési visszaesés) önmagában indokolna. Ennek egyik oka nyilvánvalóan az, hogy az originate to distribute modellben a bankok hitelkockázat-kezelésének minősége sokkal rosszabb, mint a hagyományos bankmodellben. Ennek okaként a rossz ösztönzőket, a hitelminősítő szervezetek szerepét és alkalmazott módszereit, valamint az ügynökökön keresztüli hitelértékesítés általánossá válását érdemes kiemelni. Az ügynökök szerepével a következő alfejezetben részletesen is foglalkozunk, így itt csak az első két tényezőt elemezzük.<sup>26</sup>

A hitelkockázat-kezelés javítására és a minél nagyobb hitelkockázat vállalására irányuló ösztönzés kettőssége a banktevékenység eredendő része. Jobb hitelkockázat-méréssel és -kezeléssel – adott portfólió esetén – csökkenthető a bankok kockázata, ami lehetővé teszi, hogy ugyanakkora tőkeszint mellett a bankok több hitelt nyújtsanak, növeljék profitjukat. A hitelkockázat mérésének és kezelésének fejlesztése tehát a bankok elemi érdeke, a ban-

25 Felügyeleti felülvizsgálati és értékelési folyamat – SREP: a Bázeli II. tőkeemfelelés II. pillére alá tartozó, a hitelintézetek belső tőkeemfelelés értékelési folyamatának felügyeleti felülvizsgálata és értékelése.

26 A hitelminősítő ügynökségek szabályozásáról további áttekintést ad MÓRA MÁRIA fent említett cikke.

kok közötti verseny egyik természetes terepe. Nem véletlen, hogy a hitelkockázat-kezelés fejlődésének elsődleges motorját nem a szabályozás és felügyelés jelenti, hanem maguk a bankok, saját profitérdekük nyomására. Minél jobb a bankok kockázatkezelése, annál hatékonyabban képesek ellátni delegált megfigyelői szerepüket, illetve annál pontosabban képesek árazni azokat a kockázatokat, amelyekkel kereskednek.

Ezt a zárt ösztönzési struktúra részben már azon bankok esetében is megbomlik, amelyek nem átsomagolt formában értékpapírosítják hitelkockázataikat. Az értékpapírosítás során, adott tőkeszint mellett a bank profitja akkor is képes nőni, ha nem a jobb hitelkockázat-kezelés okán helyez ki több hitelt, hanem többet ad el ugyanabból a szintű hitelkockázat-kezelésből. Ekkor azonban még megmarad a hitelkockázat-kezelés színvonala és a banki profit közötti szoros kapcsolat, hiszen az értékpapírosított hitelcsomag kockázati jellemzői teljesen megegyeznek az eredeti hitelekével, az eladandó hitelcsomag minősítése közvetlenül függ a hitelek kockázatosságától, vagyis igaz marad az az állítás, hogy a kockázataikat pontosabban ismerő bankok információs előnyből származó versenyelőnyre tudnak szert tenni.

Az originate to distribute modell ezt a szoros kapcsolatot zilálja szét azáltal, hogy teljes mértékben elszakítja egymástól az eredeti banki hitelportfólió és az értékpapírosított portfólió hitelkockázati profilját. A hitelportfólió strukturált termékként való újracsomagolása során többé már nem a hitelek átlagos PD-jével és LGD-jével jellemezhető a portfólió, hanem egy bonyolult szenioritási struktúrával és ennek a struktúrának az egyes részeihez (tranchokhoz) tartozó minősítésekkel. Vagyis a hitelkockázat két dimenzióját a minősítés és a senioritás<sup>27</sup> jelenti. Minél kisebb az egyes tranchok alárendeltségi foka, annál kisebb a hiteleket megtestesítő értékpapírok kockázata ugyanazon kockázati tulajdonságokkal rendelkező portfólió esetén, és így jobb az adott tranchoz tartozó minősítés. Így fordulhat elő például az a helyzet, hogy egy BBB minősítésű hitelportfólió nagyobb fele a strukturálás következtében AAA minősítést kapjon, hiszen a szenioritás révén korlátozható ezen papírok tulajdonosának várható vesztesége. A portfólió egészének hitelkockázati jellemzői tehát a strukturálás során teljesen átalakulnak, azonosíthatatlanná és áttekinthetetlenné válnak. Ezáltal meg is szűnik a bank érdekeltsége abban, hogy az eredeti hitelkockázati jellemzők, a PD és az LGD optimalizálásának szem előtt tartásával nyújtsa a hiteleket. Ezt a folyamatot ismerteti Keyes et. al., amikor utólagosan empirikusan elemezve a subprime válság során nyújtott jelzáloghitelek visszafizetési tapasztalatait, bemutatja, hogy az USA piacán a hasonló kockázati jellemzőkkel és lejáráttal bíró portfóliók közül azok esetében, amelyeket a bank strukturált átsomagolás utáni értékesítés céljából nyújt, körülbelül 20 százalékkal nagyobb a visszafizetés elmaradása, mint azok esetében, ahol nem várható a későbbi értékpapírosítás.

A strukturált termékek hitelkockázatának áttekinthetetlensége következtében a hitelnyújtó bankoknak a hitelkockázat kezelésében való érdekeltségét a minél nagyobb tömegű értékpapírosítás révén elérhető jutalékbevételek maximalizálásában való érdekeltség váltja fel. Így a strukturált jelzáloghitel-termékek piacának kifejlődése az ingatlanárak növekedésének időszakában nemcsak a tőkeáttétel prociklikus hatásán keresztül erősíti a hitelezési boomot,

27 A szenioritás vs. alárendeltség azt mutatja, hogy az egyes értékpapírosított hitelcsomagok tulajdonosai milyen kielégítési sorrendben jutnak a pénzükhöz, ha az eredeti ügylet bukása folytán a fedezetek értékesítése és az ezekből való kifizetés következik.

hanem azokon az ösztönzőkön keresztül is, amelyek a jutalékbevételek maximalizálásának formájában teszik érdekelté a bankokat a hitelvolumen növelésében.

A hitelvolumen növekedését nagyban elősegítette az is, hogy az áttekinthetetlen hitelkockázati jellemzőkkel bíró, strukturált termék formáját öltő hitelsomagokat a hitelminősítő szervezetek olyan minősítésekkel látták el, amelyeket a piac jól ismert, és ezért az a hamis látszat alakulhatott ki, hogy a befektetők pontosan ismert hitelkockázati sajátosságokkal bíró termékeket vásárolnak. A hitelminősítő szervezetek által alkalmazott minősítések legitimitását nagyban növelte az is, hogy a Bázel II-es szabályozás a szabályozói tőkekövetelmény nagyságát is ehhez köti. De már ezelőtt is közismertek és elfogadottak voltak a minősítések, amit mi sem mutat jobban, mint hogy a köznyelvben a kiváló és az „AAA”<sup>28</sup> régóta szinonimaként jelenik meg. Az elfogadottsághoz nagyban hozzájárultak azok a statisztikák is, amelyekben a cégek a minősítéseik megfelelőségére vonatkozó adatokat (az egyes minősítési kategóriákhoz tartozó hitelezésivesztés-adatokat, valamint a fel- és leminősítések alakulását bemutató migrációs mátrixokat) nyilvánosságra hozták. Ráadásul ezek a hagyományos minősítések egyszerűek és jól érthetőek: a magasabb minősítés mindig alacsonyabb hitelkockázatot, a befektető számára nagyobb biztonságot jelent.

Az átcsomagolással értékpapírosított hitelsomagok esetében azonban már a hitelkockázatokkal kapcsolatban feltett kérdés is másként jelenik meg. Nem arra vagyunk kíváncsiak, hogy vajon mekkora valószínűséggel tudják a hiteladósok visszafizetni a tartozásaikat, illetve mekkora a várható veszteségük, hanem arra, hogy az adott szenioritási struktúra garantálja-e azt, hogy az értékpapír vásárlójának várható hitelezési vesztesége egy adott szinten belül maradjon. Elvileg egy AAA minősítésű kötvény és egy AAA minősítésű, átcsomagolt strukturált hitelportfólió várható veszteségének a különböző megközelítések ellenére is ugyanakkorának kellene lennie, és ez esetben nem is jelentene gondot, hogy ugyanannak a minősítési skálának két különböző kérdésére adott válasz eredményét tükrözi. A subprime válság kirobbanása előtt még úgy lehetett gondolni, hogy ez így is van. A válság kirobbanásakor viszont eljött az igazság pillanata: nyilvánvalóvá vált, hogy a strukturált termékek minősítése nem megfelelő, a valóságosnál sokkal alacsonyabb kockázati profilokat tükröz. Ez nem is olyan meglepő, hiszen a strukturált termékek minősítése mögött még messze nem álltak olyan visszamérhető adatok/idősorok, amelyek a minősítést megalapozták volna; az leginkább a hitelminősítő szervezetek szakértelmén, tapasztalatán, a strukturált termékek teljesítésével kapcsolatos várakozásán alapult. Azt sem tudjuk pontosan, hogy a strukturált termékek piaci áralakulása mennyivel inkább érzékeny a makrogazdasági változásokra, mint maga a hitelkockázat; miközben a nagyobb érzékenység ténye mára már adottnak tekinthető.

A hitelminősítő szervezetek kiemelt szerepét mutatja az is, hogy a minősítési folyamatban nemcsak mint az adott termék független, külső elemzői vettek részt, hanem ők voltak azok is, akik tanácsadóként, magával az értékpapírosító céggel együtt kidolgozták azt a struktúrát, amelynek során a hitelportfólió komplex kockázati sajátosságai (az egyes tranchok portfólióból való részesedése, azok szenioritási struktúrája és a hozzájuk tartozó minőség) kialakultak. A hitelminősítő szervezetek átfogó szerepét és többoldalú érintett-

28 A Standard and Poor's, a FITCH Ratings és még több kevésbé ismert minősítő ügynökségnél a legmagasabb minősítési fokozat.

ségét sok kritika érte a válság kirobbanása óta. A kritikák fő iránya nem az alkalmazott minősítési rendszer alapelveire vonatkozott, hanem elsősorban arra az érdekütközésből fakadó, erkölcsi kockázatra, amelyet a kialakított minősítési rendszer keletkeztetett: nevezetesen, hogy a strukturált termék kialakításában tanácsadóként, magas díjért résztvevő cég a saját létrehozott termékét minősíti, szintén díj fejében. A kettős tevékenység díja akkor a legmagasabb, ha a strukturált termékek minősítése nagyban támogatja azok kedvező piaci fogadtatását, minél szélesebb körű elterjedését. Ehhez pedig elengedhetetlenül szükséges az, hogy a termék a befektetők kockázat/hozam optimalizációja szempontjából a hagyományos, nem strukturált értékpapírosítási tranzakciókkal összehasonlítva, vonzóbbnak tűnjön. A minősítésekkel szemben megfogalmazott másik fontos kritika, hogy a strukturált termékek minősítésére alkalmazott skála ugyanaz, mint a hagyományos termékek minősítési skálája, ami pedig – a korábban már leírt okok miatt – meglehetősen szűk.

A hitelminősítő szervezeteknek a subprime válságban betöltött szerepe előtérbe állította azt az igényt, hogy tevékenységük szabályozott és felügyelt legyen, hiszen kiemelt hatással vannak a pénzügyi piacok működésére, a kockázatok értékelésére. Az igényt csak erősíti, hogy a bankok és befektetési vállalkozások esetében a tőkeszabályozás is nagymértékben épít a minősítésekre, miközben a subprime válság egyik tanúsága éppen az, hogy a minősítések megbízhatósága erősen megkérdőjelezhető.

Az Európai Bizottság 2008. július 31-én indított gyorsított nyilvános konzultációt a hitelminősítők engedélyezésével, szabályozásával és felügyelésével kapcsolatban.<sup>29</sup> A konzultációs anyag még nem tartalmazza a bizottság konkrét álláspontját, csak lehetőségeket vázol föl a szabályozás és felügyelés jövőbeni irányával kapcsolatban. A bizottság két – a felügyelési politika szintjén megfogalmazott, még egyáltalán nem konkrétan kidolgozott – lehetőséget vázol föl a hitelminősítő szervezetek engedélyezésére és felügyelésére vonatkozóan. Az első szerint a hitelminősítő szervezetek engedélyezése és felügyelete az egyes nemzeti felügyelő hatóságok együttműködésével, az anyaország (home) felügyeleti irányítása mellett zajlana, míg a második egy olyan strukturát vázol fel, ahol az engedélyezést egy EU-szintű ügynökség végezné, amely felügyeleti jogosítvánnyal nem rendelkezne, csak koordinálná a nemzeti felügyeleti tevékenységét. Ez a fajta szabályozás és felügyelés nemcsak a CRD-ben tőkeszabályozási célból is elismert minősítőkre vonatkozna, hanem minden piaci szereplőre, amelyik ilyen tevékenységet végez.

Ezzel egyidejűleg az Európai Bizottság közzé tett egy olyan munkaanyagot is, amely azt vizsgálja, hogyan oldhatók fel azok a problémák, amelyek abból fakadnak, hogy az EU pénzügyi szabályozása erőteljesen támaszkodik a minősítésekre. (Itt nemcsak a CRD-ben szereplő tőkeszabályozásra gondolnak az anyag készítői, hanem ide sorolhatóak a MiFID<sup>30</sup> és a UCITS<sup>31</sup> bizonyos rendelkezései is.) Ezzel kapcsolatban három, egymást nem feltétlenül kizáró irányvonalat határoztak meg. Elsőként: a minősítőknél elegendő információt kellene

29 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2008/securities\\_agencies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2008/securities_agencies_en.htm)

30 Markets in Financial Instruments Directive – MiFID: az Európai Parlament és az Európai Tanács 2004/39/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól

31 Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS: a tanács irányelve (1985. december 20.) az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról (1985/611/EGK) – többször módosítva

nyilvánosságra hozniuk az általuk alkalmazott módszertanokról, és ezzel egyidejűleg el kellene várni a bonyolult termékekbe investáló befektetőktől, hogy nézzenek a minősítések mögé, maguk is végezzenek alapos kockázatelemzést. Konkrétan a CRD vonatkozásában ez azt is jelentené, hogy ha egy bank ezt nem teszi meg, akkor az értékpapírosított követelések tőkeszámitása kapcsán nem használhatná a külső minősítéseket, hanem a teljes értékpapírosított követelésállományát le kellene vonnia a tőkéjéből. Másodikként minden nyilvánosságra hozott minősítésnek tartalmaznia kellene egy ún. „health warningot”, egy figyelmeztető jelzést, amely a strukturált termékek speciális kockázataira hívja fel a figyelmet. Harmadikként pedig felveti azon EU-szabályozásban szereplő hivatkozások felülvizsgálatának igényét, ahol a szabályozás a minősítőkre való hivatkozást tartalmaz.

Az Európai Bizottság mellett a BIS-nek<sup>32</sup> a globális pénzügyi rendszerrel foglalkozó bizottsága is megvizsgálta azt, hogy melyek a strukturált termékek minősítésével kapcsolatos, legfontosabb hiányosságok, és mit kellene tenni ezek leküzdésére (CGFS [2008]). A bizottság ajánlásai nem terjednek ki a szabályozás és a felügyelés kérdésére, ami implicit módon akár azt is jelentheti, hogy a mostani válság nyomán felszínre került hiányosságok kiküszöbölésében ezt a kérdést nem látja lényegesnek. A javaslatok zöme arra vonatkozik, hogy a strukturált termékek minősítése során a minősítők több, jobb minőségű, átláthatóbb módszertani információt hozzanak nyilvánosságra. Ezen túl ez az anyag is hangsúlyozza, hogy a minősítés csak kiegészítő lehet a pénzügyi intézmények kockázatkezelési gyakorlatában, semmiképpen nem helyettesítheti a kockázatok ismeretét és saját megítélését.

## 5. AZ ÜGYNÖKÖK SZEREPE

Mint tudjuk, a piacokon az új üzleti lehetőségek állandó keresésének és gondolkodás nélküli megragadásának leginkább az ezekkel együtt járó, esetleg a működést veszélyeztető félelem, korlátok szabnak gátat, ideértve a szabályozás és a felügyelés korlátozó hatását is.

Az ország gazdasági fejlődése lassan eljut abba a szakaszába, amikor el kell felejtetni a gyors gazdagodás sok lehetőségét. A pénzügyi szektorban vannak olyan szegmensek, amelyek még küzdenek a fejlődő szakaszra jellemző növekedési szint fenntartásáért, miközben máshol ezen már túljutottak, és a megváltozott környezetben új szerepet keresnek maguknak. Az egyik kérdés: ebben a küzdelemben a piaci szereplők kialakítják-e saját szabályait, követelményeiket, korlátaikat, vagy azt mindenhol az államnak kell megtennie?

A subprime válság leginkább és közvetlenül a bankszektort érintette. Itthon a hatások közvetettek. A forrásköltségek növekedése előbb vagy utóbb érezteti hatását, s ennek meg kell jelennie az árazásban. A vállalati üzletágban ez viszonylag gyorsan jelentkezett, a lakosságban az utóbbi időben mutatkoznak a jelei. Sok piaci szereplő valószínűleg úgy értékeli a jelenlegi versenyt, hogy „aki most lemarad, az kimarad”, vagyis a harc arról is szól, hogy ki bírja tovább, mert annak hosszabb távon is van esélye a piacon maradásra, vagy elért piaci szerepe megőrzésére. A legtöbb nemzetközi csoporton belül most még inkább bizonyítani kell, hogy ide, ebbe az országba, az itteni leánynak kell továbbra is a megfelelő forrásokatallokálni, s nem máshová. Ez a küzdelem viszont sokáig nem tartható fenn, hiszen pl. egy

32 Bank for International Settlements – BIS: Nemzetközi Fizetések Bankja

orosz, ukrán vagy román piac növekedési potenciáljával sokáig nem tudunk versenyezni. Most még azonban óriási erőket emészt fel az újabb értékesítési lehetőségek, termékek és csatornák keresése, vagyis az önszabályozás valószínűsége kicsi lehet. Bár akadhatnak kivételek: az utóbbi időben a devizahitelekről kirobbant piaci vitát bizonyos nézőpontból a piaci önkorlátozás egyik érdekes példájának is tekinthetjük.

Az értékesítési csatornák között általában egyre meghatározóbb a független közvetítők szerepe, ami beleillik a nemzetközi trendbe. Az új kihelyezésű ingatlanhiteleken belül nagy szórással, de körülbelül 50-60 százalékos a részesedésük, és ez az arány folyamatosan növekszik. Más szektorokhoz és az üzleti működés jellegéhez képest, egy egyszerű közvetítés (nem tanácsadás!) esetében nem ritkán az ügyfélnek és a megbízónak is felszámítanak közvetítői jutalékot. A kérdés persze itt is az, hogy ez baj-e. És a válasz itt is az: attól függ. Ha minőségi szolgáltatásokat adnak el, megfelelő személyi-tárgyi-szakmai feltételekkel dolgoznak, a hitelfelvevők megfelelő tájékoztatást kapnak, a kockázatkezelés nem puhul, és mindezt ennek megfelelő áron kínálják, akkor teljesen rendben van. Bizonyos számítások szerint nálunk az átlagos lakáshitel ügynöki jutalékszintje már elérte a kockázattal korrigált átlagos marzsokat, ami elgondolkodtató. Lehet ugyan azzal érvelni, hogy nemzetközi összehasonlításban még van terünk a jelzáloghitelezésben, a növekedés azonban kedvezőtlen következményekkel is járhat. Kellene az önszabályozás, de ki lépjen? Hollandiában állami szabályozással kezelik ezt a kérdést. Vannak olyan közvetítők (és persze megbízók is), akik csak a forgalom növekedésében érdekeltek, a minőségi követelményeket nem mindegyikük tartja elsődlegesnek, így a megrendelőknek erősebben fel kell(ene) lépniük a minőségi követelmények meghatározásával és számonkérésével, illetve a jutalékok és minőségi követelmények összekötésével. Ez alapvető érdek nemcsak jövedelmezőségi, hanem kockázatvállalási szempontból is. Eltérően pl. a biztosítási szektor közvetítőikkel való kapcsolattól (ami leginkább a unit-linked termékek közvetítésével összehasonlítva igaz), a hitelközvetítés során a kockázat közvetítése is megtörténik, hiszen azt a bankok viselik, így elemi érdekük, hogy ellenőrizzék a közvetítők ilyen típusú tevékenységét is. A bankszektorban szerencsére (még) nem jellemző az ügyfelek körbejárata. Valakinek időben lépnie kellene, de kinek és mit?

A **befektetési alapok** esetében, az összpiacon tekintve, szinte egyáltalán nem beszélhetünk független ügynöki közvetítésről, több okból sem. Leginkább a nemzetközitől eltérő finanszírozás miatt. Hazai vélekedés szerint az ügyfél nem hajlandó megfizetni a közvetítés, az eladás árát, így az itteni alapkezelők nem alkalmazzák az ügyletkötés elején felszámított ügyleti jutalékot („up-front fee”-t), hanem az alap működési költségei között szerepeltetik a közvetítőnek szánt jutalék fedezetét. Ezen kívül, jogszabályi előírások miatt, a közvetítő nem alkalmazhat alvállalkozót, vagyis egy banki forgalmazás esetén a közvetítő társasághoz „csak” megbízási jogviszonyban tartozó ügynökök közvetítői tevékenysége már nem jöhet szóba. Habár nagyon kevesen mutatják ki az alapra terhelt díjak között külön a forgalmazási díjat (kb. az alapok 10%-a esetében látja ezt az ügyfél), ha végzünk egy egyszerű összehasonlítást ebben a körben, akkor arra a következtetésre jutunk, hogy a forgalmazási díj mértéke elsődlegesen nem az alap típusával, befektetési jellegével, hanem a forgalmazó intézménnyel mutatja a legnagyobb korrelációt. A szektor véleménye szerint az értékesítés erősítése az ügynöki értékesítés előtt álló akadályok lebontása lenne, amellyel egy időben szükséges lenne valamennyi működési feltételét meghatározni. Ma az ügynöki típusú közvetítés inkább a külföldi alapok behozatalában jelenik meg.

A **biztosítási szektor** az egyetlen, ahol a közvetítői tevékenység részletesen szabályozott, azonban megoldásra váró feladat itt is van. Az előírt biztosításközvetítői vizsgákat sokan nem tették le időben, úgyhogy most új szakasz következik, mivel egy jogszabály nemrég bevezette a hatósági vizsga intézményét. (Erkölcsei kár: többen kívártak az utolsó pillanatig, tudván, hogy a hatóságok majd úgyis tesznek valamit.) A szerzési jutalékok magas szintje miatt egy életbiztosítási szerződés első néhány évében történő visszavásárlás esetén az ügyfél a befizetéseit töredékét kaphatja vissza. Új biztosítók jelentek meg az utóbbi időben a piacon, ennek ténye is hozzájárul a jutalékok magas szinten tartásához, illetve növekedéséhez. A közvetítés és a közvetítők fontossága folyamatosan növekszik. A legnagyobb közvetítői csoport nettó árbevétele alapján kb. a 9. legnagyobb biztosító lett volna tavaly (nettó árbevételét a díjbevételel összehasonlítva). A legtöbb európai uniós országban nincs szabály a független közvetítők díjazására, de van, ahol tiltják, hogy a biztosítók finanszírozzák őket, s megint máshol indirekt módon korlátozzák a jutalékoknak az ügyfélre terhelését. A közelmúlt sikerkonstrukciói, a unit-linked termékek, gyakran minimális biztosítási elemmel, illetve újabban hitelfedezetként felhasználva, továbbra is az értékesítés zászlóshajói lesznek. Az életbiztosítókra nem hárul nagy felelősség a közvetített (befektetési) kockázatok befogadására, hiszen azokat nagyrészt az ügyfél viseli, így leginkább a megfelelő ügyfél-tájékoztatót követelik meg. A szektor hagyományos kockázatkezelő szerepe az életbiztosítások területén az utóbbi időben inkább kockázatkezelővé vált. A jutalékok szintje és struktúrája lehetne inkább ügyfélbarát, leginkább fogyasztóvédelmi szempontból. Lépni kellene, de kinek és mit?

