

SUTA GÁBOR

Szabályozási törekvések a CDS-piacon

A CDS-piac – életciklusát tekintve – az ezredfordulóra érte el érettségi szakaszát (Smithson [2003]; Mengle [2007]). Az azóta eltelt időszakban a piac likviditása jelentősen megnőtt. Köszönhető ez egyrészt egyszerű és olcsó használhatóságának, másrészt a piacon azóta végbemenő szabványosításoknak. A jelenkori válsággal azonban ez az eddig igen népszerű pénzügyi termék és méretét tekintve, exponenciális növekedést produkáló piaca is nagyító alá került. Felerősödtek ugyanis azok a hangok, amelyek szerint a CDS a kockázatok transzferálásának legátláthatatlanabb eszköze, mivel leválasztja a kockázatot az alaptermétről, így a transzferált kockázatok mibenléte – főleg a strukturált pénzügyek térhódításával¹ – nem megfelelően követhető és értékelhető. A hatékony hitelkockázat-transzferálási rendszer (Credit Risk Transfer – CRT) – amelyet a hitelderivatívok alkotnak, élükön a CDS-szel – pedig lehetővé teszi, hogy a hitelkockázatból adódó veszteségek tovagyűrűzzenek a piacon, veszélyeztetve az egész pénzügyi rendszer stabilitását. Ezeken felül a csökkenő kockázathétség, s így a strukturált pénzügyektől való menekülés hatására is alábbhagyott a használata, ami piaci szempontból felvet bizonyos racionalizálási kérdéseket.

1. CDS ÉS HITELDERIVATÍV ALAPOK

Elsőként lássuk, hogy pontosan milyen jellegű termékről is van szó, és hogyan működik. Ez segít megérteni a piacon napjainkban lejátszódó folyamatokat.

A hitelderivatívok olyan over-the-counter (OTC) termékek, amelyek a hitelkockázat két fél közötti transzferálását szolgálják. A legnépszerűbb hitelderivatív termék a credit default swap (CDS) ügylet. Az utóbbi években a hitelderivatív piac az egyszerű (plain vanilla, single-name) CDS-ek piacából egy jóval komplexebb piaccá fejlődött, amelyen az egyszerű (mind befektetési minősítésű [Investment Grade – IG], mind magas hozamú [High Yield – HY] termékekre köthető) CDS-ek mellett likvid CDS-indexek (CDX, iTraxx) és egyéb egzotikus – korreláción, illetve volatilitáson alapuló – termékek is megtalálhatók.

A gazdasági életben a különböző szereplőknek természetes igényük, hogy értékeljék, kezeljék, illetve csökkentsék a hitelkockázatnak való kitettségeiket. A hitelderivatívok a következő lehetőségeket nyújtják (Merrill Lynch [2006], 4.):

- a hitelkitettség csökkentése vagy teljes fedezése,
- a hitelkockázat transzferálása,
- a hitelkockázat szétválasztása a finanszírozástól,
- tőkeáttétel generálása vagy hozamnövelés,

¹ A válságot közvetlenül megelőzően a CDS-ek egyik leggyakoribb felhasználási módja szintetikus CDO-k előállítás volt.

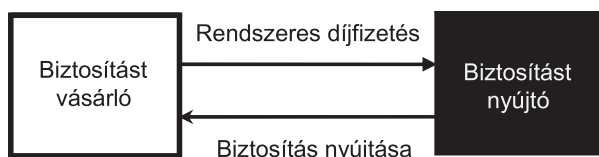
- szintetikus kötvény strukturálása olyan lejáratokra, amelyekre nem történt kibocsátás az adott referenciakibocsátótól (azaz attól a kibocsátótól, akire a CDS-t kötötték²)³,
- portfóliószintű proaktív hitelkockázat-kezelés,
- szabályozói tőke megfelelés kezelése.

A felsorolt lehetőségek nagy részére megoldást nyújthat egy sima CDS-ügylet, de a piaci szereplők igénye a minél szofisztikáltabb kockázatkezelésre ennél bonyolultabb hitelderivatívok megjelenését eredményezte.

A Credit Default Swap (CDS) tulajdonképpen egy olyan hitelderivatív, amely egy *referenciakötelezettségből* (például vállalati kötvény vagy hitel) eredő hitelkockázat transzferálására szolgál. Egy *biztosítást vásárló* és egy *biztosítást nyújtó* közötti megállapodás, ahol a vásárló fix időszakos díjat (prémiumot, kupont) fizet – az *ügylet névértékére* vetített százalékban kifejezve – a biztosítást nyújtó feltételes fizetéséért cserébe, amit a biztosítást nyújtó egy – a *referenciakibocsátón* a szerződés lejáratáig bekövetkező – *hitelesemény* esetén teljesít. Amikor a hitelesemény bekövetkezik, a biztosítást nyújtó köteles a biztosítás vásárlójának az elvesztett névértéket⁴ kifizetni, a vásárló kötelezettsége a díj fizetésére pedig megszűnik (Lehman Brothers [2003]).

1. ábra

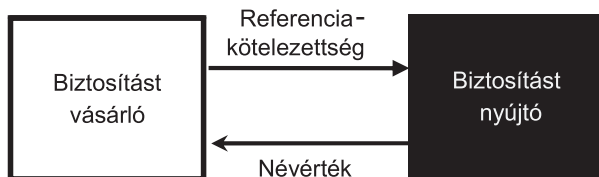
CDS-pénzáramlások lejárat/hitelesemény előtt



Megjegyzés: A cikkben található ábrákat a szerző készítette.

2a. ábra

CDS-pénzáramlások fizikai teljesítés esetén



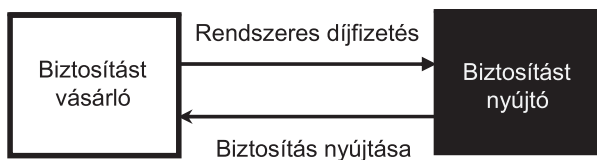
2 Szintetikus CDO-k strukturálása történik ilyen módon.

3 Az angol nyelvű szakirodalmak a referenciaentitás (reference entity) elnevezést használják a CDS alanyául szolgáló entitás, azaz a referenciakötelezettség kibocsátójának elnevezéseként. A cikkben a „referenciakibocsátó” elnevezést használom.

4 Fizikai teljesítés esetén a biztosítás nyújtója kifizeti a teljes névértéket, cserébe pedig megkapja a referenciakötelezettséget, míg pénzbeli teljesítésnél a referenciakötelezettségen keletkezett megtérülés (recovery) meghatározása után a névértékmegtérülést fizeti a biztosítás vásárlójának.

2b. ábra

CDS-pénzáramlások pénzbeli teljesítés esetén



A CDS-szerződések vonatkozhatnak egyszerű kötelezettségekre⁵ vagy portfóliókra, például indexekre, esetleg eszközfedezetű értékpapírokra (asset-backed securities – ABS). Mivel a CDS-ek OTC-termékek, minden egyes szerződést az egyéni igényeknek megfelelően lehet kialakítani. Ennek ellenére a tranzakciók többsége meglehetősen standardizált. Ezt a standardizálást segíti elő, hogy az ügyleteket az ISDA⁶ által ajánlott dokumentációk alapján kötik meg, valamint a szerződésben szereplő fogalmak az ISDA 2003-ban kiadott – azóta többször kiegészített – hitelderivatív definícióinak⁷ megfelelőek.

2. A SZABÁLYOZÁSI INTÉZKEDÉSEK HÁTTERE

Az első CDS-konstrukciót az 1990-es évek közepén dolgozták ki. Alkalmazásának célja az volt, hogy egy adott eszköz hitelkockázatát annak tulajdonosa átadta egy harmadik félnek, így az nem számított bele a minimális tőkekövetelmény kiszámításának alapjául szolgáló eszközállományba. A konstrukció tehát egy szabályozói joghézagot volt hivatott kihasználni.

A piac rohamos fejlődése a 2000-es évek elején elsősorban annak volt köszönhető, hogy a CDS-t egyedi igényekre lehetett szabni. Piac a kamat- és devizaswappiac után a második legnagyobb OTC-piac⁸, ahol az ügyletkötés napjaink szabályozási törekvései mellett is jelentős volumenben történik például telefonon, Bloomberg-üzenetben vagy e-mailben. Emellett népszerűségében természetesen nagy szerepet játszik az a tulajdonsága, hogy nem jár nagymértékű kezdeti befektetéssel (bizonyos esetekben történik előzetes fizetés [upfront payment], így hatékony kockázatkezelési eszköz.

Mára azonban az ügyletek jelentős részét spekuláció céljából kötik, fogadva tulajdonképpen arra, hogy a referenciakibocsátó, amelyre a CDS-t kiírták, csődbe megy-e az ügylet élettartama alatt.⁹ Lehetővé teszi mindezt az, hogy nem szükséges az alapterméket (a referenciakötelezettséget, azaz a referenciakibocsátó egy kötvényét vagy egy számára nyújtott

5 Alapvetően megkülönböztethetjük az „adósság”, a „hitel” és a „kötvény” fogalmakat, amelyekre lehetőség van CDS-t kötni. A továbbiakban ezeket összefoglalóan „kötelezettségeknek” hívom.

6 International Swaps & Derivatives Association, Inc.

7 ISDA Credit Derivative Definitions [2003]

8 Forrás: ISDA Mid-Year 2009 Market Survey.

9 A csőd tulajdonképpen csak egy a lehetséges hitelesemények közül, amelyek körébe tartozik még a nemteljesítés és bizonyos esetekben az újrastrukturálás is. A hitelesemények köre az aktuális szabványosítások során jelentősen lecsökkent.

hitelt) birtokolni ahhoz, hogy egy bizonyos névértékre biztosítást kössenek.¹⁰ Mindezzel az a probléma, hogy ezáltal hatalmas kitettségre is lehet CDS-ügyletet kötni, így – amennyiben egy igen kis valószínűségű hitelesemény következik be (használhatjuk rá a mostanában igen népszerű „tail event” kifejezést is) –, az jelentős és nem várt kifizetési kötelezettséget jelent az ügylet kiírója számára. Főleg, ha a kiíró igen sok ügyletben érdekelt biztosítást nyújtó (protection seller) oldalon az adott referenciakibocsátóra vonatkozóan. Ebből adódik az erős csődkorreláció (default correlation) a referenciakibocsátó és a CDS kiírója között. Emellett a biztosítást nyújtó esetleges csődje partnerkockázatot jelent a biztosítás vásárlója (protection buyer) szempontjából. A partnerkockázatból és a CDS kiírójának és referenciakibocsátójának erős csődkorrelációjából együttesen pedig már adódik is a legfontosabb következtetés: a biztosítás vásárlója éppen akkor marad védelem nélkül, amikor arra szüksége lenne.

A CDS-szel szemben megfogalmazott kritikák a válság legnagyobb sokkjával, illetve sokkjaival hangosodtak fel. A Lehman és az AIG között ugyanis éppen a két intézmény CDS-állománya jelentette a különbséget. Míg az egyiknek túl kevés volt ahhoz, hogy az amerikai kormány segítséget nyújtson, a másiknak túl nagy volt ahhoz, hogy hagyják csődbe menni. Tulajdonképpen ezen a ponton nem is lehet eldönteni, hogy melyik esemény jelentette a nagyobb sokkot, illetve melyik esetben született jó döntés. Mindenesetre a Lehman csődjének hatására láthatóvá vált, hogy ha a piacon ekkora jelentőségű intézmény összeomlik, az az egész pénzügyi rendszert – ezáltal természetesen az egész világgazdaságot – megrengeti. A CDS pedig itt válik fontossá: az erős csődkorrelációkon és az ügyletek által tovagyűrűző kockázatokon keresztül elég egy kritikus mértékű csődesemény ahhoz, hogy az a teljes rendszer összeomlásával járjon. Persze nem szükségszerű pénzügyi apokalipszist vizionálni, de látni kell, hogy a piac szabályozatlansága milyen károkat okozhat.

Éppen ezért 2008 végére fontos döntés előtt álltak a szabályozó szervek és a piaci szereplők. Hangos volt azok tábora, akik szerint a CDS-ügyletek kötését be kellene tiltani, vagy legalábbis bizonyos feltételekhez kötni (például: naked swapok tilalma [Soros 2009]). Ugyanakkor a piac volumene nyilvánvalóvá tette, hogy van igény a termékre. A kérdés ezek után tehát már nem az, hogy a CDS-t betiltsák-e vagy sem, hanem hogy milyen formában, milyen szabályozás mellett működjön ez a piac. A 2008-as és 2009-es esztendő intézkedéseinek célja így a szabályozott piac megteremtése és az ügyletkötés kockázatainak csökkentése volt. Mindezek az intézkedések tulajdonképpen a mintegy két évtizede zajló folyamatok egyenes vonalú folytatásai, hiszen az ISDA már az 1980-as évek vége óta munkálkodik a derivatív piacok szabványainak kidolgozásán.

Az intézkedések három olyan fogalom köré csoportosíthatók, amelyek a piac szabályozottságát és likviditását hivatottak növelni. Ez a transzparencia, a szabványosítások és a kockázatok csökkentése. A továbbiakban sorba veszem, hogy a közelmúltban milyen intézkedések történtek ennek jegyében.

¹⁰ Ezt nevezik naked swapnak.

2.1. Transzparencia

A piac felmérése¹¹ problémát okoz az olyan OTC-piacok esetében, mint a CDS-piac. Volume-nének meghatározása például úgy történik, hogy az olyan szervezetek, mint az ISDA, a BIS¹² vagy a BBA¹³ felkéri a piacon résztvevő, legnagyobb szereplőket, hogy adják meg, mekkora kitettséggel rendelkeznek a CDS-piacon biztosítást vásárló, illetve nyújtó oldalon.¹⁴

A DTCC¹⁵ már korábban megkezdte adatszolgáltatási tevékenységét különböző OTC-piacok számára, és 2008. november 2-ától kezdve a CDS-piacra vonatkozóan is szolgáltat adatokat. A DTCC információs adattárházában (Trade Information Warehouse) a hitelderivatív ügyletek döntő többségét rögzítik, így az általa szolgáltatott információk gyakorlatilag a piac egészét lefedik. A DTCC nyújtja ugyanis azt a platformot, amelyen keresztül az ügyleteket teljesítik, emellett pedig automatikus nettósítást biztosít, és egyéb – az ügyletekhez kapcsolódó – szolgáltatásokat nyújt. Ezek az adatok a sima (single name) CDS-ek és CDS-indexek volumenére, valamint a nettó pozíciók méretére vonatkoznak, ezáltal hasznos információt nyújtanak a piac résztvevőinek aktivitásáról, valamint a pénzügyi piacok általános várakozásairól. Ez utóbbi azért is fontos, mivel napjainkban a CDS-felárak váltak a piacok általános szentimentjének mérőfokává, egyszerű és likvid lehetőséget nyújtanak a szereplők várakozásainak kifejezésére a hagyományos pénzügyi eszközök (részvények, kötvények) finanszírozási és likviditási nehézségei nélkül.

A DTCC szerepe fontos volt a Lehman csődje során is. Felröppent ugyanis az a pletyka, hogy a bank CDS-kötelezettségei 400 milliárd dollárra rúgnak, általános félelmet és bizonytalanságot keltve a pénzügyi piacokon. A DTCC ekkor – információs adattárházának köszönhetően – képes volt fellépni, és hivatalos közleményben tudatni, hogy a Lehman kötelezettségeinek mértéke kevesebb, mint 6 milliárd dollár, ezzel megnyugtatta a piacokat.

A DTCC ezek mellett lehetővé tette a központi elszámolóházak gyors felállítását, mivel azoknak a DTCC szolgáltatásainak (automatikus kalkuláció, fizetések egyeztetése, központosított teljesítés, hitelesemények utáni teljesítés) igénybevételével csupán kockázatkezelési és fedezeti rendszerük kidolgozására kellett koncentrálniuk.

2.2. Szabványosítások

Az OTC-piacok legfontosabb jellemzője, hogy a termékekkel nem szabványok alapján kereskednek, így azok az egyéni igényekre szabhatók. Ugyanakkor, ha akkora volumenben kereskednek egy termékkel, mint a CDS esetében, meg kell határozni bizonyos ügyletkötési sztenderdeket, hogy biztosítsák a kellő likviditást és transzparenciát a piacon. Ezeknek a szabványoknak a kidolgozásában az ISDA úttörő szerepet játszik.

Az ISDA a tőzsdén kívüli derivatív piacok szereplőinek globális kereskedelmi egyesülete, 1985 óta működik, 56 országból 800 tagja van, amelyek között megtalálhatók a legnagyobb kereskedelmi, univerzális és befektetési bankok, valamint minden, az OTC derivatív piacon aktív vállalat és intézmény.

11 A piacfelmérések legfontosabb eredményei megtalálhatók a Függelékben.

12 Bank for International Settlements

13 British Bankers' Association

14 Az így nyert adatokat természetesen nettósítani kell.

15 The Depository Trust & Clearing Corporation

Az ISDA az elmúlt két évtizedben fontos sztenderdizálási lépéseket kezdeményezett a piac likviditásának elősegítésére, valamint a jogi kockázatok csökkentésére. Elsőként az 1987-ben kiadott, majd 1992-ben, illetve legutóbb 2002-ben módosított ISDA Master Agreement volt az, amely az ügyletkötés szabványosítására ajánlasként szolgált. Ez a szerződés a származtatott ügyletek jogi lebonyolítására vonatkozó, általános keretmegállapodás. Az ISDA Master szerződés nemzetközi szabványait globális szinten a derivatív tranzakciók több mint 90 százalékánál alkalmazzák.

Az ISDA-keretszerződés általános kikötéseket és feltételeket tartalmaz (pl. fizetések számítása és időzítése, szerződő felek szerződéskötési felhatalmazásai, szerződés megszűnésének feltételei, szerződésszegési események felsorolása, kötelező biztosítékok), tartalma azonban nem terjed ki az egyes származtatott ügyletek részleteire. A keretmegállapodás egy előre rögzített formanyomtatvány, amely nem módosítható (csak a szerződő felek, illetve az aláírások kitöltendőek). A hozzá tartozó mellékletben (Schedule to the Master Agreement) a szerződő felek különböző opciók közül választhatnak, illetve lehetőségük nyílik a keretszerződés egyes részeinek a módosítására.

Az egyes származtatott tranzakciókra vonatkozó részleteket az ún. Megerősítés (Confirmation) tartalmazza, amely a keretmegállapodást egészíti ki. A különböző megerősítések meghatározott tranzakciótipusokhoz tartoznak, és – a felek közötti megállapodásnak megfelelően – magukban foglalják az adott ügylet kereskedelmi feltételeit. A megerősítés általában eléggé rövid, mivel tartalmazza az ISDA által közzé tett meghatározásokat (ISDA Credit Derivatives Definitions). Ezeket a hitelderivatívakra vonatkozó meghatározásokat, avagy definíciókat az ISDA 1999-ben adta ki, majd 2003-ban módosította annak érdekében, hogy az addig problémát jelentő esetekben (mint például az újrastrukturálás vagy a moratórium) megfelelő útmutatást nyújtson a piac szereplőinek. Ezek a meghatározások főként kamat- és devizaszwapügyletek dokumentálására alkalmazhatók, de más típusú tranzakciók (például áru-, részvény- és hitelderivatív ügyletek) esetében is előszeretettel használják ezeket a definíciókat.

Az elmúlt évek talán legfontosabb intézkedése az ISDA által kidolgozott aukciós eljárás, amely az ügyletek lezárását könnyíti meg olyan esetekben, amikor hitelesemény történt. Az eljárást azért vezették be, mert a hitelesemény bekövetkezése után a referenciakötelezettségen keletkező megtérülés (recovery) gyakran csak hosszú idő után válik ismertté, ami megnehezíti a pénzbeli teljesítést. Azon ügyletek esetében, amelyek megkötésénél a felek megegyeztek abban, hogy hitelesemény esetén az ISDA aukciós eljárását alkalmazzák, hitelesemény esetén – miután az ISDA deklarálta, hogy hitelesemény történt – 30 napon belül megtörténik az aukció. Ezeken az aukciókon a defaultos kötelezettségekre lehet licitálni. Az így kialakult ár szolgál megtérülésként a pénzügyi teljesítés esetén, függetlenül attól, hogy mi is lesz a későbbiekben a valódi megtérülés. Az aukciós eljárás a fizikai teljesítés során leszállítandó kötelezettségek mértékére is iránymutatással szolgál.

2009. április 8-án lépett életbe az ISDA három új szabványa, amelyek jelentős hatást gyakorolnak a CDS-piacra. Az ún. SNAC (Standard North American Corporate Contract) szerződést csak észak-amerikai (egyesült államokbeli és kanadai) kötelezettségekre (kötvényekre, illetve hitelekre) lehet kötni világszerte és pénznemtől függetlenül. A legfontosabb tulajdonsága, hogy az így megkötött ügyletek prémiuma – hasonlóan a CDS-indexekhez – sztenderd: 100 vagy 500 bázispont. Az ilyen módon megkötött ügyletekkel való kereskedés

során az ügylet mark-to-market értékét kell kifizetnie az érintett félnek. Emellett a SNAC alapján megkötött CDS-ek megtérülése (recovery rate) rögzített, ami a hitelesemény során bekövetkező pénzbeli teljesítés során jelent könnyebbséget. Az így meghatározott megtérülési ráták a senior kötelezettségek esetében 40%, míg a subordinatedek esetében 20%. Emellett rendkívül fontos, hogy a hitelesemények köréből kikerült az újrastrukturálás, amelynek a különböző változatai (módosított, majd módosított-módosított újrastrukturálás – azaz ModR és ModModR –) a korábbiakban komoly bonyodalmakat okoztak.

Az ún. Kiegészítés (ISDA Supplement) az újonnan – 2009. április 8-a után – kötött hitelderivatív tranzakciókra vonatkozik, és létrehozta az ún. hiteldeterminációs bizottságokat (Credit Determination Committees), amelyek feladata a Kiegészítésnek megfelelően kötött ügyletekkel kapcsolatban a hitelesemény megtörténtének megállapítása, valamint az aukciós eljárás levezénylése. Nem minden 2009. április 8-a után kötött ügylet tartozik azonban a Kiegészítés hatálya alá. A következő típusokra nem vonatkozik a Kiegészítés: csak hitelekből, illetve amerikai önkormányzati kötvényekből (US Municipal) álló portfóliókra kötött ügyletekre, ABS-ekre, illetve CDO-kra kötött CDS-ekre, azokra a ügyletekre, amelyeknek a szerződésében kizárták azt, illetve a SNAC alapján megkötött ügyletekre.

A Protokoll (vagy közkezdvelt nevén ISDA Big Bang protokoll) a 2009. április 8-a előtt megkötött ügyletekre vonatkozik, és előírásai azt célozzák, hogyan lehet módosítani az adott szerződéseket ahhoz, hogy azok az új Kiegészítés hatálya alá essenek.

Végül pedig 2009. június 22-én lépett hatályba az Európára vonatkozó, ún. Small Bang protokoll, amely tulajdonképpen három különböző típusú szerződést takar. Ezek a következők (megrögzült magyar fordítás hiányában angolul): Standard European Corporate contract, Standard Subordinated European Insurance Corporate contract és Standard Western European Sovereign contract. Ezek a szabványosított szerződések négyféle prémium használatát teszik lehetővé: 25, 100, 500 és 1000 bázispont.

2. 3. A kockázatok csökkentése

A likviditásnövekedés elősegítéséhez a különböző szabványok kidolgozása mellett az ügyletkötéssel kapcsolatos kockázatok – azokon belül is a partnerkockázat – csökkentésére van szükség. Ezt a célt szolgálja az elszámolóházak bevezetése a CDS-piacra.

Központi elszámolóházakat régóta alkalmaznak a derivatív tőzsdék, és az utóbbi időben egyre több értékpapírtőzsdén is bevezették őket. Ezeken felül az elszámolóházak az OTC-piacok (például értékpapír repó- és derivatív piacok) számára is elérhetővé tették szolgáltatásaikat.

A CDS-piac napjainkban zajló változásaival kapcsolatban egyértelműen az elszámolóházak bevezetését előzték meg a legnagyobb várokozások. Az elszámolóházak bevezetése a CDS-piacra nem új keletű felvetés, már 2004-óta – amikor a BIS kiadta ajánlásait a központi elszámolóházak szerepét ellátó intézmények számára – foglalkoztatta a piac szereplőit.¹⁶

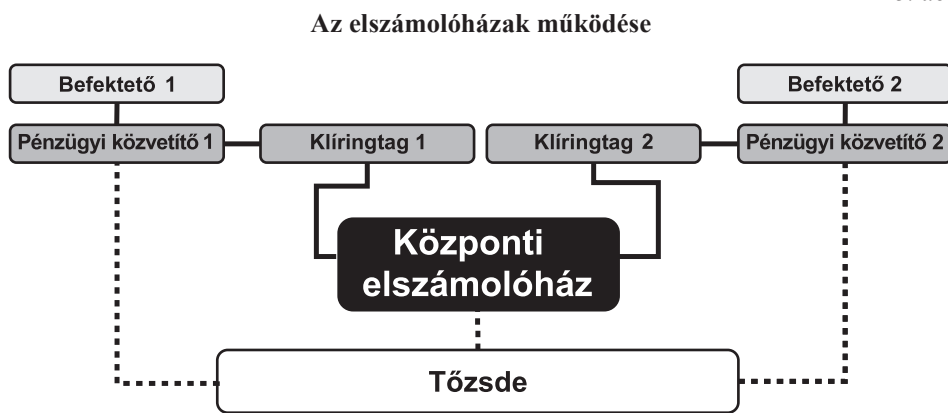
Ha az alapoknál szeretnénk kezdeni, avagy világosan látni, hogy egy elszámolóház miként is csökkenti minimálisra a partnerkockázatot, ismernünk kell, hogyan lép be a piacra.

16 Bank for International Settlements [2004]: Recommendations for Central Counterparties, BIS, Bazel.

Az elszámolóház tulajdonképpen az ügyletek résztvevői közé helyezkedik el oly módon, hogy minden eladó vásárlójává és minden vásárló eladójává válik, ezáltal biztosítja a teljesítést. A központi elszámolóháznak megvan a lehetősége arra, hogy jelentősen csökkentse a piaci szereplők kockázatait, mivel robusztusabb kockázatkezelést követel meg az összes szereplőtől, és multilaterális nettósítást tesz lehetővé a szereplők különböző ügyletei között (BIS [2004]).