A **nyugdíjpénztárak** több-kevesebb sikerrel működő önszabályozási mechanizmusát már egy Chiléből érkezett professzor is tanulmányozta Magyarországon. A nagy nyugdíjpénztárak ugyanis az 1998-as nyugdíjreform idején megállapodtak, hogy nem fizetnek annak az ügynöknek, aki a másiktól hoz tagokat. A Gazdasági Versenyhivatal jóváhagyta ezt a megállapodást, amely egy ideig működött is; elkerülték a nagyobb jutalékok használatát, a pénztártagok ide-oda mozgását. Miután viszont a piac elsődleges felosztása megtörtént, egyre nehezebb lett az új ügyfelek megszerzése, s egyre inkább egymástól kezdték elvenni a tagokat. A jutalékok pedig egyre magasabbra szöknek. Lépni kellene, de kinek és mit?

Az eddigiek alapján talán látható, hogy a pénzügyi szektorban működő közvetítés megérett egy átfogó áttekintésre. Az értékesítésen nagy a nyomás, a verseny; mindig ki kell találni valamit, amit el lehet adni. Ez egyre bonyolultabb termékeket és összekapcsolásokat eredményez, amelyben még vannak tartalékok. Ennek a folyamatnak az az egyik eredménye, hogy az ügyfelek előtt egyre átláthatatlanabb, bonyolultabb termékek jelennek meg, s az általuk viselt kockázat és a tudásuk közötti szakadék („gap”) tágul. Erre a transzparencia önmagában nem lehet megoldás, hiszen attól, hogy több információ áll az ügyfél rendelkezésére, amit nem feltétlenül ért, még nem lesz jobb a helyzet. Képzés kell, oktatás, a pénzügyi kultúra fejlesztése (itt már vannak előrelépések, többek között az MNB, az Öngondoskodás Alapítvány és PSZÁF közreműködésével), illetve az ügyfél tudásának, életkörülményeinek megfelelő tanácsadás (pl. MiFID). Ez utóbbit egyre többen végzik már a piacon, amire azért is nagy szükség van, mert a magyar ügyfelek átlagos adósságszolgálati rátája már az EU-átlag fölött van. A kockázatok ügyfél-koncentrációja tehát összetett, és ügyfélközpontú megoldásokat kíván, amely a (független) pénzügyi tanácsadók szerepének további növeke-



dését, szükségességét vetíti előre. Nagyon fontos, hogy a piacon működő, hasonló tevékenységet végzők legjobb gyakorlata („best practice”) általánosan elfogadottá váljon.

Várható-e a piaci szereplők önszabályozása az ügynöki közvetítés területén? Vannak, akik egyértelmű nemmel válaszolnak általában a piaci önszabályozásra. Más területről véve a példát, neves aláírók, többek között *Jacques Delors*, *Jacques Santer*, *Helmut Schmidt* és *Lionel Jospin* küldtek levelet 2008. május 18-án *José Manuel Barrosónak*<sup>33</sup> a subprime válság tanulságairól, amelyben ezt írják: „*Ez a pénzügyi válság mindenkinek túlságosan világosan is mutatja, hogy a pénzügyi szektor képtelen az önszabályozásra.*”<sup>34</sup>

Itthon akadnak pozitív és negatív példák egyaránt. Az előbbire példaként említhető a jelenleg aláírás alatt lévő jenhitelezési ajánlás a Magyar Bankszövetség gondozásában.

Egy-egy kezdeményezés sikeressége mögött vélhetően az rejlik, hogy a piaci önszabályozás nem szereti a mennyiségi előírásokat, inkább csak a minőségi előírásokat fogadja meg, talán azért, mert azok az önkorlátozásnak a versenyt kevésbé érintő, sőt, a saját érdekekkel leginkább összeegyeztethető aspektusát jelentik. Ott, ahol az önszabályozás elősegíti a piaci térnyerést, könnyen kialakítható; míg ott, ahol ez komoly üzleti érdekekkel ütközik, nem lehet az önszabályozásra várni.

Egy ilyen helyzetben mi lehet a megoldás? Kinek kellene lépnie és mit? A döntésemeléstől nagyon hasonló helyzetet hívhatunk segítségül, amelyet *Mérő László vezérüjjátéknak* nevezett.

Az alaphelyzet szerint két jól nevelt ember ér egyszerre az ajtóhoz, amelyen ki szeretne menni. Az ő értékrendjük szerint az a játék vesztese, aki először megy ki az ajtón, hiszen akkor udvariatlanok tűnik a másik szemében. A versengés azt jelenti: el kell érniük, hogy a másik lépjen ki elsőként. A kooperáció szerint valamelyikük vállalja a másik megvetését, és elsőként megy ki az ajtón. A játék megoldása mégis a kooperáció, hiszen a versengés fenntartása esetén egyikük sem jut ki. A piaci önkorlátozás, önszabályozás abban különbözik az elméleti példától, hogy a piac nem feltétlenül akar „kimenni az ajtón”, hiszen aki elsőként, önként változtat, az piaci hátránnyal, piacvesztéssel néz szembe, miközben a többiek (talán csak átmenetileg) nyerne, sőt még neheztelhetnek is a változtatóra. A különbség áthidalását az segítheti elő, ha a szabályozók enyhe nyomást fejtenek ki a szereplőkre, esetleg ajánlást adnak ki, jogszabályokat emlegetnek, amire azzal válaszolnak a piaci szereplők, hogy „akkor inkább mi szabályozzuk magunkat”.

Az első lépést a PSZÁF megteszi ebbe az irányba. A napokban elindult, s várhatóan az év végén zárul le az a felmérés, amely a magyar közvetítői szegmens minden szektorát (hitelintézet, biztosító, befektetési alap, nyugdíjpénztár), górcső alá veszi. A módszerek között van elemzés, nemzetközi összehasonlítás, közvélemény-kutatás, de próbavásárlás is. A felügyelet megnézi az ügyfél-tájékoztatás folyamatát és tartalmát, a szükséges személyi- szakmai-tárgyi feltételek meglétét (ideértve a jogszabályi környezetet), az érdekeltségi rendszereket, a jutalékstruktúrákat és a felelősségi viszonyokat. Ennek a felmérésnek a végén pontos választ kell kapnunk arra, hogy kell-e lépni, és mit. A nyitott kérdés az marad, hogy kinek. Ahol szükséges, a felügyelet saját eszköztárával (ajánlások, fogyasztóvédelmi kampányok, jogszabály-javaslatok stb.) bizonyosan cselekedni fog, és bízik abban, hogy a piac, vagy legalábbis a piac nagy része támogatja majd a kezdeményezéseket. Talán az ön-

33 [www.telegraph.co.uk/money](http://www.telegraph.co.uk/money)

34 „*This financial crises shows all too clearly that the financial industry is incapable of self-regulation.*”

szabályozás eszköze is előkerül, ugyanis a piac jelentős részének – mind a megbízó szervezeteknek, mind a közvetítőknek – is érdeke a stabil, kiszámítható működési környezet, az egészséges minőségi feltételek melletti üzletelés, s ezáltal minél több elégedett ügyfél.

## 6. AZ ÉRDEKELTSÉGI RENDSZER ÁTALAKULÁSA

A subprime válság kirobbanását megelőző hitelexpanziót nemcsak a túlzott hitelkockázat vállalására irányuló, az originate to distribute konstrukció sajátosságaiból fakadó ösztönzők és az ügynökökre való fokozott támaszkodás erősítette, hanem az is, hogy minden szereplő anyagi érdekeltisége az extenzív hitelnyújtás ösztönzése irányába mutatott.

Az originate to distribute modell vezetett ahhoz, hogy az értékpapírosítást kezdeményezőnek (originátornak) megnőtt a hitelezési kapacitása, és sokkal hatékonyabban tudta használni a tőkét az eszközök transzferálásával. A kibocsátók eléggé alacsony költség mellett sokkal több új befektetőhöz jutnak el. A befektetők pedig – az ügyletrész-sorozatok (tranchok) kialakítása révén – sokkal több és az igényeikhez pontosabban illeszkedő kockázat-hozam jellemzőkkel bíró befektetési termékekhez juthatnak hozzá. Másik oldalról viszont bonyolultabbakká váltak a termékek, miközben az ezeket bemutató információk közlése, átláthatósága és nyilvános megjelenítése hagy némi kívánnivalót maga után. Az eszközök értékelése gyakran nem volt megfelelő, sokszor a szakmai szttenderdek gyengesége miatt. Az alapul szolgáló eszközök leértékelődtek, az értékpapírosított ügyletek papírjaiknak nyilvános elhelyezési lehetőségei befagytak, sok papírt visszavettek, és megpróbáltak zárt körben értékesíteni. Számos szereplő érdekelt a tranzakciók számának növelésében.

Az egész folyamat mögött az ún. megbízó-ügynök probléma áll. A folyamatban négy szereplő van: az értékpapírosítást kezdeményező, a közvetítő, a harmadik fél és befektetők. Az első szereplőcsoport esetében felmerül a nem megfelelő monitorálás és csoportos figyelés (monitoring and screening), hiszen azt majd a közvetítőknek kell eladniuk. A közvetítők a jutalékbevételeik növelésében érdekeltek, ami nem feltétlenül esik egybe a befektetők kockázathozam igényével. A harmadik fél, leginkább a hitelminősítő szervezetek nem a leértékelésben, hanem éppen az újabb és újabb ilyen strukturált termékek megjelenésében érdekeltek, hiszen ez hoz számukra bevételt. Nem érdekük, hogy szankciókat jelentsenek be. A befektetők nem érdekeltek a megfelelő kockázatmenedzsment finanszírozásában és használatában: kényelmesebb volt, ha megbíztak a hitelminősítő szervezetek értékelésében. És végül: a különböző befektetőknek a strukturált termékek alapjellezőit illetően különböző az érdekeltisége. A válságnak egyik lényeges tanulsága a reputációs kockázat fontossága, a magatartástudományok alkalmazása, a viselkedések megfigyelése. Lehet, hogy bizonyos kockázatok megtartása segít, mert így a fél érdekelt marad a kockázatok monitorálásában. Fontos az ügyletek megfelelő dokumentáltsága, hogy tisztán lehessen látni az érdekeltiségeket. Növelni kell a strukturált termékeknel a transzparenciát, legfőképpen az értékelés területén. A strukturált termékek piacát szükséges folyamatosan figyelni és rendszeresen bemutatni.

Elvi szinten két – egymástól függetlenül vagy együttesen is alkalmazható – javaslat kapott nagyobb hangsúlyt ezzel kapcsolatban. Az egyik szerint a bankok kötelesek lennének az általuk strukturált formában értékesített hitelportfóliók legrosszabb minősítésű szegmensét (az ún. equity tranchot, amelyik a kielégítési sorrendben az utolsó, általában

már minősítéssel sem rendelkező rész) saját portfóliójukban tartani. A másik javaslat azt irányozza elő, hogy a bankmenedzserek javadalmazásának legyen egy számottevő, csak egy teljes gazdasági ciklus lezárulását követően kifizethető hányada. Mindkét javaslat azt keresi, hogyan lehet olyan fékeket és ellensúlyokat beépíteni a rendszerbe, amelyek képesek hatásosan visszafogni a korlátlan kockázatvállalásra irányuló ösztönzést; ezzel támogatják a bankok és az egész pénzügyi rendszer stabilitását.

Második nekifutásra az Európai Bizottság is olyan szabályozási javaslatot bocsátott nyilvános vitára, amelyek az ösztönzők oldaláról igyekeznek megragadni az értékpapírosított pozíciókon keresztül vállalható kockázatokat. Az első – nagy szakmai ellenállást kiváltó – javaslat még a tőkekövetelmény meghatározásának oldaláról indult ki, és arra irányult, hogy az értékpapírosított pozíciók kibocsátói, az originátorok az értékpapírosított pozíciók összessége mögé állítsanak legalább 15% tőkekövetelményt, függetlenül attól, hogy mennyi ilyen pozíció van a birtokukban. Ez a szabályozás tulajdonképpen egyszerű tőkeáttételt maximáló szabályozás, meg sem próbálja fékezni, illetve ellensúlyozni az értékpapírosító modell rossz ösztönzési struktúráját. A második nyilvános konzultációs anyag egészen más alapokról indul. Nem a bankokat mint az értékpapírok kibocsátóját, hanem a bankokat mint az értékpapírok megvásárlóját állítja a szabályozás fókuszába, és azt javasolja, hogy a bankok csak olyan értékpapírosított termékekbe fektethetnek be, amelyek kibocsátója (függetlenül attól, hogy EU-s vagy az EU-n kívüli kibocsátóról van szó) legalább 10%-nyi részesedést megtartott az értékpapírosított pozíciókból.

Ezzel párhuzamosan kiélezett vita kezdődött el az unióban a felső szintű vállalatvezetők jutalmazásáról, mivel a hitelpiacról kiindult válság, a romló gazdasági kilátások, a szigorodó bér- és munkaerő-piaci helyzet idején egyre botrányosabbnak tűnnek a válságban érintett cégek vezetőinek busás jövedelméről szóló hírek. A francia *L'Expansion* felmérése szerint az ország tőzsdén jegyzett 40 legnagyobb vállalatánál a vezetők javadalma tavaly 58%-kal nőtt egy év alatt, s elérte a 161 millió eurót. A politikusok azonnal reagáltak, kiemelve, hogy a jól gazdálkodó cégek esetében nincs ezzel probléma, de hát nem mindegyik eset ilyen. A juttatások transzparenciáját erősítendő, vannak központi próbálkozások. Franciaországban például tavaly fogadtak el ilyen jogszabályt. Hollandiában júniusban készült el az a javaslat, amely szerint az igazgatóságoknak szigorúbban kell ellenőrizniük a vezetői jövedelmeket és biztosítaniuk a transzparenciát annak érdekében, hogy legyen szorosabb a teljesítmény és a javadalmazás közötti kapcsolat. Ennek apropója az, hogy az ABN Amro Bank vezérigazgatója, *Rijkman Groenik* 32 millió eurót tett zsebre, miközben a megroggyant intézményt felvásárolták. A holland pénzügyminiszter extra adót tervezett kivetni az extra jövedelmekre; ennek olyan erős visszhangja támadt, hogy a Royal Dutch Shell például már azt tervezte, hogy a székhelyét más országba helyezi át. Nagy-Britanniában 2004 óta a részvényesek szavazhatnak a javadalmazási csomagokról („say on pay”), habár ez nem kötelező érvényű, ellentétben a svédországi vagy norvég szabályokkal.

És mi ennek a felügyelési következménye? Monitorálni kell a szervezet működését, hiszen sokkal jobban ki lehet ismerni, meg lehet érteni a szervezet működését, ha sejthetők az alapvető motivációk. Hasonló ez a közlekedéshez; ha látjuk, hogy az egyik sofőr siet, sejthetjük, miként fog vezetni.<sup>35</sup>

35 *Napi Gazdaság*, 2008. június 19.

A subprime válság hatására az ösztönzés területén is felmerült az önszabályozás, többen újragondolják ösztönzési programjaikat. A Merrill Lynch például megpróbálja csökkenteni azokat az ösztönzőket, amelyek rövid távú kockázatok felvételére és túlméretezett vállalásokra „kényszeríti” a bankárjaikat. A Citibank új vezetősége (*Vikram Pandittal* az élen) olyan ösztönzési és juttatási rendszert vezet be a csoportnál, amelyik az „univerzális banki modellből” fakadó előnyök kiaknázására és partneri viszonyok kialakítására ösztönzi a vezetőket. A többi bankéhoz hasonló, jelenlegi – alapvetően a menedzsernek a divíziója eredményét és saját egyéni teljesítményét díjazó – rendszer helyett a felső vezetőktől az alkalmazottakig kiterjedő bónuszrendszer az egész csoport teljesítményéhez köti a jutalmakat. Eddig azok egy része ahhoz volt kötve, hogy ki mennyi üzletet hozott más területnek; egy privát banki üzletági tanácsadó például mennyi hitelkártyát, biztosítást adott el az ügyfélnek. Az új rendszer bevezetése ugyan az év végére várható, de máris több felső vezető kritizálja, mondván: az ő jutalmuk ne függjön olyan munkatársnak a teljesítményétől, akire nincsenek befolyással, illetve olyan szektoroktól (pl. befektetési bank), amelyik nagy ciklikusságnak van kitéve.<sup>36</sup>

Itthon a banki forrásköltségek megdrágultak, miközben a verseny nagyon erős, elsősorban a jelzáloghitelezésben, úgyhogy előbb-utóbb szigorításnak kellett jönnie. Még mindig az ügyfelek megszerzése a legfontosabb, még azon az áron is, hogy a kamat-, illetve díjelengedési akciók adott esetben csak a második-harmadik évben térülnek meg. Az akciók továbbra is népszerűek; ezeknek az „árát” a már meglévő ügyfelekre próbálják hárítani a fennálló hitelek kondícióinak emelésével, illetve az egyéb költségek növelésével. Fontos itt felmutatni a növekedést, mert egyébként máshová mennek az anyabanki források, ugyanis a jelenlegi üzleti tervek finanszírozását nem lehet az eredményes működésből kigazdálkodni.

A befektetési alapkezelők elsődlegesen a minél nagyobb kezelt állományban érdekeltek, ami nemcsak az elért múltbeli hozamtól függ, hanem a vállalt díjaktól, fiókok értékesítésétől, minél több betét elhelyezésétől az anyabankban, mert akkor megdicsérik stb. Volt már arra is példa, hogy a külsős szerződések darabszámától függött a vagyionkezelő vezetőjének bónusza, függetlenül az üzlet nyereségességétől.

Az életbiztosítási vezető az ügyfélszám növelésében, újabb és újabb termékek fejlesztésében, a kereszttértékesítésben, alapvetően az ügynöki munka hatékonyságában érdekelt. Ez sokszor csak rövid távú érdekeltség, hiszen hosszú lejáratú termékeket ad el, s ki tudja, hogy akkor ki lesz már helyette a vezető. A piaci részesedés mérőszámai rövid távúak: a kötvények száma, az éves díjbevétel, s végül a nyereség számít. A hosszabb távú megtérülés, az ügyfelek hosszabb távú megtartása nem feltétlenül szempont. Ha a gyors piacszerzés a cél, mert ehhez kapcsolódik az ösztönzési rendszer, csak a finanszírozási források mértéke a kérdéses, amellyel az ügynököket lehet „beindítani”.

A nyugdíjpénztári vezető érdekeltsége kiterjed a taglétszámra, a be- és kilépők pozitív egyenlegére, de alapvetően az ügynököktől függ a siker, akik mindig a legjobb év hozamadatával kampányolnak. A csoporton belüli pénztárak esetében a csoport finanszírozása is lényeges szempont.

36 *Financial Times*, 2008. június 24.

## ÖSSZEZÉS

Ha a jelenleg is zajló pénzügyi válság felügyelési következményeit szeretnénk összegezni, nem vagyunk könnyű helyzetben, hiszen még nem ismerjük pontosan a válság lefolyását, kiterjedését és mélységét sem. Azt azonban már most is láthatjuk, hogy számos olyan kérdést vet fel, amely korábban nem tartozott a pénzügyi szervezetek szabályozásával és felügyelésével foglalkozók szerint kiemelten fontosnak tartottak közé. Egy olyan pénzügyi innováció (az *originate to distribute*-nak nevezett bankmodell) áll a középpontjában, amelynek kockázatait sem a piac, sem a szabályozók és felügyelők, sem pedig a válságért komoly felelősséggel tartozó hitelminősítő szervezetek nem mérték fel és kezelték megfelelően; felépülését – a piac fejlődéseként értékelve – jelentősen alábecsülték.

Cikkünkben a már most látható felügyelési következményeket, a felügyelés megújításának már ma kirajzolódó, főbb irányait és lehetőségeit igyekeztünk számba venni néhány kiemelten fontos téma kapcsán, a teljesség igénye nélkül.

A most zajló válság legfőbb tanulsága, hogy a pénzügyi piacok összetettek mind a tulajdonosi, mind az üzleti kapcsolatokat tekintve, így a különböző szektorok kockázati felmérése és értékelése csak együttesen, a kölcsönhatások számbavétele mellett történhet. Nem elég, ha a bankokra gyakorolt hatásokkal foglalkozunk: a biztosítók, a befektetési vállalkozások, a hitelminősítő szervezetek vagy éppen az üzletkötést végző közvetítők viselkedési sajátosságaival, kockázataival is számot kell vetnünk. Kis túlzással élve, a pénzügyi szektorban is érvényes a példa: ha valahol Brazíliában egy pillangó erőteljes szárnycsapásokba kezd, ez Japánban még vihart is kiválthat.

Megállapítható, hogy a hagyományos tőkeszabályozás nem alkalmas arra, hogy az új bankmodell kockázatait kezelje, nem képes sem a betétesek pénzének védőpuffereként szolgálni, sem pedig a piacra szabadított kockázatokat korlátok közé szorítani. Miközben a hagyományos banktevékenység szabályozásának és felügyelésének középpontjában továbbra is a tőkeszabályozásnak kell állnia, az új bankmodell szabályozásában valószínűleg a piacra bocsátható kockázatok volumene korlátozásának és a likviditás felügyelésének kell központi szerepet játszania. A kockázatok mennyiségi korlátozásának eszköze lehet például az, ha az értékpapírosító bankoknak az értékpapírosított hitelek egy részét saját portfóliójukban kell megtartaniuk. Ez egyben a jobb hitelkockázat-kezelés irányába mutató ösztönzést is jelenthet.

A likviditásfelügyelés kapcsán nehéz mennyiségi eszközökkel operálni, itt inkább a megfelelő kockázatkezelést érdemes hangsúlyozni. Ezt Charles Goodhart szellemes hasonlatával tudjuk leginkább alátámasztani: szerinte a mennyiségi likviditási szabályok leginkább ahhoz az önkormányzati szabályozáshoz hasonlóan viselkednek, amelyik azt mondja, hogy a vasútállomáson mindig kell legalább egy taxinak lennie. Így ha a kisváros pályaudvarára vonattal érkező, egyetlen utas be szeretne szállni a pályaudvar előtt álló, egyetlen taxiba, akkor a taxis kénytelen azt mondani neki, hogy nem viheti el, mert akkor sérülne az az előírás, hogy a pályaudvaron mindig kell taxinak lennie.