Az elszámolóházak működését a következő ábra szemlélteti:

3. ábra



Az ábra általánosságban igaz minden olyan piacra, amelyen elszámolóház működik. Az OTC-piacok esetében természetesen nem működik központi tőzsde, ezt jelzik a szaggatott vonalak is.¹⁷

Az elszámolás menete a következő:

1. A befektetők (egyik vételi, másik eladási oldalon, azaz biztosítást vásárló, illetve nyújtó) megbízást adnak pénzügyi közvetítőiknek.
2. A pénzügyi közvetítők – amelyek lehetnek egyben klíringtagok is – jelzik az üzletet a klíringtagnál. Nekik ugyanolyan számlájuk van a klíringtagoknál, mint amilyet ők vezetnek a befektetőik számára. (A pénzügyi közvetítők állnak kapcsolatban a tőzsdével is, de ezt a szálát itt nem részletezem.)
3. A klíringtagok jelzik az elszámolóháznak az elszámolandó ügyletet.
4. Az elszámolóház ellenőrzi, hogy minkét oldalon egyeznek-e az ügylet paraméterei, és megtörténik az elszámolás, az alapletét behívása.
5. Végül a klíringtagok leszállítják az esetleges előzetes fizetéseket (upfront payment).

A CDS-eket tekintve: amennyiben hitelesemény történik, a teljesítés menete ugyanez, mindkét fél az elszámolóháznak teljesít (fizikai teljesítés esetén a biztosítást vásárló a refe-

¹⁷ Az ábra akkor lenne igazán pontos, ha értéktárakat is berajzoltunk volna, mivel bizonyos piacokon, az elszámolt termékek jellegéből adódóan, ilyenek is működnek. De ha elfogadjuk, hogy a központi elszámolóház ellátja az értéktárfunkciót is – mint Magyarországon a KELER –, máris pontos az ábra.

renciakötelezettséget, a biztosítást nyújtó pedig a névértéket szállítja le). Amennyiben valamelyik fél nem képes teljesíteni, az elszámolóház szenved el az ebből fakadó veszteséget.

Éppen ezért – hogy limitálja az esetlegesen felmerülő veszteségeket, illetve megfelelően fedezze magát – az elszámolóház meghatározza a szükséges garanciát minden tagjának portfóliója után, és mindennap kiszámolja a tag kötelezettségeit. Ezek a kötelezettségek alkotják együttesen az elszámolóház garanciarendszerét, amelyek megvédik a felmerülő veszteségektől.

Elemei a következők:

- alaptbiztosíték (initial margin),
- napi árkülönbözet (variation margin),
- pénzügyi fedezet (guarantee fund).

Amennyiben ezek nem nyújtanak fedezetet a veszteségekre, az elszámolóháznak saját tőkéjéből kell teljesítenie.

Az **alaptbiztosítékot** a portfólió után, annak fenntartása érdekében helyezi el a klíringtag, és ez visszajár a pozíció lezárásakor. A tagok ennél nagyobb alapletétet is megkövetelhetnek ügyfeleiktől. A tag letétjére az elszámolóházak gyakran kamatot fizetnek.

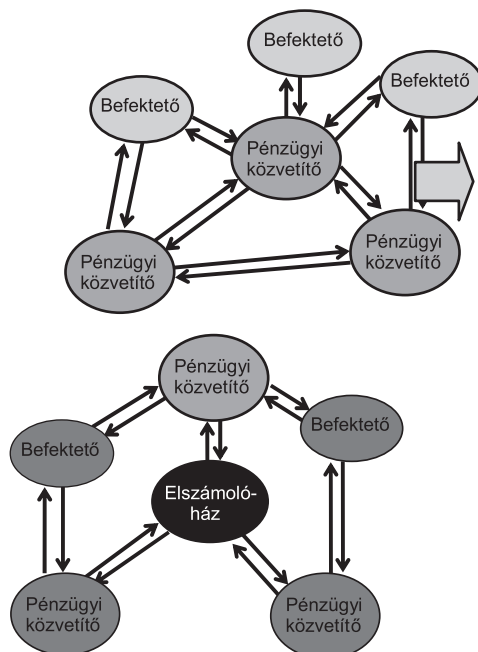
A **napi árkülönbözet** a tagok nyitott pozícióiból származó napi szintű nyereség, illetve veszteség. Ezt az elszámolóház a piacokon kialakult napi záróárakból (mark-to-market close value) számítja ki. Így a pozíciókat napi szinten mark-to-market alapon átértékelik és lezárják. Az így kapott nyereséget (veszteséget) az elszámolóház jóváírja (ráterheli) a tag számlájára. Így megakadályozza a pozíciókon keletkező veszteségek halmozódását. Amennyiben a napi árkülönbözetekből fakadó veszteségek hatására a tag alapletétje egy bizonyos szint (fenntartandó letét – maintenance margin) alá csökken, az elszámolóház számlafeltöltésre kötelezi a tagot a fenntartandó letét értékéig (margin call).¹⁸

A **pénzügyi fedezet** a klíringtagok által közösen finanszírozott alap, így a tagok kockázati közösséget alkotnak, diverzifikálva a kockázataikat.

Az elszámolóházak megjelenésével alapvető változások történnek a CDS-piacon. A legfontosabb változást az jelenti, hogy a pénzügyi közvetítők ezentúl nem egymás partnerkockázatát futják, hanem az elszámolóházét, ami természetesen jóval kisebb. Az ügyletek kötése viszont alapvetően ugyanúgy történik majd, mint az eddigiekben – azaz a befektetők a pénzügyi közvetítők egymással kötik az ügyleteket –, de az elszámolás egy központosított rendszeren keresztül teljesül (4. ábra).

18 HULL [2002] egy jól érthető számpéldán keresztül mutatja be a letétek működését (24. o.).

Az ügyletek elszámolásának menete



Az elszámolóházak bevezetésével megvalósuló centralizáció viszont alapvetően elősegíti a termékek szabványosítását is, mivel az elszámolóház kiköti, hogy milyen típusú ügyleteket számol el.

Mindezzel együtt az elszámolóházak koncentrálnak is a kockázatokat, ami nagyobb felelősséget ró az elszámolóház kockázatkezelési rendszerére. Éppen ezért az elszámolóház kockázatkezelésének hatékonysága és megfelelő ellátottsága a pénzügyi forrásokkal kritikus tényező a piac számára. A központi elszámolóház kockázatkezelésének csődje az elszámolóház által szolgált piac egészét megbéníthatja, és fennakadásokat okozhat az adott piacon kereskedett termékek teljesítési rendszerében. Az elszámolóházak az értékpapír- és derivatív piacokra, valamint a fizetési és teljesítési rendszerekre gyakorolt, potenciális destruktív hatásai miatt a szabályozók és a központi bankok nagymértékben érdekeltek az elszámolóházak kockázatkezelési rendszerének megfelelő működésében.

Bár az elszámolóházak használata a CDS-ügyletek esetében egyelőre nem kötelező, az ügyletben résztvevő feleknek jól felfogott érdeke a teljesítés biztosítása. A probléma abból adódik, hogy az elszámolóházak csak a szabványos módon megkötött ügyleteket számolják el, a piac szereplői viszont nem szeretnék lemondani az OTC-piac nyújtotta rugalmasságról.

Az elszámolóházak bevezetésének operatív előnyei is vannak. A pozíciók nettósításából következően az ügyletek fennálló névértéke jelentősen csökken. Ez a kockázatok értékelését is könnyebbé teszi. Emellett más procedúrák is jóval szabványosabbá válnak az

elszámolóházak működésével. A pozíciók nettósításból fakadóan, valamint – mivel a kli-ringtagok kockázati közösséget alkotnak –, csökkenhet az igény azon CDS-ügyletek iránt is, amelyeket a tagok az egymással szembeni pozícióik fedezésére kötöttek.

Az elszámolóházak bevezetésének legnagyobb negatív hatása a sima CDS-ügyletek résztvevői számára az, hogy várhatóan nagyobb tőke kell az ügyletek megkötéséhez. Fix prémiumok esetén ugyanis, amennyiben az adott lejáratú CDS-szel más prémiumon kereskednek a piacon, előzetes fizetést (upfront payment) kell teljesítenie valamelyik félnek. Ez az előzetes fizetés pedig igen nagy összegű lehet a sima CDS-ek esetén, hiszen a prémiumokban bekövetkező mozgás akár napi szinten is számottevő, ellentétben például a befektetési minősítésű (IG) CDS-indexekkel, ahol a prémiumok mozgása napi szinten elenyésző. Ez igencsak taszíthatja a befektetőket, hiszen így nem képesek megfelelően nagy tőkeát-tételt elérni. Ráadásul – az ügyletek értékének ilyen jellegű változásaiból fakadóan – az elszámolóházak által bekért alapletétek a sima CDS-ek esetében jóval magasabbak, mint az indexeknél.¹⁹ Ugyanakkor világosan látszik, hogy a szabályozók bele fogják kényszeríteni a sima CDS-ügyletek résztvevőit, hogy ügyleteiket elszámolóházakon keresztül számolják el, még ha ez gazdaságtalan is számukra.

Az elszámolóházak bevezetésével kapcsolatban a legnagyobb érdeklődés a befektetési minősítésű vállalati kötelezettségekre kötött CDS-ek felé irányul, mivel ezek esetében a legnagyobb az ún. „ugrás a csődbe” (jump to default) típusú kockázat, vagyis az a jelenség, hogy egy vállalat hirtelen – akár minden előzetes jel nélkül – megy csődbe.

Ezek után érdemes megnézni, hogy hogyan is állnak jelenleg az elszámolóházak.

Az észak-amerikai piacon 2009. március 9-én indította útjára saját platformját az atlantai székhelyű Intercontinental Exchange (ICE) Trust, és 2009. október 5-éig 3 ezer milliárd dollár névértékben számolt el CDS-ügyleteket. Az elszámolt ügyletek nagy részét észak-amerikai CDS-indexek (a CDX-index család tagjai) tették ki, összesen 2,3 ezer milliárd dollár névértékben.²⁰

A Chicago Mercantile Exchange (CME) 2009. szeptemberének végén jelentette be, hogy átszervezi a szintén chicagói székhelyű Citadel Investment Group-pal közösen működtetett CMDX-platformját, mivel az – jóllehet, a március 13-ai felülvizsgálatot sikerrel vette – üzletet eddig nem vonzott. A 2008. októberében elindított platformjukkal az volt a probléma, amit előnyének szántak: nevezetesen, a kereskedési platformjukon keresztül megkötött ügyleteket azonnal el is számolták volna a CME rendszerében, így integrálva az elszámolóházi tevékenységet a kereskedési szolgáltatásukba. A piaci szereplők azonban jelezték azon szándékukat, hogy a termékkel továbbra is OTC-jelleggel kívánnak kereskedni, így a CME most szétválasztja kereskedési platformját elszámolóházi tevékenységétől.²¹

Az Európai Bizottság 2009. július 31-i határidőt tűzött ki arra, hogy az elszámolóházak megkezdjék működésüket az európai piacokon. Jóval megelőzve ezt a dátumot, a londoni székhelyű derivatív tőzsde, a NYSE Liffe konzorcium már 2008. december 22-én elérhetővé

19 A problémával elsőként a Chicago Mercantile Exchange (CME) állt elő (*Risk Magazine* [2009]), az ő modelljeik alapján a főként CDS-indexeket tartalmazó portfóliókra a névérték mintegy 1-2%-a lehet az alapletét, míg a sima CDS-ekre a portfólió összetételétől függően 6–10% közötti. A CME ezen felvetését számításokkal is igyekeztem igazolni szakdolgozatomban (SUTA [2009]).

20 <http://ir.theice.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=413610>, 2009. 10. 05.

21 <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1534303/cme-restructures-us-cds-clearing-service>, 2009. 09. 22.

tette szolgáltatásait a szintén londoni LCH.Clearnet elszámolóházzal karöltve, platformja azonban nem bizonyult életképesnek, így hiába lépett elsőként piacra, elszámolt ügylet hiányában 2009. július 27-én – egy hónapos felülvizsgálati periódust követően – felfüggesztette működését.²²

A frankfurti székhelyű Eurex Credit Clear 2009. július 27-én kezdte meg működését, és augusztus 28-án a piacon elsőként számolt el sima CDS-ügyletet 5 millió euro értékben. Mindemellett viszont nem vonzott túl sok üzletet: 2009. október 4-éig mindössze 3 index-ügyletet számolt el 85 millió euro értékben.²³

Európában is az ICE Trust piacra lépése bizonyult a legsikeresebbnek, hiszen a július 27-ei nyitást követően október 5-éig 514 milliárd euro (750 milliárd dollár) értékben számolt el CDS-index ügyleteket. Az ICE Trustnak mind az amerikai, mind az európai székhelyű platformja technikailag felkészült sima CDS-ek elszámolására, és 2009. október végére várja a szabályozói jóváhagyást.²⁴

A fentiekén kívül még a CME európai platformja kíván elszámolóházi szolgáltatást nyújtani CDS-ügyletek számára, de még mindig a brit FSA (Financial Services Authority) jóváhagyására vár.²⁵

Alapvetően elmondható, hogy a várakozások az eddigi tapasztalatok alapján beteljesedni látszanak, hiszen úgy tűnik, hogy a piac gyorsan koncentrálódik, és piaconként csak egy elszámolóházat tart életben: azt, amelyik a legolcsóbb, illetve a legjobb elszámolási rendszerrel rendelkezik.

3. MIT HOZ A JÖVŐ?

Az ISDA szeptember 15-én tette közzé a 2009-es év első félévére vonatkozó OTC-derivatív piacok felmérését.²⁶ Általánosságban véve, a derivatív piacok konzisztens növekedést mutatnak az év első felében, amiből azt a következtetést szűrhetjük le, hogy a mostani bizonytalan gazdasági környezetben a piaci szereplők számára fontosak a derivatív ügyletek nyújtotta, személyre szabható kockázatkezelési megoldások. Ezzel szemben a fennálló CDS-ügyletek összértékének csökkenése volt megfigyelhető, ami az elszámolóházak bevezetésével és a pozíciók folyamatos nettósításával magyarázható. A hitelderivatívok egészének fennálló névértéke 2008 végéhez képest 19 százalékkal, 38,6 ezer milliárd dollárról 31,2 ezer milliárd dollárra csökkent, míg az elmúlt 12 hónapot tekintve, összesen 43 százalékkal esett vissza. Mint az adatokból is látszik, az elszámolóházak bevezetésével az előbb már említett folyamatok játszódhatnak le, azaz a fennálló névérték – a pozíciók nettósításából fakadóan – jelentősen csökken, elősegítve a kockázatok értékelését.

A kérdés persze az, hogy mit hoz a jövő. Ami egyértelműen látható: az a törekvés, hogy a piac működését átláthatóbb, szabályozottabb mederbe tereljék, megóvva ezáltal más pénzügyi piacokat attól, hogy a CDS-ügyleteken keresztüli hazardírozás pénzügyi tur-

22 <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1530793/nyse-liffe-shuts-down-cds-clearing-service>, 2009. 08. 12.

23 http://www.eurexclearing.com/markets/creditclear/credit_clear_volume_en.html, 2009. 10. 04.

24 <http://ir.theice.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=413610>, 2009. 10. 05.

25 <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1534303/cme-restructures-us-cds-clearing-service>, 2009. 09. 22.

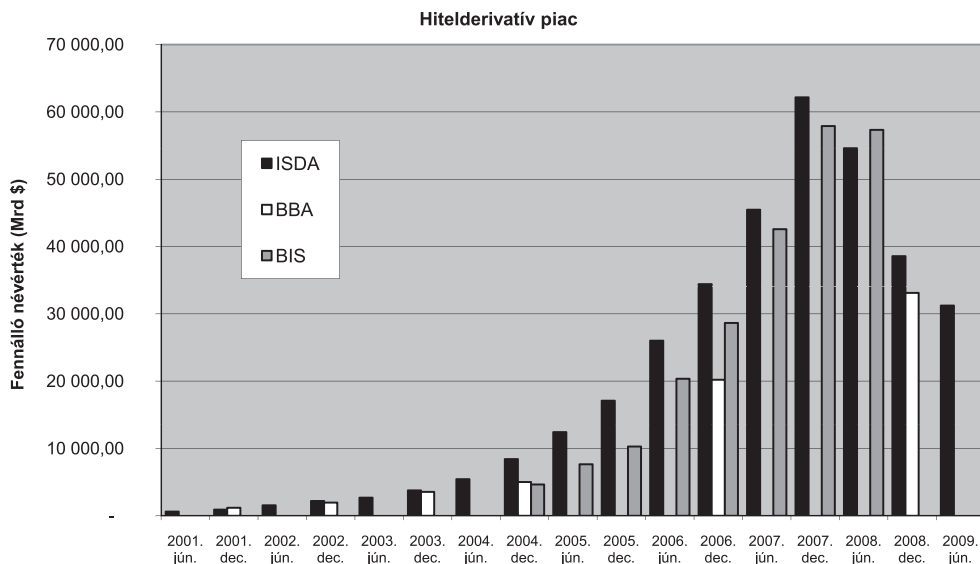
26 ISDA Mid-Year 2009 Market Survey

bulenciát okozzon, s így azok stabilitását veszélyeztethesse. Ezt a célt szolgálják mind a szabványosítási törekvések, mind az elszámolóházak bevezetése. Ugyanakkor az is látható, hogy a piaci szereplőket nem lehet rákényszeríteni a központosított kereskedelemre, mivel ők a CDS-ügyleteknek éppen azt az OTC-piac által nyújtott flexibilitását szeretik, ami lehetővé teszi, hogy egyedi céljaikra használhassák ezt az eszközt. Mindez azt jelenti, hogy a CDS-piac a közeljövőben tisztán OTC-piac marad; de lehet, hogy a szabványosan megkötött és elszámolóházakon keresztül elszámolt ügyletek esetében a távoli jövőben megvalósulhat a központosított kereskedelem.

FÜGGELÉK – A PIACFELMÉRÉSEK FŐBB EREDMÉNYEI

5. ábra

A hitelderivatív piac méretének alakulása 2008 végéig



Forrás: ISDA, BBA, BIS

1. táblázat

A hitelderivatív piac termékek szerinti megoszlása (2000–2006)

Típus	2000	2002	2004	2006
Basket típusú termékek	6,0%	6,0%	4,0%	1,8%
Credit linked notes	10,0%	8,0%	6,0%	3,1%
Credit spread opciók	5,0%	5,0%	2,0%	1,3%
Részvényhez kapcsolódó hiteltermékek	n/a	n/a	1,0%	0,4%
CDS-indexügyletek	n/a	n/a	9,0%	30,1%
Sima CDS-ek	38,0%	45,0%	51,0%	32,9%
Swap opciók	n/a	n/a	1,0%	0,8%
Szintetikus CDO-k (teljesen finanszírozott)	n/a	n/a	6,0%	3,7%
Szintetikus CDO-k (részben finanszírozott)	n/a	n/a	10,0%	12,6%
Sávós indexügyletek	n/a	n/a	2,0%	7,6%
Egyéb	41,0%	36,0%	8,0%	5,7%

Forrás: BBA – Credit Derivatives Report [2006]

2. táblázat

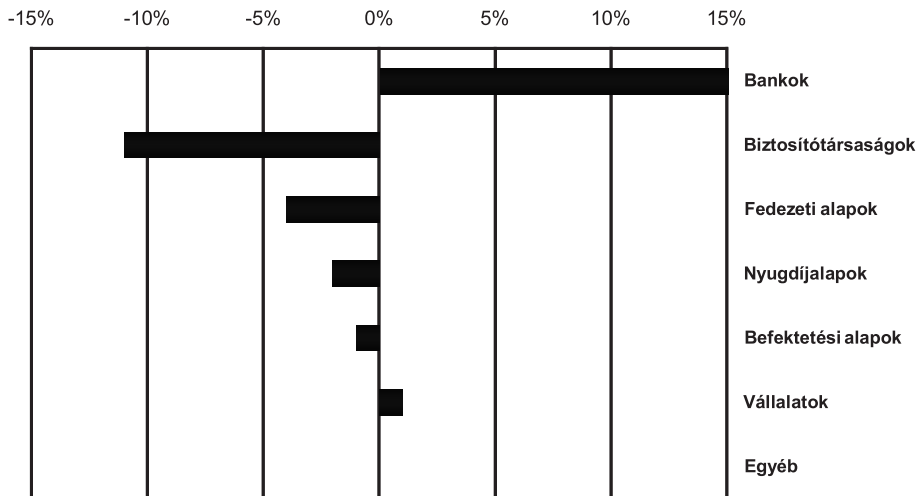
A CDS-piac szereplők szerinti megoszlása (2006)

Típus	Vásárlók	Nyújtók
Bankok	59%	44%
Biztosítótársaságok	6%	17%
Fedezeti alapok	28%	32%
Nyugdíjalapok	2%	4%
Befektetési alapok	2%	3%
Vállalatok	2%	1%
Egyéb	1%	1%

Forrás: BBA – Credit Derivatives Report [2006]

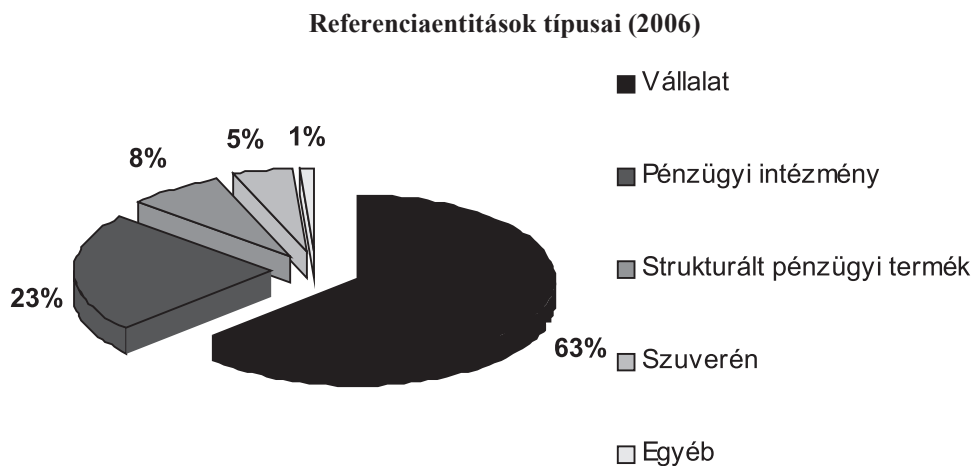
6. ábra

CDS-piac-nettó biztosítást vásárlók (nyújtók) megoszlása (2006)



Forrás: BBA – Credit Derivatives Report [2006]

7. ábra



Forrás: Fitch

IRODALOMJEGYZÉK

- Bank for International Settlements [2004]: Recommendations for Central Counterparties, BIS, Bazel
- Bank for International Settlements [2008]: BIS Quarterly Review, BIS, Bazel, 2008. december
- British Bankers' Association [2006]: Credit Derivatives Report 2006., BBA, London
- Fitch Ratings [2007]: CDx Survey, Special Report, 2007. július 16.
- HULL, J. C. [2002]: Options, Futures and Other Derivatives, 5th ed., Prentice Hall, New Jersey
- ISDA 2008 Mid-Year Market Survey (letölthető: www.isda.org)
- ISDA 2009 Mid-Year Market Survey (letölthető: www.isda.org)
- Lehman Brothers [2003]: The Lehman Brothers Guide to Exotic Credit Derivatives, Riskwatersgroup, London
- MENGLE, D. [2007]: Credit Derivatives: An Overview, ISDA
- MERRILL LYNCH [2006]: Credit Derivatives Handbook 2006 – Vol. 1., 2006. február 14.
- Risk Magazine [2009]: Portal combat, *Risk Magazine*, 2009. január
- SMITHSON, CHARLES [2003]: Credit Portfolio Management, Wiley, Hoboken, New Jersey
- SOROS, GY. [2009]: The game changer, FT.com (letöltés időpontja: 2009. január 28. 19:55)
- SUTA GÁBOR [2009]: A CDS-piac elemzése, különös tekintettel az elszámolóházak bevezetésére (szakdolgozat),
Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest
- www.isda.org
- www.theice.com
- www.cmegroup.com

KISS Gy. KÁLMÁN

A „vidék bankja” megteremtésének dilemmái Magyarországon¹

Az üzleti vállalkozás – és kiváltképp a bankok – létének alapfeltétele a cég tőkéjének stabilitása, ráadásul a bankok korunkban országos, avagy még szélesebb körű hálózatként léteznek. A szövetkezetnek viszont jellemzője a nyitott tagság és a változó tőke, azaz a tagok/tulajdonosok kilépési szabadsága, továbbá a lokális és helyi érdekű létezése. A szövetkezetek másfél évszázados bankpiaci helytállása a jogi és szervezeti keretek fejlesztését követelte, aminek a segítségével kontinensünk számos országában meghatározó jelentőségű pénzintézetté váltak. A kilépés lehetőségének korlátozása, a tulajdonosi koncentráció megakadályozása, a hálózatkonform működés garantálása révén kialakuló kockázat- és üzletközösség az eredményes működés titka. Magyarországon a piacgazdasági átalakulás két évtizede során a szövetkezetmenedzsment lokális és partikuláris érdeke megakadályozta ezen szabályok kialakítását, ezért a szövetkezetek a szabadpiaci felvásárlás tárgyává válnak, ekként a piaci lemorzsolódás útját járják.

1. SZÖVETKEZETI HITELINTÉZETI SAJÁTOSSÁGOK

A szövetkezet különleges piaci szereplő, akár úgy, mint vállalkozás, és különösképpen, mint bank. A szövetkezet a társadalmi egyesület és a társasági jogi üzleti vállalkozás sajátos szimbiózisa. Mindkét kategória jegyeiből építkezik. Bár az üzemszerű működés jellemzően a gazdasági vállalkozások szabályai szerint szerveződik, a tulajdonosi összefüggések, stimulációk azonban az egyesület jegyeit viselik. Azaz, nem a profittermelés a meghatározó cégfilozófiai gondolat, hanem közvetlenül a tulajdonosok saját személyének, cégének érdekeit kell szolgálnia. Pregnánsan jeleníti meg e jegyeket az 1 tag = 1 szavazat elve, amely független a résztvevők szerepvállalásától a tőkében; tulajdonképpen a tulajdonosi érdekek egyenlőségét hivatott érvényesíteni.

Hasonlóan karakterisztikus sajátosság a nyitottság elve. A részvénytársaságoknál, a korlátozott felelősségű társaságoknál a vállalkozásban történő tulajdonszerzés a cég részére véglegesen átengedett megtakarítást jelent. Azaz, csak a tulajdon értékesítésével lehet a vállalkozásba fektetett tőkét visszaszerezni. Szövetkezetnél azonban a tulajdonszerzést tanúsító részjegy értéke a kilépő tagnak visszajár, sőt főszabályként az időközben történt vagyongyarapodást is nevesíteni kell, el kell számolni a tulajdonát megszüntető személlyel. (Megjegyzendő: más államokban a tag kilépéskor csak a befektetett összeget kapja visz-

¹ A cikk egy hosszabb tanulmány alapján készült, amely a Pécsi Tudományegyetem Közgazdasági Karának sorozatában jelent meg: *A szövetkezeti bank megteremtésének kísérlete Magyarországon*, PTE KRTI Műhelytanulmányok 2009/2., Pécs

sza, a vagyongyarapodás a szövetkezeté marad.) A szövetkezetben – miként egy társadalmi egyesületben ez természetes – a tagok személyes szükségleteik, igényeik alakulása, annak kielégítettsége függvényében lépnek be és ki, a nyitott tagság elve érvényesül.