A minősítő szervezetek által kiadott értékelések és azok karbantartása sok hiányosságot mutatnak. A hagyományos kibocsátások és a strukturált termékek azonos skálán minősítése megtevesztő, a minősítések mögött pedig nem áll kellő tapasztalat és empiria. Ennek javítása feltétlen szükséges, de emellett fontos hangsúlyozni, hogy a tevékenységük nem helyettesítheti, hanem csak segítheti a vállalatok saját *due diligence* eljárását.

Sokáig azt gondoltuk, hogy a biztosítókat csak közvetetten, leginkább befektetések, illetve tulajdonosi kapcsolódásaik révén érintheti a válság, s azokon keresztül is csak kisebb mértékben, hiszen sok biztosító már inkább tekinthető vagyonkezelő szervezetnek. Nos, a krízis végül alapvető pénzügyi szolgáltatói szerepükben is elérte őket, s ez végül a világ legnagyobb biztosítótársaságának a megroggyanásához vezetett. Amikor a biztosítók garantóri funkciója sérült, az állam azonnal és közvetlenül belépett a folyamatokba.

A nyugdíjalapok a befektetések közvetlen vagy közvetett úton történő leértékelődését szenvedik el. Mondhatjuk ugyan, hogy mivel hosszú távú befektetők, a tőkepiacok egy-két gyengébb éve nem okoz alapvető sérüléseket a működésükben, ám nem feledkezhetünk meg arról, hogy a szolgáltatással meghatározott rendszerek esetében, illetve általában a járadékos szakaszban az elvesztett hozamot pótolnia kell a szponzornak, ami nagy pénzügyi terhet jelenthet. Érdekes tanulsággal szolgál viszont ez a helyzet a különböző felelősségi rendszerek rugalmasságának kipróbálására, ami a Solvencia II. és a nyugdíjalapok viszonyának kérdését is segít majd megválaszolni.

A szervezetek vezetői érdekeltségi rendszerének ismerete és értékelése alapvető tényező, amelynek segítségével átláthatjuk, megérthetjük és előrejelezhetjük a szervezetek működésének sajátosságait. Itt a legnagyobb felelősség az ezt jóváhagyó tulajdonosokat terheli.

A közvetítő szektor szerepe óriási, hiszen ez képviseli a frontvonalat az ügyfelek és intézmények között, miközben a végső, tényleges felelősség a megbízóik oldalát terheli, ezért mind jogalkotási, mind felügyeleti eszközök alkalmazása indokolt a működési kere- teik meghatározásában.

## IRODALOMJEGYZÉK

- A csúcsmenedzserek zsebében kotorásznak Európában, *Napi Gazdaság*, június 19.
- ADRIAN, TOBIAS–SHIN, HYUN SONG [2008]: Liquidity and leverage, Federal Reserve Bank of New York, Staff Paper 328., május
- ALLEN, FRANKLIN–SANTOMERO, ANTHONY [1998]: The Theory of Financial Intermediation, *Journal of Banking and Finance*, 1998 No.21.
- ALLEN, FRANKLIN–SANTOMERO, ANTHONY [2001]: What do financial intermediaries do? *Journal of Banking and Finance*, No. 25.
- Banque de France: Financial Stability Review, Special issue on liquidity, No. 11., 2008. február 11.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision (draft for consultation), 2008. június
- CEBS [2006]: Guidelines on the Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2 (CP03 revised), 2006. január
- CEBS [2007]: First Part of Technical Advice on liquidity risk management, 2007. augusztus <http://www.c-eb.org/Publications/Advice/2007/FIRST-PART-OF-CEBS--TECHNICAL-ADVICE-ON-LIQUIDITY.aspx>
- CEIOPS [2008a]: Spring 2008 Report on financial conditions and financial stability in the European Insurance and Occupational pension fund sectors 2006–2007, prepared by CEIOPS Financial Stability Committee, 2008. május
- CEIOPS [2008b]: Update of findings on the exposure of the European insurance and pension funds sectors to subprime related risks and equity risk, 2008. június 26.
- CGFS (Committee on Global Financial System) [2008]: Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings? CGFS Papers, No. 32., 2008. július
- CROLY, COLIN –ABOTT, DAVID [2008]: The subprime crises, *Reaction*, május, 46–47. o.)
- DNB steps up pension supervision on market worries, IPE, 2008. február 1.
- Egy kicsit azért hozzánk is begyűrűzött a subprime válság, *Napi Gazdaság*, 2008. június 9.

- EICHENGREEN, BARRY [2008]: Thirteen Questions about the Subprime Crisis, University of California, Berkeley, 2008. január
- Financial Times* [2008a] Funds forced to reveal bets on UK bank woes, június 24.
- Financial Times* [2008b]: Citi set reward co-operation with overhaul of bonus system, június 24.
- Financial Times* [2008c]: Monoline madness, június 24.
- Financial Times* [2008d] Big banks plan to limit their own risks, augusztus 7.
- GOODHART, C. A. E. [2008a]: The Regulatory Responses to the Financial Crisis, LSE Financial Market Group Series (Special paper 177), 2008. február
- GOODHART, C. A. E. [2008b]: Liquidity risk management, in: Banque de France: Financial Stability Review, Special issue on liquidity, No. 11., 2008. február
- IMF [2007]: Financial Market Turbulence: Causes, Consequences and Policies, Global Financial Stability Report, 2007. október
- KEYS, BENJAMIN J.–MUKHERJEE, TANMOY K.–SERU, AMIT–VIG, VIKRANT [2008]: Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans, 2008. április
- MÉRŐ KATALIN–ZSÁMBOKI BALÁZS [2003]: A Bázeli II. tőkeegyezmény és a prociklikusság egyes összefüggései (várható magyarországi hatások a nemzetközi tapasztalatok tükrében), in: Tanulmányok az új bázeli tőkeegyezmény várható hatásairól, MNB Műhelytanulmányok 27., 2003. október
- PSZÁF: A Felügyelet 2008. évre meghirdetett prioritásai [http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu\\_mukodes&switch-content=pszafhu\\_mukodes\\_20080324\\_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full](http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu_mukodes&switch-content=pszafhu_mukodes_20080324_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full)
- PSZÁF: ICAAP útmutató [http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu\\_bazelII&switch-content=pszafhu\\_bazelII\\_icaap\\_20070625\\_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full](http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu_bazelII&switch-content=pszafhu_bazelII_icaap_20070625_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full)
- ROUBINI, NOURIEL [2008]: Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization, RGE Monitor, március 31. <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf>
- Shadow Financial Regulatory Committees of Asia, Australia-New Zealand, Europe, Japan, Latin America, and the United States: Lessons from Recent Financial Turmoil, Joint Statement, 2007. szeptember 10.

MÓRA MÁRIA

## Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán<sup>1</sup>

2007 őszén, amikor már többé-kevésbé érzékelhető volt az USA másodrendű jelzálogpiaci (subprime) válsága nyomán kialakult piaci zavarok tényleges mélysége, a különböző nemzetközi szervezetekben és döntéshozókban felmerült az eseményekre reagáló szabályozói válasz igénye. Így október elején Merkel német kancellár, Sarkozy francia elnök és Brown brit miniszterelnök közös levélben fordult az európai pénzügyminiszterek tanácsához, hogy dolgozza ki a válság nyomán szükségessé vált válaszlépések menetrendjét (ECOFIN [2007]). Ez a kezdeményezés természetesen nem az egyetlen, s azóta is számos rangos nemzetközi és európai, szakmai és politikai szervezet – a Pénzügyi Stabilitási Fórumtól a Bázeli Bizottságon át az Európai Bizottságig – keresi azokat az intézkedéseket, a pénzügyi rendszerben szükséges változtatásokat, amelyek a remények szerint megelőzhetővé, tompíthatóvá teszik a hasonló válságokat. A cikk – a teljesség igénye nélkül, szubjektív módon válogatva – a formálódó javaslatokat foglalja össze. Bemutatja, hogy a szabályozói válaszokat milyen alapelvek szem előtt tartásával kívánták megfogalmazni, s hogy a változtatások igénye mely területeken a legerőteljesebb. Így részletesen foglalkozik a transzparencia növelésével, az értékelési sztenderdekkel, a hitelminősítő ügynökségek szerepét, a prudenciális felügyeletet, a likviditáskezelést, valamint a Bazel II. (illetve CRD<sup>2</sup>) szabályozás megfelelőségét érintő felvetésekkel.

### 1. SZABÁLYOZÁSI KIINDULÓPONTOK – VÁLSÁGKEZELÉSI ALAPELVEK

Bár a subprime válság nyomán a válság következményeinek a kezelésére számos fórumon számtalan javaslat fogalmazódott meg, a sokféleség ellenére, néhány előzetes alapelv mégis nyomon követhető, leszűrhető. Így egyetértés látszott abban, hogy tekintettel a válság globális jellegére, a szabályozói válaszoknak is globálisnak, összehangoltaknak kell lenniük. Mivel a pénzügyi piacok nemzetköziek, el kell kerülni, hogy lokális szabályok bevezetésével nem azonos versenyfeltételeket, előnyöket, vagy hátrányokat teremtsenek a különböző piaci szereplők számára.

Egy másik fontos kiindulópont volt, hogy lehetőség szerint a piaci, önszabályozó megoldásokat kell előtérbe helyezni. Ezt az igényt támasztja alá az is, hogy utólag jól igazolható: a válság kialakulásában szabályozói, felügyeleti hibák, mulasztások – az értékpapírosítási tevékenység, az „originate to distribute” modell<sup>3</sup> természetének nem kellő mélységű elem-

1 A cikk a 2008. április 10-én a Bankárképzőben elhangzott előadás átdolgozott, frissített változata.

2 Capital Requirements Directive (CRD): az Európai Unió tőkekövetelmény-direktívája

3 Az „originate to distribute” (OtD) modellről, valamint az „originate and distribute” (OaD) modellről részletesebben I. folyóiratunk jelen számában KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON *Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulások* című cikkét.



zése és megértése is hozzájárultak. Ezért meg kell adni a szektornak a lehetőséget, hogy maga dolgozza ki azokat az eszközöket, amelyek segítségével a rendszerben kialakult kockázatok mérsékelhetők.

Az előzővel szorosan összefüggő, további alapelv, hogy lehetőség szerint el kell kerülni a túlzott reakciókat, a helyzetre adott nem kielélt, nem adekvát, idő előtti, hatásvizsgálatokkal nem alátámasztott szabályozói válaszokat. Egy szellemes megfogalmazás szerint vigyázni kell, hogy „*a fürdővízzel ne öntsék ki a CDO<sup>4</sup>-bíbiket*”. Ez azért is nehéz, mert a politika ez esetben is erőteljes nyomást gyakorol, azonnali akciókat sürgetve.

Mint a későbbiekben látni fogjuk: a fenti, tételesen nem is mindig megfogalmazott, de ténylegesen érvényesíteni kívánt elveket a gyakorlatban nem minden esetben sikerül megvalósítani.

## 2. A TRANSPARENCIA NÖVELÉSE – AZ ÉRTÉKELÉSI SZTENDERDEK JAVÍTÁSA<sup>5</sup>

### 2.1. Piaci igény a több, részletesebb és érthetőbb információra

A közelmúlt piaci zavarait leíró elemzők egyetértenek abban, hogy a válság mélyülésében az információhiány, az értékpapírosított termékek nem kellő transzparenciája, a jó és a rossz papírok megkülönböztethetlensége maga is szerepet játszott. (Például a Bázeli Bizottság értékelése szerint a komplex hiteltermékek átláthatóságával és értékelésével kapcsolatos hiányosságok nagyban hozzájárultak a koncentrált illikvid pozíciók felépüléséhez.) Ezért a javaslatokban szinte kivétel nélkül központi helyen szerepel a transzparencia növelése, illetve az analitikus forrásokból történő adatgyűjtés szükségessége. A piac átláthatóságának javítását célzó javaslatok az értékpapírosított termékekre vonatkozó, a befektetői döntések megalapozására alkalmas információtartalom kialakítására irányulnak, s egyben a Bazel II. szabályozás harmadik pillérét kívánják kiegészíteni az értékpapírosítási tevékenységre vonatkozó, fontos alapinformációkkal. A strukturált hiteltermékek piacának újjáéledéséhez alapvető fontosságú a különböző minőségű csomagok elkülöníthetősége.

A piaci transzparencia növelését a subprime válság kezelése kapcsán kulcsfontosságú Pénzügyi Stabilitási Fórum (FSF<sup>6</sup> [2008]) is kiemelten kezeli. Áprilisi javaslataiban erőteljesen szorgalmazta, hogy a pénzügyi intézmények már 2008 első félévére vonatkozó nyilvános beszámolóikban is kiemelten mutassák be az értékpapírosított követelésekkel kapcsolatos kockázatokat. A befektetőknek, a pénzügyi intézményeknek együtt kell dolgozniuk azon, hogy a piaci körülmények szempontjából leginkább releváns információkat kelljen nyilvánosságra hozni. Az értékpapírosítás valamennyi elemét és résztvevőjét transzparenssé kell tenni, ideértve az alapul szolgáló termékre vonatkozó információk javítását és sztenderdizálását.

4 Colletarised Debt Obligations (CDO): Biztosított biztosított hitelkötelezettségek, a subprime válságban szereplő értékpapírosított eszközök egyik típusa. Az értékpapírosított és az újra értékpapírosított eszközökre a „strukturált hiteltermék” kifejezés is használatos, amely a cikkben is szerepel.

5 A Bázeli Bizottság ide vonatkozó lépéseit az ismétlések elkerülése végett a cikk szabályozással foglalkozó fejezete tárgyalja.

6 Financial Stability Forum (FSF): a fórumot a G7 országok pénzügyminiszterei és jegybankelnökei 1999-ben alapították a globális pénzügyi stabilitás elősegítésére.

## **2.2. Önszabályozó javaslat a közzé teendő információtartalomra**

A transzparencia növelését illetően az Európai Unióban ténylegesen teret engednek az önszabályozásnak. Az ECOFIN<sup>7</sup> útterve szerint a pénzügyi szektor képviselőinek kell javaslatot tenniük az értékpapírosított termékekről közzé teendő információk körére, a közzététel gyakoriságára, illetve a harmadik pillér kiegészítésére. Ennek előkészítéseként tavasszal a szakmai érdekképviseletek közösen összeállított kérdőíves felméréssel vizsgálták, hogy a befektetőket milyen értékpapírosításra vonatkozó információk segítenék finanszírozási döntéseikben, illetve külön munkacsoport hasonlított össze – a CRD 3. pillére keretében –, hogy az értékpapírosított pozíciókról az egyes tagállamokban az információk milyen körét kell nyilvánosságra hozni.

Ezekre, valamint az FSF és a CEBS<sup>8</sup> ide vonatkozó javaslataira támaszkodva, az európai szakmai szövetségek június végén hozták nyilvánosságra az értékpapírosítással kapcsolatos közzétételi követelményekre vonatkozó konzultációs dokumentumot (EBF... [2008. június]). A legjobb iparági gyakorlatokat bemutató útmutató tervezete a CRD-ben lefektetett előírások és az FSF jóval bővebb, kockázatok közzétételére vonatkozó javaslatai alapján határozza meg a nyilvánosságra hozandó információk körét, tartalmát. Az útmutató kiinduló elve, hogy a közzé teendő információk összehasonlíthatóak és megfelelő részletezettségűek legyenek. A tervezet definiálja az egyes jelentések feltételezhető célját, majd megfelelő példákkal illusztrálva, megadja az alkalmazás technikai részleteit. A végleges útmutató elkészítése október 31-ig várható, így a bankok jól tudják majd használni azt az először 2009. első félévében esedékes, 3. pilléres követelményeknek megfelelő, nyilvános jelentéseikben. A remények szerint az iparági szakértők által készített útmutató inputként szolgálhat a közzétételi követelményeknek a Bázeli Bizottság általi, 2009-es kiegészítéséhez.

Az értékpapírosítási piacok transzparenciájának javítását célozza az a tíz javaslat is, amelyet kilenc iparági szervezet fogalmazott meg az ECOFIN-útitervhez kapcsolódva (EBF... [2008. július]). A javaslatok között szerepel az egyes értékpapírtípusokra gyűjtendő statisztikai adatok tartalmának kialakítása, a kibocsátók közzétételi kódexének (Code of Conduct) a kidolgozása, a különböző tranzakciós információkhoz, statisztikai adatokhoz való hozzáférés megteremtése, a sztenderdizálás, valamint az értékelési szabályok javítása.

## **2.3. Az értékelési szabványok javítása**

A transzparencia növelése és az értékesítési sztenderdek tökéletesítése egymástól elválaszthatatlan, hiszen hiába a nyilvánosságra hozandó információmennyiség növekedése, ha annak tartalma a nem megfelelő értékelési szabályok miatt bizonytalan, félrevezető. Bár az értékpapírosított pozíciók természetéből adódik a piaci értéken való számbavétel alkalmazása, több utólagos elemzés is megegyezik abban, hogy a 2007 őszén mutatkozó válság a strukturált termékek mögötti eszközromlásból származó, tényleges veszteségek és a termékek „nyomott” értékeléséből származó illikviditás valamifajta elege volt.

7 Economic and Financial Affairs Council (rövidítve ECOFIN): az Európai Unió gazdasági- és pénzügyminisztereinek tanácsa

8 Committee of European Banking Supervisors (CEBS): Európai Bankfelügyeleti Bizottság

Az illikvid, kiszáradt piacokon az egyébként jó minőségű termékek is eladhatatlanok, azaz nullához közeli piaci értékűek. Ez a tapasztalat sokak szemében a teljes körű valós (piaci) értékű számbavétel kritikáját jelentette, s megfogalmazódott a piaci ár helyett a belső modellekkel meghatározott árak alkalmazásának igénye, bár ezzel szemben ugyancsak számos fenntartás említhető. Egy Európai Bizottság által szervezett, múlt év végi fórumon olyan javaslat is elhangzott, hogy a felügyeleteknek – a válság számviteli előírásokból fakadó következményeinek az enyhítésére – a prudenciális szűrők alkalmazásához hasonló megoldást kellene kezdeményezniük. Ez utóbbi véleménnyel szemben az Európai Bizottság a tanácshoz és a parlamenthez intézett, nyilvános kommunikációjában (CEC [2008. február]) a pénzügyi intézmények veszteségeire vonatkozó információk azonnali és teljes körű nyilvánosságra hozatalának az ösztönzését szorgalmazta.

Az értékelési sztenderdek javítása és következetes alkalmazása a fenntartások ellenére megkerülhetetlen. Mint azt az FSF javasolta: az IASB<sup>9</sup>-nek javítania kell a mérlegen kívüli tételek és egységek értékelési és nyilvánosságra hozatali sztenderdjein. Tanácsadó panelt kell létrehozni azon eszközök értékelésére, amelyek piaca illikviddé vált. A piaci válság tanulságaiból kiindulva, a komplex vagy illikvid eszközök auditálási szabályai is felülvizsgálatra szorulnak. A szakemberek megkezdték az erre irányuló munkát, s a szeptember közepi IASB-ülés már tárgyalta a vonatkozó javaslatokat, beleértve a likviditási kockázatok, illetve a mérleg alatti tételek és egységek közzétételét érintő elemzéseket.

A válság rámutatott: a számviteli és értékelési szabályoknak garantálniuk kell, hogy a bankok és egyéb pénzügyi intézmények mérlegen kívüli kockázataival kapcsolatos valamennyi információ láthatóvá (kimutatottá) és a nyilvánosság számára is hozzáférhetővé váljon. A teljes körű konszolidáció – beleértve a speciális célú befektetési egységeket (structured investment vehicle – SIV) – és a hitelezési kockázatra érzékeny, kereskedési pozíciók megfelelő értékelése elengedhetetlen az intézmények valós helyzetének a bemutatásához.

A 2007. évi beszámolók készítésénél az intézmények helyzetét az is bonyolította, hogy az előírások szerint ekkor alkalmazták először az IFRS 7-et<sup>10</sup>. Ez a körülmény és a válság nyomán kialakult helyzet a bankok és az auditorok szoros együttműködését feltételezte annak érdekében, hogy az elszenvedett tényleges veszteségeket – és csak azokat – elszámolják, majd nyilvánosságra hozzák.

A transzparencia növeléséhez, de a közzé tett információk jobb megértéséhez bizonyosan hozzájárul majd az IASB márciusban bejelentett szándéka is, amely egyszerűsíteni kívánja a pénzügyi instrumentumokra vonatkozó beszámolási szabványokat (IAS 39); elvi közelítést alkalmazva, csökkenti a sztenderdek komplexitását.

9 International Accounting Standards Board (IASB): Nemzetközi Számviteli Szabvány Testület

10 International Financial Reporting Standard (IFRS): Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Szabványok, IFRS 7: Financial Instruments: Disclosures – Pénzügyi Instrumentumok: Közlemények

### 3. A HITELMINŐSÍTŐ ÜGYNÖKSÉGEK SZABÁLYOZÁSA

#### 3.1. A hitelminősítő ügynökségekkel szembeni kritikák

A subprime válság, a nagy tömegben végrehajtott drasztikus, sok fokozaton átívelő leminősítések óhatatlanul a hitelminősítő ügynökségek tevékenységére irányították a figyelmet. A formálódó cselekvési programokban rendre megfogalmazódott a hitelminősítő ügynökségek vizsgálatának, vagy durvább megfogalmazásokban, „megrendszabályozásának” az igénye. Bár kezdetben úgy tűnt, hogy a kétségtelenül meglévő problémák orvoslására elégséges lesz a szakma önszabályozása, mostanra megnövekedtek a hatósági szabályozás esélyei.

Arra a hitelminősítő ügynökségek tevékenységét reálisan megítélő források is rámutattak, hogy a strukturált hiteltermékek minősítésével kapcsolatban számos visszasság történt. Ezek közül kiemelendő a hitelminősítők kettős szerepéből származó etikai probléma, az érdekütközés (conflict of interest): a hitelminősítők tanácsot adtak azon strukturált hiteltermékek technikai összeállításához, amelyeket aztán ők maguk minősítettek; valamint az, hogy a minősítésekért a kibocsátók fizettek. Ugyancsak problémát jelentett, hogy a hitelminősítők nem ellenőrizték az ügyfeleiktől kapott információkat, mondván, hogy ez a felügyelet, illetve az auditorok hatásköre. Az értékpapírosítást kezdeményezők mindemellett előszere-ttel alkalmazták az úgynevezett „ratings shoppingot”, azaz válogattak az ügynökségek, a megkapható minősítések között.

A kritikusok azt is felvetették, hogy a módszertanok, illetve a minősítések során alkalmazott feltételezések felülvizsgálata, aktualizálása nem megfelelő módon (nem rendszeresen, túlságosan lassan, vagy bizonyos esetekben túlságosan gyorsan) történt/történik. Ugyanakkor a befektetők nem vették figyelembe a strukturált hiteltermékek minősítése és a hagyományos cégminősítés közötti különbségeket; mindenekelőtt azt, hogy a kibocsátó bukási valószínűsége nem tekinthető a kibocsátott értékpapír likviditása, illetve volatilitása mércéjének, s erre a tényre a hitelminősítők sem hívták fel kellő hangsúllyal a figyelmet. Általánosságban elmondható, hogy a befektetők – miközben döntéseikben kritika nélkül támaszkodtak az ügynökségek minősítéseire – valójában nem ismerték, nem értették az alkalmazott modelleket, módszereket, s a megfelelő tájékozódásra, az elvárható transzparencia hiányában, az ügynökségek sem kínáltak lehetőséget. (A kép teljessége érdekében megjegyezzük, hogy a hagyományos hiteltermékek minősítésével kapcsolatban nem merültek fel problémák.)

A hitelminősítő ügynökségekkel a Pénzügyi Stabilitási Fórum (FSF [2008. április]) is kiemelten foglalkozott. Idevágó legfontosabb javaslatai szerint a hitelminősítő ügynökségeknek biztosítaniuk kell inputadataik jó minőségét, s azt, hogy a strukturált hiteltermékek kibocsátói elvégezzék az alapul szolgáló termékek részletes vizsgálatát (due diligence). Tartózkodniuk kell az olyan új típusú strukturált termékek minősítésétől, amelyeknél a komplexitás, a szerkezet vagy az elégséges adatok hiánya kérdésessé teszi a megfelelő minősítés meghatározását. Ugyanakkor a befektetőknek maguknak is alaposan értékelnük kell a megvásárolni kívánt terméket, annak kockázatait. A minősítések nem helyettesíthetik a befektető független értékelését, s erre a hatóságoknak is figyelmet kell fordítaniuk.

### 3.2. A piac „önszabályozási” javaslata – IOSCO<sup>11</sup>: Code of Conduct

Mivel a hitelminősítő ügynökségek működése nem formális szabályozás, hanem az IOSCO Code of Conductjában (a hitelminősítő ügynökségekre vonatkozó eljárási kódexében) lefektetett elvek, szabályok alapján folyt, a válság kirobbanását követően nyilvánvalóvá lett a kódex módosításának és kiegészítésének a szükségessége. Ezzel a céllal az IOSCO illetékes munkacsoportja márciusban konzultációs dokumentumban publikálta javaslatait, majd május végén közzétette a hitelminősítő ügynökségekre (HMÜ-k) vonatkozó Code of Conduct módosítását (IOSCO [2008. május]). A módosítások és kiegészítések szerint a HMÜ-knek:

#### I. A minősítési folyamat minősége és integritása érdekében

- meg kell tiltaniuk elemzőiknek, hogy tanácsot adjanak azon strukturált hiteltermékek tervezésénél, amelyeket a HMÜ minősít;
- gondoskodniuk kell arról, hogy elégséges mennyiségű információt használjanak a megbízható minősítéshez (ha nincs elégséges historikus információ, akkor ezt a minősítésnél nyilvánvalóvá kell tenni);
- szigorú és formális eljárásokat kell kidolgozniuk és bevezetniük az alkalmazott modellek és módszertanok rendszeres felülvizsgálatára;
- intézkedniük kell, hogy a strukturált hiteltermékek meglévő minősítéseinek a felülvizsgálata és az esetleges leminősítés objektív módon történjen;
- biztosítaniuk kell, hogy a minősítő bizottságokban résztvevő alkalmazottaik rendelkezzenek a szükséges szaktudással és tapasztalatokkal;
- felülvizsgálati eljárást kell kialakítaniuk annak eldöntésére, hogy a korábban minősítettéktől lényegesen eltérő szerkezetű, új termékek minősítése megvalósítható-e;
- értékelniük kell, hogy a strukturált termékek minősítésére használt, meglévő modelleik és módszereik alkalmasak-e, ha a termékek kockázati jellemzői lényegesen megváltoznak;
- a minősítések nyomon követésére és frissítésére megfelelő erőforrásokat kell biztosítaniuk.

#### II. A függetlenség biztosítására és az érdekütközések elkerülésére

- az ügyfeleket vissza kell tartaniuk a minősítések közötti válogatástól (ratings shopping), s nyilvánosságra kell hozniuk, hogy a strukturált hiteltermék kibocsátója minden lényeges információt rendelkezésre bocsátott-e;
- nyilvánosságra kell hozniuk, ha bármely kibocsátó, értékpapírosítást kezdeményező, szervező, vagy egyéb ügyfél 10%-nál nagyobb arányt képvisel éves árbevételükben;
- politikákat és eljárásokat kell kialakítaniuk az ügynökséget elhagyó – s más érdekelt félnél elhelyezkedő – elemzők múltbeli munkájának a felülvizsgálatára;
- szabályozott módon és rendszeres időszakonként át kell tekinteniük az elemzők javadalmazására vonatkozó politikájukat és gyakorlatukat, hogy az ne veszélyeztethesse a minősítés objektivitását;
- meg kell határozniuk, hogy mit és mit nem tekintenek kiegészítő üzletágnak.

11 International Organization of Securities Commissions (IOSCO): az Értékpapírpiacon Felügyelet Nemzetközi Szervezete

III. A kibocsátók és a nyilvános befektetők iránt viselt felelősségükre tekintettel:

- ellenőrizhető, mérhető historikus információkat kell publikálniuk teljesítményükre vonatkozóan, ha csak lehetséges, úgy sztenderdizálva, hogy segítsék a befektetőket a különböző HMŰ-k teljesítményének az összehasonlításában;
- meg kell különböztetniük a strukturált hiteltermékek minősítését az egyéb minősítésetől, lehetőleg eltérő minősítési szimbólumokkal;
- be kell mutatniuk a minősítések jellemzőit és korlátait, valamint azt, hogy milyen mértékig ellenőrzik a kibocsátó vagy az értékpapírosítást kezdeményező által adott információkat;
- megfelelő információval kell ellátniuk a befektetőket a strukturált hiteltermékre vonatkozó veszteség és cash flow-elemzésről úgy, hogy azok megértsék a minősítés alapját. Azt is nyilvánosságra kell hozniuk, hogy a strukturált hiteltermék minősítése mennyire érzékeny a minősítés alapjául szolgáló feltételezésekre;
- nyilvánosságra kell hozniuk a minősítés kialakításakor használt módszertant.

IV. A piaci szereplőkkel folytatott kommunikáció és a Code of Conduct közzététele tekintetében:

- honlapjuk kiemelt helyén információt kell szolgáltatniuk használt módszertanukra, korábbi teljesítményükre vonatkozóan, továbbá linket a HMŰ-k Code of Conduct-jához.

Az idézettek alapján látható, hogy a Code of Conduct módosításainak és kiegészítéseinek a készítői (a konzultációs folyamatban résztvevők véleményének, illetve a párhuzamosan folyó tanácsadások, konzultációk tapasztalatainak a felhasználásával) valamennyi – a hitelminősítő ügynökségek működésével kapcsolatos – kritikára, felvetésre igyekeztek válaszolni, megfelelő megoldást találni.

A bankszakra képviselői az IOSCO Code of Conductban eszközölt módosítások, kiegészítések többségét helyeselték, de vitatták az IOSCO-nak a minősítések nyilvánosságra hozatalával kapcsolatos, új előírását, amely szerint egy termék minősítésére vonatkozó információkat akkor is nyilvánosságra kell hozni, ha végül nem történik minősítés. Azzal sem értettek egyet, hogy a strukturált hiteltermékek minősítésére eltérő szimbólumrendszert kelljen alkalmazni.

Ugyanakkor a hatóságok – mint azt a későbbiekben bemutatjuk – nem tartották elégségesnek az elért eredményt.

### ***3.3. Az Európai Bizottság tanácskérése***

A Code of Conduct módosítására irányuló munkálatok megkezdésével párhuzamosan az Európai Bizottság – a hitelminősítő ügynökségeket érintő, potenciális szabályozás előkészítéseként – tanácsadásra kérte fel a CESR<sup>12</sup>-t és az ESME<sup>13</sup>-t 2008. májusi határidővel. A tanácsadás első lépéseként a CESR egy kérdőíves adatgyűjtéssel a négy nagy hitelminősítő ügynökség (Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's, DBRS) gyakorlatát vizsgálta, mindenekelőtt azt, hogy

12 Committee of European Securities Regulator (CESR): az Európai Értékpapírpiaci Felügyeleti Bizottság

13 European Securities Markets Expert Group (ESME): az Európai Értékpapírpiacok Szakértői Csoportja

az ügynökségek gyakorlata megfelel-e az IOSCO Code of Conduct-jában lefektetett elveknek. A felmérés a hitelminősítő ügynökségek módszertanának az átláthatóságára, a minősítéshez és annak nyomon követéséhez (monitoringhoz) rendelt emberi erőforrásokra, a minősítések időszakonkénti áttekintésére és a minősítési akciók időzítésére, valamint a hitelminősítő ügynökségek díjazási rendszeréből adódó, potenciális érdekkellentétekre összpontosította figyelmét.

A CESR nyilvánosságra hozott, végső jelentésében (2008. május) a hitelminősítő ügynökségek megfelelését a Code of Conductnak általában kielégítőnek találta; ugyanakkor leszögezte, hogy a válság kirobbanása óta eltelt időszakban a hitelminősítő ügynökségek nem reagáltak kielégítően a feltárt hiányosságokra. Mindemellett nem tartotta reálisnak az a felvetést, hogy a hitelminősítő ügynökségek formális szabályozása befolyásolhatta volna a közelmúlt piaci zavarait. A CESR szerint az eseményekre alapvetően a Code of Conduct módosítása a megfelelő válasz. A CESR egyidejűleg javasolta, hogy az Európai Bizottság hozzon létre egy nemzetközi sztenderdalkotó és azt nyomon követő (monitoring) testületet, amely a Code of Conductnak való megfelelést vizsgálná. A testület nemzetközi (második legjobb megoldásként európai) szinten működhetne, s tagjai a befektetők, a kibocsátók és a befektetési szolgáltatók tekintélyes képviselői lehetnének. A hitelminősítő ügynökségek a monitoring során nem, de a sztenderd alkotásnál ugyancsak ott lennének a testületben. A CESR csak akkor tartja szükségesnek a felügyelet bevonását (a hitelminősítő ügynökségek felügyeleti ellenőrzés alá helyezését), ha az általa javasolt testület nem érné el a célját.

Bár az (európai) bankszakma is messzemenően egyetértett a CESR és az ESME Európai Bizottságnak nyújtott tanácsadásában alkalmazott megközelítéssel – amely szerint a változtatásoknak az IOSCO Code of Conduct mélyreható módosítására, illetve a kódex betartásának jobb ellenőrzésére kell irányulniuk –, az amerikai és európai döntéshozók nem ítélték elégségesnek az elért eredményeket, ezért elmozdultak a formális szabályozás irányába.

### ***3.4. Az USA tőkepiaci felügyeletének a szabályozási javaslata***

Elsőként júniusban a SEC<sup>14</sup> cselekedett: egy háromlépéses akció keretében javaslatot tett a Nemzetileg Elismert Statisztikai Minősítő Szervezetekre (NRSRO-k)<sup>15</sup> vonatkozó szabályozás kiegészítésére (2008. június). A kiegészítés kezelni kívánja a szervezetek integritásával, minősítési eljárásaival és módszereivel kapcsolatban a másodrendű jelzáloghitelekhez kapcsolt értékpapírok minősítésében játszott szerepük miatt felmerült problémákat. Második lépésként a SEC javaslatot tett a strukturált hiteltermékek minősítési szimbolikájának a megváltoztatására. Harmadik lépésként pedig olyan szabálymódosítást javasolt, amely mérsékelni kívánja azt a jelenséget, hogy a piaci szereplők az NRSRO-minősítések felügyeleti szabályozása miatt indokolatlan mértékben támaszkodnak a minősítésekre.

A SEC által konzultációra boesátott változtatási javaslatok

- a hitelminősítések jószágára vonatkozó statisztikák nyilvánosságra hozatalát és összehasonlíthatóvá tételét;
- a strukturált hiteltermékekre vonatkozó információk nyilvánosságra hozatalának a javítását;

14 Securities and Exchange Commission (SEC): az amerikai tőkepiaci szabályozó és felügyelő hatóság

15 Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)

- a strukturált hiteltermékekre vonatkozó minősítési eljárásokra és módszertanokra vonatkozóan több információ közzétételének a megkövetelését;
- a jelentési kötelezettséggel a belsőellenőrzési folyamatok megerősítését;
- a strukturált hiteltermékek minősítési folyamata kapcsán felmerülő érdekütközések kezelését;
- az NRSRO-k minősítésére való túlzott támaszkodás csökkentését, s ezáltal a befektető alapos termékvizsgálatának az elősegítését célozták.

### 3.5. Az Európai Bizottság szabályozási javaslata

Júliusban az ECOFIN is úgy foglalt állást, hogy a hitelminősítő ügynökségeket illetően erősíteni kell a felügyeleti rendszert, illetve be kell vezetni az uniós szintű regisztrációt. Ezt követően az Európai Bizottság két konzultációs dokumentumot tett közzé (Consultation... 2008. július), s a kísérő közleményében kifejezetten utalt az USA példájára. Az illetékes biztos, *Charlie McCreedy* egyértelműen az önszabályozás működésképtelenségéről s arról a meggyőződéséről beszélt, hogy a szabályozói ráhagyatkozás a hitelminősítő ügynökségekre visszatarthatta a bankokat és a többi pénzügyi intézményeket saját kockázataik alapos értékelésétől. Ennek megfelelően az egyik konzultációs dokumentum olyan tartalmi követelmények bevezetésére tesz javaslatot, amelyeket a hitelminősítő ügynökségeknek teljesíteniük kell működésük engedélyezéséhez. Így például kezelniük kell a (minősítői és tanácsadói tevékenységből származó) érdekellentétet, megbízható minősítési módszertannal kell rendelkezniük, és növelniük kell a tevékenységük átláthatóságát. A szabályozási javaslat nem érinti a minősítési módszertanokat és döntéseket, ezekért továbbra is a hitelminősítő ügynökségek tartoznak kizárólagos felelősséggel. A dokumentum két lehetőséget vázol fel a hitelminősítő ügynökségek hatékony EU-szintű felügyeletére. Az egyik javaslat a CESR megerősített koordinátori szerepét, valamint a nemzeti felügyeletek szoros együttműködését feltételezi. Ebben a modellben a regisztrációért (engedélyezésért) és a felügyeletért az érdekelt felek által közösen kijelölt anyaországi (home) felügyelet viseli a fő felelősséget. A másik szerint egy európai szervezet (a CESR, vagy egy újonnan létrehozott) végezné a hitelminősítő ügynökségek európai szintű regisztrációját, tevékenységük felügyelete pedig a nemzeti hatóságok hatáskörébe tartozna.

Az előbbivel egyidejűleg nyilvánosságra hozott, másik konzultációs anyag abból indul ki, hogy újra kell gondolni a minősítések és a szabályozás közötti kapcsolatot. A befektetőket nem lehet arra kötelezni, vagy akár csak arra bátorítani, hogy kizárólag a hitelminősítő ügynökségek ratingjére támaszkodjanak, mert ez háttérbe szorítja a saját kockázatelemzést és a megfelelően gondos eszközértékelést. A konzultációs dokumentum áttekinti, hogy az európai joganyagban mely helyeken szerepelnek a hitelminősítő ügynökségek minősítéseire vonatkozó utalások.

A továbblépést illetően az Európai Bizottság három – egymást kölcsönösen nem kizáró – javaslathoz várja a véleményeket:

1. A szabályozott és szofisztikált befektetőktől megkivánnák, hogy nagyobb mértékben támaszkodjanak saját kockázatelemzéseikre, különösen a (viszonylag) nagy befektetések esetén.



2. Valamennyi nyilvánosságra hozott minősítésnek tartalmaznia kellene egy figyelemfelhívást („health warnings”), amely az adott eszköz speciális kockázataira utal.
3. Felülvizsgálják és szükség szerint módosítanak a joganyagban a hitelminősítő ügynökségek minősítéseire vonatkozó szabályozói hivatkozást.

### **3.6. Globális vagy lokális, hatósági vagy önszabályozás?**

A fenti fejlemények alapján határozottan leszögezhető, hogy a hitelminősítő ügynökségekkel kapcsolatban a hatóságok egyértelműen túlléptek a korábban megfogalmazott elveken anélkül, hogy tapasztalatokat szereztek volna az önszabályozó lépések hatásosságáról: túlreagálva, idő előtt tettek javaslatokat a szigorításra, elmulasztva az európai uniós és az USA-beli szabályozás összehangolását. Tették ezt annak ellenére, hogy a hitelminősítő ügynökségek az elmúlt egy év során maguk is megpróbálták korrigálni a korábbi tevékenységükben feltárt hiányosságokat.<sup>16</sup>

Az európai és USA-hatóságok által javasolt szabályozási elemek leginkább azzal mutatnak túl az IOSCO Code of Conduct módosításán, hogy a Pénzügyi Stabilitási Fórum javaslatainak megfelelően megpróbálják korlátozni a hitelminősítő ügynökségek minősítéseire való túlzott támaszkodást. Az európai szabályozási javaslatban új elem még a hitelminősítő ügynökségek valamiféle uniós szintű felügyelete. Az idő előttiség (koraszülöttség) itt is kimutatható, hiszen július végén az IOSCO hitelminősítő ügynökségekkel foglalkozó munkacsoportja sajtóközleményben jelentette be, hogy milyen lehetséges konstrukciókban fogják vizsgálni a hitelminősítő ügynökségek megfelelését a Code of Conductnak.

A szóba jöhető modellek:

- az információcserére vonatkozó, részletes megállapodások a nemzeti felügyeletek között;
- közös (együttműködő) vizsgálati programok a hitelminősítő ügynökségekre vonatkozóan; vagy
- külön erre a célra létrehozott (specializált) IOSCO-bizottság a hitelminősítő ügynökségek Code of Conductnak való megfelelésének a vizsgálatára.

A hitelminősítő ügynökségek szabályozására egyoldalúan tett, nem összehangolt intézkedések a globális piacokon működő ügynökségek számára felesleges adminisztratív terheket és többletköltséget jelentenek, mivel ugyanazon prudenciális célokra adnak csupán a

<sup>16</sup> Lásd például a Moody's által bevezetett változtatásokat (Moody's, 2008. május). A hitelminősítő cég – a piaci szereplőkkel a strukturált értékpapírok minősítéséről folytatott konzultáció alapján – úgy döntött, hogy ezeket a termékeket a jövőben is a vállalati kötvényekkel azonos (AAA–C) skálán minősíti. Ugyanakkor a minősítéseket a strukturált termékek esetében két pótlólagos kockázati mérőszámmal egészítik ki, amelyek a modellfeltételek volatilitását, illetve a konstrukció veszteségérzékenységet mérik. A feltétel öt fokozatú (alacsony, alacsony/közepes, közepes, közepes/magas, magas) volatilitás-mérőszámának a meghatározásakor a historikus teljesítményt, az adatok pontosságát, a termék összetettségét és piaci értékre (market value) való érzékenységet, valamint a kibocsátásban résztvevők megbízhatóságát és a jogi struktúrát (governance) értékelik. A veszteségérzékenység azt méri, hogy a minősített strukturált értékpapír minősítése hány értékkel lesz rosszabb, ha az alapul szolgáló biztosíték pool feltételezett vesztesége lényegesen megnő.

részletekben különböző megoldásokat, indokolatlan szabályozási korlátokat támasztva. A hitelminősítő ügynökségek szabályozásának a példája azt igazolja: alapvetően fontos lenne, hogy a szabályozók ragaszkodjanak/térjenek vissza a globális megoldások kereséséhez.

#### 4. PRUDENCIÁLIS FELÜGYELET, SZABÁLYOZÁS, KOCKÁZATKEZELÉS

Az utólagos értékelések a prudenciális felügyelet és szabályozás problémáira, az intézmények kockázatkezelési gyakorlatának, illetve felügyeletének a hiányosságaira is rámutattak. Mint azt a Pénzügyi Stabilitási Fórum is kiemelte, a rendszer számos gyengeségét a pénzügyi hatóságok már a válság kezdete előtt is ismerték vagy gyanították, de a pénzügyi innovációkra adott reakcióik túl lassúnak bizonyultak. Ezért ezeken a területeken is felmerült a gyorsabb szabályozói változtatás igénye.

##### 4.1. Felügyeleti modellek

A több országban működő, nemzetközi téren aktív bankcsoportok régóta felhívták a figyelmet arra az ellentmondásra, ami a csoportok központi irányítása, csoportszintű kockázatkezelése, valamint szétterjedett, nemzeti hatáskörbe tartozó felügyelete között feszül. Egyes intézményeknek a subprime válság nyomán felszínre került nehézségei még inkább kiemelték egy esetleges felügyeleti modellváltás, de legalább a felügyeletek közötti jobb együttműködés szükségességét.<sup>17</sup>

A Lámfalussy-folyamat nyomon követésének jegyében az Európai Parlament két képviselője 2008. júniusban nem nyilvános, előzetes jelentést készített a bankfelügyelet jövőbeni európai struktúrájáról. Azt előzetes jelentés a pénzügyi válság felvázolását követően arra a következtetésre jutott, hogy az integráció, globalizáció és a nyitott pénzpiacok jelentette kihívásnak csak a felügyeleti struktúra átfogó reformjával, jelentős megváltoztatásával lehet megfelelni. A jelentés – a rendszerkockázatok forrásától, az értékelési sztenderdeken és a hitelminősítő ügynökségeken át a globális válságkezelésig (ideértve az IMF<sup>18</sup> szerepét is) – több mint tíz pontban sorolja azokat a problémákat, amelyek megoldására megfelelő válaszokat kell találni.

A parlamenti jelentés – anélkül, hogy állást foglalt volna egyik vagy másik mellett – az alábbi öt felügyeleti modellt vázolta föl:

1. javítás a jelenlegi töredezett struktúra keretei között;
2. a 3L3<sup>19</sup> Bizottságok európai szabályozó hatóságokká alakítása;
3. a felügyeletek európai rendszere, kétszintű felügyeleti rendszer;
4. egyetlen európai felügyelet;
5. európai pénzügyi felvigyázó (oversight) hatóság.

17 A felügyelés kérdéskörével foglalkozik folyóiratunk jelenlegi számában ERDŐS MIHÁLY–MÉRŐ KATALIN *A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése* című cikke is, amelyben a szerzők a bankok szabályozásának és felügyelése során alkalmazott módszerekről, azok változásáról írnak.

18 International Monetary Fund (IMF): Nemzetközi Valutaalap

19 CEBS, CESR, CEIOPS (a bankfelügyeletek, az értékpapír-piaci felügyeletek és a biztosítás felügyeletek 3. szintű európai bizottságai)

A jelentés egyik készítője egy külön dokumentumtervezetben előzetes javaslatot is megfogalmazott a felügyeleti struktúra lehetséges megváltoztatására. A javaslat a 2., a 3. és az 5. opciókra épül, célja egy kétszintű, kétcúcsú felügyeleti modell létrehozása. Első lépésként a 3L3 Bizottságokat a jelenleginél sokkal szélesebb hatáskörrel, kötelező erejű döntési joggal ruházná fel, majd létrehozná a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerét (European System of Financial Supervision) az ESCB<sup>20</sup> mintájára, és annak felügyelő bizottságát – egyik csúcsként – a határon átnyúló pénzügyi csoportok, tevékenységek felügyeletére. A második csúcst egy független felügyelő testület jelentené, amelyet az Európai Központi Bank (EKB) alapítana, tagjait pedig a 3L3 Bizottságok, az EKB BSC<sup>21</sup>-je, a tagországok jegybankjai és a Pénzügyi Felügyeletek Európai Rendszerének a felügyelő bizottsága delegálnák; feladata a makro pénzügyi stabilitás és a rendszerkockázat felügyelete lenne.