A részvénytársaságoknál, korlátozott felelősségű társaságoknál a tőkeegyesítés, vagyis az üzleti célok teljesítése révén a tulajdonosok profitot kívánnak termel(tet)ni, osztalékhoz és/vagy a tulajdon értékesítésével árfolyamnyereséghez jutni. Ezzel szemben a szövetkezet személyegyesülés, amelynek működése az alapító személyek, cégek „sui generis” természetbeni magánérdekeinek érvényesülését hivatott szolgálni.

Történetileg azért jönnek létre szövetkezeti formában az üzleti elvárások alapján kevésbé kecseskedő kereskedelmi, továbbá pénzügyi közvetítő intézmények, hogy a szerény profitabilitás esélyének dacára, vidéken, helyben is legyenek elérhető szolgáltatások. Ekként alakult ki a német Schulze-Delitzsch és Raiffeisen, avagy az angol rochdale-i elvek, kezdeményezések alapján a lokális bankok, jött létre a vidéki áru- és pénzkereskedelem. A térségi szolgáltató funkció, az adott (kis)térség gazdája, létezésének/fejlődésének finanszírozója; mint alapfeladat, ez a mai napig is meghatározó ezen intézmények működésében.

A nyitott tagság és a változó tőke szövetkezeti alapjegyek, azonban nincsenek teljesen összhangban a banki működéshez szükséges tőkestabilitással. Hiszen a mások pénzével folytatott üzleti vállalkozás biztonságának és felelős vitelének attribútuma a szavatolótőke stabilitása.

Mégis, immár 150 éves múltat maguk mögött tudva, szövetkezeti bankok virágoznak szerte a világban. Nyilván vannak a szövetkezeti létnek olyan jegyei, amelyek rokon vonásokat mutatnak a banki elvárásokkal, s feltehetőleg – néhány speciális megkötéssel – a szövetkezet a banki kötöttségeknek is képes megfelelni. Kérdés, hogy milyen hasonlóságok jelentenek kitüntetett előnyt a szövetkezet számára, ha bankként kíván megnyilvánulni, s melyek azok a rendszerkorrekciók, amelyek e létet lehetővé teszik.

Minthogy a hitelintézeti tevékenységet végző szövetkezetekben az ügyfél egyben a tulajdonos is, ekként elsőként „az ügyfél érdeke az elsődleges” vonás említendő.

Másfelől a szövetkezet szabadság-prioritását a szabályozás kötöttsége akként oldhatja, ha a tagok/tulajdonosok kilépési szabadságát a szövetkezeti formában működő hitelintézet tőkéjének stabilitása, biztonsága érdekében korlátozza. Például azzal, hogy az alapszabályban biztosítja a részjegyek visszaválthatóságának korlátozását, továbbá nem engedélyezi a vagyonnevesítést, azaz a részjegyre jutó, a tagsági idő alatt bekövetkezett vagyongyarapodás elszámolását.

A szövetkezeti hitelintézeteknél az üzleti és prudenciális megfontolásból folyamatos tőkegyarapítási kényszer legkönnyebben és tipikusan a nyereség tőkésítésével kezelhetőkezelendő, hisz a tagsági tőkebevonás esélye az 1 tag = 1 szavazat elve alapján szerény, tőkegyűjtés inkább csak tagsági toborzás formájában lehetséges. A kiválni akaró tőke pótlására – hogy a szövetkezetnek kellő ideje maradjon – előírásként jelenhet meg továbbá a kilépés időbeni korlátozása például 5 éves határidővel, avagy több lépésben kérhető ki a részjegyérték. A magyar szabályozás kétéves kivárást ír elő a kilépés esetére, amennyiben a tőke szűkülése a prudenciális szabályok megsértését eredményezné.

A térségi ügyfélérdekek elsőbbségét és a stabil helyi szolgáltató létet hivatott garantálni a koncentrált tulajdon tilalma. Azaz egy tag jellemzően csak 2-3 százaléknyi tulajdont szerezhethet; ez a korlát számos országban párosul a szövetkezet részvénytársasággá alakulásának tilalmával.

A szövetkezet mint lokális eredetű és kötődésű intézmény, alapfilozófiájában eleve a térségi érdekek, a térségfinanszírozás intézményeként létezik. Ugyanakkor napjaink globalizálódó világban ezt a térséget előtérbe helyező funkcióját csak országos hálózat részeként tudja ellátni. Úgy a lakossági, mint a vállalkozói ügyfelek nemcsak helyben, hanem nemzetgazdasági, s gyakran nemzetközi élettérben várnak el szolgáltatásokat. Továbbá olyan technikai és humán szakmai elvárások alakulnak ki a bankszövetkezetekkel szemben is, amelyeknek a kielégítéséhez a helyi erőforrások nem elegendőek. Ezért fúziók révén növelelik a szövetkezetek az üzleti erejüket, jellemzően nemzeti szövetkezeti bankcsoporttá szerveződnek olyan jogi keretek közt, amelyek a lokális és a globális érdekek, értékek együttes érvényesülését garantálják. Egyfelől a kiépülő nemzeti hálózat önálló jogi személyiségű, autonóm szolgáltató egységekből áll. Ugyanakkor megjelennek a hálózatként létezés, az egységes üzleti fellépést, az integritást garantáló jegyek is.

Így szorító prudenciális, elsődleges kötelesség a kockázatközösség, az intézményvédelem, azaz a belső önbiztosítási rendszer megteremtése. Hiszen a banki kockázatok és azok kezelése, az ellehetetlenülés esélye exponenciálisan erősödik a tőke abszolút mértékű csökkenésével. Ráadásul a fiskális segítség rendszerkockázatot jelentő csoportok, csoportosulások esetén szinte természetes, ugyanakkor a közhatalom a lokális feszültségekre kevésbé érzékeny. Mindenekelőtt a szövetkezeti hitelintézetek csoportosulásokban a csoportosuláshoz tartozó hitelintézetek betétesinek biztonságát szavatoló, kockázatkezelő alapok hivatottak a rendszer önvédelmét garantálni. Ha ellenben az önbiztosítási rendszer rendül meg, ezek felvetik az állami helytállás lehetőségét/szükségességét.

Az önbiztosítás érdekében előfordulhat, illetve szükségessé válhat a hálózat központi intézményeinek tulajdonszerzése a nehéz helyzetbe jutott tagszövetkezeteknél. E folyamat-hoz kötődően jelennek meg az érintett, nehéz helyzetbe jutott autonóm szövetkezettagokra vonatkozó, a rendszer egészének stabilitását célzó jogi előírások, így a vétőjogok és/vagy elsőbbségi döntések kiemelt személyi kérdésekben. De hasonló előírások kötődhetnek a tagok számára kiutalt, üzleti célú tőkejuttatásokhoz is. Szerződéses formák is garantálhatják a hálózat létezését, a versenyképes üzleti erő megjelenésének a lehetőségét.

A kockázatközösség szükségessé teszi a rendszertranszparenciát, a központi kötöttségek felvállalását. Így szerencsés esetben egyidejűleg érvényesülhet a helyi érdekű rugalmasság és ügyfélközpontság, valamint a hálózatszerű, nagybanki szintű versenyképesség.

A hitelintézeteknél a részvénytársasági és a szövetkezeti filozófia közeledésével megjelenik egy újabb, fordított irányú folyamat is. A részvénytársasági formában működő bankok – kvázi „szövetkezeti” mintára – a megszokott technokratikus/többszonalisan lineáris irányítási rendszer helyett/mellett mátrix típusú szerveződésekkel kísérleteznek. Miközben a szövetkezeti hitelintézetek, szövetkezeti hitelintézeti egységek az integrálódás országonként sajátos útjain nagybanki hálózatu szolgáltatóként jelennek meg, a bankok a szubszidiaritás jegyében éppen a helyi autonómia szervezésének módjait keresik.

A nemzetközivé váló bankcsoportok, pénzügyi holdingok körében egyre hosszabbak, lassúak és nem eléggé rugalmasak a döntési pályák vonalai. Szabályozással, költséges kontrollal egyre nehezebb a jellemzően szigorúan központosított rendszer hatékony üzemeltetése, irányítása. Újabban „franchise” típusú szerződésekkel önelszámoló fiókcsoporthoz válnak profitcentrummá, ekként keresik a hatékony és a körülmények változásához gyorsan, rugalmasan alkalmazkodni képes helybeni döntések szélesítésének a lehetőségét, s ekként

kívánják fenntartani a hálózat integritását. Míg a részvénytársaságként működő nagybankok a nagy rendszerekben teremtenek helyi autonóm csoportokat, addig a szövetkezeti bankok az eleve autonóm egységeik nagy rendszerré integrálásán munkálkodnak.

A szövetkezeti hitelintézetek integrálására vonatkozó, elvi megfontolások a gyakorlat kohójában, az immár 27 tagúra bővült Európai Unióban igen változatos formákban jelennek meg. A továbbiakban első körben a magyar bankpiac fejlődésének részeként mutatjuk be a takarékszövetkezeti szektor helyzetét, különösképpen a piacgazdaság újraépítésének két évtizedes történetében. Majd összevetjük fejlődésük tényeit az európai történetvariánsokkal, ekként kívánjuk megítélni a magyar eseményeket, és a továbblépést szolgálni kívánó észrevételeknek is helyet adunk.

2. HELYTÁLLÁS A PIACGAZDASÁGBAN

A rendszerváltáskor a takarékszövetkezeteket a piacgazdasági liberalizmus jegyében nagykorúsították (1991. évi banktörvény). Szabad terük nyílt az önfejlődésre, és a hitelintézeti jogosítványok széles körének gyakorlására kaptak törvényi felhatalmazást.

A piacgazdaság eltelt két évtizede alatt a szövetkezeti „öserő” messzemenően igazolta élet- és versenyképességét, pedig a bankrendszerben jelentős átalakulások, átstrukturálódások történtek.

Tradicionálisan az ország teljes településszerkezetét felölelő hálózattal rendelkező takarékszövetkezetek számára lehetőség, sőt történelmi küldetés, hogy modern, univerzális, nagy pénzügyi szolgáltatóként helyben, a vidéken szolgálják ki a pénzintézeti paletta valamennyi termékével a teljes piacot. Kérdés, megtalálja-e ehhez a szektor az adekvát modellt és utat, felismeri-e, van-e szándék és erő a sikerre, vagy felmorzsolódik a totális/globális pénzügyi szektorbeli versenyben.

Bár a piacgazdasági tanulópnzt a takarékszövetkezeti szektor is megfizette, a kilencvenes évek elején a hitelintézeti konszolidációt nem kerülhette el. A piacgazdasági transzformáció a takarékszövetkezetek ügyfélkörének jelentős részét is súlyosan érintette, így a szövetkezetek harmada szorult állami segítségre.

A takarékszövetkezetek felmerült nehézségeiben lényeges szerepet játszott az új piaci helyzetekre való felkészületlenség, tapasztalatlanság és szervezetlenség. A szükséges segítség mértéke azonban eltörpült számos kereskedelmi bank rászorultsága mögött. Ráadásul a kereskedelmi bankok az állami feltőkésítés nagyobb részét visszatérítési kötelezettség nélkül kapták, és a kormányzat a privatizációs nyereség megtérüléséből kívánta azt az államháztartás számára kompenzálni. Minthogy a takarékszövetkezeti részjegyek esetén a megoldás nem volt járható, ebben a körben a tőkejuttatás 20 éves visszatérítési kötelezettség mellett történt.

Két évtizedet áttekintve: a nagy kereskedelmi bankok versengését övező átalakulások közepette látszólag a pozíciót tartó változatlanlanság jellemzi a takarékszövetkezeti szektort. Eredményeit lokális tulajdonosi keretben, külső tőke és know-how segítség nélkül érte el, a saját „vidéki” útját járva, alapjában a kis- és középjövedelműek bankjaként őrzi 4-6%-os piaci részesedését.

A siker tényezőit a következőkben ragadhatjuk meg:

- *kiterjedt fiókhálózat* – az üzleti egységek száma az 1800-at közelíti, ekként több, mint az összes részvénytársasági formában működő banké együttvéve;
- *lokális monopólium* – 1100 településen csak takarékszövetkezetek rendelkeznek üzleti egységgel; hosszú ideig az OTP csupán a városokban, az új, részvénytársasági formában működő kereskedelmi bankok legfeljebb a megyeszékhelyeken jelentek meg, mindössze 1-1 fiókkal;
- *ügyfélszegmens monopólium* – a kis- és középjövedelműek hosszú ideig érdektelenek voltak az országos hálózattal rendelkező, nagy kereskedelmi bankok számára, az OTP szelektált a 4 milliós ügyfélkörben, és a komplexebb, igényesebb szolgáltatást igénylő ügyfeleket célozta meg, a vidéken újonnan fiókot nyitó kereskedelmi bankok pedig a 100-200 ezer gazdagabb, városi ügyféllel is megelégedtek;
- *személyesség és rugalmasság* – a 8000 dolgozó 50-150 éves takarékszövetkezeti múlttal, jellemzően nem szűk üzletpolitikai megfontolás alapján, hanem az ügyfelekkel együtt tanulta a bankolást, prioritása a helyi igények kiszolgálása, helybeni döntések alapján;
- *állami segítség* – 1993-ban 7 milliárdos állami tőkejuttatással intézményvédelmi alap létesült, amely a takarékszövetkezetek egyharmadát konszolidálta, majd másfél évtized alatt háromtucatnyi válsághelyzet kezelése/megelőzése segítette az üzemszerű, jó hírű működést.

A sikeres működés azonban nem feltétlenül jelenti az eredményes szereplést. A dolgozók, a fiókok imponáló száma, az évszázados tradíció önmagában is felveti a kérdést: vajon a „bankosodás” felfutásának korában, a nominálisan közel négyszeresére növekvő hitelintézeti piacon vajon valóban élt-e a takarékszövetkezeti szektor az üzleti lehetőségeivel? Kiváltképp élesen fogalmazódik meg a kérdés, ha látjuk, hogy több részvénytársasági formában alapított bank egy-másfél évtizedes fejlődéssel hasonló, avagy akár kétszeres piaci teret volt képes szerezni.

Kérdés, hogy a folyamatos modernizációs kötelezettség, a lépéstartás a piaci elvárásokkal megvalósítható-e, továbbá az OTP-szintű létszám és az OTP fiókjainak négyszeresét kitevő fiókszám fenntartható-e oly módon, hogy a takarékszövetkezetek ügyfélköre mindössze negyedakkora, mint az OTP-é.

Kétségtelen, hogy takarékszövetkezetek mérlegfőösszege a vizsgált időszakban 15-szörösére nőtt (90 Mrd Ft-ról 1350 Mrd Ft-ra), míg a részvénytársasági formában működő bankok mérlegfőösszegének a növekedése 13-szoros volt (2100 Mrd Ft-ról 29 000 Mrd Ft-ra), s az OTP tízszeres növekedést mutatott. Imponálónak is tűnhet a takarékszövetkezetek növekedése, azonban meggondolandó, hogy hét olyan bankot is találhatunk, amelyek mérlegfőösszegének a növekménye az 1993. évet követő időszakban 30-50-70-szeres.

Különösképp aktuális a kérdésfelvetés, ha figyelembe vesszük, hogy az 1993. évi 6%-os piacrész a konszolidációs bizalomgyengülés folytán 4%-ra mérséklődött. A takarékszövetkezetek csúcsbankja is jelentős konszolidációra szorult, majd privatizálták. Az állam 1996-ban a német Volks- és Raiffeisen bankok csúcsbankját, a Deutsche Genossenschaftsbankot vonta be tulajdonosnak, remélve, hogy az tőkét, terméket, szakértelmet, know-how-t hoz a szektorba, és aktívan hozzájárul ahhoz, hogy a fejlett piacgazdaságok sikeres szövetkezeti bankjainak valamely formáját megszervezzék Magyarországon.

A munkák nagy lendülettel elkezdődtek, s a piaci részesedés megduplázásának célját is elfogadták. Törvénytervezet készült, amely a szektornak a holland Rabobank-típusú bankcsoporttá szerveződését célozta. A piaci részesedést 2002-re 7%-ra sikerült növelni, de a csoportszerveződés kellő szakmai tisztánlátás, szervező és meggyőző erő nélkül megállt. A közelmúlt éveinek látványos fejlődéséből, „bank boom”-jából kimaradtak a takarékszövetkezetek. Miközben a banki növekedés másfélszeres lett, meghaladta a GDP értékét, addig a takarékszövetkezetek saját növekedési pályájukon maradva, relatíve állva maradtak, folyamatosan csökkenő piaci részesedésük pedig ismét a 4%-hoz közelít.

Egyre erőteljesebbé válik az alapkonfliktus, mégpedig a szektorfilozófia hiánya, a szervezet átgondolatlansága, rendezetlensége. Húsz év alatt nem volt képes a szektor vezetése – a kormányzattal karöltve – megalkotni az oly sikeres nyugat-európai mintákból építkező modellt, amely a „vidék” teljes körű pénzügyi kiszolgálására lenne hivatott. A rendszer-ideológia megoldatlansága, felerősödő gondokat hozva, immár a jövőt is megkérdőjelező identitásválsághoz vezetett.

Az országos szövetség feladata lett volna a modellalkotás és szervezés, azonban az ismételten a „szubjektív” érdekképviselést választotta: a könnyebb utat, az alulról jövő kezdeményezéseket váró, „szerves” fejlődés útját, amely azonban nem volt képes túljutni a napi érdekek útvesztőjén. A „megy ez magától is”, a „mondják meg a takarékszövetkezetek” szemlélet, azaz a takarékszövetkezetek helyi vezetése „önigazgatás-alapú” fejlődésére épülő, illúzióknak bizonyuló modellje megbosszulta magát. S ez nem véletlen, hiszen a teljes magyar bankrendszer piacgazdasági megújítása a szervetlen utat, a külföldi példák alapján a hazai zöldmezős/privatizációs honosítás útját járta a maga totális, 300 éves honi előzményekre támaszkodó apparátusával.

A takarékszövetségi vezetés szakmai/politikai felkészültsége és bátorsága hiányzott ahhoz, hogy a kormányzati sejtésekbe kapaszkodva, kialakítsa a modernizáció adekvát modelljét és útját.

A történelmi esély elmulasztása – a lokális takarékszövetkezeti szintről az autonóm szövetkezeti egységekből építkező, országos szövetkezeti bankhálózat létrehozásának elmaradása – folyamatos piacvesztéssel jár. A helyzetet drámaian szemlélteti a lakossági hitelezésben elfoglalt, domináns pozíció marginalizálódása, a piaci részesedés negyedére csökkenése.

Ugyancsak aggályos – a fenti jelek alapján nem meglepő – jelenség, hogy az eredetileg 3 milliós ügyfélkör a nagybanki versenyben 1 millióra szűkült, a 2 milliós tulajdonosi kör alig 200 ezerre mérséklődött. A szűkülő élettér egyre inkább a helyi takarékszövetkezeti menedzsment személyes érdekkörének, üzleti/morális ambíciójának a beteljesítésére szorítkozik. A folyamatosan szükséges modernizáció részleges és esetleges, nem kiterjedt és nem rendszerszerű. Bár a rendszerváltáskor még 260 takarékszövetkezetet számláló szektor 140 tagúra szűkült, a folyamat számos térségben megnövelte a helyi üzleti erőt. Azonban jellemzően a válsághelyzetek, a minimális tőkekövetelmény-előírások növekedése, s csak elvétve az üzleti megfontolások serkentették 110 takarékszövetkezet esetében a végbement fúziót.

Az egységes üzleti megjelenéshez a takarékszövetkezetek nem jutottak el, a lokális lét és a globális üzleti szerep kialakítása, összekapcsolása nem történt meg. A termékkör szélesedése, a banktechnika megújulása, a szolgáltatások rohamos bővülése nem kellő mértékben következett be.

Mielőtt fajsúlyosabb megállapításokat is felvállalnánk, egy európai körkép segítségével tájékozódunk a szövetkezeti bankok nemzetközi helytállásáról; ennek tükrében érdemibb lehetőségünk nyílik a reális ítéletalkotásra.

3. SZÖVETKEZETI BANKOK EURÓPÁBAN

3.1. Tények

Általában és általánosságban megállapítható, hogy a nagyvilágban a „helyben a helyiekért” elve alapján a 150 éve szerveződött szövetkezeti bankok kiállták az idő próbáját. Az Európai Unió 27 tagországa közül húszban jelentős piaci tényezőt jelentenek a szövetkezeti bankok. Az unió egészében a 2007. évi adatok szerint 30 szövetkezeti bank(csoport) működött, amelyekhez 4100 tag(bank)szövetkezet tartozott; 63 ezer fiókban 750 ezer az alkalmazottak száma, 160 milliós az ügyfélkör, amelynek a harmada tag, azaz tulajdonos is volt.

Két csoportban kívánjuk vizsgálni a tényeket és a fejleményeket. Az egyik körbe (1. táblázat) 8 fejlett ország 12 szövetkezeti bankja tartozik. E bankok jelentős, legalább 60 milliárd EUR mérlegfőösszegűek, és országuk meghatározó, jellemzően 30% feletti piaci részesedésű pénzügyintézei, növekedésük az 1993–2007 közötti időszakban átlagosan 480% volt. A másik csoportba (2. táblázat) 10 ország 14 szövetkezeti bankja sorolható, jellemzően 10 milliárd EUR-t el nem érő mérlegfőösszeggel és országukban szerényebb, 1-2, legfeljebb 5%-os piaci részesedéssel, növekedésük pedig a vizsgált időszakban átlagosan 250%-os mértéket ért el.

A „nagyok” csoportjában a táblázat tanúsága szerint a három francia bank teljesítménye kiemelkedik 349 milliárd, 553 milliárd, illetve 1541 milliárd eurós mérlegfőösszeggel, és együttesen 53%-os hazai piaci részesedéssel. Az 1993–2007 közötti időszakban növekedésük rendre 900%-os, 522%-os, illetve 606%-os volt. Hollandia, Finnország és Ausztria esetében 570 milliárd, 65 milliárd, illetve 331 (236 + 95) milliárd euró a szövetkezeti bankok összesített mérlegfőösszege, és rendre 41%-os, 32%-os és 36%-os a piaci részesedésük. A szövetkezeti bankok növekedése a vizsgált másfél évtized alatt az osztrák és a holland bankok esetén négy-ötszörös, míg a finn banknál két és félszeres. A két olasz szövetkezeti bankhálózat is együttesen 31%-os piacrészesedést jelent 150 milliárd, illetve 409 milliárd eurós mérlegfőösszeggel, növekedésük pedig 200%-os volt. A svájci szövetkezeti bankok 69 milliárd eurónak megfelelő mérlegfőösszege 19%-os piaci részesedést jelent.

Különleges helyzetű a német szövetkezeti bankhálózat, amelynek imponáló a 995 milliárd eurós mérlegfőösszege, 14 ezer fiókja, 30 millió ügyfele és 16 millió tagja van; azonban a vizsgált időszak elején 26%-os piaci részesedése volt, a végén viszont 18%-os. Kivételesnek tekinthető a piaci pozíció csökkenése (amúgy 2,5-szeres növekedés mellett).

Végül a spanyol szövetkezeti bankhálózat említendő szerényebb, 5%-os piaci részesedéssel, 108 milliárd eurós mérlegfőösszeggel, a vizsgált időszakban közel 6-szoros növekedést mutatva.

Vezető uniós szövetkezeti bankok (a „nagyok”) főbb adatai 2007-ben

Millió EUR/db/%		Tksz	fiók	tagok	ügyfél	létszám	Mérleg	betét	hitel	piac
				ezer	ezer	ezer	főösszeg			rész
Crédit Agricole	FR	39	11 000	6 000	44 000	163	1 540 863	485 140	643 100	29
BVR-DG	GER	1232	13 625	16 100	30 000	187	9 94 952	573 771	514 801	18
Rabobank	NL	174	1 159	16 380	9 000	55	570 503	249 515	355 973	41
Credit Mutuel	FR	18	5 149	7 100	14 900	59	553 302	469 000	258 600	17
Banche Popolari	IT	97	7 808	1 022	9 150	80	409 400	220 900	319 200	22
Ö. Raiffeisenbanken	AT	548	2 294	1 700	3 600	32	236 264	132 046	144 909	28
Banques Populaires	FR	20	2 938	3 300	7 800	41	349 000	167 900	122 700	7
Fed. Casse Rurali	IT	442	3 926	8 85	5 100	29	150 435	121 416	105 715	9
Un. Nac. de Coop. de Cr.	ESP	82	5 006	2 008	10 347	20	108 429	91 293	89 905	5
Ö. Genossenschaft	AT	80	1 054	674	1 500	14	94 571	62 666	52 773	8
Raiffeisenbanken	SUI	405	1 149	1 371	3 000	7	69 310	37 878	57 826	19
OP-Pohjola Group	FIN	229	6 30	1 202	4 086	1 2471	65 716	31 224	44 776	32

Forrás: Eurocoopbanks Bruxelles

Kisebb uniós szövetkezeti bankok (a „kicsik”) főbb adatai 2007-ben

Millió EUR/db/%		Tksz	fiók	tagok	ügyfél	létszám	Mérleg	betét	hitel	piac
				ezer	ezer	ezer	főösszeg			rész
The Co-operative Bank	GBR	90	90	3 000	2 560	3	17 326	13 980	11 927	1
Związki Spółdzielczych	POL	584	4 021	2 500	10 500	30	13 323	10 740	8 146	9
Credito Agricola	POR	100	627	285	1 889	4	10 566	9 158	7 188	6
Co-operative Bank	CYP	119	470	535	600	2	9 739	9 048	6 756	23
Credit Professionel	BEL	8	162	0	0	1	5 832	3 107	2 222	
Fed. Saving Cooperatives	HUN	143	1 599	250	1 100	8	5 036	4 317	2 232	9
Allmanna Hypoteksbank	SWE	10	20	58	69	0,1	4 648		4 123	
Caisse Centrale Raiffeisen	LUX	13	51	5	100	0,5	4 067	3 417	2 439	10
Ass. of Cooperative B.	GRE	15	104	176	176	1	2 570	2 135	1 935	1
Sammensl. Andelskasser	DEN	25	80	64	122	0,6	1 774	1 285	1 146	1
Dezelna Banka	SLO	1	87	0,4	85	0,4	757	627	528	2
Central Co-operativ	BUL	220	251	6	881	2	801	679	335	3
Ass. Credit Unions	LIT	59	152	81	82	0,4	185	146	129	1
BANKCOOP	ROM	105	811	760	1 104	3	159	82	116	1

Forrás: Eurocoopbanks Bruxelles

A „kicsik” csoportjába jellemzően a kis és kevésbé fejlett országok alacsonyabb piaci részesedésű szövetkezeti bankjai tartoznak. A mérlegfőösszeget tekintve, 17 milliárd euróval az angol szövetkezeti bank a vezető, azonban pusztán 1% a hazai piaci súlya, miközben 253%-os a növekedése az 1993–2007 közötti időszakban.