Az Európai Bankföderáció (EBF) már hosszabb idő óta foglalkozik a felügyelet szerkezeti felépítésével. Az európai bankfelügyelet jövőjének a vizsgálatára létrehozott munkacsoportja is öt szóba jöhető felügyeleti modellt hasonlított össze: a jelenlegi rendszert, a konszolidált, illetve a vezér (lead) felügyeleti modellt, az egységes európai bankfelügyeletet, illetve a kétszintű rendszert<sup>22</sup>. A modelleket tíz különböző ismérv (pénzügyi stabilitás, versenysemlegesség, kiszámíthatóság, a bankok üzleti modelljével szembeni semlegesség, költséghatékonyság, válságkezelés, a pénzügyi szektor hatékonysága és dinamizmusa, politikai elfogadhatóság, jogi megvalósíthatóság, globális kontextus) szerint értékelték. Bár a munka részletes eredményét (részben a tagok közötti nézetkülönbség miatt) nem hozták nyilvánosságra, az EBF – legalábbis rövid távon – a konszolidált felügyeleti modell erősítését szorgalmazza.

#### ***4.2. A jelenlegi realitás: felügyeleti együttműködés, konszolidált felügyelet***

A meglévő jogi keretek között – figyelembe véve, hogy a nemzetközi bankcsoportok esetében az egyes államokban bejegyzett, önálló jogi személyiségű tagbankok felügyeletéért a fogadó (host) országok felügyelete visel jogi és erkölcsi felelősséget a betétesekkel és esetlegesen az adófizetőkkel szemben – a reális megoldásnak valóban a felügyeleti együttműködés erősítése, a konszolidált felügyeleti modell minél szélesebb körű alkalmazása és elterjesztése látszik.

Mivel a jelenlegi (európai) felügyeleti struktúra nem igazán alkalmas a gyorsan változó piacok hatékony felügyeletére, a rendszert úgy kell megváltoztatni, hogy alkalmazkodjék a kockázatvállalás nemzetközi jellegéhez, lehetőség szerint küszöbölje ki a felügyeleti duplikációkat, minimalizálja a költségeket, és versenysemleges legyen. A felügyeleti kultúrák, gyakorlatok közelítését és a felügyeleti együttműködés elősegítését illetően az Európai

20 European System of Central Banks (ESBC): Központi Bankok Európai Rendszere

21 Banking Supervision Committee (BSC): Bankfelügyeleti Bizottság (2. szintű bizottság)

22 A konszolidált felügyeleti modell középpontjában a felügyeleti kollégium áll, amelyben – az anyabank felügyeletéért felelős felügyelet vezetésével – az érintett hatóságok szorosan együttműködnek a csoport felügyeletében, lehetőleg közös döntéseket hoznak, de a fogadó ország felügyeletének a jogi felelőssége megmarad. A vezérfelügyeleti modellben az anyaország felügyelete a csoportot illetően kizárólagos felelősséget visel. Az egységes európai bankfelügyelet a meglévő felügyeleti hálózatán és a CEBS megerősítésén alapszik, míg a kétszintű modell egy szupranacionális (páneurópai) felügyelet és a nemzeti felügyeleti tevékenységének a kombinációja.

Bankföderáció legfontosabb rövid távú prioritásai a nemzeti opciók és diszkréciók megszüntetése/drasztkus csökkentése a tőkeszabályozásban, a felügyeleti kollégiumok szerepének befoglalása a tőkekövetelmény direktívába, a felügyeleti kollégiumok egységes működési rendjének a kidolgozása, a CEBS megerősítése, a nemzeti felügyeletek EU-mandátumának biztosítása, a valóban közös jelentési keretek (Common Reporting, COREP) kialakítása. A tagok többsége az anyaországi (home) felügyelet szerepének a megerősítését (a CRD 129. [2008. június] második és harmadik pillérre való kiterjesztését) is támogatja.

A szabályozó hatóságok maguk is igyekeztek a felügyeleti kollégiumok minél jobb működését elősegíteni. Ennek érdekében a CEBS a Hálózati Együttműködés Projekt (Operational Network Project) első eredményeként még az év elején közzé tette a felügyeleti kollégiumok működésére vonatkozó gyakorlati tapasztalatokat, illetve a felügyeletek közötti írásos szerződés mintáját (2007. december 27.). A korábban kijelölt, tíz nagy európai bankcsoport felügyeleti együttműködési tapasztalatai alapján a CEBS definiálta a felügyeleti kollégium fogalmát, meghatározta annak céljait, szervezeti felépítését, a felügyeletek közötti információcsere módját és kereteit. A dokumentum tárgyalja a feladatok delegálását és a közös vizsgálatokat, a modellengedélyezésben (validációban), valamint a felügyeleti felülvizsgálati és értékelési folyamatban (SREP<sup>23</sup>) való együttműködést. Az írásos szerződésekre vonatkozó minta (template) a CRD 131. szakaszában előírt kötelezettség teljesítéséhez ad rugalmas kiindulópontot, sorra véve azokat a területeket, amelyeket a felügyeletek közötti szerződésben szabályozni kell. A Hálózati Együttműködési Projektbe bevont csoportok felügyeleti kollégiumai 2008 első felében tesztelték a szerződésmintát, s a gyakorlati tapasztalatok fényében módosítják azt.

A felügyeleti együttműködés javítására, feltételeinek kialakítására irányuló hatósági törekvést a Európai Bizottság által megfogalmazott módosítási javaslatok (CRD [2008. április]) is tükrözték. Eszerint a felügyeleti kollégiumok bekerülnek a CRD-be. Minden határon átnyúló csoport esetében létre kell hozni az írásos eljárásrend szerint működő kollégiumot, tekintet nélkül a csoport méretére. A kollégiumot a konszolidáló (anyaországi) felügyeleti vezető, abban helyet kapnak a rendszer szempontjából fontos leányvállalatok felügyeletei. A rendszer szempontjából fontos leányvállalatok (systematically important subsidiaries) fogalmát – mennyiségi és minőségi ismérvek alapján – európai szinten határozzák meg. A fogadó ország felügyeletének a javaslatára a fiókok felügyeletét ellátók is részt vehetnek a kollégiumban, amelynek hatásköre a második pillérre, a jelentési kötelezettségekre, a csoporton belüli követelésekre, illetve a harmadik pillérre terjedne ki. A kollégiumoknak nem lesz jogi személyisége, jogilag a felügyeleti hatáskörök változatlanok maradnak. Egyet nem értés esetén a CEBS mediátorként és konzulensként szerepel, s a jogilag kompetens hatóságon múlik majd, hogy elfogadja-e a döntést a „felel meg, vagy indokold az eltérést” elv érvényesítésével.

A felügyeleti kollégiumoknak nemcsak uniós, hanem globális szinten is kiemelt szerepet kell játszaniuk a nemzetközi téren aktív csoportok felügyeletében, bár az összehangolást az eltérő szabályozások még inkább megnehezíthetik. A kollégiumok működése globális szinten eddig a Bázeli II. egyezmény bevezetésére koncentrált, de indokolt, hogy a jövőben a felügyeleti tevékenység teljes spektrumára kiterjedjen. Gyakorlati szempontból célszerű,

hogy a felügyeleti kollégiumok kétszintű struktúrában működjenek: az úgynevezett core (belső) kollégiumokat az anyafelügyelet és a szignifikáns vagy rendszerszempontról fontos tagbankok felügyeletei alkotják, míg az általános kollégiumoknak minden olyan felügyelet a tagja, amelynek a joghatóságban a csoport működik. Hatékonysági szempontból alapvetően fontos, hogy a kollégiumok munkájában az érintett bankcsoportok is részt vegyenek, lehetőleg már a kezdeti fázisban. Kívánatos, hogy az együttműködés szabályait írásos szerződésben (Memorandum of Understanding) rögzítsék, amely kitér a működés, a szervezet, a kooperáció és a munkamegosztás kérdéseire, beleértve a nézeteltérések feloldását, s kijelöli a központi kapcsolattartót (rendszerint az anyafelügyeletet). A formális megállapodásoknak a mindennapi együttműködésen túl a stressz- (válság-) helyzetekben történő együttműködést is szabályozniuk kell.

### ***4.3. Együttműködés stresszhelyzetben***

A subprime krízis felvetette a potenciális válságok következményeinek kezelését szolgáló, közös keretek kidolgozásának a szükségességét. A stresszhelyzetben való együttműködés, illetve annak előzetes szabályozása a válság terheinek viselése kapcsán kritikus. Elvi szinten sem eldöntött, hogy egy esetleges banksőd költségeit hogyan lehet megosztani az érintettek között. Bármennyire is nemzetköziek is a bankcsoportok, a reorganizációs szabályok, a kimentési (bail out) mechanizmusok, a végső mentvár (lender of last resort) funkciók, a vészhelyzetben való likviditásnyújtás, a betétbiztosítási sémák jelenleg az egyes országok szintjén működnek. Amíg ezek közelítésében (összehangolásában, hovatovább egységesítésében) nem történik előrelépés, addig a felügyeleti kultúrák közelítésén túlmutató, legalább európai szinten egységes felügyeleti rendszer létrehozása illúzió marad, s fennakad a jogi korlátokon.<sup>24</sup>

Ezzel együtt is törekedni kell a stresszhelyzetekben történő együttműködés szabályainak minél részletesebb, előzetes kidolgozására, hogy éles helyzetekben a tényleges problémák megoldására lehessen összpontosítani a figyelmet. Mindez evidenciának tűnhet, de a közelmúlt tapasztalatai azt bizonyították, hogy válsághelyzetben még az érintett hatóságok között alapvetően szükséges információcsere sem működött. Ezért indokolt az igény, hogy legyen uniós szintű válságkezelési útiter, s vizsgálják felül az ECOFIN 2005-ben elfogadott, ide vonatkozó egyezményt (Memorandum of Understanding).

### ***4.4. A szabályozást ért kritikák: a Bázel II. egyezmény – a tőkekövetelmény-direktíva (CRD) megfelelése***

A tapasztalatokat értékelve, olyan nézetek is megjelentek, amelyek szerint a subprime válság a Bázel II. tőkeegyezmény kritikájaként is értelmezhető. Ez a felvetés azért sem tekinthető megalapozottnak, mert a válság kialakulásakor és felszínre kerülésekor a tőkekövetelményt döntően még világszerte a Bázel I. akkord alapján szabályozták. Annyi azonban joggal felvethető, hogy a válság rámutatott a szabályozás néhány kritikus pontjára, amit az illetékes testületek megpróbálnak melegében orvosolni.

<sup>24</sup> Az EBF külön munkacsoportot hozott létre annak vizsgálatára, hogy az eszközök tagállamok közötti szabad áramlásának milyen jogi akadályai vannak.

A Bázeli Bizottság az 1. pillért érintően meg kívánja növelni a komplex értékpapírosított termékek, a likviditást szolgáló mérleg alatti speciális egységek, valamint a kereskedési könyvi pozíciók tőkekövetelményét (2008. április 16.). A fenti tételek kezelésére vonatkozó, részletes javaslatát még ebben az évben publikálni fogja, és a kereskedési könyvi pozíciók esetében egy részletes hatástanulmánnyal is kiegészíti.

A 2. pillér – a felügyeleti felülvizsgálati folyamat – területén a bizottság, a kockázatkezelés hiányosságait tapasztalva, számos útmutató kiadását tervezi: a cégszintű kockázatkezelésre, a bankok stressztesztelési gyakorlatára és tőketervezésére, a mérlegen kívüli tételek és a kapcsolódó reputációs kockázat, valamint az értékpapírosítási tevékenység kockázatkezelésére vonatkozóan. A likviditási kockázat kezelésének kiemelt figyelmet szentel a bizottság – júliusban jelent meg a vonatkozó konzultációs dokumentum, amely a válság során megmutatkozó gyengeségekre (is) koncentrálna.

A harmadik pillért tekintve, a bizottság kiemelte a komplex termékek átláthatóságával és értékelésével kapcsolatos hiányosságokat, amelyek hozzájárultak a koncentrált illikvid pozíciók felépüléséhez. A strukturált hiteltermékek transzparenciáját a szponzorpozíciók bemutatásának az előírásával akarják javítani. A harmadik pillér közzétételi követelményeiről, különös tekintettel az értékpapírosított (ezen belül is a kereskedelmi könyvi, illetve az újra értékpapírosított) tételekre, 2009-ben ad ki további útmutatót a bizottság. Az értékelési gyakorlatokat illetően ugyancsak útmutatót készít majd, amelyet a felügyelvek használhatnak a bankok értékelési gyakorlatának a megítéléséhez, elfogadásához. Ez a meglévő kereskedési könyvi és valós értékelési útmutatókon túl tekintetbe veszi a legjobb banki gyakorlatokat is.

(A Bázeli Bizottság által vázolt javaslatok nem érintik az egyezmény paramétereinek, illetve a szabályozás prociklikus jellegének a felülvizsgálatát, amelyre vonatkozóan szintén megfogalmazódott igény.)

A folyamatban lévő CRD-módosítás során az Európai Bizottság két javaslatot is tett az értékpapírosított pozíciók kezelésére. Az első javaslat minimum 15%-ban kívánta meghatározni az értékpapírosított követelések kockázattal súlyozott értékét az értékpapírosítás kezdeményezőjénél, függetlenül attól, hogy mekkora értékpapírosított pozíció marad a portfóliójában. Ezt a javaslatot sok oldalról támadták, hiszen egy átruházott kockázat tőkekövetelményét egyetlen közgazdasági elv sem támasztja alá. Ráadásul a javaslat ellentétes a Bazel II. egyezmény alapvető céljával, a közgazdasági és a szabályozói tőke közelítésével, s a kockázatátruházás egyéb módzataihoz képest hátrányosan kezelte az értékpapírosítást. A kritikák hatására az Európai Bizottság alternatív javaslatot dolgozott ki, amelynek értelmében a bankok beruházóként csak olyan értékpapírosított követelésekbe fektethetnének, amelyek esetén a kibocsátások legalább 10%-a az értékpapírosítást kezdeményezőnél marad. (Ezt a szabályt az egyéb hitelkockázat-átruházások esetében – beleértve a hitelderivatívákat és a szindikált hiteleket is – alkalmazni kívánják.) Ez utóbbi javaslattal szemben ugyancsak felvethető azonban, hogy az uniós szabályozásnak be kellene várnia az értékpapírosítás kezelésére a Bázeli Bizottságban kialakuló megoldást a koraszülött, az európai bankokat versenyhátrányba helyező szabályozás helyett.

Mint azt korábban már láthattuk, az USA-beli és az európai hatóságok megpróbálják kezelni azt a problémát is, hogy a szabályozás maga szintén nagyban támaszkodik a hitelminősítő ügynökségekre; illetve, az intézmények túlzott mértékben támaszkodtak a hitelminősítők ratingjeire, elmulasztva a saját kockázatértékelést.

#### **4.5. A likviditási kockázat kezelése**

A piacok 2007. augusztusban bekövetkezett, váratlan kiszáradása a megfelelő likviditáskezelést, illetve felügyeletet is reflektorfénybe helyezte.

A téma időszerűségét természetesen már a subprime válság elmélyülése előtt is felismerték. A Bázeli Bizottság a válságtól függetlenül, 2008-ra tervezte a likviditáskezeléssel foglalkozó útmutatójának a felülvizsgálatát, korszerűsítését. Az Európai Bankföderáció (EBF) szakértői már 2006-ban kimerítően foglalkoztak a likviditáskezelés szabályozásával, kiemelve, hogy a szabályok megállapításakor a likviditáskezelés banki tapasztalataiból kell kiindulni négy alapelem (legjobb gyakorlatok, belső mérési keretek, stressztesztek és folytonossági finanszírozási tervek) figyelembevételével. Hangsúlyozták az egységes (nemzetközi szinten azonos) szabályozás szükségességét és a felügyeleti közöti együttműködés fontosságát. Felvetették a csoportszintű likviditáskezelés lehetőségét, valamint a jegybankok biztosítékképzési gyakorlatának az összehangolását.

Még 2007 elején három európai hitelintézeti szövetség ad hoc munkacsoportot hozott létre a kisebb, „kevésbé szofisztikált” bankok likviditási kockázatkezelési minimum sztenderdjének a kialakítására. A kialakított európai benchmark mennyiségi és minőségi elemeket egyaránt tartalmazott. A nemzetközi, illetve az európai szintű szabályozás hiányában egyes uniós tagállamok (pl. Németország) nemzeti szintű regulákat vezettek be, miközben az EBF fontosnak tartotta volna elkerülni a likviditásszabályozással kapcsolatos európai gyakorlat további szétzöredését, differenciálódását.

Az Európai Bizottság is jóval a válságot megelőzően, még 2007. márciusban kérte fel a CEBS-et a likviditási kockázat kezelésével kapcsolatos tanácsadásra. Jó példát mutat, hogy ebben a témakörben a Bázeli Bizottság és a CEBS szorosan együttműködött, így konzultációs dokumentumaikat is összehangoltan, egy időben, 2008. júniusában jelentették meg. A dokumentumok tartalmilag is jórészt egybecsengenek, bár a CEBS egyértelműbben megengedi, hogy a formális felügyeleti követelmények helyett belső módszertant alkalmazzanak az intézmények.

Mindkét dokumentum leszögezi, hogy a likviditáskezelési stratégia az intézmények igazgatóságának, legfelső vezetésének a felelőssége. A stratégiának a normál ügymeneten túl ki kell terjednie a stresszhelyzetek kezelésére is, az intézményeknek megfelelő tartalékokkal (buffer) és válságkezelési scenáriókkal, szükséghelyzeti finanszírozási tervekkel kell rendelkezniük. A megfelelő napon belüli likviditás- és biztosítékkézelésen túl, különös hangsúlyt kell helyezni a lejárat transzformációk és a mérlegen kívüli tételek figyelembe vételére, valamint a megfelelő stressztesztekre. A likviditáskezelésnek a költség-haszon elemzés is legyen alapvető eleme. Fontos elv továbbá az operatív likviditáskezelés és monitoring szétválasztása és az esetleges finanszírozási koncentrációk (piac, termék, valuta, lejárat, földrajzi régiók szerint) feltárása. Az intézmények likviditási kockázati profilját és menedzsmentjét bemutató, mennyiségi és minőségi információk rendszeres nyilvánosságra hozatala ugyancsak követelmény.

A likviditáskezelés felügyeletének szem előtt kell tartania az arányosság elvét, kerülnie kell a túlságosan előíró jelleget, s képesnek kell lennie arra, hogy megítélje az intézményekben alkalmazott, belső modelleket. A felügyeleteknek szorosan együtt kell működniük a határokon átnyúló csoportok ellenőrzésében, hogy minél jobban megértsék azok likviditási kockázati profilját. Likviditási problémák (deficiencias) esetén a felügyeleteknek időben és hatékonyan be kell avatkozniuk, s ennek megalapozására ajánlott a korai figyelmeztető rendszerek (early warning systems) működtetése.

A globális és az európai szintű bankfelügyeleti bizottság konzultációs dokumentumai megfelelően kezelik a válság nyomán a különböző szakértői csoportok által hangsúlyozott kérdésköröket: a kontingencia (üzletmenet-folytonossági) tervek szükségességét, a második pillér alatti stresszteszték fontosságát. Ugyanakkor a bizottságok javaslatai nem adtak (a források szabad áramlásának akadályai miatt nem is adhattak) helyet a kizárólagosan csoportszintű likviditási kockázatkezelésnek, bár hangsúlyozták a csoportszintű likviditáskezelési stratégia fontosságát, és előírnák a csoportok likviditásfelügyeletének a koordinálását. Egyes felvetésekkel ellentétben, nem tettek javaslatot a likviditási kockázatok pótlólagos tőkekövetelményére sem, mivel a tőke maga nem alkalmas eszköz a likviditási kockázatok fedezésére, a nehéz likviditási helyzetek megoldására. A tőke nem segít az illikvid helyzetekben, de a jó tőkeellátottság javíthatja a partnerek hajlandóságát a finanszírozás fenntartására, ezért a szükséghelyzeti felügyeleti intézkedések között szerepelhet a magasabb tőkeszint előírása.

Az amerikai jelzálogpiaci válság nyomán keletkezett likviditási zavarok – az intézmények megfelelő likviditáskezelésén és annak felügyeletén túl – a likviditást biztosító központi bankok szerepére is felhívták a figyelmet. A válságkezelés érdekében gyakorlati jelentőségre tett szert a biztosítékok befogadásának az összehangolása, amit a bankok képviselői régóta szorgalmaztak. Az elfogadható biztosítékok egyeztetésén túl – ahogyan azt a Pénzügyi Stabilitási Fórum megfogalmazta – a központi bankoknak megfelelően rugalmas működési kereteket kell kialakítaniuk a rendelkezésre állás gyakorlatosságát, a műveletek lejárátát, a rendelkezésre álló instrumentumokat, a lehetséges partnereket illetően is, hogy képesek legyenek a rendkívüli helyzetek kezelésére. A külföldi pénznemben kialakult likviditási problémák kezelésére állandó swapplehetőséggel kell egymás rendelkezésére állniuk, illetve meg kell fontolniuk a biztosítékok és valuták határon átnyúló befogadását.

## 5. LEHETSÉGES TANULSÁGOK

A subprime válság hatásait tárgyalva, a Pénzügyi Stabilitási Fórum októberi előzetes jelentése két szerencsésnek gondolt tényezőre mutatott rá: az egyik az, hogy a „tőkepárnák” megfelelőnek bizonyultak, a másik pedig az, hogy a feltörekvő piacok lényegében érintetlenek maradtak. Az első vélekedést mostanra – közel egy év elteltével – megcáfolták az események, az USA-ban az elveszített tőke miatt évtizedes, évszázados múltú intézmények (befektetési- és jelzálogbankok, biztosítók) jutottak csödbe, vagy szorultak állami segítségre. A másik megállapítás formailag egyelőre fenntartható, hiszen a feltörekvő régiókban az értékpapírosított portfóliók még nem vezettek intézményi csödközhöz. Ugyanakkor érzékelhető, hogy a korábban becsültnél lényegesen nagyobb veszteségek ezeket a piacokat



sem hagyják érintetlenül; ha másban nem is, de a gazdasági növekedés lassulásában és a drasztikusan megemelkedett forrásöltségekben érezhetők a következmények.

A subprime válság – valószínűleg még mindig nem teljes egészében felszínre került – veszteségeinek ismeretében még erőteljesebb az igény az olyan megoldásokra, javaslatokra, amelyek lehetővé tennék a hasonló válságok megelőzését, hatásainak mérséklését. A pénzügyi válságok ellen bevethető csodaszere azonban még várni kell. A cikkben áttekintett javaslatok alkalmasak lehetnek az egyes részterületeken feltárt problémák orvoslására, de nem jelentenek általános megoldást.

A jelenlegi válságban a bajok legfontosabb okozója az volt, hogy az innovatív termékek kockázatát sem a piaci szereplők, sem a felügyeltek nem ismerték fel és nem kezelték megfelelően, illetve, hogy az „originate to distribute” modell a kockázatvállalást és a tényleges kockázatviselést elválasztotta egymástól; ezért joggal feltételezhető, hogy a megelőzéshez is a kockázatok sokoldalú ismerete és hatékony kezelése lehet a kulcselem. Így egyetértőleg idézhető a Pénzügyi Stabilitási Fórum javaslata (2008. április), amely szerint a jövőben a felügyelteknek, a szabályozóknak és a központi bankoknak – külön-külön és együttesen – lépéseket kell tenniük annak érdekében, hogy a kockázatelemzéseket, minél gyorsabban és hatékonyabban, tényleges kockázatcsökkentő intézkedések kövessék.

A 2008. szeptember közepén történtek fényében különösen figyelemre méltóak az Európai Parlament kutatóbázisának a válságkezeléshez kapcsolódó megállapításai is (2007. december). Eszerint a határokon átnyúló válságkezelés hatékonyságának a javításához szükséges az ECOFIN által 2005-ben elfogadott Memorandum of Understanding felülvizsgálata és kiterjesztése. Ennek során kiemelten kell kezelni a pénzügyi stabilitás védelmét, a káros pénzügyi tevékenység társadalmi költségeinek minimalizálását, s prioritást kell kapniuk a magánszektor vezényelte megoldásoknak. További alapelvek: a menedzserek legyenek elszámoltathatók, a részvényeseket ne mentsék ki, közpénzt csak akkor használjanak, ha ezzel komoly gazdasági zavart előznek meg; valamint vegyék állami irányítás (adminisztráció) alá a prudenciális szabályokat durván megsértő bankokat.

**IRODALOMJEGYZÉK**

- Basel Committee on Banking Supervision, The Joint Forum: Credit Risk Transfer – Consultative Document, 2008. április
- Basel Committee on Banking Supervision: Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, 2008. június
- Basel Committee on Banking Supervision announces steps to strengthen the resilience of the banking system, Press releases, 2008. április 16.
- BIS Committee on the Global Financial System: Rating in the structured finance: What went wrong and what can be done to address short-comings? – Consultative document, 2008. március
- CEBS: Range of Practices on Supervisory Colleges and Home-Host Cooperation; 27., 2007. december
- CEBS report on banks' transparency on activities and products affected by the recent market turmoil, 2008. június
- CEBS: Template for a Multilateral Cooperation and Coordination Agreement on Supervision of XY Group; 2007. december 27.
- CEBS: Second part of technical advice to the European Commission on Liquidity Risk Management, 2008. december
- CESR's Report on Credit Rating Agencies, 2007. december
- CESR: The role of credit rating agencies in structured finance, 2008. február
- CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance, 2008. május
- Commission of the European Communities: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – Europe financial system: adapting to change, 2008. február
- Consultation by the Commission services on Credit Rating Agencies (CRAs), 2008. július
- EBF–CMSA–EACB–EAPB–ESBG–ICMA–ESF–LIBA–SIFMA: Ten Industry Initiatives to Increase Transparency in the Securitisation Market; 2008. július
- EBF–LIBA–ESBG–EACB–EAPB: Industry Good Practice Guidelines on Pillar 3 Disclosure Requirements for Securitisation – Industry Consultation Paper, 2008. június
- EBF–LIBA–ESBG–EACB: CRD-Pillar 3 Securitisation Disclosure Requirements in the Context of the Recent Market Turmoil – Survey of Market Participants, 2008. június
- EBF's general policy overview on the Financial Crisis, 2008. április
- ECOFIN Council: Roadmap, 2007. október
- European Commission Internal Market and Services DG: CRD Potential Changes, Co-decision, Comitology; 2008. április
- European Parliament Policy Department Economic and Scientific Policy: Financial Supervision and Crisis Management in the EU, 2007. december
- Financial Stability Forum Working Group on Market and Institutional Resilience: Preliminary Report to the G7 Finance Minister and Central Bank Governors; 2007. október 15.
- Financial Stability Forum Recommends Actions to Enhance Market and Institutional Resilience, 2008. április
- International Accounting Standards Board: Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments – Discussion Paper, 2008. március
- IOSCO: The role of credit rating agencies in structured finance markets – Consultation Report, 2008. március
- IOSCO: The role of credit rating agencies in structured finance markets, 2008. május
- IOSCO announces next steps on Credit Rating Agencies – Press Release, 2008. július 28.
- LIPSKY, JOHN [2008]: Dealing with the Financial Turmoil: Contingent Risks, Policy challenges, and the Role of the IMF; 2008. március 12.
- Moody's Global Credit Policy: Introducing Assumption Volatility Scores and Loss Sensitivities for Structured Finance Securities, 2008. május
- Securities and Exchange Commission: Proposed Rules for Nationally Recognised Statistical Rating Organizations, 2008. június

Senior Supervisors Group: Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence, 2008. március

STRAUSS-KAHN, DOMINIQUE [2008]: Lessons from the Financial Market Crisis: Priorities for the World and for the IMF; 2008. február 13.

WELLINK, NOUT [2008]: Recent Market turmoil – implications for supervisors and risk managers; 2008. február 27.

Továbbá: európai bankföderációs, illetve nemzetközi bankföderációs levelek, belső anyagok

MÓRÓ TAMÁS

# A pénzügyi szektor feltőkésítése: technikák, előnyök és kockázatok

A cikk elemezni kívánja a subprime válság hatásait a bankok ezzel kapcsolatos tőkeemelési technikáira. Először röviden bemutatja, hogy milyen tőkeemelési mutatókat alkalmaz a bankszektor, majd megvizsgálja a különböző tőkeemelési lehetőségeket, azok előnyeit és hátrányait, végül értékeli a most kialakult helyzetet az eddigi tranzakciók tükrében.

## 1. A PÉNZÜGYI SZEKTOR VESZTESÉGEIRŐL ÁLTALÁBAN

A (ma már nyugodtan általános jelzőnek, sőt hitelpiaci válságnak nevezhető) subprime válság során eddig a világ pénzügyi intézményei – ideértve a kereskedelmi és befektetési bankokat is – a rendelkezésre álló források alapján mintegy 504 milliárd dollárnyi leírást eszközöltek augusztus végéig. Ezzel szemben áll eddig az időpontig 352 milliárd dollárnyi tőkeemelés (Bloomberg [2008]). Mindezek eredőjeként, egy elméleti 30%-os adókulccsal számítva (a leírások az adó előtti eredményt terhelik), körülbelül a leírásoknak megfelelően lenne feltőkésítve a szektor abban az esetben, ha lett volna elegendő leírható operatív eredmény. Mivel a veszteségek az időszak alatt termelődő operatív eredménynél jóval nagyobbak, ezért igaz lehet az az állítás, hogy a leírásokban érintett bankok összesítve nettó tőkevesztést szenvedtek el.

Fontos megjegyezni, hogy a subprime válság miatti leírások mértéke összességében ennél jóval nagyobb, hiszen a fenti számok nem tartalmazzák a monoline biztosítók, hitelgarantőrök, az általános biztosítók, a befektetési alapok és egyéb befektetők által elszenvedett veszteségeket.

Földrajzi bontásban vizsgálva: a leírások felét, 253 milliárd dollárt az észak-amerikai pénzügyintézetek szenvedték el, 45% jutott Európára, és alig 4% feletti az ázsiai pénzügyintézetek aránya. Bár ezzel az utóbbi értékkel kapcsolatban sok a kétely – elemzői vélemények szerint a tényleges veszteség mértéke ennél jóval nagyobb –, jelenleg ezek az adatok állnak rendelkezésre.

További érdekesség a leírások igen szembetűnő aszimmetriája. A modern pénzügyi innováció támogatóinak egyik legfontosabb érve azt volt, hogy az így létrejövő, új termékek a kockázat jóval nagyobb mértékű porlasztását teszik lehetővé. Ennek azonban első látásra ellentmondani látszik, hogy a leírásokban jelentős koncentráció tapasztható; az első három szereplő (Citigroup, Merrill Lynch és UBS) fejenként mintegy 10%-ot, azaz összesen majdnem harmadát vitte el a veszteségeknek. Ezek voltak a jellemzően „kockázatporlasztó” nagykereskedők, amelyek igen nagy fedezetlen saját számlás állománnyal rendelkeztek a subprime hitelekre épülő strukturált termékekben. Ez a cikk nem az innovációt utasítja el, és nem is a fenti szereplők ellenében íródik, de a fenti számok jól mutatják, hogy ezekben az esetekben a kockázatkezelés komoly problémákat vetett föl.

Megjegyzésre érdemes, hogy a fenti számok nem csupán a szűken vett subprime-leírásokat tartalmazzák, hanem minden egyéb, a hitelválsághoz kapcsolódó veszteséget; így az LBO-hitelek<sup>1</sup>, kereskedelmi célú ingatlan-jelzáloghitelek, egyéb strukturált termékek és ügyfélkártérítések összegét is.

A cikk az alábbiakban először röviden bemutatja, hogy az egyes tőke megfelelési mutatókhoz milyen tőkeelemek kapcsolódnak, majd részletesen is kifejti a fontosabb tőkeemelési eszközöket.

## 2. A TŐKEMEGFELELÉSI MUTATÓK

A bankok tőkésítettségét szabályozó Tier 1 és Tier 2 mutatókra országonként eltérő szabályok vonatkoznak, de például az Egyesült Államokban egy banknak minimum 4%-os Tier 1 és 8%-os Tier 2 mutatót el kell érnie. Ahhoz, hogy egy bankot jól tőkésítettnek nevezhesünk, legalább 6%-os Tier 1 és 10%-os Tier 2 mutatót kell produkálnia; ezek a mutatók a nemzeti szabályozó hatóság által meghatározott módon kvalifikáló, saját tőkeelemek/kockázattal súlyozott eszközök képletrel számolhatók (forrás: Federal Reserve). Ezzel együtt a kereskedelmi bankoknál elfogadott a 8% feletti Tier 1 mutató fenntartásának igénye, az ennél kisebbet főlmutató bankot a piac már problémásnak tekinti.

Az Egyesült Államokban érvényes szabályok szerint a Tier 1 tőkeelemek számításánál a törzsrésvényekre eső saját tőkéből indulhatunk ki, ezeket növelik

- a megfelelő elsőbbségi részvényelemek,
- a kereskedési céllal tartott, hiteltípusú értékpapírok egy részén meglévő, nem realizált nyereség (veszteség), valamint
- az eszközátértékelésből keletkező tartalékok.

Csökkentő tétel viszont a goodwill, illetve egyéb immateriális javak. A kereskedési céllal tartott, részvénytípusú értékpapírok nem realizált vesztesége is levonandó a Tier 1 tőkéből.

A Tier 2 tőkeelemekhez hozzászámítható

- a megképzett, de fel nem használt céltartalék,
- a megfelelően kvalifikáló, alárendelt kölcsöntőke legfeljebb a Tier 1 tőke 50%-áig, illetve az egyéb hibrid, részben hitel, részben tőkejellegű mutató értékpapírok,
- valamint a kereskedési céllal tartott, részvénytípusú értékpapírok nem realizált nyeresége, maximum a nyereség 45%-áig. A Tier 2 tőke összesen a Tier 1 tőke 100%-át érheti el.

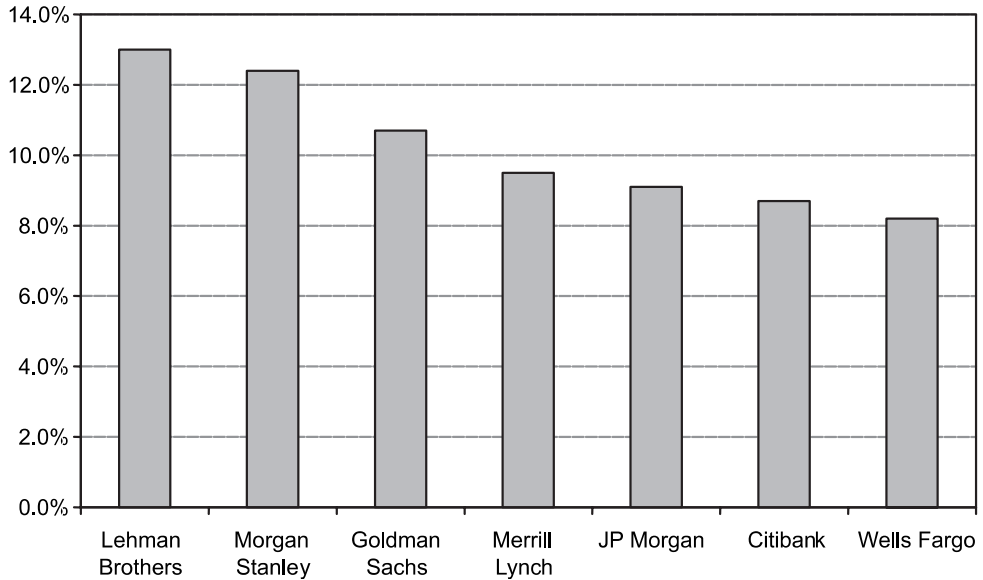
Ennek alapján látható, hogy a bankok tőkepótlására nem csupán az egyszerű törzsrésvény-kibocsátás a megoldás, hanem a feladat számtalan, különböző előnnyel és hátránnyal bíró instrumentumon keresztül megoldható.

A tőke megfelelési mutatók számítása esetén természetesen nemcsak a forrás-, hanem az eszközoldal is fontos, különösen az, hogy milyen kockázattal súlyozzák az egyes eszközöket; a szabályozás ugyanis például a jelzáloggal fedezett hiteleket kisebb kockázatúnak tekinti a normál hiteleknél, miközben a mostani válság kiindulópontját éppen ezek a instrumentumok jelentették.

1 Leveraged Buyout (LBO): hitellel finanszírozott kivásárlás

1. ábra

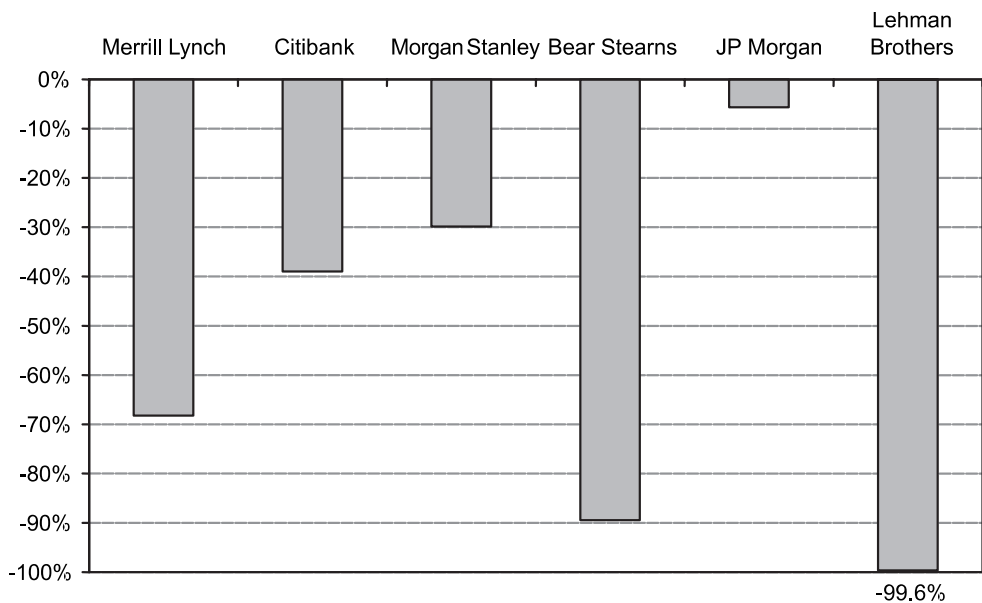
**Tier 1 tőke megfelelési mutató néhány amerikai banknál  
(2008. június 30.)**



Forrás: vállalati jelentések (2008)

2. ábra

**A részvényárfolyam idei változása az amerikai bankszektorban**

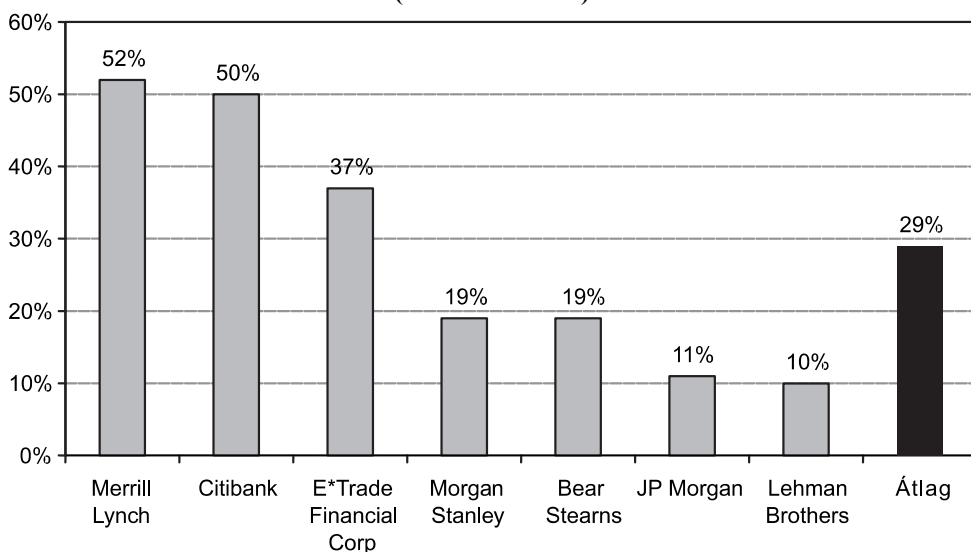


Forrás: Reuters

Látható, hogy a bankok által közölt tőke megfelelési mutatók kevés iránymutatást adtak és adnak a bankok tényleges tőke helyzetéről. Bár a befektetési és kereskedelmi bankok mechanikusan nem vehetők egy kalap alá, az amerikai piacon igen komolyan összefonódik a két szektor, a nagy kereskedelmi bankok is jelentős befektetési banki tevékenységgel rendelkeznek – így az összehasonlítás nem alaptalan –, és az eredmény megdöbbentő: a Lehman Brothers 13%-os Tier 1 mutatója rendkívül erősnek tűnik, miközben alig 3 hónappal később a bank csődvédelmet kért az illikvid, értékét gyorsan elvesztő, ugyanakkor nehezen árazható jelzáloghitel és ingatlanportfólió okozta fizetése képtelenség miatt.

3. ábra

**CDO<sup>2</sup>-kitettség az immateriális javak nélküli saját tőke százalékában  
(2007. november)**



*Forrás:* Mortgage fallout has more to go – position defensively (Goldman Sachs Research, 2007. november 19.)

A bankok immateriális javak nélküli saját tőkéjükre vetítve, egyes esetekben igen jelentős CDO-állományt tartottak; nem véletlen, hogy ezeknél a cégeknél a leértékelődő portfólió következtében a tőkeemelés igénye is igen nagy volt, miközben korábban ezeket a termékeket kifejezetten kis kockázatúnak tekintették. Ugyanakkor az alacsony kitettséggel rendelkező intézmények később gyakran más termékeken szenvedtek komoly veszteségeket, így ezek a mutatók sem adtak egyértelmű iránymutatást.

### 3. A TŐKEPÓTLÁS TECHNIKÁI

A tőke megfelelési mutatók javításának mind eszköz-, mind pedig forrásoldali módszerei is vannak. Az eszközoldali módszerek közé tartozik a mérlegfőösszeg csökkentése (eszközértékesítés, hitelezési volumen, nyitott pozíciók csökkentése). A forrásoldali módszerek legegyszerűbb formája az osztalékcsökkenés. Általánosságban elmondható, hogy az érintett bankok mindkét technikát igen aktívan alkalmazzák: ma általános jelenség az eszközök eladása, a hitelezési volumen csökkentése, illetve a hitelhez jutás szigorítása. Az osztalékpolitika tekintetében pedig egyrészt nehéz az új befektetőknek megindokolni a tőkehelyzet drasztikus romlásával együtt járó, változatlan osztalékpolitika, másrészt a fontosabb szempont az, hogy ez ténylegesen igen jelentős összeget takarít meg: például a Citigroup esetében mintegy 9 milliárd dollárt fizettek ki osztalékként 2006-ban, ami a bank eddigi összes leírásának majdnem 20%-a – ennek csökkentése komoly tartalékokat jelent.

A külső tőkebevonás-tőkeemelés során a külső befektetők, ténylegesen értékpapírokat jegyezve, különböző tulajdonosi vagy hátrasorolt hitelezői jogokat szereznek a társaságnál; ezek az értékpapírok a korábban leírtak szerint saját tőkeelemként veendőek figyelembe.

Mindenekelőtt definiáljuk, mit nevezünk tőkeemelésnek. Alapvetően ez az eszközzel nem fedezett, részvényjellegű, vagy a kielégítési sorrendben igen hátulra kerülő, kötvényjellegű értékpapírok kibocsátását jelenti. A legtöbb esetben a bankok a részvénytípusú instrumentumokat preferálták, mivel ezek a fontosabbnak tartott Tier 1 tőkeelemhez tartoznak.

#### 3.1. Törzsrészvények

A tiszta, egyéb opcióval nem kombinált törzsrészvény-kibocsátás gyakran alkalmazott tőkeemelési forma, amelyet mind nyilvános, mind pedig zárt körben alkalmaznak a bankok; a mostani hitelválság során az utóbbi formánál alapvetően az állami vagyonalapok (Sovereign Wealth Fund – SWF), valamint egyes intézményi befektetők a főbb vásárlók, a nyilvános kibocsátás esetén pedig leginkább a Magyarországon nem alkalmazott (a későbbiekben bemutatandó) rights issue a leggyakoribb forma. Kisebb részben azonban teljesen nyilvánosan értékesítenek törzsrészvényeket.

Megjegyzendő, hogy az utóbbi esetben szinte kizárólag intézményi jegyzésre van példa, a lakossági befektetőket csak a legvégső esetben keresik meg.

##### 3.1.1. Előnyök

A törzsrészvény-kibocsátás fő előnye természetesen az, hogy Tier 1 tőkeelemnek számít, emellett pedig nem jelent előre elkötelezett kifizetést a kibocsátó részére. Természetesen a befektetők osztalékkelvárással rendelkeznek a vásárláskor (a pénzügyi elméletek szerint általában is a részvénytőke a legdrágább finanszírozási forma), ráadásul a szektor tipikusan magas osztalékhozamúnak számít, de a mostani helyzetben fontos, hogy a kibocsátó bank rugalmasan alakíthatja a kifizetéseket, a fizetésképtelenség lehetősége nélkül. Éppen emiatt viszont a kibocsátható részvény mennyiség limitált, hiszen a nagyobb mértékű, azonnali hígulást a részvényesek elutasítják.