A 10 milliárd eurós kategóriába tartozik a ciprusi, a lengyel és a portugál bank, rendre 23%-os, 9%-os, illetve 6% piaci részesedéssel, növekedésük 10-szeres, 6-szoros, illetve 11-szeres. A 4-5 ezer milliárd eurós kategóriában található a belga, a magyar, a svéd és a luxemburgi szövetkezeti bankhálózat, utóbbi 10% piacrésszel. A növekedésük a vizsgált 16 év alatt 4-6-szoros mértékű.

Szerény, 1-2% piacrészű és 1-2 ezer milliárdos mérlegfőösszegű a görög és a dán szövetkezeti bankhálózat. Hasonló piaci részesedéssel mindössze néhány százmillió euró mérlegfőösszegű a szlovén, a bolgár, a litván és a román szövetkezeti bank.

A két csoport fejlődésének folyamatait három karakteres tényezővel jellemezhetjük. Az organikus fejlődésvonal előbb a lokális, majd az univerzálisan nemzeti, sőt esetlegesen nemzetközi (régión/páneurópai avagy még inkább globalizált) bankhálózat lépcsőfokain át vezet.

A 19. század utolsó harmada a helyi érdekű és elsősorban szolgáltatáskötött, térségi-ellátási felelősségű lokális bankok létrejöttét követelte. Szerte Európában és a világban e bankok gomba módra szaporodtak. A 20. század második felétől azonban már egyre erőteljesebb szükséglet a nemzeti szinten hálózatként szolgáltatni képes bank(csoport).

Fejlett országok sorában megtalálták a módot, hogy a lokális kisbankok – noha megőrizték szövetkezeti autonómiájukat – a nemzeti integritás részévé legyenek. Jellemzően kereskedelmi bank formájú csúcsbankot hoztak létre, közös kockázati alapokat és egyéb központi kiszolgáló szerveket létesítettek. A kiterjedt és egységes megjelenés szinergiahatásaként 20-30% piaci résszel országaik vezető bankjai közé kerültek.

Sikerük nem kis mértékben kötődött az állami segítséghez, amely elismerte a vidéki hálózat relatíve magas fajlagos költségét. Egyben folyamatos gazdaságpolitikai feladatot is elláttak, széles körű társadalmi kötelezettséget (kisvállalkozói és agrárcégeknek nyújtandó állami, majd uniós támogatásokat és előfinanszírozást) is teljesítettek.

Ezt az utat járta be a német, az olasz, a francia, a holland, az osztrák és a finn szövetkezeti mozgalom. A fejlődés útját egyre inkább a holding típusú formák jelentették, amelyekben a modern pénzügyi szolgáltató rendszer (bank, jelzáloghitel, értékpapír, biztosító, lakástakaréj, nyugdíjpénztár, lízing stb.) teljes palettájára kiterjed a szolgáltatás. Minden bizonnyal a szövetkezet tradíciója, széles körű ismertsége és személyessége jelent addicionális többletet a társasági jogi alapon szervezett szolgáltatások hatékony ellátásában.

Más léptékben, de hasonló nemzeti jelentőségű a ciprusi szövetkezeti bank is. Megint más léptéket jelent az elmúlt évtizedek jelenségeként az, hogy néhányan közülük a globalizálódás jegyében széleskörű nemzetközi hálózatot is kiépítettek vagy akviráltak. Különösen sikeres e tekintetben például a Crédit Agricole, a Rabobank avagy az osztrák Raiffeisen Bank. Jellemzően azonban megelégedtek a „nemzeti bajnok” pozíció megtartásával.

Nem utolsósorban említendő, hogy a közelmúlt pénzügyi válsága elsuhan a szövetkezeti szektor felett, az alapjában lokális kötődésű üzletkör kimaradt a globális nagybankok válságproblémáiból. Ráadásul a nagybankok iránti bizalom megrendülése jellemzően jelentős addicionális piacot eredményezett a szövetkezeti bankoknak.

Az előzőekben említett szövetkezeti bankok másik köre nem fejlődött fel országosan meghatározó rendszerré, lokális és/vagy térségi szegmensbank maradt. E körbe tartoznak a brit, az ír, a belga, a dán vagy svéd szövetkezetek. A két kategória között említhető a tisztes helytállású spanyol, portugál vagy luxemburgi szövetkezeti bankhálózat. Megemlítendő, hogy több országban voltak olyan szövetkezetek, amelyek a csúcshálójukkal együtt részvénytársasággá alakultak (pl. Svédországban), vagy felmorzsolódtak a piaci versenyben (pl. Csehországban, Szlovákiában), esetleg más bankok akvizírták őket (pl. Belgiumban). Franciaországban a Caisse d'Épargne Takarékpénztár Rt. váltott át szövetkezeti formára.

Egy harmadik kört képeznek az unióhoz újonnan csatlakozó kelet-közép-európai tagországok, igen érdekes történelmi kihívás és lehetőség metszéspontjában. Eleve meglepő, hogy országok sorában az államszocializmus viszonyai között is megmaradtak a „magán-szféra” pénzügyi szövetkezetei. Bár helyenként csak foszlányokban léteznek, a tény mégis jelzi az elvi nélkülözhetetlenségüket. Igaz, ellenpéldaként Csehországban vagy Szlovákiában még a piacgazdasági váltás előtt felmorzsolódtak a szövetkezetek.

A jelen tények szerint azonban a lengyel, a magyar, a szlovén, a litván, a bolgár és a román szövetkezetek egyenlő eséllyel állhattak a piacgazdaság újrászerveződő bankrendszerének startvonalához. Megkapták a lehetőséget, hogy a sikeres nyugat-európai minták/modellek mentén betöltsék hazájukban a nélkülözhetetlen vidéki bankhálózat szerepét. Erre évszázados tapasztalatuk és ismertségük mindenképp predesztinálja az intézményeket. Kérdés, megtalálják-e a know-how-t, a tőkét, a szervezőerőt, a szakmai-politikai tisztánlátást, az érdekkiegyensúlyozás módozatait, amelyek nélkülözhetetlenek az autonómiákból építkező, nemzeti hálózatu, univerzális szolgáltató bank kiépítéséhez.

A jelen adatok legfeljebb a lengyel és a magyar térségben sejtetnek erre gyenge esélyt. A többiek a lokalitás-lemorzsolódás útjára látszanak sodródni.

3.2. Tanulságok

A jelzett globális adatokból néhány alapvető tendencia is kiolvasható. A menedzsmentirodalom kedvenc tétele napjainkban, hogy nem a nagy hal eszi meg a kis halat, hanem a gyors. A bankszféra folyamatait figyelve azonban az látszik, hogy a nagy hal a gyors. Nem a kicsik zárkóznak fel a sikeresekhez, hanem a sikeresek lesznek egyre eredményesebbek. Minden bizonnyal arról van szó a jelen bankfejlődési fázisban, hogy akinek piaca, ismertsége van, az tud élni a megnyíló új igényekkel, s az ezekből adódó piaci lehetőségekkel. A nemzetek gazdagodásával exponenciálisan nőnek a pénzügyi igények. A nagyobb, fejlettebb bankok előbb érzékelik az új iránti igényt, és rendelkeznek a szükséges forrásokkal, eszközökkel, amelyekkel helytállhatnak és továbbléphetnek.

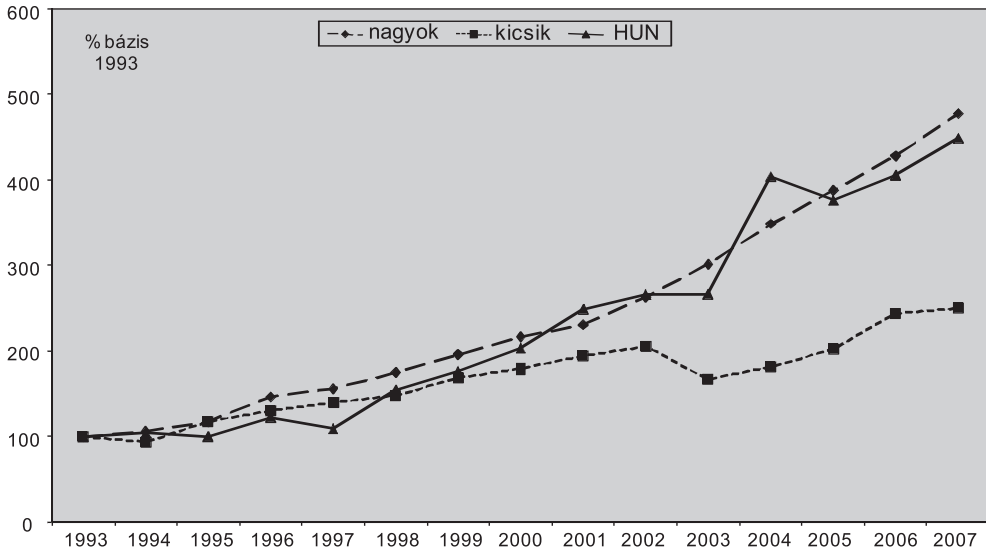
A nagyság ára, a lehetőségek túldimenzionálása, netán az azokkal való visszaélés ugyan épp napjainkban kulmináló probléma. Azonban épp az a feladat, hogy a tartós tendenciákról lefejtjük a ráépült, gondot okozó jelenségeket/gyakorlatot.

Ha csak jelzésszerűen is, de mindenképp érdemes összevetni az unió szövetkezeti bankjainak, a „nagyok” és a „kicsik” csoportjának részletesebb fejlődéstényeit az 1993–2007-es évek időszakában a magyar eredményekkel. Az összevetés segítségével néhány megállapításra juthatunk. Így kérdés, hogy mely tények melyik irányvonalat sejtetik: a piacról lemorzsolódó szegmensbank, avagy a meghatározó jelentőségű, nélkülözhetetlen nagybanki pozícióhoz vezető út irányát?

A mérlegfőösszeg növekedésének grafikonja (1. ábra) önmagában igazolja a „nagyobb a gyorsabb” tételt, és biztatóan sokat sejtető, hogy a „HUN” jelű görbe a sikeres nagyok grafikonívéhez konvergál, miként a fel nem tüntetett lengyel fejlődés íve is.

1. ábra

**A mérlegfőösszeg növekedésének összehasonlítása
az európai uniós vezető, kisebb és a magyar szövetkezeti bankok esetén
(1993–2007)**



Forrás: a szerző számításai (1.1–2. táblázat)

Bár hatalmasak és imponálóak a méretek, az 1. és 2. táblázat alapján számítható fajlagos mutatók alapján azonban erőteljesen tagolt szervezeteket definiálhatunk, így emberléptékűnek tekinthetők, azaz megmarad a tradicionális emberközeli ügyfélkapcsolat. A személyesség a gigantikus méretek mellett továbbra is létezik. Egy takarékszövetkezet ugyanis átlagosan a kezdeti 7 ezer helyett 40 ezer ügyféllel foglalkozik, egy fiók átlagosan 1,3 ezer ügyfél helyett 2,5 ezer ügyfelet szolgál ki, míg egy ügyintézőre 160 ügyfél helyett 200 ügyfél jut.

Figyelemre méltó a magyar dinamika, az érték viszont harmincada (mérlegfőösszeg/fiók), tizede (mérlegfőösszeg/ügyintéző) a nagyok, illetve negyede-fele a „kicsik” értékeinek. Például az egy fiókra jutó fajlagos mérlegfőösszeg 82 millió euro, ennek értéke a legnagyobb magyar takarékszövetkezetek mérlegfőösszegével hasonlítható össze. Megjegyezhetjük, hogy e körben az átlagos takarékszövetkezeti mérlegfőösszeg (1300 millió EUR) a magyar középbankok méretének megfelelő nagyságú.

A helyzet jelzi, hogy az önmagára utalt belső erő kevés a jó példák hazai honosítására. Az organikus fejlődés csak az elmaradásra-lemaradásra elegendő, külső minták, tőke és felső szabályozási-stimulálási tényezők nélkül nem látszik tartós esély a versenyben maradásra. Ha nem érik el a fajlagos mutatók minimális értékeit, nem szerzik meg a minimálisan

szükséges betét-, hitel-, ügyfélállományokat, az konzerválja a lemaradást, a piacról való kicsúszás útját jelenti. Hasonló következtetésre juthatunk a létszám fajlagos mutatóinak összevetése alapján is.

Másfelől az üzleti integráció kezdetlegessége magyarázza, hogy jellemzően csak a lokálisan megragadható ügyfélkörnek a saját termékkel való kiszolgálására kell szorítkozniuk, és a „vidék bankja” küldetésből adódó feladatokat országos szervezettség hiányában nem képesek ellátni.

Nem utolsósorban: az 1–2. táblázat alapján szemmel látható, hogy a tagság, a szövetkezeti tulajdon megbecsült összetevője a „nagyok” üzleti sikereinek. Az 1993. évi 16 milliós tagság az ügyfelek felét teszi ki, azaz része a fogyasztói tulajdonosközösségnek. A vizsgált 16 év alatt folyamatos a taglétszám növekedése is, és az időszak végére az 50 milliós tagság az ügyfelek harmadát jelenti.

Az egy takarékszövetkezet szintjén 3,6 ezres taglétszám 12 ezerre nő, egy fiókhoz előbb 650, majd 760 tag tartozik, egy ügyintézőre pedig 80 tag jut. Nyilvánvaló, hogy a tartós ügyfélkapcsolat, a fogyasztói öntudat és kötődés miatt a fejlett országokban komolyan veszik a szövetkezet mozgalmi jellegét. Kiemelendő, hogy a globális, európai nagybanki méretek mikroszférájában megjelenő tagi közvetlenség, fogyasztói visszacsatolás – a fiókra avagy az ügyintézőre vetített, alacsony fajlagos taglétszám esetén – napi gyakorlatként ápolható.

A „kicsik” esetén az üzleti és üzemgazdasági fejlődés területén az adatokhoz hasonlóan szerényebb a helyzet. Az 5 milliós taglétszám ugyan 4 millióra szűkült, a takarékszövetkezetek átlag taglétszáma azonban 3,7 ezer. A fiókokra átlagosan 560 tag, egy ügyintézőre átlagosan 85 tag jut, így e körben is érzékelhetők az érdemi tag/tulajdonos kapcsolatok.

A magyar tények az 1993. évben még szinkronban voltak a nemzetközi gyakorlattal. A 2 millió tag az ügyfelek kétharmadát jelentette, és a 8,5 ezer takaré-, illetve 1,1 ezer fiók-szintű taglétszám kiemelkedően tartós ügyfélkapcsolatot tett lehetővé.

A menedzsment egyre gyorsabban „szabadult meg” a tagságától, a tagság 95%-a eltűnt. A valóság azonban még a tényeknél is szomorúbb. Néhány takarékszövetkezet még őrzi tradicionális 10-20 ezres tagtáborát, viszont kizárólagos érvénnyel a törvényi 200 fő minimálisan kötelező tagszám található a magyar takarékszövetkezeteknél. E helyzet, összevetve a pénzügyi szektorbeli és az uniós fejlemények megállapításaival, mélyebb összefüggések megfogalmazását indokolja.

4. IDENTITÁSVÁLSÁG, KÉRDÉSES JÖVŐ

4.1. A szabadság foglyai

A magyar takarékszövetkezetek a rendszerváltásig a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően, szoros önszabályozási és önszerveződési rendszerben működtek, kiegészülve jogszabályi háttérgaranciákkal. Az önszabályozási rendszer értelmében meghatározták, hogy legfeljebb mekkora összegű lehet a jegyezhető részjegy értéke, továbbá azt is, hogy egy tag hány részjegyet vásárolhat. Összhangban az 1 tag = 1 szavazat szövetkezeti alapelvvel, a szabályozás és az irányítás törekedett érvényesíteni azon alapelvet, hogy a hitelintézeti tevékenységet

végző szövetkezetben azonos érdekű és egyenrangú – fogyasztásban/szolgáltatásban érdekelt – tagok legyenek. Arra törekedtek, hogy az ügyfelek minél szélesebb köre tag és tulajdonos is legyen. Összhangban a közvetlenség és a lokalitás elvével, tag csak helyben lakó személy lehetett.

A takarékszövetkezetek működése a megyei és az országos szövetség intézményrendszerében a szoros ellenőrzés és tevékenység-összehangolás jegyében, a lokalitás életterében valósult meg. A szolgáltatások döntően a lakossági megtakarítás gyűjtésére és a háztartások finanszírozására szorítkoztak, a gazdálkodás körében inkább csak a „háztáji gazdaság” támogatásában vállaltak szerepet.

A piacgazdasági szerveződés bankszabályozása érzéketlen volt a takarékszövetkezeti sajátosságokra és a speciális, tradicionális funkciókra, szabályozási igényre. A Ptk. (1991. évi banktörvény) önálló kisbank minőségben kezelte a takarékszövetkezeteket, szerény speciális szabályozással.

Az égetően szükséges teendők hamar felszínre hozták a szövetkezetspecifikus szabályozási kötelezettség elmulasztásának a problémáit. A piacgazdasági standardok pótlása megkerülhetetlen szükségként jelentkezett. Sürgető volt a hiányzó tőkealapok megteremtése, amelyek meglelte mellett is – az abszolúte kis tőkék fokozott kockázatosága miatt – szükséges a kereszttgarancia-rendszer kialakítása.

Hiányzott továbbá az országos üzlethálózatként történő megjelenés megszervezése, intézményrendszere. A történelmi küldetés a „vidék bankja” szerepre nyilvánvaló, ezt az univerzális kisbank kategóriában jelölték meg. Ahhoz viszont, hogy képes legyen ellátni az univerzális helyi szolgáltatásnyújtást, kiterjedt központi csúcshálózati rendszer, tőke, technika, szakemberek szükségesei.

A szektort az első sokk hamar elérte. A rendszerváltással együtt járó csődök, az addig ismeretlen munkanélküliség, a tapasztalatlanság és felkészületlenség nem kellően megalapozott hitelkihelyezésekhez, a hitelek tömeges befagyásához vezetett. Kormányzati kezdeményezésre és állami tőkével, 1993-ban létrejött a prudenciális integráció (OTIVA – Országos Intézményvédelmi Alap). Válságkezelő alap létesült, és intézményesült a folyamatos, szakavatott ellenőrzés a takarékszövetkezeteket érintő válsághelyzetek megelőzésére és kezelésére.

Egyidejűleg kormányprogram készült a „vidék bankja” létrehozására, az üzleti integráció szervezeti, szabályozási rendszerének kialakítására. A bázist a Takarékbank jelentette, amelyet 1989-ben a takarékszövetkezetek alapítottak. A folyamat segítésére a Phare támogatási programmal uniós szakértők sora érkezett, és segítették a gondolkodást, a szerveződést.

A folyamatot felgyorsította a Takarékbank privatizációja. A bankkonszolidáció során a Takarékbank – súlyos kihelyezési veszteségei folytán – állami feltőkésítéssel többségi állami tulajdonba került. A privatizációs folyamatban – a viták, tiltakozások ellenére – a német szövetkezeti csúcsbank lett a fő tulajdonos. Ettől az intézménytől mint szakmai (banki és szövetkezeti) befektetőtől modellmintát és tőkét, valamint üzleti kapcsolatokat vártak. A folyamat eredményeként az ezredfordulóra törvénytervezet készült, amely egy Rabobank-típusú, belső hierarchiára épülő, szoros üzleti integrációban definiálta a hatékony és eredményes együttműködést.

Addigra azonban „a partikuláris szabadság édes madara messzire repült, és leszállni azóta sem akar”. Ugyanis a takarékszövetkezeti menedzsment – élve a fogyasztási típusú

szövetkezeti tulajdonosoknak a tőke/osztalék iránti „érdektelenségéből”, továbbá a piacgazdasági szabályozási sztenderdek hiányából adódó lehetőséggel – valóságos vagyoni felelősség és kockázat nélkül informális és érdemi tulajdonláshoz jutott.

A rendszerváltás előtt négy kohéziós pillér garantálta a takarékszövetkezetek konzisztens, rendszerszerű működését. Az egyik a tagság tulajdonosi ellenőrzése volt, amely a legfelsőbb „3-4 falu egy egység” képletben közvetlen, személyes és valós kontrollt, kötelezettséget jelentett. Ehhez párosult előbb az OTP, majd a Pénzügyminisztérium szakmai irányítása, továbbá a helyi és az országos szövetség szervezőereje (ellenőrzés, üzemgazdasági tanácsadás, vezető személyek kérdésében a jelölés joga), s végül a gazdaságpolitikai pártirányítás.

Az utóbbi három eszköz megszűnt, és a helyükbe lépő intézmények – Takarékbank, Intézményvédelmi Alap – nem nőttek fel a feladathoz, nem fejlődtek fel integrálásra képes intézményekké. A takarékszövetkezetek 10 év alatt városi központú, kistérségszintű, sőt jellemzően nagyvárosi megjelenésig is eljutó intézményekké váltak. A menedzsment élt a Pit. által biztosított, széles körű banki jogosítványával, az üzemi/üzleti fejlődésre fókuszált, a tagsági kapcsolatokat elhanyagolta. A falusi tagság elöregedett, a menedzsment pedig nem érzékelte a tagság létének jelentőségét, legfeljebb felesleges munkakoloncnak, esetleg akadálnak vélte saját önkibontakozása útjában.

Ekként 260 (1991. évi adat), jórészt mindössze néhány 10 millió forint tőkéjű takarékszövetkezet „kétdimenziós, háromméteres látóterű” vezető alkalmazottjának a kezébe tették le a 3 millió ügyfél pénzének a sorsát, s a modern szövetkezeti bank kialakításának a feladatát. Ez a 260 alkalmazott tulajdonosi-vagyoni kockázat, felelősség, kontroll és megfelelő végzettség/képzettség nélkül gyakorolhat immár két évtizede tulajdonosi jogokat.

A jelentős szakmai és személyes tapasztalati fejlődés ellenére, e szűk látókörű lokalitástól nem várható el a vidék bankjának a megszületése. Nem várható el, hogy a napi spontaneitás kiszolgáltatottságának tengerében vergődő takarékszövetkezetek vezetői a történelmi szektor küldetésének 1500 milliárdos feladataival érdemben megbirkózzanak a 25 000 milliárdos piacon, a perspektivikus helytállás reményében.

Holott ez a „kötelesség” makrogazdasági-makropénzügyi feladat, országos érdek, felelősség és speciális szakértelem kérdése. Míg az országos csúcsszerv vezetői ki vannak szolgáltatva a takarékszövetkezeteket vezetőik szavazatainak, és fordított függőség nincs, addig „fortélyos félelem igazgat”, és a takarékszövetkezetek vezetőinek halvány rendszerkonformitása könnyen elillan. Márpedig nincs 260 becsületes „ős-zseni”, aki a piaci versenyben helytállni képes, és elkötelezett a szövetkezeti bank szervezési feladatai iránt. A „self made man” elv parttalansága csak korlátozott hozamot eredményezhet.

A takarékszövetkezetek menedzsmentje jellemzően élt a szabadság adta lehetőséggel, s a szabadság diszfunkcionális szabadosságba csapott át. Előbb gyakorlattá vált, hogy a menedzsment kéri fel a jelölőbizottságot, s ekként gyakorlat lett, hogy érdemben a vezető testületeket a menedzsment választja ki magának.

A részjegyérték ismételt megemlése és az előírást nem teljesítő tagok kizárása révén a tagság gyakorlatilag eltűnt. Számos helyen már csak néhány tucat tag maradt, amikor – „vesztett fejsze nyele” – a Hpt.-ben (az 1996. évi banktörvény 2002. évi módosításában) megjelent a legalább 200 tag előírása. Addigra azonban már gyakorlattá vált, hogy tag is csak az lehet, akit felkér a menedzsment a „megbízható” személyek köréből. Eltörölték a helyben lakás követelményét, és a tevékenységi kört kiterjesztették az ország egész területére.

Ezzel párhuzamosan eltörölték az egy tag által jegyezhető részjegyek számát. Előbb csak közteherkimélő eszközről volt szó – „az osztalék olcsóbb, mint a prémium” –, s a vezetés nagy összegű részjegyérték jegyzésével olcsón jutott jövedelemhez. Majd felmerült, hogy a kiemelt saját részjegytőkéhez – a személyes vagyoni biztonság okából is – arányos szavazati jogot kellene szerezni. Erre is megvan a jogi lehetőség a törvényi előírás szerinti minimum 2 milliárdos tőke elérése esetén, részvénytársasággá alakulás formájában.

Néhány „jó példa”, azaz részvénytársasággá alakulás kapcsán tömegessé vált ez az elvárás, és a teljesíthetőség érdekében követelik a banktörvény módosítását, a szükséges tőkeminimum leszállítását 1 milliárd forintra. A részvénytőke azonban már szabad forgalmazású, ekként az olcsón szerzett takarékszövetkezeti tulajdont – a részjegyet/részvényt akár tízszeres konverzió révén – magas felárral lehet értékesíteni, megtakarítva a vevő részére és az eladó javára a többszörös összegűre becsülhető akvizíciós kiadást.

Vannak, akik nem képesek kivárni az átalakulás jogi lehetőségét, a szükséges minimáltőke elérését, és néhány 10 millió forint „kenőpénzért” befektetési, avagy csak üzletelési szándékú konkurenseket engednek a rendszerbe. Vannak befektetők, akik mintegy 20 takarékszövetkezet megvásárlásával kívánnak saját hálózatú bankot létrehozni. Van játékautomata-üzemeltető, akinek ismeretségi köre néhány ezer forint befektetésével jutott takarékszövetkezet tulajdonához. Vannak valutaváltó ügynökök, akik vennének legalább 1 takarékszövetkezetet, hogy a számukra előírt banki háttérrel saját tulajdon révén biztosíthassák. Kétes hírű, ismeretlen szándékú dél-koreai/ír/ciprusi/arab befektetők jelentkeznek nap mint nap a takarékszövetkezeteknél, vásárlási céllal. „*Felvásárolják a takarékszövetkezeteket*” – címmel hosszú oldalakon át taglalja a jelenségeket a neves gazdasági magazin, s óv a baljós fejleményektől a szakmai napi sajtó.²

Jellemző, hogy a kör, amely a megkeresésekre kötélnek áll, az új vezetőkből kerül ki, akiknek a tudata „nem fertőződött meg” több évtizedes mozgalmi kötődéssel. Aki a bankhierarchia fiókjából átkerül a takarékszövetkezeti vezető szabadságába, gátlástalanul meglátja a lehetőséget. A pénz logikája alapján, szövetkezeti elkötelezettség nélkül cselekszik. „Gazdagodjunk!” – erről szól a polgári társadalom.

A takarékszövetkezeti tulajdon átjáróház lett. Nincs tulajdon szabályozás nélkül, a szövetkezet esetén – amely az egyesületi tulajdon kategóriájába tartozik – fokozott követelmény a szabályozottság a bankvédelem érdekében.

Húsz éve minden szabályozási kezdeményezés elcsúszik a „szövetkezeti demokrácia sérthetetlenségének” kifogásán. Megakadályozták a kohézió, az integritási kötelezettség érdekeinek megkerülhetetlen rendszerbe építését, holott valójában mindig is csak a menedzsmenttulajdonlás szabadságának védelme volt a valódi tét.

Kétségtelen: a menedzsmentszabadság csodákra volt képes. Apparátusok, adatok, elemzések, szakemberek nélkül, az intuíció és az empátia, a napi, közvetlen személyes érdekelttség, kapcsolatok és áttekinthetőség révén lépést lehetett tartani összességében a banki átlagokkal. Sőt, számos takarékszövetkezeti menedzsment a legvirulensebb sikerbankok eredményeit is túlszárnyalta. Az eredmények azonban térben és időben mégiscsak korlátozottnak tekinthetők.

2 „Tagrevízió – takarékszövetkezetek felvásárlása”, *HVG* 2009/6., február 7., 69–71. o.; „Felvásárolják a takarékokat?”, *Napi Gazdaság* 2009. június 16., 7. o.

Az sajnálatosan sosem merült fel, hogy szabályok kellenének nemcsak a kohézióra, de a legitimebb belső viszonyokra is. Garanciális kérdés, hogy adott esetben szó szerint a menedzsmenttől kell megvédeni a takarékszövetkezetet. Akár a fenti példák is indokolhatják ezt. Azonban ebben a körben valószínűleg az sem funkcionális, hogy a takarékszövetkezeti menedzsment akár 20-30 évig gyakorlatilag a teljesítményétől függetlenül maradhat a helyén, netán a pozíciót családjában is átörökítheti.

A történet, amelyet leírtunk, igen egyszerű, spontán és logikus. A PSZÁF 2002-ben kiadott közleményében hívta fel az ország közvéleményének figyelmét a takarékszövetkezeti szektort fenyegető veszélyekre, amikor egy alföldi takarékszövetkezetet kísérelt meg felvásárolni egy befektető. A vagyonnal – kiváltképp egy bankban – nem lehet játszadozni. Itt pedig ez történik, s immár pankrációs felhangokkal. Nincs tulajdon tulajdonos nélkül. A szövetkezeti tulajdonforma tartalmi kiürítése szükségképp társasági formához vezet. A tulajdonoshiány vákuuma szüli a diszfunkcionális megoldást. Sok tucat személyes, magántulajdonú kisbank – rendszer és szabályozás nélkül – felerősíti az eddig is meglevő anomáliákat. Tagfelszámolás – ügyfélfelszámolás – önfelszámolás a történet eddigi rövid és frappáns, perspektivikus summája.

Természetesen piacgazdaság van, s ami jogszerű, az nem kifogásolható. Kérdés, vajon megszületett-e a szükséges jog. Kiindulópont, hogy a „vidék bankja” egy országban csak egy intézmény lehet. A kistelepülések, az agrárium, a kkv-kör pénzügyi kiszolgálása speciális feladat, gazdaságpolitikai érdek, valamint elkötelezettség kérdése, és épp a szövetkezeti forma helyi beágyazottsága nyújtja az adekvát tulajdoni szerkezetet a feladat megoldására. Profitorientált bank nem tart fenn 1100 üzleti egységet ott, ahol nincs más banki szolgáltató, mert nem gyűjthető önfinanszírozó nagyságú állomány. Tradicionálisan bármely országban egy bank képes erre a városi fiókjaival karöltve, a szövetkezeti röghöz kötöttségben, miközben csak együtt képesek fenntartani olyan országos központú háttérintézmény-rendszert, amely biztosítja a kisbankok nagybanki megjelenésű integritását, szolgáltató képességét és a vidék teljes körű, helybeni banki kiszolgálását.

A takarékszövetkezetek kiárusítása azt eredményezi, hogy a 1600 tagú hálózat erodálódik, és partikuláris érdekek mentén „kimazsolázva”, eliminálódik.

4.2. Mit hozhat a jövő?

Az uniós és a magyar piac fejlődését, szövetkezeti fejleményeit összevetve elmondhatjuk, hogy a magyar takarékszövetkezetek szűkülő szervezeti bázison megtartották piaci pozícióikat – és ez eredmény. Ez azonban minden bizonnyal nem mondható sikernek, mert a hatalmas szervezet, az ismertség, a 150 éves múlt természetsszerűleg generálhatta volna a robbanásszerűen bővülő piacon – a sikeres nyugati példák nyomán – jelentősebb élettér megszerzését is. De nemcsak az elmaradt haszon a gond, hanem az is, hogy az 1600 fiók és 8000 dolgozó modern, a versenyben helytállni képes bankként való üzemeltetéséhez szükséges minimális állományokat nem szerezték meg. A hatalmas takarékkappparátus a lehetőségeit alulteljesíti, ekként nem termeli meg a fejlődéséhez szükséges forrásokat.

Kiemelendő, hogy az eddigi két évtized eredményei folyamatosan monopol piaci pozíciók birtoklásához kötődtek. A falvak, a kisvárosok szinte teljes egészében, de a nagyvárosok kis- és középjövedelmű lakossága, valamint csaknem az egész kkv-kör csak a takarékszö-

vetkezetekre támaszkodhatott. E pozíciók lassan elfogynak, illetve a falvakra szorítkoznak. Így a felemelkedés helyett a piacról kicsúszás veszélye fenyeget.

Legalább ekkora gond, hogy húsz év alatt nem épült ki a modell, amely együttműködéssel integráns szolgáltató hálózatot lenne képes üzemeltetni. A szektor amorf tulajdonformája, homályos logikájú, hibás alapfilozófiájú szervezete megbénítja a fejlődést.

A prudenciális integráció is gyerekcipőben jár. A válságkezelő alap szűkül, és egyre kevésbé operatív, befizetésre az érdekelt tagok részéről gyakorlatilag nem került sor, csak a többletellenőrzést finanszírozzák. Legfeljebb állampapír-állományuk zárolását vállalták. A kiosztott állami források visszaszerzése kétséges, az állammal szembeni visszaszolgáltatási helytállásra nem látszik esély. A válságkezelés gyakorlatilag egyre inkább a bajba jutott takarékszövetkezet fiókjainak, állományainak szektoron belüli átvételére/értékesítésére szorítkozik, illetve külső befektető „szerencselovagok” tulajdonszerzését eredményezi.

Az üzleti integráció – többszöri szervezési kezdeményezés dacára – sem fejlődik érdemben. A takarékszövetkezeti menedzsment magánszabadsága – a szélsőségesen helyi esetlegességgű vállalatvezetési jogának őrzése – megakadályozza az érdemi együttműködést. Nem épült ki a menedzsment-tanácsadás intézménye sem, a szektorfejlesztés funkciója érdemben gazdátlan maradt.

Kérdéses értékű az országos szövetség újabban felmerülő célkitűzése, a „magyar modell”. Eszerint a jelen menedzsment minél szélesebb körben legyen a szövetkezet magántulajdonosa. A minimálisan szükséges tőke 1 milliárd forintra csökkentése esetén tömeges részvénytársaság-takarékpénztár alakulására van lehetőség.

A „ti csináltátok, vegyétek tulajdonba” célkitűzés egyre rokonszenvesebb, minthogy átlagosan a részjegytőke 10-szerese a 20 év alatt felhalmozott nyereség (eredménytartalék), s a menedzsment hatalmi pozíciója lehetővé teszi a túlsúlyos tulajdonhoz jutást. A Hpt. egy személy számára 15%-os tulajdonszerzési limitet állapított meg, azaz 3 felsővezető akár 45% tulajdonra is szert tehet. A fejlett piacgazdaságokban 2-3%-os tulajdonszerzési limit a szabály, hogy megakadályozzák a személyes magánérdek túlsúlyossá válását, és védelmezzék a fogyasztói érdekek elsőbbségét. De jellemzően a társasági átalakulás is tilos, hogy megelőzzék a szektor szétesését, elemenkénti áruba bocsátását.

Ugyanakkor a mai hazai viszonyok közt a részvénytársasággá alakulás során a vagyonnevesítés 10-szeres szorzójú érték-nyereség útja – részjegy helyett részvény – a menedzsment számára a személyes meggazdagodás és az egzisztenciális biztonság megerősítésének részegítő lehetőségét jelenti. Holott a banki eredménytartaléknak a prudenciális garancia a funkciója, s ekként „örökösen” a tőkében a helye. A magyar banki gyakorlatban a tőke ötöde a részvénytulajdon. A takarékvagyon nevesítésével e körben 80%-os szintre emelkedik ez a mutató. Ráadásul a meghatározó menedzsmenttulajdon formálisan is megszűnteti a bankban különösképp fontos tulajdonosi ellenőrzést.

De legalább akkora gond, hogy az átalakulás során az eddig formálisan forgalomképtelen szövetkezeti tulajdon forgalomképpessé válik. Ekként a szövetkezeti bank vagyona, azaz – a még mindig csak potenciális – országos hálózat végképp darabokra hullhat, a személyes haszonszerzés oltárán, a szabadpiacon immár akadálytalanul értékesülhet.

„50% menedzsmenttulajdon a siker titka” – hangzik az új jelszó. Pedig meggyőződésünk, hogy a tőkepótlásra képtelen, pusztán osztalékérdekelt menedzsment meghatározó tulajdonossá válása bármely bank esetén diszfunkcionális. A 250 milliós – minimá-

lis – takaréktulajdon, s főképp a túlnyomórészt ténylegesen csak 1-2 tucat millió forint jegyzett tőke vonzza a kalandorokat, s nem az építkezést, a hálózattá szerveződést, hanem – különösen a portfólió megrendülése esetén – a haszonszerzést, a szabadpiaci értékesítést szüli.

Egy bank esetén a meghatározó jelentőségű tulajdonosnak két karral kell rendelkeznie. Osztalékérdekeltsége a profitabilis működést segíti, de kellő vagyonú, saját háttere szükséges ahhoz, hogy a felmerülhető banki veszteség esetén a tőkepótlásra is képes legyen. Egy bankban a meghatározó mértékű tulajdonra szert tevő privatizátor – akinek csak osztalékarja van, és tőkepótlásra nem képes – nem megfelelő tulajdonos. A hasznót elviszi, veszteség esetén pedig értékesíti, s az intézmény jó eséllyel szabadpiaci prédává válik.

A legújabb felsővezetői elképzelések esetén a kis részvénytársaságok immár a társasági jog alapján szerveződnenek olyan kereszttgarancia- és integráns üzleti együttműködési rendszerbe, amely élet- és versenyképes. Megoldható-e vajon e körben olyan tulajdonosi transzparencia és az integrációbarát tulajdonosi kör kontroll alatt tartása, amely a rendszer szétesését – annak dacára, hogy formailag szabadon forgalmazható – képes megakadályozni? Avagy az 1 tag = 1 szavazat nyereszkesedést visszatartó szabálya helyébe lépő partikuláris, személyes üzleti megfontolás a szektor darabjaira hullását, konkurensok részére történő értékesítését eredményezi?

Megjegyzendő, hogy a Pénzügyminisztérium kifogásai okán 3 éve nem sikerül az Intézményvédelmi Alap alapszabályába venni, hogy részvénytársaság is tag lehet. Nem véletlen, hiszen az alap állami pénze a takarékszövetkezetek válságkezelését szolgálhatja a Parlament döntése alapján, s nem a személyes (magán) kistulajdon védelmét. Azaz félé, hogy az átalakulás az intézményvédelmi garanciát szünteti meg, ekként a személyes magánérdeket helyezik előtérbe, és az ügyfelek biztonságát gyengítik.

De eleve feszültséggel terhes a gondolat átültetése a gyakorlatba, hiszen takarékszövetkezeti alkalmazottaknak kell helytállnia válság esetén magántulajdonosokért. Az átalakulás tehát a szabad jégre lépést jelenti. Megjegyzendő, hogy e körben tucatnyi kisbank ment csődbe a kilencvenes évek során, kellő élettér, tőke és termék nélkül.

Kétségtelen: a menedzsmentérdekeltség a cégek életrevalóságának fontos hajtóereje. Azonban eddig sem az érdekeltséggel volt gond, inkább a kontrollal, valamint azzal, hogy a lazuló tagi kapcsolatok kiegészítésére hivatott hálózathoz kötöttség intézményes kötelezettségét nem teremtették meg.

Néhány természetes magánszemély meghatározó tulajdonát egy olyan hitelintézetben, amelyik több tízezer ügyfél magánvagyonát kezeli, egzisztenciális biztonságát hivatott őrizni, eleve aggályosnak tartjuk. Garanciális, prudenciális előfeltételnek gondoljuk, hogy szakmailag képzett, jó hírnevű vezetőkkel az élen, „osztott” tulajdon legyen. A szövetkezet amorf, osztalék iránt közömbös anonimitásával szemben a menedzsment lokális magánérdekeltségét veszélyesnek ítéljük. A piacgazdaság kiépülésével járó privatizációs hullám kivédését, s ekként a nemzeti kincsnek, a „vidék bankjának” egyben maradását eleddig a szövetkezeti forma, az 1 tag = 1 szavazat szabálya garantálta. Személyes magántulajdonként félé, hogy a még meglevő integritás is eliminálódik.

A pénzügyi válság megtorpantotta a konkurens hitelintézetek hálózatfejlesztési kezdeményezéseit. Időt nyernek a takarékszövetkezetek szervezetük, viszonyaik újragondolására, tartósan versenyképesnek remélhető, új struktúrájuk létrehozására, pályára állítására.

Három út lehetséges. Az egyik: folytatódnak a jelen tendenciái, az átalakulások részvénytársasággá és külső befektetők, csoportok szervezésének kísérletei. Ez az erodálódás útja.

A másik út a szövetkezeti jelleg felerősítése és a közösségi kötődések-kötelezettségek elfogadása. Azaz a „vidék bankja” gondolat felélesztése, a takarékbank „Takarékpont” programjának, a szoros üzleti integrációnak a tömeges elfogadása.

A harmadik lehetőség – a privatizációs szándékok és néhány külföldi példa nyomán – országos részvénytársaság szervezése térségi elemek megtartásával és külső tőke fogadásával.

IRODALOMJEGYZÉK

- ÁLMOSDI P.–CHORNITZER P. [1993]: Adalékok a magyar takarékszövetkezeti szektor átalakításához Szövetkezeti bankok integrált együttműködése Nyugat-Európában. Állami Bankfelügyelet, Budapest, 52. o.
- BOSMAN H. W. I. [1986]: The Netherlands banking system Amsterdam. Netherlands inst. for the banking and stockbrok. Ind., 71. o.
- CHORNITZER P. [1993a]: A német modell. *Bank és Tőzsde* 1., 1993/7. márc. 5., 2. o.
- CHORNITZER P. [1993b]: Szövetkezeti bankok integrált együttműködése: A Crédit Agricole-modell. *Bank és Tőzsde* 1., 1993/10. márc. 26., 9. o.
- CSELLÉRY JÓZSEFNÉ–MAGYAR LÁSZLÓ [1996]: A takarékszövetkezeti szektor működése, tapasztalatai a szükségsszerű korszerűsítés tükrében. MNB-titkárság, 45 o.
- DESCROCHERS, M.–FISCHER, K. P. [2005]: A hálózat ereje: integráció és a pénzügyi szövetkezetek teljesítménye. 05-14, CIRPEE, Quebec, Kanada
- FONTAYNA, WIM [2007]: Cooperative Banks in Europe – Policy Issues (2007. július), IMF Working Paper No. 07/159
- GRÜGER, W. [1998]: Die Kreditgenossenschaften im Wettbewerb der Bankgruppe Zeitschr. *Kreditweisen*, 51. 1998/18. szept. 15., 992–995. o.
- HERNÁDI ZS. [1994]: Érsek M. Z.: Ernyőszerepben a Takarékbank. Van-e száz évünk a Raiffeisen- szisztémára? *Népszabadság*, 52. 1994/96., 17. o.
- IEF Univ. of Wales [1999]: Challenges and the future of saving banks in the single financial market of the EU. Management report, Bangor, Gwynedd
- KISS GY. KÁLMÁN [2000]: Bankok és takarékszövetkezetek, *Pénzügyi Szemle* 2000/11., 32. o.
- KISS GY. KÁLMÁN [2004]: Megállít(andó)ható-e a „szövetkezetlenítés”? *Bank és Tőzsde* 2004/8., 14 o.
- KISS GY. KÁLMÁN [2008]: Trend- és paradigmaváltás. *Bank és Tőzsde*, 2008/1–2.
- LUKÁCS GERGELY SÁNDOR [1994]: A magyar takarékszövetkezetek története és modernizációja. Orsz. Takarékszövetkezeti Szöv., Budapest, 294. o.
- MOIZS ATTILA [2008]: A vagyonnevesítés etikai és jogi problémái a takarékszövetkezeteknél (kézirat), Pécs
- NAGY K. [1997]: A takarékszövetkezetek konszolidációjának gyakorlati problémái. *Polvax* 1997/1.
- PAUL, C. [1992]: Der Umbau der Bankgenossenschaften Zeitschr. *Kreditweisen*, 45. 1992/4., febr. 15., 156–159. o.

NAFFA HELENA

Eszközárzási anomáliák többváltozós modellje¹

A cikkben többváltozós eszközárzási modelleket mutatunk be, amelyeknek a megalkotása egybeesett az információs hatékonyságot propagáló elméletek megszületésével. Az elméletek a piaci és a fundamentális árak eltérését anomáliaként említik. Ilyen eltérések miatt felmerült egy olyan átfogó modell iránti igény, amely képes az anomáliákat mint magyarázó változókat kezelni. A Fama és French által tesztelt, háromfaktoros modell sikeresen magyarázta a tőkepiaci árazási anomáliákat a méret, az érték és a piaci faktorok bevonásával. A részvények olyan tulajdonságai, mint a méret, valamint a könyv szerinti érték és piaci érték hányados megfelelően képviseli a nehézségekkel küzdő vállalatok prémiumát. A magyar piacon végzett empirikus kutatásokból az következik, hogy a nehézséggel küzdő vállalatok érzékenyebbek a ciklikusságra, ezért a befektetők csak többlet hozam fejében hajlandók ezekbe fektetni. Ez a tény magyarázza a kisvállalati és magas könyv szerinti és piaci érték hányados prémiumát. A magyar piac sajátosságait figyelembe véve azonban feltehető, hogy ezek a prémiumok inkább likviditási prémiumokat tükröznek.

1. BEVEZETÉS

Az anomália hétköznapi értelemben rendellenességet, az ismert jelenségektől való eltérést jelent. A természettudományokban ezek a devianciák ösztönzik a kutatókat olyan új elméletek megalkotására, amelyek jobban kezelik ezeket a devianciákat. A pénzügyekben az olyan eltéréseket nevezzük anomáliáknak, amelyeket a tradicionális eszközárzási elméletekkel megmagyarázni nem tudunk. Azokban az esetekben, amikor az eltérések felismeréséből gazdasági előny származhat, az eltérést szinte mindig arbitrálnak, majd később anomáliaként kerül be a pénzügyi irodalomba. A meglévő elméletek tökéletlenségei miatt *Fama* és *French* egy olyan többfaktoros eszközárzási modellt alkotott, amellyel sikeresen magyarázta az anomáliákat. Az új elmélet képes bevonni az anomáliákat az eszközárzási formulákba.

A cikkben a megfigyelt abnormális² piaci hozamokat mutatom be. Ezek az abnormális hozamok vagy megmagyarázható prémiumként, vagy piaci sikertelenségként értelmezhetők. Az anomáliák megjelenését a mai pénzügyi irodalom több közelítésben magyarázza. Egy ilyen közelítés a hatékony piacok elmélete, amely fontos szerepet játszik abban, miként definiálunk egy eszközárzási modellt az ideálisnak vélt világállapotban. A cikkben bemutatjuk a tőkepiacok általános eszközárzási modelljét, továbbá egy kibővített eszközárzási

¹ A cikk a BÉT Kochmeister-díjának pályázatán helyezést elért tanulmány rövidített változata.

² Az a többlet hozam, amely a piaci hozam felett helyezkedik el, azaz $r_i - r_m$.

modellt, amelynek Fama [1996] a szerzője. A modell tartalmazza azokat a faktorokat, amelyek az említett anomáliákhoz kapcsolódnak. A Fama-modellt kritikusai egy igen helytálló bírálattal illetik: a modell túlságosan is azokra az adatokra illeszkedik, amelyen Fama vizsgálódott. Ezért a modell eredményeként kapott, igen precíz illeszkedés az egyes eszközök hozamára nem véletlen. A cikkben azt vizsgálom, ez a modell vajon mennyire terjeszthető ki, és mennyire illeszkedik a magyar piacra 2003 szeptembere és 2008 szeptembere között.

2. A HATÉKONY PIACOK ELMÉLETE

A hatékony piacok elmélete feltételezi, hogy a piaci szereplők nemcsak haszonmaximalizálók, hanem racionális várakozásaik is vannak a hozamokat illetően. Ez tartalmazza azt a feltevést is, hogy az egyén tévedhet, azonban a közösség rendszerint helyesen dönt, valamint azt, hogy az emberek az új információkhoz igazítják várakozásaikat. Amikor a szereplők eddig ismeretlen, új információkkal szembesülnek, néhányan túl-, egyesek pedig alulreagálják cselekedeteikkel az információban felfedezni vélt tényt. Röviden összefoglalva, ezek a reakciók véletlenszerűen alakulnak, azaz lesz volatilitásuk és eloszlásuk. Ezáltal a nettó hatás nem engedi, hogy abnormális hozamok keletkezzenek, különösen akkor, ha figyelembe vesszük a tranzakciós költségeket és a szpredekét.

Fama [1993] szerint az tekinthető hatékony piacnak, amely gyorsan idomul az új információkhoz. Ez tehát olyan piacokon valósulhat meg, ahol az árak teljes mértékben tükrözik a rendelkezésre álló információkat, ami azt jelenti, hogy lehetetlen extraprofitra szert tenni, ha olyan információk birtokában kereskedünk, amely beleépült az árakba.

Ebből az is következik, hogy a hatékony piac legerősebb formájában az információknak nincs ára. Azonban tudjuk: ez a valóságban nem igaz, és egy egész iparág épül arra, hogy az információval kereskedjék. Ezért jogosan merül fel az igény, hogy a piaci hatékonyság elméletét tovább vizsgáljuk.

A piaci hatékonyságnak három szintjét különböztethetjük meg az információ integráltsága alapján. Így erős, közepes és gyenge hatékonyságú piacokról beszélhetünk. A hatékonyság erős formája azt jelenti, hogy az összes létező publikus és privát információ gyorsan beépül az árakba. A közepesen hatékony forma esetén a publikus információk árazódnak be, azaz a fundamentális elemzéssel nem lehet többlethozamot elérni. A hatékonyság gyenge formája azt feltételezi, hogy csak a historikus részvényárfolyamok által hordozott információk épülnek be a jelenlegi eszközárba. Ezek alapján *Tímári* [2005] arra az általánosan is belátható következtetésre jut, hogy a piacok gyengén hatékonyak.

3. ESZKÖZÁRAZÁSI MODELLEK

Azokban az esetekben, amikor a befektetési portfólió több instrumentumot is tartalmaz, a relatív árak befolyásoló szerepet töltenek be. A pénzügyi elméletek szerint egy instrumentum hozamának arányban kell állnia a kockázatával. A különböző várható hozamok a különféle instrumentumok esetében az eltérő kockázati szinteket tükrözik, ezért egy egyensúlyi modellre van szükségünk.

A hatékony piacok elméletének megszületésekor az akkori kockázat-hozam egyensúlyi modell a tőkepiaci árfolyamok modellje volt (Capital Asset Pricing Model – CAPM). Megalkotása *Sharp* és *Lintner* nevéhez fűződik. A CAPM feltételezi, hogy a befektetők haszonmaximalizálók, továbbá azt is, hogy az összes befektető azonos módon cselekszik. Ezért ha összevonjuk hasznosságait, egy értékpapír-piaci egyenes (Securities Market Line – SML) vonal határozható meg, valamint meg lehet határozni az optimális befektetési portfóliót. A CAPM kockázatmentes hozamot, valamint a béta és a piaci hozam szorzatát tartalmazza. Ezt a következő képlet mutatja be:

$$E(r_i) = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] \quad (1)$$

A képletben az $E(r)$ az eszköz várható hozamát, r_f a kockázatmentes hozamot, r_m a piaci hozamot, β a részvény érzékenységet mutatja a piaci hozamok változásaira. A CAPM-et helyettesítő és azzal konkurens egyik elmélet több faktort tartalmaz az eszköz hozamának magyarázatára. Ez a helyettesítő elmélet az arbitrált árfolyamok modellje (Arbitrage Pricing Theory – APT), amely egy lineáris faktormodellel magyarázza az eszközhozamot a kockázati faktorhozamok összegeként. A faktorok a makroökonómiától egészen a fundamentális piaci mutatókig terjedhetnek, amelyek mindegyikét a faktorra való érzékenységgel súlyozottan veszik figyelembe. Ezeket az érzékenységeket faktorspecifikus béta koefficienseknek nevezik. A CAPM-el szemben ez nem egyensúlyi modell, azaz nem foglalkozik a befektető hatékony portfóliójával.

Az APT végtelen számú befektetési lehetőséget feltételez, ami a vállalat-specifikus kockázat eltűnését eredményezi. Az APT-t olyan kínálati oldalt leíró modellként tekinthetjük, ahol a béta együtthatók az eszköz érzékenységet mutatják a különböző faktorok esetében. Ebben az értelemben a faktorváltozások befolyásolják az eszköz várható hozamát. Ezzel szemben a CAPM egy keresletoldali modell, amelynek eredménye a befektetők haszonmaximalizálási törekvéséből és az ebből következő piaci egyensúlyból származik. A befektetők az eszközök fogyasztóinak tekinthetők, ezért alkalmazható a keresletoldali modell.

4. AMIKOR AZ ELMÉLETEK MEGDÖLNEK, AKKOR AZ ANOMÁLIÁK ELŐTÖRNEK

Az anomáliák vizsgálatára akkor helyeződött nagyobb hangsúly, amikor a szakemberek felismerték az eszközök félreárazását az uralkodó gazdasági elméletek alapján. A megfigyeléseket azonban utólag lényegesen könnyebb megmagyarázni, mintsem felmerülésükkor jelenbeli eseményekként azonosítani, vagy árazási modellekbe foglalni. Ezért képesek haszonra szert tenni a spekulánsok az anomáliák azonosítása során. Amikor felismernek egy anomáliát, amit az arbitrázsörök arbitrálnak, akkor az eseménnyel kapcsolatos trend eltűnik. Ezt követően az anomália publikusá válik, és megindul a verseny az anomália okának megmagyarázására. Az anomáliákat több tényező is okozhatja, többek között: az adó-optimalizálás, a portfólió kozmetikázása vagy a belső érintettekkel szembeni, ellentétes pozíciók felvétele.