### 3.1.2. Hátrányok

Hátránya, hogy a hígulás szinte mindig a részvényárfolyamok azonnali eséséhez vezet, és akár egy ördögi kör is kialakulhat: a részvénykibocsátásra számító befektetők eladják a részvényeket (vagy short pozíciókat nyitnak), az eső árfolyam miatt csak alacsonyabb áron, ezáltal még több részvényt kibocsátva lehet ugyanazt a tőkét begyűjteni; emiatt viszont a korábbi befektetők még nagyobb késztetést éreznek arra, hogy eladják a részvényeiket, és olcsóbban próbáljanak venni. 2008 tavaszán több angol bank esetében alakult ki hasonló helyzet, amikor az előre meghatározott jegyzési árfolyam alá esett be a piaci ár, ennek következtében egy ideig az underwriterek viselték a jegyzés kockázatát. Ez persze a kibocsátónak önmagában nem jelent problémát; az azonban igen, hogy ennek következtében a következő tőkeemelések során csak jóval alacsonyabb áron bocsátható ki részvény, illetve ezek a folyamatok a hitelpiacon is érződnek magasabb CDS<sup>3</sup> spreadek és kötvényhozamok formájában, azaz a normál banki működés finanszírozása is megdrágul.

Ennek megfelelően alapszabály volt a mostani hitelválság során, hogy a részvénykibocsátást a lehető leggyorsabban kell levezényelni, gyakran a hivatalos bejelentéskor már el is voltak adva a részvények. Az így jegyzett részvények a kibocsátás után árazásukat tekintve a legtöbb esetben hasonlóak a már piacon lévő törzsrészvényekhez, lévén, hogy forgalomképességükben és a hozzájuk fűződő jogokban nincsen különbség, a tőzsdei kereskedés során sem tesznek különbséget közöttük.

### 3.2. *A rights issue*

A rights issue a részvénykibocsátás egy speciális formája: a jelenlegi részvényeseknek elősőbbégi joguk van az új részvények jegyzésére, meglévő részvényeik után meghatározott arányban és meghatározott áron. Előre meghatároznak egy fordulónapot is (az osztalékfizetéshez hasonlóan), ami után már jegyzési jog nélkül forognak a részvények. A jegyzési jog fordulónapját követően általában 2-4 héten belül zárul le a tényleges jegyzés. A jogosultak által le nem jegyzett részvényeket pedig a piacon nyilvánosan értékesítik.

A rights issue fő előnye a kibocsátó számára, hogy egy már ismert tulajdonosi kört célozhat meg a tőkeemelés igényével; ez a csoport vélhetően jobban ismeri a bank helyzetét és a tőkeemelés célját (főként Európában alkalmazott tőkeemelési forma). Elméletileg a befektetők is kedvelik, hiszen így nem kell másokkal versenyezniük a részvények jegyzése során. Ugyanakkor a mostani válságban ez inkább kényszer: jegyezniük kell, ha nem akarnak jelentős hígulást elszenvedni, illetve – mivel a kibocsátás általában a piaci ár alatti –, a rights issue eső árfolyammal is jár, így tehát a veszteség elkerülésének vágya is a jegyzés mellett szól. Több angol bank esetében azonban előfordult, hogy a jegyzési időszak alatt a piaci ár a jegyzési ár alá csökkent (pl. HBOS, Bradford & Bingley); ebben az esetben a jegyzési jogokkal a befektetők nagy része – nem meglepő módon – nem élt.

A rights issue egy speciális és innovatív formáját hozta a létre az angol Barclay's, amely egyszerre vont be tőkét külföldi SWF-ektől és a meglévő részvényesektől. Ebben az esetben a rights issue árfolyama csak minimálisan volt a piaci ár alatt, azért, mert a stratégiai SWF-jegyzők bejelentették: a rights issue során a meglévő részvényesek által nem kívánt papírokat

3 Credit default swap (CDS): hitelnemfizetési swap

teljes egészében lejegyzik. Emiatt nem érte meg eladni/shortolni a részvényt, hiszen a piaci ár körül lényegében korlátlan volt a kereslet, így a nagy tőkebevonás jelentős áresés nélkül zajlott le. Természetesen a hígulás és az emiatt bekövetkező EPS<sup>4</sup>-csökkenés ugyanúgy bekövetkezik majd, de a rövid távú árfolyamra nehezedő, eladói nyomást sikerült elkerülni, ami – mint megfigyelhető volt – a tőkebevonás minden egyéb formáját megnehezítette volna. Ehhez természetesen arra volt szükség, hogy a nagy intézményi vevők elkötelezettek legyenek.

### 3.3. Zártkörű kibocsátás

A zártkörű törzsrészvény-kibocsátás esetén előre meghatározott tulajdonosi kör számára értékesítik a részvényeket (ezek lehet mind törzs-, mind pedig elsőbbségi részvények is); ez általában kis számosságú, egy számjegyű új tulajdonost jelent. A jegyzési ár általában a piaci ár alatti; amennyiben nem, úgy a jegyzők különböző garanciákat kapnak.

A zártkörű kibocsátás során megvett részvényekre jellemzően egy-három év közötti eladási tilalom (lock-up) érvényes, valamint további részvényeket sem vehetnek a jegyzők a kibocsátó engedélye nélkül, hogy a bankban ne szerezhessen túlzottan nagy részesedést egy tulajdonos sem. Ez azért volt fontos a tőkét gyűjtő bankoknak, mert a gigantikus méretű tőkeemelések a hagyományos befektetési alapoknak túl nagyok: egy nyugati befektető egyszerűen szinte soha nem emelne tőkét több milliárd dolláros összegben egy meghatározott pénzügyintézetben. Így lényegében a tőkeemelések zömét a külföldi állami vagyonalapok jegyezték le, a kibocsátók viszont (nem utolsósorban politikai nyomásra) limitálni szeretnék az esetleges külföldi befolyás mértékét, valamint igazgatósági helyet sem adnának szívesen.

Látható, hogy egy ilyen zártkörű kibocsátás esetén sok korlátozást kell elviselnie a befektetőknek; kérdés, mit kapnak cserébe. Alapvetően három dolgot: lehetőséget, opciókat és kártérítési garanciákat.

Ritkán tudnak egyszerűen nagy tulajdonrészt szerezni árfelhajtó hatás nélkül, így a vétel lehetősége önmagában is érték. Ehhez arra volt szükség, hogy óriási mértékű tőkeemelésre legyen igény, és ne legyen olyan nyugati befektető, aki hajlandó lenne ekkora összeget finanszírozni. Emellett a kibocsátók oldaláról üzleti igényként is megfogalmazódik, hogy egy gazdag, fejlődő piaci/állami tulajdonos igen jelentős pozitív hatást gyakorolhat az adott bank üzletmenetére. Egészen konkrétan: ha például Kína állami tulajdonban lévő részvények nyilvános részvénykibocsátását tervezi, vélhetően annak adja az üzletet, akiben egyébként is tulajdonos.

A normál részvényvásárlás mellé szinte mindig még opciókat/warrantokat is kapnak a befektetők, amelyek további részvények vásárlására jogosítanak. Az opciók lehívási árfolyama általában a normál részvények jegyzési ára, futamideje fél-másfél év között van. Egy elméleti bankrészvényt tekintve, egy ilyen amerikai ATM-opció piaci ára (1 éves futamidő, 30% volatilitás, kb. 3% osztalékhozam és 3,5% kamatláb esetén) a Black–Scholes-modell alapján kb. 11,5%-a a részvényárfolyamnak, azaz opciónként ennyi addicionális értékhez jut a befektető. Tegyük hozzá, hogy a bankrészvények jelenlegi volatilitása jóval nagyobb, mint 30%; ennek alapján árazva, az opciós érték is jóval nagyobb lenne, de mostani becsülésünkben inkább konzervatívak maradtunk.

4 Earnings per share (EPS): egy részvényre jutó nyereség

Végezetül pedig nem elhanyagolható a kártérítési garanciák léte sem. Sok esetben, amennyiben egy további részvény vagy átváltható instrumentum kibocsátása történik az adott jegyzési árnál alacsonyabb árfolyamon, úgy a kibocsátó kártérítést fizet, amelynek nagysága a jegyzett részvények darabszáma  $\times$  (korábbi jegyzési árfolyam – új jegyzési árfolyam) képlettel határozható meg. A példa teljesen konkrét: 2007 végén a szingapúri állam tulajdonában lévő Temasek Holdings 4,9 milliárd dollár értékben tőkét emelt a Merrill Lynch befektetési bankban 48 dolláros árfolyamon, majd egy következő tőkemelés miatt idén júliusban 2,5 milliárd dollár kártérítést kapott (amelyen ismét Merrill Lynch-részvényeket vásárolt 22,5 dolláros árfolyamon, immár egy hatalmas, 8,5 milliárd dolláros nyilvános részvénykibocsátás során.)

### **3.4. Equity unitok (kötelezően átváltandó értékpapírok – mandatory convertible securities)**

Magyarországon nem ismert, viszont a nemzetközi gyakorlatban mostanában nagyon népszerű instrumentumokról van szó, amelyek részvényhez kötött, hibrid értékpapírok (az első időszakban hitelezői jelleget öltö, egy későbbi időpontban azonban kötelezően részvényre konvertálható értékpapírok). Gyakran DECS, azaz Debt Exchangeable for Common Stock megnevezéssel szerepelnek; a cikk szövegében az angol „mandatory convertible” kifejezés szerepel. Ezek az értékpapírok, bár struktúrájukban igen különbözőek lehetnek, három fontos speciális jellemzővel rendelkeznek a normál átváltható kötvényekhez képest.

Először: a befektetőnek nincsen mérlegelési lehetősége, kötelezően át kell váltania kötvényeit. Másodszor: ezek az értékpapírok egy alsó és egy felső konverziós árfolyamot és mennyiséget is tartalmaznak, azaz legalább  $X_L$  és legfeljebb  $X_U$  árfolyamon történik a konverzió, valamint ennek alapján a befektetők által konvertálható részvények minimális és maximális mennyisége is meghatározott. Fontos hangsúlyozni, hogy a kifizetési struktúra szempontjából igen sokféle ilyen értékpapír létezik – vannak olyanok, amelyek az árfolyam-emelkedés hatását jobban limitálják –, az itt vázolt megoldás a mostani hitelválságban jellemzően alkalmazott forma. Harmadszor: ezek az értékpapírok tipikusan magasabb osztalékhozammal bírnak, mint a normál törzs- vagy elsőbbségi részvények.

A fenti értékpapírok egy speciális formája például a Citigroup által alkalmazott, sávos equity unit megoldás: ebben az esetben nem egyszerre, hanem több különböző időpontban konvertálható a kibocsátott értékpapír törzsrészvényekre. Ennek az az előnye, hogy a későbbiekben is elkerülhető a hirtelen történő, nagymértékű részvénytársaság-hígulás.

Általában is fontos hangsúlyozni, hogy ezek az instrumentumok a Tier 1 tőkeelemekhez tartoznak, az ezzel számított tőke megfelelési mutatót javítják.

#### **3.4.1. Előnyök**

Nem véletlen, hogy a mandatory convertible kibocsátás igen népszerű formája lett a tőkebevonásnak. A szakirodalom szerint általában azok a vállalatok folyamodnak az opcionálisan átváltandó értékpapírok vagy normál kötvények kibocsátásához, amelyeknél nagy az aszimmetrikus információ lehetősége (azaz a menedzsment sokkal jobban informált cég állapotáról, mint a befektetők), és kisebb a pénzügyi válsághelyzet vagy csőd lehetősége. Ezzel szemben, ha kicsi az információk aszimmetria és nagy a csődkockázat, akkor nagyobb

a mandatory convertible kibocsátás esélye. Az ilyen értékpapírokat kibocsátók jellemzően nagy tőkeáttétellel finanszírozzák magukat, így lehetőségük nyílik a tőkeszerkezet javítására, ezzel csökkentve a csődkockázatot. Ez a feltételezés eléggé illik jelenleg a forrásokat bevonó bankokra. Alapvetően a befektetők igen negatívan ítélik meg a szektor kilátásait rövid távon, és a pénzügyi válsághelyzet kockázata is magas.

A másik előny, hogy ilyen módon elkerülhető a részvénytárfolyam-esés. A vizsgálatok szerint a mandatory convertible kibocsátás nem okoz szignifikáns részvénytárfolyam-esést (ellentétben a normál átváltható vagy tiszta equity-kibocsátással). Természetesen a konverziók után a részvénytárfolyam ugyanúgy megnő, mintha normál törzsrészvényt bocsátottak volna ki; mire azonban ez bekövetkezik, addigra a bank már várhatóan jobb pénzügyi helyzetben lesz, és kevésbé lesz fontos a részvénytárfolyam dinamikája a forrásbevonás költségeinek szempontjából.

Végül: ezen értékpapírok osztléka az Egyesült Államokban az adózás előtti eredmény terhére fizethető ki, így az adómegetakarítási hatás is fontos. További előny a befektetők számára, hogy a vállalatban részvénykitettséget szereznek, miközben annak osztlékhozamánál jóval vonzóbb kezdeti cash flow-ra tesznek szert: a számított hozam magasabb, mint a később kifejtett átváltható papírok esetében.

### 3.4.2. Hátrányok

Az értékpapírok fő hátránya, hogy a tisztán részvényjellegű instrumentumokhoz képest a futamidő alatt magasabb kifizetési kötelezettséggel járnak, azaz a kibocsátó bank a már említett előnyök elérése érdekében magas árat fizet. Az ilyen instrumentumok jellemzően 5–7 százalékponttal magasabb kuponnal kerülnek kibocsátásra, mint az underlying törzsrészvény osztlékhozama. A tisztán kötvényjellegű instrumentumokhoz képest is magasabb a kifizetés, amit a magasabb kockázat és a tőkeszerkezeten belüli hátrasorolt szerep indokol.

A befektetők számára hátrány (bár természetesen az árazásban ez tükröződik), hogy átváltási kötelezettségük van, és a likvidációs sorrendben a törzsrészvényekkel egy szinten szerepelnek.

### 3.4.3. Az értékpapírok árazása

A mandatory convertible értékpapírok kifizetése a következő:

$$V_T = P_T \times R_U, \text{ amennyiben } P_T > X_U, \quad (1)$$

$$V_T = P_T \times R_T = N, \text{ amennyiben } X_L < P_T < X_U, \quad (2)$$

$$V_T = P_T \times R_L, \text{ amennyiben } P_T < X_L, \text{ ahol} \quad (3)$$

$X_L$  az alsó konverziós árfolyamkorlát (strike price),

$X_U$  a felső konverziós árfolyamkorlát (strike price),

$R_T$  az átváltási arány az alsó és felső árfolyamkorlát között,

$R_U$  az átváltási arány a felső árfolyamkorlát felett,

$R_L$  az átváltási arány az alsó árfolyamkorlát alatt,

$P_T$  a részvénytárfolyam,

$N$  az értékpapírok névértéke.

Az  $R_T$  átváltási arányt az  $N/P_T$  képlettel határozhatjuk meg lejáratkor. Az alsó árfolyamkorlát  $\times$  alsó átváltási arány = felső árfolyamkorlát  $\times$  felső átváltási arány = névérték ( $X_L \times R_L = X_U \times R_U = N$ ) képlet mindig érvényesül, azaz praktikusán a felső árfolyamkorlát felett már nem jár kevesebb részvény a befektetőnek, az alsó árfolyamkorlát felett pedig már nem jár több részvény. Ezekben az esetekben tud a befektető a konverziót követően addicionális nyereséget vagy veszteséget elérni ahhoz képest, mint ha egyszerű tőzsrészcsemetét vett volna. Amennyiben az árfolyam a felső korlát feletti, úgy többletnyeresége van, ellenkező esetben addicionális vesztesége képződik.

Formálisabban megfogalmazva, egy mandatory convertible értékpapír szintetikusán egy  $X_U$  kötésű árfolyamú vételi opció megvételéből, egy  $X_L$  árfolyamú put opció kiírásából, valamint a kockázatmentes névérték és a kockázatos kamat- (osztalék-) fizetések jelenértékének összegéből áll, azaz  $V_t = c_{t,U} \times R_U - p_{t,L} \times R_L + PV_t(N) + PV_t(I)$ , ahol a call opciók mennyisége kisebb a put opciók mennyiségénél, azaz a nyereség/veszteségben való részvétellel aszimmetrikus a befektető számára.

Amennyiben a konverziókor a részvény piaci ára magasabb a felső korlátnál, akkor a befektető már részesül a részvényárfolyam emelkedéséből – igaz, a jegyzési árfolyamnál érvényes átváltási aránynál kisebb mértékben. Ezen értékpapírok fő vonzerejét a befektetők számára a normál részvénykitettségnél jelentősen nagyobb, néhány évig tartó, fix hozam jelenti, utána pedig participáció a helyreálló jövedelemtermelő képességből. A kezdeti magasabb hozammal szemben áll a későbbi kisebb mértékű részvétel a részvényárfolyam emelkedésében.

Fontos kiemelni, hogy a mandatory convertible hozamok az elsőbbségi részvényeknél jóval magasabbak (jellemzően 300–400 bázispont közöttiek), amit a magasabb kockázat indokol, hiszen itt nem lehetőség, hanem kötelezettség a részvényre történő konverzió.

### **3.5. Elsőbbségi részvények (nem konvertálható)**

A jelenlegi hitelválság során az egyik leggyakrabban alkalmazott tőkeemelési forma az (elsőbbségi értékpapírnak is nevezett) elsőbbségi részvények kibocsátása. Az elsőbbségi részvények szavazati joggal nem bíró, a tőzsrészcsemeték osztalékhozamánál magasabb, hiteljellegű kifizetést ígérő, de végleges tőkejuttatást jelentő értékpapírok, amelyek a kifizetés során a tőzsrészcsemetékhez képest szenior, a kötvényekkel és az egyéb adóssággal szemben viszont alárendelt helyzetben vannak.

Ezek az értékpapírok Tier 1 tőkeelemnek számítanak, és általában magas egy számjegyű fix osztalékszelvénnyel kerülnek kibocsátásra, amely mintegy 5-6 százalékponttal meghaladja a korábban érvényes normál osztalékhozamot (az osztalék drasztikus csökkentése vagy eltörlése miatt a tőzsrészcsemeték mostani osztalékhozama jóval alacsonyabb, mint az elmúlt években). Árazásuk egy örökjáradék cash flow értékelésének megfelelően történik, ennek megfelelően nagyon kamatérzékenyek. Többféle érv szól kibocsátásuk mellett, de fontos hangsúlyozni, hogy nem feltétlenül azért terjedtek el, mert a kibocsátók ennyire szeretik ezeket, hanem mert a befektetők egyre kevésbé voltak hajlandók mást megvenni. A végleges tőkejuttatás mellé nem volt elég az osztalék ígérete, konkrét cash flow-t szerettek volna látni.

### 3.5.1. Előnyök

A kibocsátó számára végleges tőkejuttatást jelent, és bár a költsége nem alacsony, a pénzügyileg igen nehéz helyzetben lévő cégek számára nem nagyon kínálkozott már más megoldás: a törzsrészcsevegny-kibocsátás csatornái egyre inkább bezárultak. Az elsőbbségi értékpapírokat gyakran visszahívhatja a kibocsátó, így egy kedvezőbb piaci környezetben refinanszírozhatók. A visszahívás legkorábbi határideje azonban általában a kibocsátástól számított 5 év.

A befektetők számára előny a magas fix hozam, és szintén garanciát jelent, hogy a törzsrészcsevegnyek addig nem fizethetnek osztalékot, amíg az elsőbbségi papírok osztaléka kifizetésre nem került.

### 3.5.2. Hátrányok

A kibocsátást követő években a banknak a normál törzsrészcsevegnyeknél jóval nagyobb kifizetési terhet és természetesen fizetési kényszert is jelent. Általában nagyon ritkán fordul elő, hogy az elsőbbségi részvcenyek osztalékát törlik vagy csökkentik, ebben az esetben ugyanis a tőkebevonás csatornái bezárulnak. Van erre konkrét példa: az amerikai jelzáloghitelezés két államilag létrehozott pillére, a Freddie Mac és a Fannie Mae elsőbbségi osztalékát törölték, amit az árfolyam mintegy 80%-os eséssel honorált, az újabb sikeres kibocsátás esélye pedig zéró – természetesen, ez már szándékában sem áll senkinek.

Befektetői szempontból kockázat – bár nem kifejezetten a hitelválsághoz kapcsolódik – az elsőbbségi papírok igen nagy durationje, hiszen lényegében egy örökjáradék-jellegű kifizetést vesz meg a befektető.

## 3.6. Elsőbbségi részvcenyek (konvertálható)

A konvertálható elsőbbségi értékpapírok szintén nagyon népszerűek a mostani tőkeemelési hullámban. Ezek az értékpapírok, jogi státuszukat és kifizetéseiket tekintve, lényegében megegyeznek a normál elsőbbségi részvcenyekkel, egy fontos különbséggel: ebben az esetben a normál kifizetésen felül a befektető egy opciót is kap az elsőbbségi értékpapírok törzsrészcsevegnyre történő konverziójára, előre meghatározott átváltási áron. A konverziós prémium általában 20% körül mozog, és sok esetben az elsőbbségi részvcenyek szinte azonnal konvertálhatók (ez általában nem igaz az átváltható részvcenyekre, a mostani banki tőkeemelési hullámban kibocsátott, átváltható értékpapírokra viszont igen).

A kibocsátónak ugyanakkor gyakran lehetősége van az értékpapírok névértéken történő visszahívására, ebben az esetben viszont már létezik határidő: általában 5 évnél rövidebb időn belül nem vásárolhatja vissza a bank ezeket a papírokat.

A konvertálható elsőbbségi részvcenyeket általában egy normál örökjáradék és a konverziós arány által meghatározott, amerikai vételi opció összegeként árazzák, ennek megfelelően hozamuk elméletileg kisebb, mint a normál elsőbbségi papíroké. Ugyanakkor a mostani helyzetben ez gyakran már nem volt igaz: előfordult, hogy egy bank kibocsátott egy normál elsőbbségi részvcenyt, majd ezt követően néhány hét múlva ugyanolyan hozammal már csak átváltható papírt tudott eladni a befektetőknek. Ez azt mutatja, hogy a piaci hozamelvárás igen gyorsan megnőtt, hiszen a beépített opció önmagában is jelentős addicionális értéket képvisel, tehát normál esetben az átváltható papír hozamának jelentősen alacsonyabbnak kellett volna lennie.

Létezik az ún. kényszerített átváltás (forced conversion) intézménye is; ebben az esetben a kibocsátó bank kényszerítheti a befektetők az átváltásra, amennyiben a részvényárfolyam egy bizonyos szinttel meghaladja az átváltási árfolyamot.

Még egy fontos tényről nem szabad elfeledkeznünk: a legtöbb konvertálható értékpapír (beleértve a már korábban említett, mandatory convertible papírokat is) tartalmaz egy záradékot, amely szerint ha az adott tőkebevonáson túl újabb jelentős kibocsátás történik alacsonyabb konverziós árfolyamon, akkor a korábbi kibocsátások konverziós árfolyama is módosulhat. Ez a befektetőket védő kitétel meggátolja, de legalábbis csökkenti annak a lehetőségét, hogy a korábban jegyzők előnytelenebb helyzetbe kerüljenek. Ugyanakkor a tőkeemelés előtti részvényesek tulajdonrésze drasztikusan hízulhat, ami a törzsrészvények árára igen negatív hatással lehet.