Az ismert anomáliák közül az egyik a naptárhatás, amely különböző megfigyeléseket tartalmaz a naptár bizonyos jellemzőihez kapcsolódóan. Ezek gyakran olyan előrelátható időpontokhoz tartoznak, amelyek vagy valamilyen szociológiai szokásokhoz, vagy valamely vállalati eseményekhez köthetők. Az anomáliák más okai kapcsán Fama és French [1995] vizsgálta a vállalati méret és a könyv szerinti és piaci érték hányadosának hatását a jövedelmekre. Azt találták, hogy a jövedelem a piaci faktor, a méretfaktor és a könyv szerinti érték/piaci érték hányados faktor (book equity-to-market equity – BE/ME) függvénye. A magas BE/ME hányados alacsony jövedelmet, míg az alacsony BE/ME magas jövedelmet eredményezett.

Más tanulmányokban azt vizsgálták, hogy az árfolyam-nyereség (price/earnings ratio – P/E) rátáknak előrejelző szerepe van a következő időszakokat jellemző hozamokat illetően. Basu [1997] azt vizsgálta, hogy az alacsony P/E rátájú vállalatok túlteljesítik a magas P/E rátájú vállalkozásokat. A naptárhatáshoz kapcsolódva, a kisvállalathatás kísérte a januári hozamokat. Banz [1981] vizsgálta a NYSE³ részvényeit azzal a szándékkal, hogy empirikus kapcsolatot találjon a hozamok és a teljes piaci érték között. Az eredmények azt mutatták, hogy a kisvállalatok átlagosan magasabb kockázatokkal korrigált hozamokat értek el, mint a nagyvállalatok. Azonban egyéb anomáliákat is megfigyeltek, például az időszakai vállalati jelentéseknek a részvényárakban tükröződő túl- vagy alulreagálását. DeBondt és Thaler [1985] erről a következőt írta: „*A Bayes-szabállyal ellentétben, a legtöbb ember hajlamos arra, hogy túlreagálja a váratlan és drámai eseményeket.*” Fama és French [1996] egy másik anomáliát vizsgált, amely a momentumstratégiára épül. A témában előzőleg DeBondt és Thaler [1985] által publikált teóriát, az átlaghoz való visszahúzás elméletét Fama és French megcáfolta 1996-ban. Fama és French a háromfaktoros modellt vizsgálva, arra a következtetésre jutott, hogy azok a portfóliók, amelyeket a múltbéli teljesítményeik alapján határoztak meg, inkább folytonosságot – vagy más szóval momentumot – mutattak, mintsem az átlaghoz való visszatérést, ahogy azt DeBondt és Thaler bemutatta. Jegadeesh és Titman [1993] egy korábbi tanulmányában megerősítik ezt a momentumkonceptiót.

4.1. Az anomáliák okai

A megfigyelt anomáliák az eszközfelreárazás viselkedési okainak feltárására ösztönzi a szakembereket. Az év végi hatás legelterjedtebb magyarázata a veszteségrealizálás, amely a fizetendő adó csökkentését szolgálja. A befektetők veszteséges pozíciókat realizálnak az év vége előtt, ezáltal kevesebb lesz a fizetendő adójuk. Amennyiben ezt nagy számban teszik, akkor az ár ennek hatására csökken decemberben; ezzel szemben a január eleji vásárlási rali következtében emelkedik, ami extraprofitot eredményez.

Az anomáliák másik oka lehet a portfólió eredményének kozmetikázása. Ennek során a menedzserek megpróbálják maximalizálni a nekik járó juttatásokat, amelyek rendszerint a portfólió teljesítményétől függnak. Ezért gyorsan értékesítik a nem kellően jövedelmező részvényeket, és bevásárolnak a „sztárinstrumentumokból”, iparágtól függetlenül. Ezzel a lépéssel azt próbálják sugallni a befektetőknek a portfóliójelentésben, hogy milyen jó összetételű portfóliót választott a menedzsment. Az anomáliák ezenkívül magyarázhatók az

információk árával is, amely azonban a hatékony piacok elméletét cáfolja. Az árak sosem fogják tökéletesen tükrözni a jelenlegi információkat, mert ha tükröznék, akkor azok, akik erőfeszítéseket tettek az információk megszerzésére, nem lennének kompenzálva ezért a tevékenységükért. Ahogy *Lo és MacKinlay* [1999] említi: „*A kereskedők által termelt profitra olyan díjként tekinthetünk, amely azokat illeti meg, akik ezekkel a tevékenységekkel foglalkoznak.*”

4.2. Anomáliák: prémium vagy nem kellő hatékonyság?

Tehát egy adott piac információs hatékonyságát az új információk megjelenéséhez kapcsolódó reagálási mechanizmusok határozzák meg. Ennek gyorsasága definiálja a piac hatékonysági fokát. Amennyiben ez a reakció egy információ esetében nem azonnali, akkor lehet abnormalis profitokra szert tenni a félreárazott részvények adásvételével. A gondolatot tovább folytatva, a piac abban az esetben nevezhető hatékornak, ha a befektetők reagálnak az új információkra, azaz olyan tranzakciók születnek, amelyek az árakat elmozdítják az információnak megfelelő irányba. Ez az a mechanizmus, ami fenntartja a piaci hatékonyságot. Azonban mindig vannak „korai fecskék”, akiknek az ügyletei elindítják az árkorrekciókat, és ők lesznek azok, akik az extra hozamokat elérik.

Ugyanakkor felvetődhet a kérdés: vajon hogyan lehet az adatbányászat ennyire jövedelmező, amikor a piac átláthatóságát, és az információ gyorsaságát modern telekommunikáció biztosítja? A valóság az, hogy ezek az abnormalis profitok meghaladják az indokolt prémiumokat. *Lakonishok, Shleifer és Vishney* [1994] úgy találta: ez a bizonyíték arra, hogy a piacok nem hatékonyak, és az elemzők túlzottan támaszkodnak a múltbéli teljesítményekre a jövőbeni teljesítmények becslésekor. Azt állítják továbbá, hogy a jelenleg nyereséges részvény jövőbeni teljesítményét pozitívabban értékeli a piac, mint az éppen veszteséges részvényekét. Ezt nevezik az idősor hosszú memóriájának.

4.3. Több faktor: a méret és az érték

A CAPM eddigi sikereit nehéz megmagyarázni, mivel a világ tényleges aspektusaitól igen távol áll. *Merton* ideje óta az eszközárazási elméletalkotók újabb faktorok bevonását látták szükségesnek, például olyan kockázati faktorokét, amelyek a piaci portfólión kívüli kockázatokat képviselnek. Ilyen faktor lehet a méret és a BE/ME hányados. A méretet a vállalat piaci kapitalizációja alapján határozták meg. Az értéket a BE/ME hányados mérte. Azokat a részvényeket, amelyeknél ez az arány magas, „értékrészvényeknek” (value stocks), azokat pedig, ahol ez az arány alacsony, „növekedési részvényeknek” (growth stocks) nevezzük. A jelölés mögött húzódó logika az, hogy a magasabb hozamok kompenzálják a magasabb szisztematikus kockázatot. *Fama és French* [1996] azt hangsúlyozza, hogy ez a két faktor „képvisei a bajt, és a bajba jutott vállalatok érzékenyebbek bizonyos üzletciklus-faktorokra, mint például a megváltozott hitelkondíciókra, szemben azokkal, akik kevésbé sebezhetőek” (58. o.).

Lakonishok et al. [1994] szerint azok a befektetők generálják a magas BE/ME részvényekkel kapcsolatos hozamokat, akik helytelenül extrapolálják a múltbéli jövedelemnövekedési rátákat. Tanulmányuk azt állítja, hogy a befektetők túlzottan optimisták azokkal a

vállalatokkal kapcsolatban, amelyek jól teljesítettek a múltban, és túlzottan pesszimisták azokkal szemben, amelyek gyengén. A szerzők kiemelik továbbá, hogy ezek a növekedési részvények még „varázslatosabbak”, mint az értékrészvények, ezáltal vonzzák a naiv befektetőket, akik az árakat felgerjesztik, ezzel csökkentve a részvények várható hozamát.

Az értékrészvények olyan piaci értékkel rendelkeznek, amely relatíve kicsi az eszközeik könyv szerinti értékéhez képest. Mind az értékrészvények, mind pedig a kis kapitalizációjú vállalatok részvényei magas átlagos hozamokkal rendelkeznek. Ezzel szemben a nagy kapitalizációjú és növekedési részvények különösen alacsony hozamot biztosítanak. Az a gondolat, hogy az alacsony árak magas hozamok eléréséhez vezetnek, természetes. Ez a magas átlagos hozam konzisztens a CAPM-moddal, ha az ilyen részvények érzékenysége a piac mozgásához képest magas, azaz magas a bétájuk. A kis kapitalizációjú és értékrészvények hozamai azonban abnormálisan magasabbak annál, amit a piac indokol. Ezzel szemben a növekedési részvények szisztematikusan rosszabbul teljesítenek, mint amit a bétájuk indokolna. *Cochrane* [1999] úgy mutatja ezt az érték-méret összefüggést, hogy a részvényeket méret és BE/ME hányados alapú portfóliókba rendezi. A legmagasabb hozamú portfóliónak háromszor akkora az átlagos többlethozama, mint a legalacsonyabb hozamú portfóliók esetében. Ez a különbség független a piaci bétától.

Fama és French [1995] azzal szemlélteti a valódi makroökonómiai, nem diverzifikálható kockázatot, amelyet a magas BE/ME és kis kapitalizációjú portfóliók jeleznek, hogy a tipikus értékrészvények olyan árakkal rendelkeznek, amelyet már lenyomtak a pénzügyi nehézségek. A csődközeli vállalatok részvényei több esetben lábaltak ki a bajból, mint ahányszor elbuktak. Ez a megfigyelés természetes magyarázatot ad az értékprémiumra: likviditásszűke esetén azoknak a vállalatoknak a részvényei, amelyek pénzügyi nehézségekkel küszködnek, nagyon rosszul fognak teljesíteni, és a befektetők éppen ilyenkor örülnek legkevésbé annak, hogy a portfóliójuk bukik.

Fama és French háromfaktoros modellje tehát kibővítette a hagyományos, egy piaci faktoron alapuló eszközárzási elméleteket két új faktorrall. Az első ilyen faktor a kis kapitalizációjú vállalatok részvényeiből alkotott, diverzifikált portfólió többlethozama a nagy kapitalizációjú vállalatokból alkotott portfóliójának hozamához képest (small minus big – SMB). A portfóliókba való besorolását a vállalat BE/ME hányadosa nem befolyásolta. A második faktor a magas BE/ME hányadosú részvényekből alkotott, diverzifikált portfólió többlethozama az alacsony BE/ME hányadosú részvények portfóliója felett (high minus low – HML). Az adott portfólióba sorolást a vállalat kapitalizációjának nagysága nem befolyásolta. A modellt az alábbi képlet mutatja be:

$$R_i^i - R_f^f = \alpha_i + \beta_{im} (R_i^m - R_f^f) + \beta_{iSMB} SMB_t + \beta_{iHML} HML_t + \varepsilon_i^i \quad (2)$$

ahol az R_i^i az i -edik eszköz hozamát, R_f^f a kockázatmentes kamatlábat, R_m^m pedig az értéksúlyozású piaci portfólió hozamát jelöli.

5. EMPIRIKUS VIZSGÁLAT A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉN

A vizsgálathoz szükséges historikus adatokat a BÉT honlapjáról nyertük. A vizsgálatot 2003. 09. és 2008. 09. közötti időszakra végeztük 23 különböző, „A” és „B” kategóriájú részvény bevonásával, amelyek közül 16 részvény a BUX-kosárban is szerepel. Az alábbi képlettel történt a hozamok meghatározása:

$$r_i = T^{-1} \sqrt{\frac{P_T - P_t + Div_{t \rightarrow T}}{P_t}} \quad (3)$$

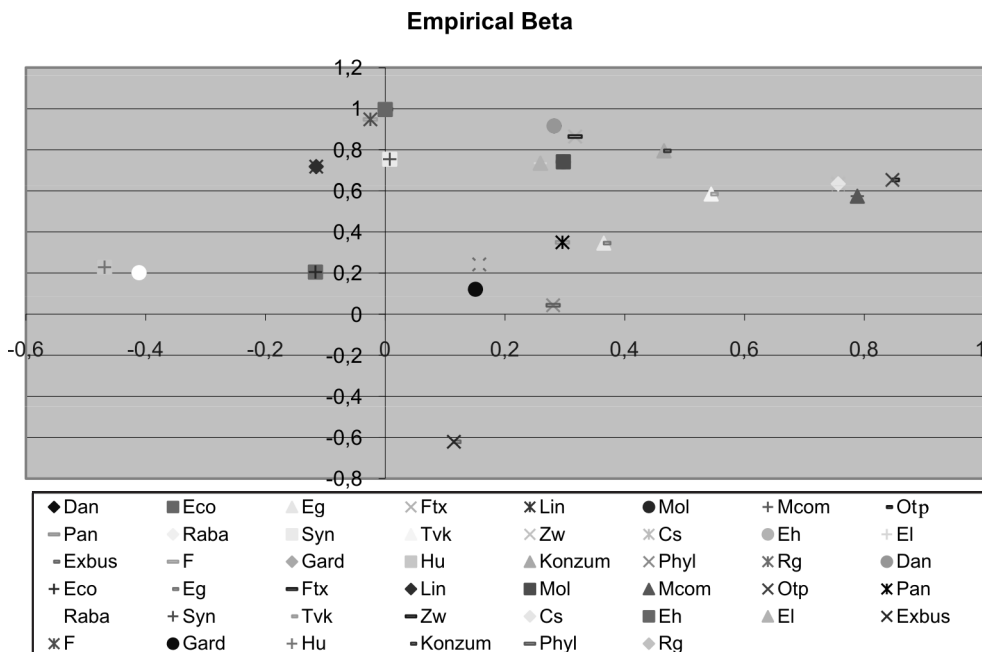
ahol a P_T a t -i napi árfolyamot, a Div a t és T által meghatározott időszakban kifizetett osztalékot, a P_t pedig az előző időszak végi részvényárfolyamot jelentik. Számításainkban azt feltételezzük, hogy a befektetők vételmegtartás-stratégiát követnek, azaz vétel után egy évvel realizálják az eredményét. Ezután minden részvény hozamának átlagát, szórását és varianciáját kiszámoltuk, majd ugyanezt tettük a BUX indexre, amely a piaci hozamot képviseli a vizsgálatban. Minden részvény piaci bétájához kiszámoltuk a részvényhozamok piaci hozamokkal való kovarianciáját, amelynek eredményeképpen a bétákhoz jutunk az alábbi képlet alapján:

$$\beta_{im} = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma_{market}^2} = \frac{\rho_{i,m} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_m}{\sigma_{market}^2} \quad (4)$$

Az így kapott bétákat a következő ábra szemlélteti a piaci hozamok függvényében:

1. ábra

23 vállalat a béta-hozam térben



Ezekből a részvényekből hat portfóliót alkottunk a méret és a BE/ME alapján. A kis kapitalizációjú vállalatok portfóliójába (S) azok a vállalatok kerültek, amelyeknek a kapitalizációja a medián alatt helyezkedett el, a nagy kapitalizációjú vállalatok portfóliójába (B) ezzel szemben azokat a vállalatokat soroltuk, amelyeknek a mérete a medián felett helyezkedett el. A besorolás a BE/ME hányadostól függetlenül történt.

Ezenkívül a részvényekből három másik portfóliót is alkottunk a BE/ME hányados alapján. A harmincadik percentilisbe eső részvényeket H, a középső percentilisbe esőket M és a legkisebb percentilisbe eső vállalatokat L portfólióba soroltuk, a mérettől függetlenül. A portfóliókat minden év januárjában újra meghatároztuk az aktuális adatok alapján. A két faktor szerint kialakított portfóliókból a következő 6 portfóliót képeztük: S/H, S/M, S/L, B/H, B/M, B/L. Például az S/H portfólióba azok a részvények kerültek, amelyeknek a mérete kicsi (S), a BE/ME hányadosa viszont magas (H).

Az 1. ábrán béta-hozam térben ábrázolt vállalatokat a 2. és 3. ábrán a két faktor szerint csoportosítottuk. A 2. ábra esetében az azonos BE/ME hányadosú, de eltérő méretű vállalatokat különböző vonalakkal kötöttük össze. Így a *szaggatott vonal* az alacsony, a *félkövér folytonos vonal* a közepes, míg a *vastag folytonos vonal* a nagy BE/ME arányú vállalatokat jelöli.

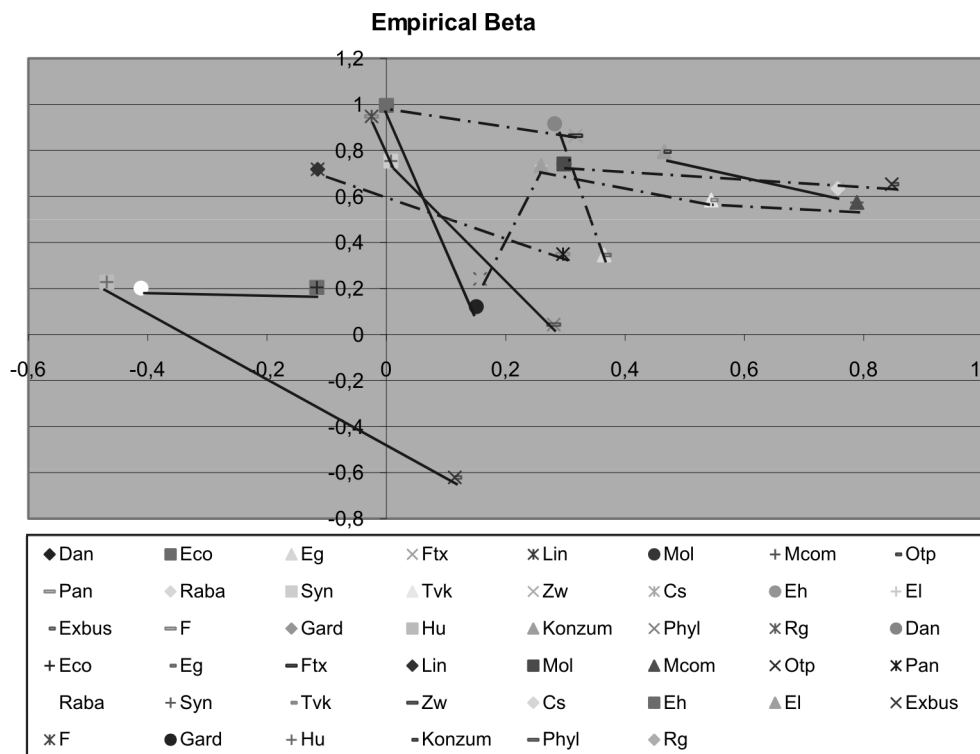
A 3. ábrán azokat a részvényeket kötöttük össze különböző vonalakkal, amelyek méret szerint azonos kategóriába tartoznak. Így a *folytonos vonal* a kisméretű, míg a *szaggatott vonal* a nagyméretű vállalatokat jelöli.

A 2. ábra esetén a változó méret változó hozamokat eredményez, amely pozitívan korrelál a piaci bétákkal. A 3. ábra esetében a méretkategórián belül változó a BE/ME hányadosok hozama, amely negatívan korrelál a piaci bétákkal. Azaz a CAPM az így képzett portfóliók esetében nem lenne képes megfelelő magyarázatot adni. A többfaktoros modellt Fama és French [1993, 1996] cikkei bemutatják, amelyekben a faktorbéták változásával magyarázzák a változó átlaghozamokat a BE/ME és méret alapján képzett portfóliók esetében.

Fama és French [1996] megmérte az SMB és HML portfóliók közötti korrelációt 1929. 07. és 1997. 07. között, ennek értéke 0.13 volt. A magyar piacon az általunk vizsgált periódusban a korreláció -0.288 értéket mutatott. Tehát az SMB és HML egymástól függetlennek tekinthető.

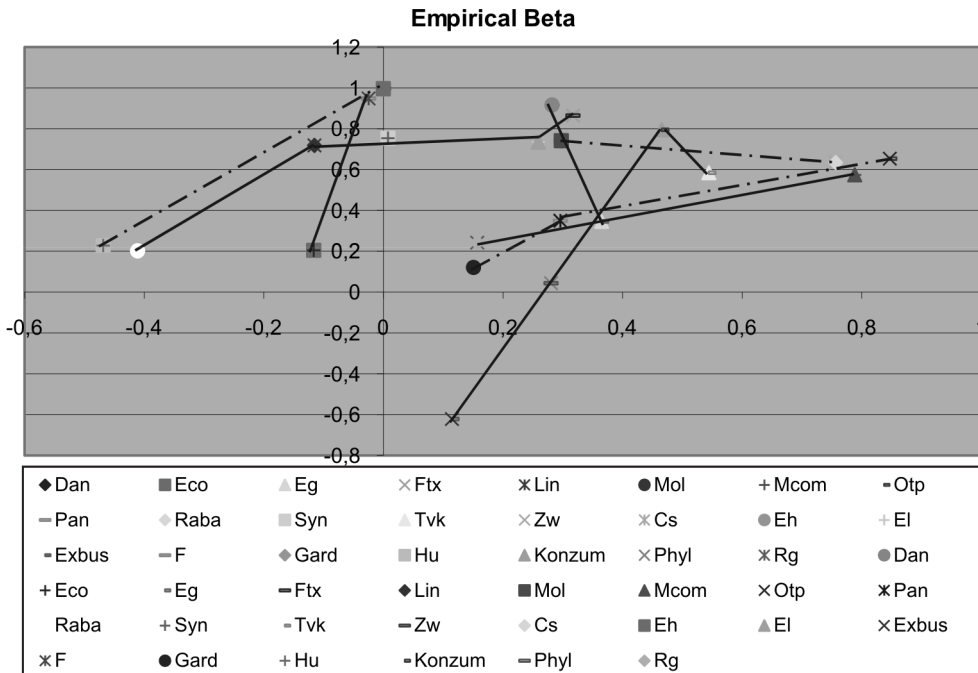
2. ábra

Változó méret az azonos BE/ME hányados szerinti csoportosításban



3. ábra

Változó BE/ME hányados az azonos méret szerinti csoportosításban



Famáék munkájában a faktorok regressziója erős magyarázó erővel jelenik meg mind a piaci, mind pedig az SML és HML faktorok esetében. Ez ösztönözte új vizsgálatok elvégzésére többek között Cochrane-t is, aki szerint a HML nem ad elfogadható magyarázatot a részvények többlethozamára ($r_i - r_m$), mivel a magas BE/ME a pénzügyi nehézséget mutatja, és a pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatok gyakrabban kelnek újból életre, mint ahányszor csődbe mennek. Ez a prémium tehát a túlélés ára. Fama és French 1996-ban átdolgozta munkáját, és a HML faktorról azt állapítja meg, hogy „a prémiumok jelentős része a túlélési torzításból ered. Az adatbázisban aránytalan a magas BE/ME rátájú vállalatok száma, amelyek túléltek a nehézségeket, tehát a magas BE/ME hányadosú vállalatok átlagos hozama eltűnt.”

A BÉT 23 vállalatán végzett regresszió azt bizonyítja, hogy a három faktor minden esetben szignifikáns. A faktorbéták rendre: SMB 0,06, HML 0,02; a piaci faktor viszont 0,29-es bétával rendelkezik, amit úgy értelmezzünk, hogy 1 százalékpontos elmozdulást a hozamban bétányi százalékkal magyaráz az adott faktor.

6. ÖSSZEFOGLALÁS

A cikkben bemutattuk a különböző eszközárzási modelleket, amelyeknek a megalkotása egybeesett az információs hatékonyságot alátámasztó elméletek megszületésével. Áttekintettük azt a terjedelmes szakirodalmat, amely megkérdőjelezi a hatékony piac elméletét. Amikor a piaci árfolyamok elszakadnak a teoretikus áraktól, anomáliákról beszélünk, és a befektetők igyekeznek kihasználni az egyensúlytalansági állapot kapcsán kínálkozó lehetőséget. Fama és French egy olyan többfaktoros modellt alkotott, amely sikeresen vonja be az anomáliákat az eszközárzási formulába.

A szerzőpáros szerint ezek az anomáliák valójában nehézségeket visszatükröző prémiumok. Publikációikban bemutatják, hogy a piaci kapitalizáció, valamint a könyv szerinti és piaci érték (BE/ME) hányados megfelelő mutatói a nehézségeknek. A nehézségekkel küzdő vállalatok érzékenyek lehetnek bizonyos üzletciklus-faktorokra, mint például a napjainkban is tapasztalható hitelszükére. Ez azt jelenti, hogy a befektetők hajlandók lemondani a várható hozam egy részéről olyan befektetéseikért cserébe, amelyek ellenállóbbak a piaci turbulenciákkal szemben. Ez magyarázza a prémiumot a kis vállalatok és a magas BE/ME részvények esetében. Úgy gondoljuk azonban, hogy a magyar piacon a többlethozamok inkább szolgálnak likviditási prémiumként, mintsem a vállalatok pénzügyi nehézségeit kompenzálnák.

Véleményünk szerint a múltbéli piaci hozamokra egyszerűbb magyarázatokat találni, a félreárazási problémák azonosítása a jelen piacokon azonban tudást és kemény munkát igényel – és néha egy kis szerencsét.

IRODALOMJEGYZÉK

- BANZ, R. [1981]: The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics* 9., 3–18. o.
- BASU, S. [1977]: Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, Vol. 32. No. 3., 663–682. o.
- COCHRANE, J. [1999]: New Facts in Finance. Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, issue Q III., 36–58. o.
- DEBONDT, W.–THALER, R. [1985]: Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, Vol. 40. No. 3.
- FAMA, E.–FRENCH, K. [1993]: Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33., 3–56. o.
- FAMA, E.–FRENCH, K. [1995]: Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 50. No. 1., 131–155. o.
- FAMA, E.–FRENCH, K. [1996]: Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, Vol. 51. No. 1., 55–84. o.
- JEGADEESH, N.–TITMAN, S. [1993]: Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*. Vol. 48. No. 1., 65–91. o.
- LAKONISHOK, J.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. W. [1994]: Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance* 49., 1541–1578. o.
- LO, A. W.–MACKINLAY, A. C. [1999]: A Non-Random Walk down Wall Street. Princeton University Press
- TIMÁRI JÚLIA [2005]: Hatékonyság és anomáliák a Budapesti Értéktőzsdén. Budapesti Értéktőzsde, Kochmeister-díj

SZÜCS JÓZSEF

Az ingatlanalapok jogi szabályozása és gazdasági helyzete

Tanulmányomban a pénzügyi szféra meghatározó szereplőjével, az ingatlanbefektetési alappal foglalkozom, bemutatom az ingatlanalapok típusait, jellemzőit, a kapcsolódó közvetlen jogi szabályozás változását. Kitérek az ingatlanalapok legfontosabb jellemzőire, gazdasági hatásaira, kockázataira, a válság által kiváltott eseményekre és az arra adott válaszokra. Elemzem az ingatlanalapok felfüggesztésére vonatkozó PSZF-döntés következményeit, a jogszabályi változások várható közép- és hosszú távú hatásait, valamint javaslatot teszek működésbeli változtatásokra is. A következő időszakban fel kell dolgozni a tanulságokat, a szféra szereplőinek közösen kell megtalálniuk azokat a megoldásokat, amelyek biztosítják, hogy az ingatlanalap megbízható és versenyképes szereplője lehessen a pénzügyi piacnak.

1. AZ (INGATLAN)ALAPOK JOGI SZABÁLYOZÁSÁNAK FŐ VÁLTOZÁSAI

1.1. Az (ingatlan)alapok csoportosítása

Az ingatlanbefektetési alapok csoportosítása négy szempont alapján történhet (Virág [2009]).

A befektetési jegyek visszaválthatósága szerint beszélhetünk *nyílt végű befektetési alapokról* és *zárt végű befektetési alapról*.

A befektetési jegyek lejegyzői szerint lehet az alap *nyilvános* és *zártkörű*.

Az alap működési célja szerint beszélhetünk *ingatlanforgalmazó* vagy *ingatlanfejlesztő* alapról.

Az alap futamideje szerint lehet *határozott* futamidejű vagy *határozatlan* futamidejű.

1.2. Az ingatlanalapokra vonatkozó jogi szabályozás változása

Az ingatlanalapok létrehozásának jogi háttérét a befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény (továbbiakban: Bat.) teremtette meg. A jogi szabályozás megalkotásakor a magyar befektetési piacon teljesen új termék jelent meg, mivel ez a befektetési forma a fejlett piacgazdaságban is csak 20-30 évvel korábban alakult ki. Erre vezethető vissza, hogy a Bat.-ban domináns az értékpapír-szemlélet, az ingatlanalapokkal foglalkozó szabályozás egyszerű és hiányos volt, amit csak több év alatt, nem egy esetben a piaci szereplők nyomására (érdekében) tudott a jogalkotó módosítani. A törvény nem vette figyelembe, hogy az ingatlanalap kezelőjének tevékenysége fizikai vagyongazdálkodást is jelent, amelynek speciális személyi és tárgyi feltételei vannak. A jogi szabályozásra továbbá rányomta bélyegét az 1990-es évek elején jellemző forráshiány, amit az is tükröz, hogy az ingatlanalapok alapítása kezdetben nem igényelt **kötelező saját tőkét**, ez pedig lehetőséget adott alulfinanszírozott, jelentős likviditási és finanszírozási kockázatot hordozó alapok elindítására is.

A befektetők védelmét szolgálta, hogy már a kezdetektől kötelezték a befektetési alapokat a **letétkezelő** alkalmazására. A Bat. jogi szabályozása kifejezetten a letétkezelő feladatává tette a befektetési jegyek adásvételével kapcsolatos feladatokat ellátását, ezzel meghatározva az értékesítési csatornákat is, addig a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (továbbiakban: Tpt.) ezt a kizárólagos feladatot megszünteti, megnyitva ezzel más értékesítési csatornákat (pl. ügynökök) igénybevételeként lehetőségét. A Tpt.-ben a Bat. szabályozásához képest előtérbe kerültek a letétkezelő függetlenségét megkövetelő feladatok. A letétkezelő függetlensége a garancia az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték pontos meghatározására. A felvigyázó, ellenőrző funkció erősödését mutatja, hogy míg a Bat. szabályai szerint a letétkezelő csak elősegítette a jogszabályoknak, a felügyeleti engedélynek és alapkezelési szabályzatnak megfelelő működést, addig a Tpt. előírásai szerint az ezeknek való megfelelést kell ellenőrizni.

Az ingatlanbefektetési alapok működéséhez elengedhetetlen a **likvid eszköz tartása**, mivel a nyílt végű befektetési alapok egyik vonzó tulajdonsága, hogy ha az ügyfélnek pénzre van szüksége, akkor befektetését vissza tudja váltani, és az aktuális árfolyamon hozzájut megtakarításához.

A Bat. tartalmazott az azonnali fizetőképesség biztosítására vonatkozó, likviditási keretszabályokat. Egyrészt, hogy az alapkezelő a nyílt végű befektetési alap azonnali fizetőképességének biztosítása érdekében az alap nettó eszközértékének meghatározott hányadát (kezdetben 10%-ot, majd 2004-től 15%-ot) likvid eszközökben (pl. készpénzben, bankbetétben, valamint jegybankképes értékpapírban) köteles tartani. Másrészt az alapkezelő az alap saját tőkéjének terhére, az alap nettó eszközértékének 10%-áig vehetett fel hitelt legfeljebb 60 napos lejáratra, a nyílt végű alap befektetési jegyeinek visszavásárlása céljából.

Ezen előzmények függvényében némileg meglepő, hogy a Tpt. 2002. évi hatályba lépésekor a likviditást biztosító egyik meghatározó elem, a minimális likvid eszköz tartására vonatkozó kötelezést expliciten, százalékos formában nem fogalmazták meg. A fenti változásban meghatározó szerepet játszott az, hogy 1991-től a pénz- és tőkepiacok likviditása folyamatos volt, érdemi fizetési problémák nem merültek fel. Mint az *1. mellékletből* is látható, kezdetben az alapok összvagyonán belül az ingatlanalapok alig 2%-ot képviseltek. A PSZÁF érzekelte ezt a problémát, ezért 2007-ben kiadott ajánlásában (1/2007. ajánlás) elvárásként fogalmazta meg a nyilvános, nyílt végű ingatlanalapok számára a 15%-os minimális likvid eszköztartást. Ez a szabály 2007. július 1-jétől már a Tpt.-be is bekerült.

2005. július 1-jétől az ingatlanbefektetési alapoknak lehetőségük nyílt a vásárlások vagy beruházások nettó eszközérték-számításakor figyelembe vett értéke 50%-ának erejéig vásárlás vagy beruházás céljára hitelt felvenni. Ez jelentős többlet mozgásteret biztosított az alapkezelőknek, mivel lehetővé vált, hogy tőkeáttétellel vásároljanak ingatlanokat.¹ Ez a döntés az alapkezelők mozgástérének bővülésével egy időben egyrészt lehetőséget adott arra, hogy a bankhitelek révén a csoporthoz tartozó anyabankok kamatbevételekhez és biztonságos „kihelyezési” lehetőséghez jussanak; másrészt arra, hogy az alap teljesítménye, költségstruktúrája olyan új elemekkel bővüljön, amelyek nem segítették elő a transzparenciát.

Az **ingatlanalapokra vonatkozó, speciális befektetési szabályok** 2002. január 1-jéig meglehetősen lényegre törők voltak, s a diverzifikáció előírásával azt a célt szolgálták, hogy ne jöhessenek létre olyan helyzetek, amikor az ingatlanalap portfóliójában lévő ingatlanok

1 A nemzetközi gyakorlatban tőkeáttétel nélkül működő ingatlanjellegű befektetések gyakorlatilag nincsenek.

alacsony száma miatt a hozam könnyen befolyásolható. A Tpt.-ben a kezdetben likviditási célokat szolgáló, egyéb befektetési lehetőségekre vonatkozó szabályok folyamatosan bővültek. Jelentős változás volt, amikor 2006. január 1-jétől lehetővé vált, hogy az ingatlanalapok más alapkezelő által kezelt ingatlanalapba is fektethessenek,² maximum a saját tőkéjük 20%-ának erejéig.

Az ingatlanalapok egy befektetési jegyre jutó, **nettó eszközértéke meghatározásának** első lépése az ingatlan árának a megállapítása. Az ingatlanalap azonban – az ingatlan mint termék sajátosságaiból kiindulva – nem közvetlenül a piacon kialakult árak alapján, hanem **ingatlanértékelő** révén határozza meg az ingatlanok értékét.

A Bat. 1991–2001 között az ingatlanértékelésről és ingatlanértékelőről szűkszavúan rendelkezett. Mindössze azt mondta ki, hogy az alapkezelő saját szervezetétől független, ingatlanértékeléssel foglalkozó szervezetet köteles megbízni az ingatlanalapok tulajdonában lévő ingatlanok értékelésével, amely szerződés érvényességéhez a PSZÁF jóváhagyása is szükséges. Az ingatlanértékelő feladata volt az ingatlan adásvétele esetén az alap által fizethető legmagasabb vételár, illetve a legalacsonyabb eladási ár meghatározása, továbbá az ingatlanok forgalmi értékének megállapítása.

A fenti szabályok széles mozgásteret adtak mind az alapkezelőnek, mind az ingatlanértékelőnek, mivel sem képzettségi, sem felelősségi, sem ingatlanértékeléssel kapcsolatos módszertani követelményeket nem határoztak meg. Ezért az ingatlanalapok teljesítményének összehasonlítása, összemérése szinte lehetetlenné, illetve erősen megkérdőjelezhetővé vált, mivel az egy jegyre jutó nettó eszközérték nem ugyanazon (illetve sok esetben ismeretlen) módszerekkel kiszámított forgalmi értékre épült.

Ezeknek a problémáknak egy részét a Tpt. is csak a 2007. július 1-jét követő módosításával szüntette meg, mivel az **összeférhetetlenségi és képzettségi szabályokat** szigorította.

Ezek közül a feltételek közül a **képzettségi követelmények** meghatározása mindenképpen kiemelendő, mivel ez biztosítja, hogy az értékelést meghatározott szakmai ismeretekkel és gyakorlattal rendelkező személyek végezzék.

Az **összeférhetetlenségi szabályok** kiegészültek azzal, hogy az ingatlanértékelőnek nem lehet az alapkezelőben befolyásoló részesedése és nem lehet az alapkezelővel szemben tartozása.

A szabályok viszont változtak is. Kikerült a törvényből az a rendelkezés, amely szerint saját szervezetétől független ingatlanértékelőt kell megbízni az alapkezelőnek.

A 2007. július 1-jétől hatályos jogszabályi előírások meghatározzák az **ingatlanértékelés módszertanát** (piaci összehasonlításon, hozamszámításon és újraelőállítási költségen alapuló módszer), továbbá – ami talán még a módszertannál is fontosabb – előírják, hogy a piaci érték számítására alkalmazott módszert indokolni kell, és a későbbi ingatlanértékelések során ezt kell alkalmazni. A kiválasztott módszertől való eltérést részletesen meg kell okolni. A módszertanra vonatkozó szabályrendszer meghatározása – amely a piacon elfogadott gyakorlatot iktatta törvénybe – jelentősen növelte a transzparenciát és az összehasonlíthatóságot, mivel ismertté váltak a hozzávetőlegesen „standardként” alkalmazott módszerek, a módosítások megkövetelték a szakszerű és igényes indoklást, ami az ingatlanértékelő szakma megbecsülését is növelte, továbbá korlátozta a módszerek gyakori változásából eredő (sokszor csak időleges és vélt) hasznok kiaknázását.

2 A pontos definíció szerint: ingatlanokba fektető kollektív befektetési forma által kibocsátott kollektív befektetési értékpapírt, az egyszerűség kedvéért használok a más ingatlanalap megnevezést.

Jelentős változás volt az **ingatlanértékelő feladatainak kibővítése**, így a kivitelezési terv teljesítésének ellenőrzésével, értékelésével, valamint az ingatlanok cseréje esetén elvégzendő feladatokkal. Az ingatlanértékelőnek 2007. július 1-jét követően – a módosult tartalmi előírásokat szem előtt tartva – a kész ingatlanokat háromhavonta, míg az építés alatt állókat havonta kell értékelnie és szakvéleményt készítenie. A szakvélemény kötelező tartalmi elemei (1. a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény – Tpt.) azt a célt szolgálják, hogy a nem szakértők számára is érthetővé váljék az értékelés menete, és akár ellenőrizhessék is a számításokat.

Összességében elmondható, hogy az ingatlanértékeléssel és ingatlanértékelővel kapcsolatos jogi szabályozás jelentős előrelépést jelentett abban, hogy megteremtsék egy olyan piaci termék értékének összehasonlíthatóságát, amely nem standardizálható, egymással csak nehezen összevethető, és a kívülről, laikus ügyfél számára szinte felmérhetetlen.

Az **alap nettó eszközértékét** a letétkezelő az ingatlanértékelés alapján határozza meg, ezért fontos az értékeléseknek a fenti időszakok szerinti ütemezése, aminek az a jelentősége, hogy az ingatlanok egyszeri, egy tömegben való értékelése „olcsóbb”, azonban ez normál piaci viszonyok között jelentős ugrásokat okozhat a nettó eszközértékben, ami spekulációs célú vételi vagy eladási hullámot generálhat az eladás előtt és után.³ Ennek a folyamatnak a megakadályozása érdekében az ingatlanalapok kezelői az egyes ingatlanokat eltérő időpontokban értékelik, így az ingatlanalapok vagyonának alakulása sok esetben az egyenletes változás képét mutatja. A nyílt végű ingatlanalapok nettó eszközértékét naponta kellett megállapítani és közzétenni, míg a zárt végű ingatlanalapok esetén erre havonta csak egyszer kellett sort keríteni. Az eltérő szabályozást az indokolta, hogy a zárt végű alapok befektetési jegyeinek adásvétele jóval szűkebb körben zajlik.

Az alap nettó eszközértékének „felhasználásához” szorosan kapcsolódik a befektetési jegyek visszaváltásának szabályozása. A Bat. és a Tpt. hatálybalépésekor elfogadott, az ingatlanalapokra vonatkozó, speciális szabály szerint az alapkezelő a nyílt végű ingatlanalapra kibocsátott befektetési jegyet az erre irányuló szándék bejelentésétől számított 90 napon belül köteles visszaváltani. A Tpt. ugyanezen szabályt a nyilvános nyílt végű ingatlanalapokra írta elő azzal, hogy a részletszabályokat az alap kezelési szabályzatában kell megfogalmaznia. Mint azt a későbbiekben bemutatjuk, ennek a szabálynak mind az ingatlanalapokkal kapcsolatos válság kialakulásában, mind annak megoldásában jelentős hatása volt.

2. AZ INGATLANALAPOK GAZDASÁGI HELYE ÉS HELYZETE MAGYARORSZÁGON

Az 1991. január 1-jén hatályba lépő Bat. lehetőséget teremtett arra, hogy az alapok – összegyűjtve a (kis)befektetők megtakarításait – olyan diverzifikált portfóliókat hozzanak létre, amelyekre az egyes befektetőknek önállóan nem lett volna lehetőségük. Ez különösen igaz az ingatlanalapokra, amelyek révén a befektetőknek lehetőségük nyílt arra, hogy olyan ingatlanok hasznáiból részesedjenek, amelyekbe önállóan nem tudtak volna invesztálni; ilyen módon céljaik megvalósításához olyan forrásokat vehettek igénybe, amelyek olcsóbbak, mint a banki hitelek vagy a kötvénykibocsátás. Jogosan tehetjük fel a kérdést: mi történt akkor, amikor ilyen jelentős, az *1. táblázat* szerint a csúcsponthoz képest több mint 50%-os vagyonszivárgás/vesztés következett be?

3 Ha a befektetők az értékelés előtt az ingatlanalap ingatlanjainak felértékelésére számítanak, akkor vásárolni fognak az értékelés előtt, ha leértékelésre számítanak, akkor eladnak, míg a nyereség realizálása érdekében az értékelés megtörténte után ellentétes ügyletek kötése történik.

Az ingatlanalapok 2009. júniusi helyzete

Ingatlanalapok hozama és mérete								
	Havi hozam	Éves hozam	Tőke	Tőkeváltozás 3 hónap alap	Tőkeváltozás 12 hónap alatt	Tőke 2008. június	Tőke-változás	Vagyon-változás (%)
	%	%	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	%	(+ növelés/-vesztés)
Nap Ingatlanfejlesztő	20,5	14,8	1,42	0,24	0,18	1,24	114,52%	14,52%
Európa Ingatlan .	11,1	-27,08	16,94	1,67	-19,64	36,58	46,31%	-53,69%
Credit Suisse Ingatlan	–	7,6	6,23	-1,52	-5,17	11,4	54,65%	-45,35%
Carion Ingatlan	3,1	-19,9	8,38	0,26	-1,71	10,09	83,05%	-16,95%
Credit Suisse Euro Ingatlan „I”	–	3,7	0,19	-3,6	0,18	0,01	1900,00%	1800,00%
Erste Ingatlan	2,4	9	82,14	-5,51	-61,23	143,37	57,29%	-42,71%
Credit Suisse Euro Ingatlan „B”	–	3,4	1,32	-0,5	1,31	0,01	13200,00%	13100,00%
Magyar Posta Ingatan	2,3	7,9	19,63	-0,89	-8,79	28,42	69,07%	-30,93%
OTP Ingatlan	2	-10,6	35,83	-15,34	-101,44	137,27	26,10%	-73,90%
Budapest Ingatlan	2	-12,5	6,23	-6,07	-24,84	31,07	20,05%	-79,95%

MKB Ingatlan	0,8	-14,4	0,9	0,01	-0,54	1,44	62,50%	-37,50%
	Havi hozam	Éves hozam	Tőke	Tőkeváltozás 3 hónap alap	Tőkeváltozás 12 hónap alatt	Tőke 2008. június	Tőke- változás	Vagy- változás (%)
	%	%	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	Mrd Ft	%	(+ növelés/ -vesztés)
CIB Ingatlan	0,4	-19,5	5,88	-4,05	-25,93	31,81	18,48%	-81,52%
Quaestor Első Hazai Lak.	-0,2	-5	1,96	-0,01	-0,13	2,09	93,78%	-6,22%
FirstFund Ingatlan „B”	-1,2	-14,5	0	0	0	0		
FirstFund Ingatlan „A”	-1,2	-14	4,52	0	-0,5	5,02	90,04%	-9,96%
MAG Ingatlan	-0,5	-19,4	1,84	-0,01	-0,99	2,83	65,02%	-34,98%
Biggeorge’s-NV4	-7,1	-55,4	3,91	-0,29	-6,54	10,45	37,42%	-62,58%
Access Ingatlan	-7,5	-27,6	0,69	-0,14	-0,93	1,62	42,59%	-57,41%
Futureal 1. Ingatlan	-8,2	18,5	6,59	-0,59	6,59	0	0,00%	
Reálsisztéma	-16,6	-23,6	1,18	-1,51	-2,68	3,86	30,57%	-69,43%
Erste Euro Ingatlan	–	–	7,47	7,47	7,47	0		
Összesen:	0,3	-10,2	258,14	-29,96	-285,35	543,49	47,50%	-52,50%

Forrás: Eidenpenz [2009] és saját számítás

Cikkem írásának időpontjában a több száz milliárdos ingatlanállomány szinte változatlan összetételben az ingatlanalapok tulajdonában volt. Mint az az *5a., 5b. mellékletből* látszik: egyedül az Erste Ingatlanalap esetén figyelhető meg az ingatlanok eladásából fakadó vagyonszőkenés. Az ingatlanfeltöltöttségi szint azt is mutatja, hogy jelentősen csökkent az ingatlanalapok gyorsan mobilizálható eszközállománya (állampapír, bankbetét), a kifizetéseket sok esetben csak hitelből tudják, tudták finanszírozni. Az elkövetkező években ez az ingatlanállomány meg is marad a portfóliókban, mivel az eladások száma várhatóan mérsékelten lesz, és egyik jelentős banki háttérrel rendelkező ingatlanalap kezelője sem fogja vállalni a veszteség realizálását. A kisebb ingatlanalapok esetén, mivel létük forog kockán, előfordulhatnak az elkövetkező időszakban is értékesítések.

Várakozásaink szerint egy-három év távlatában az ingatlanalapokba friss kisbefektetői tőke csak korlátozott mértékben áramlik majd be (bár vannak olyan alapok, amelyek marketingkampányt indítottak az ügyfelek visszaszerzése érdekében); egyrészt a más befektetési instrumentumokhoz képest alacsony hozam, másrészt a kialakult bizalmatlanság, és főként a hosszú elszámolási határidő miatt. A likviditási nehézségek miatt az ingatlanalapok kezelőinek többsége várhatóan a befektetési jegyek értékesítését, az ösztönzésre irányuló marketingakciókat is visszafogja, „rettegve” egy hasonló pénzkivételről. Másrészt ítéljük meg az intézményi befektetők egyes köreit (nyugdíjpénztárak, biztosítók). A kedvező árfolyamok miatt számukra hosszú távon jövedelmező lehet az ingatlanalapokba történő befektetés.

Hosszú távon a várakozásaink már ambivalensek. Kedvezőek azért, mivel az ingatlanalapokba beáramló tőke a bizalom helyreállításával növekedni fog; kedvezőtlenek azonban azért, mivel a jelenlegi helyzetet előidéző problémák éppen a helyzet javulása miatt nem fognak megoldódni. A válság végével megítélésünk szerint minden visszatér majd a „régirendbe”. Ami azt jelenti, hogy az állampapírhozámok és a betéti kamatok csökkenésével, az ingatlanpiac magára találásával párhuzamosan az ingatlanalapok ismét kíváncsok hozamokat tudnak kínálni befektetőiknek. Újra megindul az eladói verseny, és a hálózatok ismét mindenkinek kínálni fogják ezen befektetéseket, függetlenül annak időtávjától, a befektető élethelyzetétől. Amennyiben a jogalkotó nem hoz kockázatsökkentő szabályokat, 10-20 év múlva hasonló problémákkal fogunk szembesülni.

3. A 2007-BEN KEZDŐDÖTT PÉNZ- ÉS TŐKEPIACI VÁLSÁG HATÁSA

AZ INGATLANALAPOKRA

Ha megvizsgáljuk a *2. mellékletben* található táblázatot, amely 2007–2009. év egyes negyedéveiben mutatja az ingatlanalapok nettó eszközértékének alakulását, akkor azt tapasztalhatjuk, hogy a válság az ingatlanalapokat több ütemben érintette. 2008. I. negyedévéig egy kis csökkenés után növekedés, a következő időszakban azonban folyamatos vagyonszőkenés figyelhető meg, amely egyrészt a befektetési jegyek visszaváltásával, a vagyonszivonással, másrészt az ingatlanalapok portfóliójában lévő ingatlanok és egyéb eszközök értékének csökkenésével magyarázható. Ezen folyamat eredményeként az ingatlanalapok vagyona a 2008. március 31-ei (csúcs)értéknek alig 60%-ára csökkent 2009. március 31-re.

A csökkenésben több tényező játszott meghatározó szerepet.⁴ Jelen cikk keretei nem adnak lehetőséget arra, hogy az okokat részletesen és mélyrehatóan kifejtjük, azonban néhány tényezőt be kívánunk mutatni azokból, amelyek megítélésünk szerint a jogalkotó 2008. novemberi döntéseihez vezettek.

3.1. A kialakult helyzet okai

Könnyű lenne az előállt krízishelyzetet, minden vagyonsökkenést a válság hatására előállt helyzettel magyarázni, és mindezért ezen folyamatokat okolni. A problémák azonban előbb vagy utóbb a válságtól függetlenül is jelentkeztek volna. A lezajlott folyamatokat nem lehetett volna elkerülni, ám azok hatásait az elmúlt időszak intézkedéseihez képest jobban kellett, lehetett volna kezelni.

Az általános, válságtól független okok között a **pénzügyi kultúra** alacsony szintje a legnyomósabb, míg a másik általános ok az **ingatlanalapok finanszírozásában** keresendő.

A pénzügyi kultúra alacsony szintje egyszerre van (sajnos volt és lesz) jelen mindkét oldalon. Az ingatlanbefektetési jegybe investáló szempontjából ez abban nyilvánul meg, hogy nincs tisztában a befektetése időhorizontjával: azzal, hogy egy ingatlanbefektetési alap közép-, de inkább hosszú távú befektetés, amely 4-5-10 éves távlatban képes megfelelő hozamot biztosítani a befektetőnek, mivel a portfólióban lévő ingatlanok mennyiségének és minőségének növelése (maga a vétel és az eladás folyamata is) hosszabb távon hozza meg a kívánt eredményt. Ez alatt az idő alatt a gazdasági ciklusoknak megfelelően az ingatlanok értéke csökkenhet, ami a befektetések értékét is csökkenti. További probléma, hogy a befektető nem vizsgálja és nem méri fel saját élethelyzetét befektetéseinek végrehajtása előtt.

Ennek a helyzetnek a kialakulásáért szolgáltatói oldalról az alapkezelők és a befektetési jegyek forgalmazói is felelősek. A szolgáltatók érdemben nem kérdezték ki az ügyfelet szándékairól, nem tájékoztatták kellő mélységben minden esetben az adott befektetések kockázatairól, a veszteség lehetőségéről. Természetesen valamennyi tájékoztató anyagban, honlapon, szerződésben a megfelelő hivatkozások, klauzulák megtalálhatók, azonban ezek, figyelembe véve az ügyfelek felkészültségét⁵, megítélésünk szerint nem elegendők. Itt kell megemlítenünk, hogy az ingatlanalapokat – a termékpaletta bővítése érdekében – létrehozó pénzügyi intézmények (főként bankok) a nevüket adták ehhez a befektetési formához, ennek következtében egyes befektetők – az ügyfél-tájékoztatás mellett – azt gondolták, mintha a csoporthoz tartozás garanciát is jelentene a kifizetésekre.

A másik általános probléma az ingatlanalapok kötelezettségeinek és eszközeinek összetételében rejlik. A nyílt végű ingatlanalapok esetén az ügyfél bármikor visszaválthatja a befektetési jegyeket, kivonva ezzel pénzét az alapból, míg eszközoldalán különböző arányban, de ingatlanok vannak. A nyílt végű ingatlanalapok a pénzügyi termék jellegét mutatják. Ezt mutatja az is, hogy a nyílt végű ingatlanalapok a befektetők minél jobb kiszolgálása érdekében – és ez megítélésünk szerint a kockázatok nem megfelelő felmérésére vall – erősítették

4 A gazdasági helyzet normalizálódásával több tanulmány, elemzés megjelenése várható ebben a körben, amelyek részletesen foglalkoznak majd ezzel a témával; érzelmeiktől és az általános válsághangulattól függetlenül fogják bemutatni, hogy milyen kockázatok vezettek a kialakult helyzethez.

5 Másrészt melyik ügyfél olvassa el a rendelkezésre álló, rövid idő alatt a szerződést, tájékoztatót?

ezt a pénzpiaci befektetési jelleget azzal, hogy a maximálisan lehetővé tett T+90 napos visszaváltási határidőt a lehető legrövidebbre, T+2, T+3 napra állították be.