### 3.6.1. Előnyök

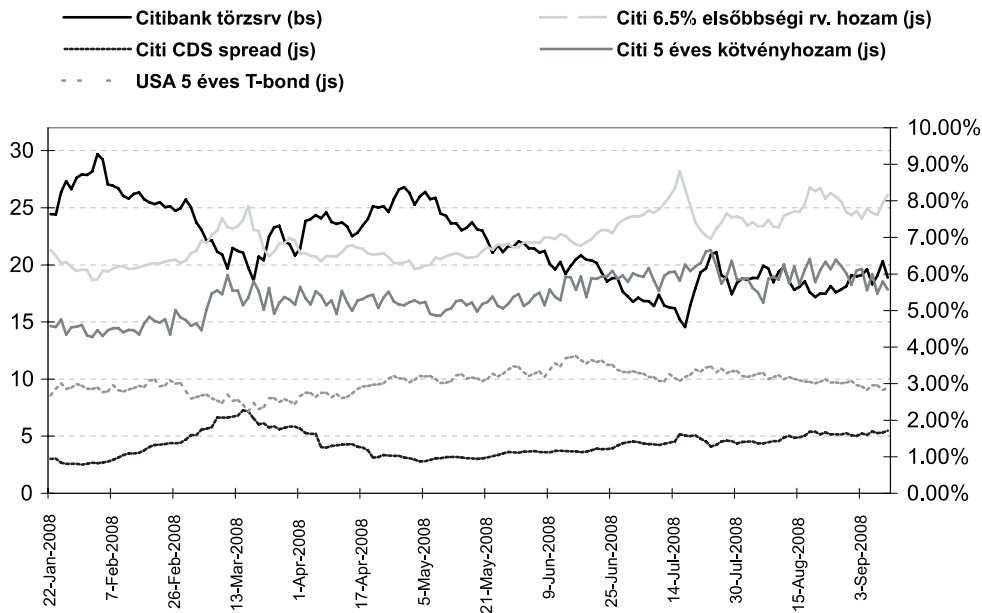
A fenti értékpapírok mellett szól, hogy végleges tőkejuttatásról van szó, Tier 1 tőkeelemnek számítanak. További előny a kibocsátó számára, hogy a piaci környezet javulása esetén ezek az elsőbbségi papírok visszahívhatók, illetve kedvezőbb feltételekkel refinanszírozhatók. Nem jelentenek azonnali hízulást, így kisebb nyomást fejtenek ki a részvényárfolyamra, mint a normál törzsrészvény-kibocsátás, így a további tőkebevonás lehetőségeit kevésbé nehezítik. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy ezt nem adják ingyen: a hozamok ezen a piacon jelenleg mintegy 500 bázisponttal meghaladják a állampapírok és mintegy 250 bázisponttal a normál banki kötvények hozamát, azaz nem olcsó ez a forrás sem. Természetesen a törzsrészvénnyel finanszírozás költsége még drágább, így nem véletlen, hogy a fenti előnyökkel együtt a bankok gyakran döntenek ilyen típusú tőkeemelés mellett. Ne feledjük azonban azt a tényt sem, hogy a függőség kölcsönös. Már a mandatory convertible papíroknál is említettük, hogy a befektetők fix kifizetéseket akarnak, a törzsrészvény távoli osztalékígérete jelenleg igen kevés.

### 3.6.2. Hátrányok

A fő hátrány a bank számára az előzőekben említett, magas költség, valamint a fizetési kényszer: amennyiben az elsőbbségi papírookra nem fizetne osztalékot a kibocsátó, úgy a további kibocsátás lehetősége megszűnne, senki nem venne ilyen részvényeket. Már a cikk megírásának idején, 2008 szeptemberében is vannak olyan jelek, amelyek arra utalnak, hogy az elsőbbségi értékpapírok piaca telítődik, a Freddie–Fannie-mentőakció pedig (amely sok más mellett az elsőbbségi osztalékok törlesztéssel járt) a piacot még óvatosabbá tette.

4. ábra

### A Citibank főbb instrumentum típusainak árfolyam és hozammozgása (2008 január–szeptember)



Forrás: Bloomberg

A mellékelt ábrán jól látható a Citibank tőkeszerkezetét megtestesítő instrumentumok árfolyam-, illetve hozamalakulása. Normál esetben a részvényárfolyamok mozgása minimális hatással van csak az egyéb instrumentumok árára, hiszen a piac nem kérdőjelezi meg a fizetőképességet, így inkább a benchmarkkötvény-hozamok változása a döntő az elsőbbségi papírok és a kötvények hozamát tekintve. A mostani hitelválság azonban más, a tőkehelyzettel és jövedelemtermelő képességgel kapcsolatos félelmek egyszerre hatnak negatívan szinte az összes tőkeelem árfolyamára.

### 3.7. Alárendelt, hiteljellegű instrumentumok

Az alárendelt kötvények kibocsátásának a mostani hitelválság során kisebb szerepe volt, elsősorban azért, mert csak Tier 2 tőkeelemnek számítanak, és ezáltal alapvetően nem a tőkehelyzet kis kiigazítására, hanem igen masszív saját tőke bevonására volt szükség, hiszen a Tier 1 megfelelési mutatók is komoly veszélyben voltak.

Ugyanakkor lehet, hogy a befektetők oldaláról az alárendelt kötvények iránt nagyobb igény mutatkozna, hiszen az eddigi gyakorlat szerint meghúzható egy éles határvonal: egy állami mentőakció esetén az alárendelt kötvény továbbra is teljesíti a kifizetéseket, míg az elsőbbségi értékpapírok már nem.



## 4. ÖSSZEFOGLALÁS

1. táblázat

**Az öt legnagyobb tőkebevonó bank részvényjellegű  
tőkeemelési tranzakciói típus szerint (2007. IV. negyedév–2008. augusztus)**

Millió USD	Törzs- részvény	Mandatory convertible	Elsőbbségi részvény	Átváltható elsz. részvény	Összesen	Leírás
Citibank	4,500	7,500	9,250	22,900	44,150	
Merrill Lynch	14,750			6,600	21,350	
UBS*		28,000			28,000	
Wachovia	4,025		9,825	838	14,688	
Bank of America			14,035	6,900	20,935	

\*CHF-kibocsátás

Forrás: vállalati jelentések (2007–2008)

Látható, hogy a tőkeemelések esetén messze nem kizárólagos forma az egyszerű törzs-részvény-kibocsátás, igen jelentős mind az átváltható, mind pedig a normál elsőbbségi, kötvényszerű cash flow-val rendelkező instrumentumok kibocsátása is.

Ennek okai a következők: egyrészt a kibocsátó bankok sem szeretnék jelentős, azonnali hígulást a részvényállományban (ez természetesen a konverziót követően elkerülhetetlen), mivel ez hirtelen komoly lefelé ható nyomást fejt ki a részvényárfolyamra, amely igen megnehezíti a további tőkebevonást. Fontos hangsúlyoznunk, hogy ezeknél az intézményeknél a részvényárfolyam és a kötvények (CDS spreadek) árfolyama között jóval szorosabb az összefüggés, mint korábban (vagy mint más iparágakban). Ez azért van így, mert a részvényárfolyam jelentős esését a befektetők nem egyszerűen a csökkenő részvényesi érték mérőszámának tekintik, hanem rögtön a csődkockázat jelentős megnövekedésének is. Ráadásul ma ezek a piacok sokkal jobban kötődnek egymáshoz, mint régebben. A képlet egyszerű: eső részvényárfolyam → emelkedő CDS spreadek → eső kötvény és elsőbbségi részvényárfolyamok → sokkal drágább további forrásbevonási lehetőség. További előny, hogy a fenti értékpapírok mind végleges tőkejuttatást jelentenek, így Tier 1 tőkeelemként veendő figyelembe, ami szintén elvárt követelmény.

Nagyon fontos hangsúlyozni, hogy ilyen mértékű tőkebevonásra a magánszektorból ennyi idő alatt még nem volt példa: a kibocsátandó értékpapír mennyisége önmagában is indokolta azt, hogy ilyen innovatív módon sok fajta – különböző előnyökkel és hátrányokkal járó – értékpapírt bocsássanak ki, hiszen csupán törzsrészvény-kibocsátással nem lett volna sikeres ez a folyamat.

Ugyanakkor a befektetők is egyre inkább elvárták az általuk megvásárolt papiroktól a folyamatos és természetesen garantált cash flow-t, valamint azt a lehetőséget, hogy a későbbiekben jobban részesedjenek a bank normál eredménytermelő képességének helyreállításával keletkező értékteremtésből is. Erre nagyon jó eszközt nyújtanak az opcionálisan vagy kötelezően konvertálható, ugyanakkor garantált kifizetést nyújtó, a fentiekben bemutatott instrumentumok.

A tőkeemelési hullámnak nincsen még vége. A cikk írásának időpontjában történik a valószínűleg legnagyobb valaha volt pénzügyi mentőakció, az amerikai jelzáloghitelezés alappilléreit jelentő Freddie Mac és Fannie Mae állami felügyelet alá helyezése és újratőkésítése. A téma elemzése önálló írást is megérne, most röviden csak annyit: az állam egy jogszabály alapján a menedzsment leváltása mellett szenior elsőbbségi részvényeket, valamint törzsrészvényekre jogosító warrantokat szerzett a társaságokban – ez utóbbi önmagában is a részvényállomány hígulását jelenti –, egyben eltörölte a törzsrészvények és a korábban kibocsátott (most már alárendeltnek számító) elsőbbségi részvények osztalékát. Ennek alapján a korábban vonzónak számító, elsőbbségi értékpapírok árfolyama mintegy 90%-kal esett, a biztos befektetésbe vetett hit elszállt. Ez jól mutatja, hogy a jelen írásban bemutatott hibrid értékpapírok korántsem kockázatmentesek.

Bár az amerikai pénzügyminiszter szerint a Freddie–Fannie-módszer nem szolgál mintául a többi bank esetleges megmentésére, a mostani helyzet azt mutatja, hogy a magánszektor bankjai elsőbbségi részvényeinek az árfolyama jelentősen csökkent, az államkötvények hozamához viszonyított spreadje jelentősen emelkedett, az új kibocsátás pedig sokkal nehezebbé vált, nem hallani ilyen tranzakcióról. Kérdés: ha mégis további tőkére lesz szükség, milyen áron és milyen formában lehet majd hozzájutni?

## IRODALOMJEGYZÉK

- Bloomberg Research [2008]: Writedowns and Capital Increases, WDCI, 2008. augusztus 25.
- Citigroup, Merrill Lynch, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Wells Fargo, Morgan Stanley (2007. december–2008. augusztus): 424B2 és 8-K jelentések, [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- ARZAC, E. R. [1997]: PERCS, DECS, and other Mandatory Convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance* 10., 54–63. o.
- DAS, S. [2001.]: Structured products and Hybrid Securities (2nd Edition), John Wiley and Sons Ltd, New York.
- NELKEN, I. [2000]: Handbook of Hybrid Instruments, John Wiley and Sons Ltd., New York
- AMMANN, M.–SEIZ, R. [2006]: Pricing and hedging mandatory convertible bonds, *Journal of Derivatives* 13., 2006. január, 30–46. o.
- TANONA, W.–APPELBAUM, L. [2007]: Mortgage fallout has more to go – position defensively, Goldman Sachs Research, New York, 2007. november 19.

## Rövidítések jegyzéke

<b>ABCP</b>	asset backed commercial paper: eszközfedezetű kereskedelmi papírok, különböző befektetésekkel fedezett kereskedelmi kötvények
<b>ABS</b>	asset-backed securities: értékpapírosítással létrejött eszközzel (kötvénnyel vagy hitellel) fedezett értékpapír, eszközfedezetű értékpapír (fő típusai: MBS, RMBS)
<b>ABX index</b>	az ABS piac áralakulását mutató szintetikus eszközfedezetű hitelderivatív index
<b>Alt A hitel</b>	az USA jelzáloghitel-piacán az ALT A kategória kockázati szempontból a prime és a „subprime” piac között helyezkedik el
<b>ARM</b>	adjustable rate mortgage: kiigazítható kamatozású jelzáloghitel
<b>BSC</b>	Banking Supervision Committee: Bankfelügyeleti Bizottság
<b>CBO</b>	ollateralized bond obligation: kötvénnyel fedezett kötelezvény (a CDO egy típusa)
<b>CDO</b>	collateralised debt obligation: fedezett adóssághkötelezvény (többféle hitellel, kötvénnyel, ABS-sel fedezett értékpapír)
<b>CDO<sup>2</sup></b>	CDO square: CDO a négyzeten, olyan CDO, aminek a fedezete is CDO.
<b>CDOs of ABS</b>	ABS fedezete mellett kibocsátott CDO-k
<b>CDS</b>	credit default swap: hitelmulasztási csereügylet (a legegyszerűbb hitel-derivatíva)
<b>CEBS</b>	Committee of European Banking Supervisors: Európai Bankfelügyeleti Bizottság
<b>CEIOPS</b>	Comittee of European Insurance and Occupational Pensions Supvisors: Európai Biztosítási és Foglalkoztatói Nyugdíjpénztár-felügyeleti Bizottság
<b>CESR</b>	Committee of European Securities Regulator: Európai Értékpapírpiaci Felügyeleti Bizottság
<b>CLN</b>	credit linked note: hitelhez kötött értékpapír (a CDO egy fajtája)
<b>CLO</b>	collateralized loan obligation: hitellel fedezett kötelezvény – olyan strukturált értékpapír, amelynek fedezete általában magas hozamú, magas tőkeáttételű hitel (tipikusan vállalatfelvásárlási hitel, projekthitel stb.)
<b>CMBS</b>	commercial mortgage based security: üzleti ingatlannal fedezett kötvény (az MBS egyik fajtája)
<b>CMO</b>	collateralized mortgage obligation: jelzálogpapírral fedezett adóssághkötelezvény

<b>Conduit</b>	közvetítő jellegű ügylet lebonyolítására létrejött cég, közvetítő
<b>COREP</b>	Common Reporting: egységes európai jelentési keretek
<b>CP</b>	commercial paper: vállalati rövid lejáratú kötvények, kereskedelmi kötvények
<b>CRD</b>	Capital Requirements Directive: az Európai Unió tőkekövetelmény-direktívája
<b>CRT</b>	credit risk transfer: kockázátátruházás (értékpapírosítás, hitelderivatívok)
<b>DIDMCA</b>	Depository Institutions Deregulatory and Monetary Control Act: az Egyesült Államok hitelintézeteit szabályozó 1980. évi deregulációs törvény
<b>EBF</b>	European Banking Federation: Európai Bankföderáció
<b>ECB</b>	European Central Bank: Európai Központi Bank (EKB)
<b>ECOFIN</b>	Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN Council): az Európai Unió gazdasági- és pénzügyminisztereinek tanácsa
<b>EKB</b>	Európai Központi Bank (ECB)
<b>ESBC</b>	European System of Central Banks: Központi Bankok Európai Rendszere
<b>ESME</b>	European Securities Markets Expert group: az Európai Értékpapírpiacok Szakértői Csoportja
<b>FED</b>	Federal Reserve (System): amerikai szövetségi tartalékbankrendszer, az Amerikai Egyesült Államok központi banki rendszere.
<b>FHA</b>	Federal House Administration: jelzáloghitelek támogatottságát meghatározó kormányzati intézmény
<b>FHL(B)</b>	Federal Home Loan (Bank) – jelzálog-finanszírozó bankok szövetsége
<b>FHLMC</b>	Federal Home Loan Mortgage Corporation avagy Freddie Mac
<b>FNMA</b>	Federal National Mortgage Association avagy Fannie Mae
<b>FSA</b>	Financial Services Authority: Egyesült Királyság Pénzügyi Felügyelete
<b>FSF</b>	Financial Stability Forum: Pénzügyi Stabilitási Fórum a globális pénzügyi stabilitás elősegítésére, amelyet a G7 országok pénzügyminiszterei és jegybankelnökei alapították 1999-ben.
<b>GNMA</b>	Government National Mortgage Association avagy Ginnie Mae
<b>GSE</b>	Government sponsored enterprises: kormányzati háttérű intézmények, másnéven agency (ügynökség - az ügynökségeknek egy része (pl. FNMA, FHLMC, FHL bankok) magántársaság, az FHA és a GNMA valódi állami ügynökségek.
<b>HMÜ</b>	hitelminősítő ügynökség
<b>IASB</b>	International Accounting Standards Board: Nemzetközi Számviteli Szabvány Testület

<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standard: Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Szabványok
<b>IFRS 7</b>	Financial Instruments: Disclosures – Pénzügyi Instrumentumok: Közlemények
<b>IOSCO</b>	International Organization of Securities Commissions: az Értékpapírpiaci Felügyelet Nemzetközi Szervezete
<b>NRSRO</b>	Nationally Recognized Statistical Rating Organizations: Nemzetileg Elismert Statisztikai Minősítő Szervezetek
<b>LBO</b>	leveraged buyout: tőkeáttételes – azaz hitelből történő – kivásárlás
<b>LTCM</b>	Long Term Capital Management: Hosszú Lejáratú Tőkekemenedzsment Társaság (hatalmas fedezeti alap, amelyik az 1998 évi válság során összeomlott)
<b>LTV</b>	loan to value: hitel összege / hitelbiztosítéki érték (alacsony önrész, magas LTV)
<b>MBA</b>	Mortgage Banking Association: jelzálog-finanszírozó bankok szövetsége
<b>MBS</b>	mortgage-backed security: jelzáloghitellel fedezett értékpapír
<b>OAD</b>	originate and distribute: keletkeztető és szétosztó modell
<b>RMBS</b>	retail mortgage backed security: lakóingatlanra felvett jelzáloghitellel fedezett értékpapír (az MBS egyik fajtája)
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission: az amerikai tőkepiaci szabályozó és felügyelő hatóság
<b>SIV</b>	structured investment vehicle: strukturált befektetési társaság
<b>S&amp;L</b>	Savings and Loan – takarékszövetkezethez hasonló, amerikai hitelintézet
<b>SMBS</b>	stripped mortgage-backed securities
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle – céltársaság, különleges célú gazdasági egység (KCGE))
<b>SREP</b>	Supervisory Review and Evaluation Process: felügyeleti felülvizsgálati és értékelési folyamat
<b>SWF</b>	Sovereign Wealth Fund: állami vagyonalapok
<b>TED felár</b>	(Treasury Bill and Eurodollar LIBOR spread): a 3 hónapos diszkontkincstárjegy hozama és a 3 hónapos bankközi kamat közötti különbség, eredetileg a 3 hónapos diszkontkincstárjegy és az eurodollar LIBOR közti különbség
<b>3L3 Committees</b>	3L3 Bizottságok: CEBS, CESR, CEIOPS (a bankfelügyelet, az értékpapírpiaci felügyelet és a biztosítási felügyelet 3. szintű európai bizottságai)

## Abstract of the articles

### **MORTGAGE MARKETS IN CRISIS: RISK-BASED COMPETITION AND LESSONS**

JÚLIA KIRÁLY–MÁRTON NAGY

In the summer of 2007, a global financial crisis has emerged which still has not come to an end. The outbreak of the turmoil was the upsurge in the default rate on sub-prime mortgages. Since that time, the signs of the mortgage-market crisis have shown up in other European countries. One of the common causes of the crisis was the predatory lending, the loosening of credit standards as risk-based competition intensified. Its several elements can be observed on the domestic mortgage market as well. Fortunately, this crisis has evaded us now, but it is the time to learn the lesson.

### **SOME THOUGHTS ABOUT PHENOMENA'S OF SUBPRIME**

ERIKA MARSI

The aim of this paper is to draw attention to some phenomena, one or two correspondences in connection with the subprime crisis. In this article, I study some causes which led to the subprime crisis, among the others; like the growing extent to which households are indebted, the absence of essential credit risk monitoring which takes place by the process of securitization, the lack of transparency, and the anomaly of calculating market risk rather than credit risk by the capital requirements of the securitized subprime mortgages. I also reach some points of Basel II approach. Finally, I analyze some questions of moral hazard, which takes place by the bailout of companies became bankrupt, comparing the efficiency of the American and the European approach.

### **THE SUBPRIME CRISES AND THE SUPERVISION OF THE FINANCIAL INSTITUTIONS**

MIHÁLY ERDŐS–KATALIN MÉRŐ

If we want to summarize the supervisory conclusions of the current financial crises, we are not in a pleasant situation since we do not know its end, and full scope, yet. However, this crises has raised already several questions, and issues to be discussed which have not been the relevant ones for the financial regulators and supervisors before. In our paper we analyze the impacts and lessons on the whole financial sector; on the banking, insurance, capital market and the pension sector. The cornerstone of this turbulence is a financial invention, the originate-to-distribute model, which risks were not assessed and mitigated by the financial regulators, supervisors, and rating firms. Moreover they underestimated it.

We have identified as the most important issues: the impact of the change of the banking model on the supervisory approach, the supervision of the liquidity, the appropriateness of

the credit risk management, the role of the intermediaries (agents, brokers), and the incentive systems of the business model.

While we were preparing this article, we had to remember an important lesson: under the time period of a crises you may expect new challenges every day.

### **WHAT TO DO? – HOW TO WAY OUT FROM SUBPRIME CRISIS**

MÁRIA MÓRA

A number of prestigious international and European, professional and political organizations are looking for actions and changes to be taken in financial systems in order to avoid or mitigate crisis similar to the subprime crises. Current article summarizes possible solutions selecting from subjective point of view without any demand of completeness. The article shows the principles to be considered in regulatory actions and it points out the fields which are the most important. The article deals with the following proposals in details: enhancement of transparency, evaluation standards, the role of rating agencies, prudent regulations, liquidity management, Basel II (CRD rules).

### **SUBPRIME CRISIS: HOW BANKS RAISE CAPITAL: SOLUTIONS, ADVANTAGES AND RISKS**

TAMÁS MÓRÓ

The total write downs resulting from the subprime crisis now exceed more than 500 billion USD in the banking sector alone. In this paper we examine the techniques and methods applied by the banks of raising mostly equity-type capital.

Banks have to achieve a Tier 1 capital ratio of 4% in order to be adequately capitalized, but most financial institutions aim for a higher figure, usually above 8%. However, in many cases in has not protected them from financial distress, because of the way capital ratios are calculated. In order to comply with these requirements banks had to raise capital which are considered equity by their regulator.

Banks issued four major types of equity or hybrid securities: ordinary shares, preferred shares, preferred convertibles and mandatory convertibles. One of the most common method was a simple rights issue, which in many cases resulted in a steep fall in stock prices as well as making it difficult and more expensive to issue other forms of securities. Therefore the banking sector turned to other methods, by issuing hybrid securities. For the banks the advantages of issuing hybrids are: postponing a dilution of the common stock, attracting new types of investors and being able to raise the necessary capital. We examine the advantages and disadvantages of each security in this paper, coming to the conclusion that just the sheer size of this capital raising forced the banks to be very innovative.