Ez a hozzáállás nem okozott problémát addig, amíg az ingatlanalapokba beáramló befektetések, illetve a likvid eszközök fedezték a visszaváltásokat (az ingatlanalapok ingatlan-feltöltöttsége alacsony, több alap esetén 30-40%-os volt a 2007–2008. évben). Így utólag azt mondhatjuk, hogy ez az alacsony feltöltöttség nagyon „pozitív” hatással bírt, mivel segített a folyamatok kezelésében, viszont igaz és megalapozott az a piaci elvárás, amely szerint az ingatlanalapok feladata, hogy ingatlanbefektetések révén érjenek el megfelelő eredményt, ne pedig a szabad pénzeszközök hosszú távú befektetésével, mivel arra ott vannak az egyéb befektetési instrumentumok.⁶

Röviden a válság által előidézett következményekről:

A gazdasági, ezen belül a pénz- és tőkepiaci válság egyik megjelenési formája a források szűkülése, drágulása. A bankok és a magyar állam folyamatosan egyre magasabbra emelték kamataikat, és megjelentek olyan garantált alapok is, amelyek magas kamatot biztosítottak 3–9 hónapos lejáratra.

Ezek a magas kamatok pedig mágnesként vonzották azokat a kisbefektetőket, akik csak azt látták, hogy a bank 10–15%-os kamatokat ígér. Ez csökkentette a friss forrásokat, és jelentős összegű korábbi befektetés kivonását idézte elő. Az állampapír-hozamok alakulása szintén kedvezőtlen volt (2008. október–november folyamán zuhantak, l. ÁKK Zrt. [2009]), mivel az ingatlanalapok tárcájában lévő, (döntően) állampapírokból álló eszközök jelentősen leértékelődtek. Az ingatlanpiacon nőttek a hozamelvárások, ami több esetben a már megindított projektek újragondolásához, elhalasztásához, befagyasztásához vezetett. A három hatás együttesen erősen rontotta az ingatlanalapok likviditási pozícióit.

3.2. Az egyes alapok helyzetének alakulása 2008-tól

A következőkben az előzőekben leírtakat az egyes ingatlanalapok helyzetének bemutatásával támasztom alá. A vizsgálatba a válság előtti négy legnagyobb ingatlanalapot vontam be, amely lefedte a teljes ingatlanalap-kezelő piac válság előtti vagyonának 73,99%-át.⁷ A vizsgálatba egyedi szinten bevont alapok az Európa Ingatlan Alap, az Erste Ingatlan Alap, az OTP Ingatlan Alap és a Raiffeisen Ingatlan Alap.⁸

Az **Európa Ingatlan Alap** 40 575 millió forint nettó eszközértékkel rendelkezett 2008 márciusában, az egy jegyre jutó árfolyama 1,5974 Ft/db, feltöltöttségi szintje 89%-os. Az alap birtokában 16 398 millió Ft likvid eszköz (bankbetét, kincstárjegy, állampapír) és

6 A sajtóban több olyan hír is megjelent 2005–2006 folyamán, hogy az ingatlanalapok a szűkös ingatlanportfóliójuk mellett a hozamok növelése érdekében éltek a jogszabály által biztosított hitelfelvétel lehetőségével, és ebből különböző tőzsdei ügyletekkel jelentős nyereséget értek el. Ekkor többen feltették a kérdést: az ingatlanalapok a valóságban mennyire különböznek a kötvényalapoktól?

7 Természetesen a nagy alapoknál tárgyalt problémák a kisebb – nagy, tőkeerős banki háttérrel nem rendelkező – alapok esetén fokozottan jelentkeztek.

8 Nem vontuk be az elemzésbe a CIB Ingatlan Alapot és a Budapest Ingatlan Alapot, mivel ezen alapok közvetett, azaz ingatlanalapba fektető alapok.

12 060 millió forint hitel volt.⁹ Az alap nettó eszközértéke 2008 októberében 26 665 millió Ft-ra csökkent, elvesztve a nettó eszközérték több mint 34%-át. Az alap hitelállománya a hónap végén 12 milliárd forint, ingatlanállománya 35 022 millió Ft, a likvid források állománya a 12 milliárdos hitel mellett is alig haladta meg a 3,6 milliárd forintot. Az október hónapban kivont vagyon 7,55 milliárd forint volt úgy, hogy az egy jegyre jutó nettó eszközérték az előző hónapokhoz képest alig változott, az előző hónaphoz viszonyított 0,84%-os csökkenés az állampapírok eladásának veszteségével is magyarázható.

Az ország legnagyobb ingatlanalapja, az **Erste Ingatlan Alap** 150 325 millió forint nettó eszközértékkel rendelkezett 2008 első negyedévének végén, az egy jegyre jutó nettó eszközértéke 1,3902 Ft volt. Az alap nettó eszközértékhez viszonyított feltöltöttségi szintje közel 40%-os, 60 006 millió forintos ingatlanállománnyal. Az alap tárcájában 119 946 millió Ft likvid eszköz (bankbetét, kincstárjegy, állampapír) és 29 627 millió forint hitel volt. Az alap nettó eszközértéke 2008. októberében 116 613 millió Ft-ra csökkent, elvesztve a nettó eszközérték 22%-át. Az alap hitelállománya a hónap végére 32,5 milliárd forintra nőtt. Az ingatlanállomány az alap esetén közel 5 milliárd forinttal 65 944 millió Ft-ra nőtt, a likvid források állománya meghaladta a 83 milliárd forintot. Az október hónapban kivont vagyon a többi ingatlanalapot figyelembe véve nem volt jelentős: ha a hitelállomány és az ingatlanok értékének növekedését a likvid eszközök csökkenésével kombinálva számítjuk a csökkenést, akkor sem éri el a 6 Mrd Ft-ot. Ezzel egy időben az egy jegyre jutó nettó eszközérték sem csökkent, sőt kismértékben nőtt is. Ez azzal magyarázható, hogy egy alap tárcájában sok olyan ingatlan van, amely folyamatos bevételt biztosít, így az ingatlanok leértékelésére nem volt szükség, ami a piaci versenyben kedvező pozíciót biztosított az alap és az alapkezelő számára.

Az ország második legnagyobb ingatlanalapja, az **OTP Ingatlan Alap** 146 272 millió forint nettó eszközértékkel rendelkezett 2008 első negyedévének a végén, az egy jegyre jutó nettó eszközértéke 1,5439 Ft volt. Az alap nettó eszközértékhez viszonyított feltöltöttségi szintje alig haladta meg a 34%-ot, 54 319 millió forintos ingatlanállománnyal. Az alap tárcájában 95 262 millió Ft likvid eszköz és 3309 millió forint hitel volt. Az alap nettó eszközértéke 2008 októberében 90 483 millió Ft-ra csökkent, elvesztve a nettó eszközérték több mint 38%-át. Az alap hitelállománya a hónap végére több mint 16 milliárd forintra nőtt, ingatlanállománya 58 096 millió Ft, a likvid források állománya meghaladta a 48,5 milliárd forintot. Az október hónapban kivont vagyon azonban 40,6 milliárd forint volt, amihez képest a 48,5 milliárd forintos eszközállomány már nem is olyan nagy. Az OTP Ingatlan Alap esetén azonban már megfigyelhető az árfolyam jelentősebb, 2,23%-os csökkenése, amely már csak részben magyarázható az állampapírok árfolyamának változásával.

A **Raiffeisen Ingatlan Alap** 90 751 millió forint nettó eszközértékkel rendelkezett 2008 márciusában, az egy jegyre jutó árfolyama 1,7305 Ft, az alap nettó eszközértékhez viszonyi-

⁹ A rendelkezésemre álló, havi adatokat tartalmazó gyorsjelentések nem minden esetben mutatták be részletesen a követelések, kötelezettségek, eszközök összetételét, ezért a számítás során egyszerűsítést alkalmaztam. Mivel minden gyorsjelentés tartalmazta az ingatlanfeltöltöttséget és a hitel állományát, ezért abból indultam ki, hogy a nettó eszközértéknek az ingatlanállománnyal csökkentett és hitelekkel növelt értéke jól jellemzi a nettó eszközök állományát. Tisztában vagyok azzal, hogy ez jelentős egyszerűsítés, az ingatlanalapok helyzetének bemutatásához azonban elegendő támpontot szolgáltat. A számítással nyert adatok többletinformáció-tartalma és tendenciája ellensúlyozza a becslési hibák miatti pontatlanságot.

tott feltöltöttségi szintje 56%-os volt, 50 820 millió forintos ingatlanállománnyal. Az alap birtokában 39 930 millió Ft likvid eszköz volt.¹⁰ Az alap nettó eszközértéke 2008 októberében 66 128 millió Ft-ra csökkent, elveszítve a nettó eszközérték több mint 27%-át. Az alap ingatlanállománya 56 208 millió Ft volt, a likvid források állománya 9919 millió forintot tett ki. Az október hónapban kivont vagyont 18,573 milliárd forint volt úgy, hogy a nettó eszközérték az előző hónapokhoz képest alig változott. Az előző hónaphoz viszonyított 1,18%-os csökkenés az állampapírok eladásának veszteségével is magyarázható.

Tovább árnyalja a képet az, ha megvizsgáljuk az utolsó napok pénzkivonását. A PSZÁF 2008. november 7-én adta ki határozatát, amelyben a kifizetéseket felfüggesztette, így a novemberi adatok 5 munkanap kifizetéseit tartalmazzák. Tekintettel arra, hogy az egyes alapok egy jegyre jutó nettó eszközértéke csak az Európa Ingatlan Alap esetén változott érdemben negatívan (–3,75%) és ott ezzel korrigálunk, akkor azt látjuk, hogy az utolsó 5 nap pénzkivonása (2. táblázat) alapján a vezető ingatlanalapok – egy kivételével – 2008. november végéig fizetési nehézségekbe ütköztek volna. Számításaink szerint, az október végi állapotot figyelembe véve, a vizsgált ingatlanalapok 4–149 nap közötti időtávra rendelkeztek likvid eszközökkel a befektetők igényeinek kielégítésére.

2. táblázat

A 2008. novemberi pénzkivonások becslése

	Október	November	Vagyon- változás	Egy napra jutó vagyon- változás	Likvid eszközök októberben	Fizetőképesség napjainak száma
	Vagyon	Vagyon	Mrd Ft	M Ft	Mrd Ft	
Európa Ingatlan	26 668	23 474	–3 194	–639	3 676	6
Erste Ingatlan	116 613	113 831	–2 782	–556	83 127	149
OTP Ingatlan	90 483	77 773	–12 710	–2 542	48 576	19
Raiffeisen Ingatlan	66 128	53 134	–12 994	–2 599	9 919,2	4

Forrás: saját számítás

¹⁰ Az alap havi jelentése szerint hitellel nem rendelkezett (likvid és befektetési váró eszközként mutatja ki azon vagyonelemeket, amelyek nem ingatlanok).

3.3. Milyen lehetőségek kínálóztak ebben az esetben?

Ez a kérdés a döntéshozók fejében is többször megfordult azokban az ominózus novemberi napokban. Milyen lehetőségei voltak a befektetési alapoknak, a tulajdonosoknak, a kormánynak és a felügyeletnek a kialakuló (válság)helyzet kezelésére?

A folyamat egyik kezelési módja, ha az alapkezelőre bízzák annak megoldását, azaz neki kellett volna megoldania a fizetőképességgel összefüggő kérdéseket.

Az alapkezelő az alábbi lehetőségek közül választhatott ebben a helyzetben:

- Hitelfelvétel a saját tőke maximum 10%-a erejéig maximum 30 napra. Ez a lehetőség azonban csak elmélet volt, mivel a számokból látható (*5a. és 5b. melléklet*), hogy a felvett hitelek állománya több esetben elérte a törvényben engedélyezett maximumot, továbbá az alap befektetési jegy-tulajdonosainak többletköltséget jelent.
- Az alapok értékpapírai 30%-ának kölcsönadása a pótlólagos likviditás biztosításához. Ezt gátolta, hogy nem volt mit kölcsönadni, mivel november elejére a legtöbb alapkezelő már értékesítette a likvid értékpapírokat.
- Az alapkezelő kérhette volna tulajdonosát, hogy befektetési jegyeket vásároljanak, ezzel pótlólagos forrásokhoz jutva, fizetőképességét fenn tudta volna tartani. A forrásbevonás ezen módját akadályozta a tőkeéhség, azaz a csoportoknak nem volt elegendő szabad eszköze arra, hogy ezekből befektetési jegyeket vásárolva, pénzt pumpáljanak az alapba.
- Az alap felfüggesztését az alapkezelő nem tudta kérni, mivel nem álltak fenn a jogszabályi feltételek (Tpt. 249. §).
- Az ingatlanok ártértékelése hosszabb időt igénylő eljárás, ami nem hozott volna átütő eredményt, mivel a várható leértékelés nem csökkentette volna érdemben az azonnali forrásigényt.
- A forgalmazás szabályainak változtatása, azaz a T+3 nap átalakítása T+90 napra reális alternatíva lett volna, azonban az időigényt figyelembe véve, ez is több esetben okozhatott volna fizetési nehézségeket,
- Ingatlaneladás az alap portfóliójából. Ez egyrészt több hónapot igénylő folyamat, másrészt jelentős veszteséget eredményez, mivel a kényszer szülte értékesítések során az ár sokkal alacsonyabb, mint normál piaci körülmények között. (Meg kell jegyeznünk, hogy itt szükség lett volna vevőkre is, 2008 novemberében azonban nem sok akadt belőlük).
- A fizetéseképtelenség bejelentése, majd felszámolási eljárás végén az ingatlanok értékesítése és a még meglévő eszközök likvidálása, amely azonban jelentős leértékeléssel, veszteséggel járt volna. A felszámolás végén a befektetési jegyek tulajdonosainak a követelését részben vagy egészben kielégítették volna. Ez azonban olyan negatív, pánikszerű hatást gyakorolt volna az egész piacra, amely további visszaváltásokat eredményez.
- A kommunikáció átalakítása, a befektetők meggyőzésére irányuló tevékenység fokozása. Az alapok megmutathatták volna befektetéseiket, ingatlanjaikat (ez annál is

inkább megvalósítható, mivel az ingatlanok fizikailag megvannak), csökkenthették volna a pánik hullámain, és ezzel megőrizhették stratégiai befektetőiket.¹¹

Az alapkezelő tulajdonosa (csoportja) ebben a helyzetben

- vásárolhatott volna a befektetési jegyekből, ami biztosíthatta volna a folyamatos likviditást;
- az ingatlanok megvásárlásával pótlólagos finanszírozást biztosított volna, azonban ez a csoporthoz tartozó intézmény esetén is hosszabb időt vehetett volna igénybe.

Az államnak lehetősége lett volna arra, hogy

- befektetési jegyeket vásároljon az alapkezelőktől, aminek csak a rendelkezésre álló állami források szűkössége szabott volna korlátot;
- megvásárolja az alapkezelő tulajdonában lévő ingatlanokat, és így fenntartsa a folyamatos likviditást;
- módosítsa a jogszabályi előírásokat, ami azonban – a törvénymódosítás igénye miatt – még ebben a válságos helyzetben is több hetet vett volna igénybe.

A PSZÁF ebben a helyzetben

- a piaci szereplőkre és a piaci folyamatokra bízhatta volna a probléma megoldását, mondván, hogy a kialakult helyzet a normál gazdasági folyamatok velejárója, a csődök, felvásárlások a piac tisztulásához, erősödéséhez vezetnek;
- a rendelkezésre álló jogi eszközökkel megteremti annak a lehetőségét, hogy egyes alap(ok) alapkezelői reagálhassanak a kialakult helyzetre. Az egyes intézményekkel szemben hozott intézkedések azonban a befektetési jegy-tulajdonosok között pánikot okozott volna, és nemcsak az érintett alapot „rohanják meg”, de valamennyi alaptól még a folyamatban lévónél is nagyobb pénzkivonás történt volna;
- valamennyi ingatlanalap-kezelőre vonatkozóan közös intézkedést hoz, amely a teljes alapkezelői szektornak enged bizonyos időt a helyzet elemzésére és a szükséges intézkedések gyors meghozatalára.

Mint a fenti 17 pontos listából is látszik, a kialakult válsághelyzet kezelésére több piaci és kevésbé piaci alapú megoldás is kínálkozott volna, amelyek közül azonban csak egy ismert. Ez pedig a PSZÁF J-III-200/2008. számú határozata, amely valamennyi nyilvános vagy zártkörű, nyílt végű ingatlanalap, illetve nyilvános, nyílt végű ingatlanalapba fektető befektetési alap esetén 10 forgalmazási napra felfüggesztette a befektetési jegyek forgalmazását (PSZÁF [2008]).

Ez a felügyeleti döntés a Tpt. 251. §-ának a befektetők érdekeinek védelmét szolgáló klaguzulája alapján született. A határozat ezen előírása alapján a befektetési alapkezelőknek 10 forgalmazási napig az ingatlanalapok befektetési jegyeinek árfolyamát folyamatosan közzé kellett tenniük, a befektetési jegyekre vonatkozó visszaváltási és vételi megbízásokat be kellett fogadniuk, a befektetési jegyekkel azonban nem kereskedhettek, azaz sem befizetések,

11 A kommunikációval kapcsolatban felmerül az a kérdés is, hogy a 2008. októberi hangulatban minden sajtómegjelenés visszájára is elülhetett volna, mivel a sajtó és a kisbefektetők is a szél és a haraszt esetéből indultak volna ki.

sem kifizetések nem történtek. (A lényeg a kifizetések elmaradása.) Ezzel egy időben a felügyeleti határozat előírta az alapok kezelési szabályzatainak a visszaváltási idő növelésére vonatkozó módosítását és felügyeleti jóváhagyását.

A határozat kötelezése lehetőséget adott az alapkezelőknek arra, hogy a korábbi T+3 napos elszámolási határidőket módosítsák maximum 90 napra (alapok alapjai legfeljebb 30 napra). Fontos kiemelni, hogy ez csak a lehetőséget teremtette meg, mivel a kezdeményezés jelenthette azt is, hogy az alapkezelő változatlanul hagyja az elszámolási határidőt. Tudomásunk szerint ilyen alapkezelői döntés nem született, azaz minden piaci szereplő jól felfogott érdekében kiindulva, növelte az elszámolási határidőket. A legtöbb alapkezelő 90 napot, de volt olyan alapkezelő is, amely ennél rövidebb időt határozott meg.¹²

3.4. Milyen következményekkel járt a felügyeleti döntés?

Ebben a helyzetben is igaz volt az a régi magyar közmondás: „Ki időt nyer, életet nyer!”

Azonnali hatásként jelentkezett, hogy az alapok befektetési jegyeire lehetett ugyan véte-li és visszaváltási megbízásokat adni, ezeket azonban nem lehetett realizálni, és nem lehetett teljesíteni a korábban leadott, de november 7-éig nem teljesített visszaváltási megbízásokat sem. Ez a döntés lehetővé tette, hogy az ingatlanalapok elkerüljék a fizetéseképtelenséget.

A 10 forgalmazási napos szünet lehetőséget adott a kezelési szabályzatok olyan átalakítására, amely további időt teremt a pénzügyi helyzet ártértelezésére, a továbblépés lehetőségeinek nyugodt átgondolására. Ez egyrészt azt jelentette, hogy a visszaváltás idejét több alap esetén megnövelték, így a november 7-e előtt leadott, de még nem teljesített, valamint az ezt követően kért visszaváltási megbízásokat csak az új elszámolási határidők figyelembevételével kellett teljesíteni, azaz a maximális lehetőségek kihasználása esetén 90 napig nem kellett kifizetést teljesíteni.

Az így teremtett kifizetési szünet alatt az alapkezelők több intézkedéssel erősíthették meg a likviditásukat. Egyik ilyen volt az újabb **hitelfelvételek lehetőségének** felkutatása, amit lehetővé tett a Tpt. módosítása is. Másrészt a legtöbb alap esetén az alap tulajdonában lévő **ingatlanokat újraértékeltek**. Mint az az 1. táblázatból is jól látszik, egyes ingatlanalapok 15-20%-os éves hozamot meghaladó negatív hozamot realizáltak, amiben meghatározó szerepe volt az ingatlanok radikális leértékelésének. A vizsgált 4 ingatlanalap esetén szintén látható az ingatlanok leértékeléséből fakadó hozamvesztesség. Ingatlaneladás szinte egyetlen alapnál sem történt, amit a rendelkezésre álló rövid idő magyaráz.

Fontos következmény volt, hogy az egy jegyre jutó nettó eszközérték csökkenése miatt a negatív hozamok döntéseik megfontolására ösztönözték a befektetőket, akiknek mérlegelni kellett, hogy realizálják-e jelentős veszteségüket.

A **jogszabályalkotónak** a rendelkezésre álló idő elegendő volt arra, hogy jogszabálymódosítás révén meghozza azokat a legfontosabb rendelkezéseket, amelyek segíthettek a válsághelyzet leküzdésében.

12 Az Erste Alapkezelő az Erste Ingatlan Alap esetében úgy döntött, hogy a hozzájutás a visszaváltott összeghez 2008. december 1-jétől T + 31 naptári nap, 2009. május 11.-től T+5 forgalmazási nap (1. Erste Ingatlan Alap, http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html).

A **fogyasztói, befektetői oldal** számára a felügyeleti döntés egyértelműen negatív volt. A felfüggesztés és a kezelési szabályzatok módosítása elnyújtotta a visszaváltások idejét, és kiszámíthatatlanná tette a felvehető összeg nagyságát, mivel a befektetésből csak 90 nap múlva lesz likvid forrás az akkor érvényes árfolyamon. Ezzel a lépéssel azon befektetők, akik az ingatlanbefektetési alapokat likvid forrásként kezelték, és a befektetett pénzeszeget határidős kötelezettségük kiegyenlítésére kívánták felhasználni, nehéz helyzetbe kerültek.

Szintén problémát okozott ez **biztosítási területen**, mivel az ingatlanalapokba fektető unit-linked biztosítások esetén a biztosító által vállalt visszaváltási kötelezettséget teljesíteni kellett. Az aktuális visszavásárlási ár (biztosítónál T+3, ingatlanalaponál T+90) és az alapkezelő által eszközölt, tényleges visszaváltás közötti esetleges veszteséget, nyereséget a biztosítónak saját kockázatára kellett bevállalnia (volt olyan biztosító, amely ezt nem vállalta fel [UNIQA [2009]]. Az ingatlanalapok egyik befektetőjeként megjelenő **magánnyugdíjpénztárak és önkéntes kölcsönös nyugdíjbiztosító pénztárak** esetén a kereskedés felfüggesztése, majd a kezelési szabályzatok módosítása nem okozott érdemi problémát.

3.5. A válságkezelő jogszabálymódosítás

A válsággal kapcsolatos problémákat felismerve, a Tpt. módosításai már 2008. november 24-től hatályba léptek. A jogszabály-módosítások újabb eszköztárat nyitottak meg az ingatlanalapok és a felügyelet számára is az aktuális és a jövőbeni hasonló helyzetek leküzdésére.¹³ A Tpt. 251. §-át a jogalkotó kiegészítette, és ebben megjelent annak a lehetősége, hogy az (ingatlan)alap is kérhesse a felfüggesztést.

Ezzel egy időben a **felügyelet mozgásterére csökkent**, mivel a felfüggesztésre okot adó, korábbi rendelkezések közül kikerült a befektetők érdekeinek védelmére való hivatkozás, és átkerült a befektetési alapkezelő kompetenciájába. Ez azt jelenti, hogy a PSZÁF jelenleg csak akkor tudja a felfüggesztés intézményét alkalmazni, ha az alapkezelő nem tesz eleget tájékoztatási kötelezettségének. Egyéb esetben csak az alapkezelő „jóindulatától, józan gondolkodásától” függ az, hogy sor kerül, kerülhet-e a felfüggesztés alkalmazására.

A válsághelyzetre való felkészülést mutatja, hogy az ingatlanalap megszűnésekor az **ingatlanértékesítésre előírt határidőt** a korábbi 9 hónapról 18 hónapra növelték.

Nagy jelentőségű változás volt, hogy a **nyílt végű nyilvános ingatlanalap zárt végű nyilvános ingatlanalappá alakulhatott át**. Az átalakulás lehetősége azt jelentette, hogy a korábban nyílt végűként kibocsátott, azaz folyamatos visszaváltási kötelezettséget felvállaló ingatlanalap zárt végűvé alakulhatott: olyan alappá, amelyet csak a futamidő lejártával terhel a visszaváltási kötelezettség. A zárt végűvé alakulás feltételrendszerét a jogszabály eléggé röviden fogalmazza meg, ezért a PSZÁF 7/2008. sz. vezetői körlevelében határozta meg a további feltételeket.

A harmadik kiemelkedő, bár kis mértékű módosítás volt, a Tpt. 271. §-ának változtatása, amely lehetővé tette, hogy az alapkezelő az alap nettó eszközértékének számításakor figyelembe vehető ingatlanok értékének 50%-áig hitelt vehessen fel a likviditás biztosítására is.

¹³ A Magyar Fejlesztési Bank Részvénytársaságról szóló 2001. évi XX. törvény módosításáról szóló 2008. évi LXXIV. törvény – a nem egészen kétoldalnyi törvény, amelyben összesen 1 bekezdés szól az MFB-ről – jelentősen átalakította az ingatlanalapok mozgásterét.

4. KILÁTÁSOK, VÁRAKOZÁSOK

A helyzet kialakulásához mind az ingatlanalapok kezelői, mind a jogi szabályozás hozzájárultak.

A jogi szabályozás **legnagyobb hibájának az ingatlanbefektetési alap formáját** tartjuk. Az a jogszabályi előírás, amely szerint a **nyílt végű, nyilvános ingatlanalap** esetén a befektetési alap kezelője maximum 90 napon belül visszavásárlási kötelezettséget vállal a befektetési jegyre, lehetetlenné teszi az ésszerű eszköz-forrás gazdálkodást. A befektetési jegyek visszaváltási kötelezettsége miatt egy hosszú távú befektetést (ingatlanvásárlás és működtetés) klasszikus rövid forrásokkal finanszíroznak. Ez a környezet mindig magában hordozza a nagy összegű pénzkivonásból eredő fizetéseképtelenség veszélyét, mivel az ingatlanalapok portfóliójában lévő, speciális kereskedelmi, ipari létesítmények piaca szűkebb, nem ad lehetőséget a gyors értékesítésre, másrészt pedig a gyors eladásból eredő menekülési érték jelentős veszteséget jelenthet a befektetők részére.

Ezen probléma megoldására két lehetőség kínálkozik: vagy megtiltani a nyílt végű ingatlanalap létrehozását, vagy pedig a portfólióban lévő ingatlanbefektetések átlagos értékesíthetőségi idejéhez kell kötni a visszaváltási kötelezettség minimális időtávját. A nyílt végű forma megtartásának egyik eszköze lehet, ha az ingatlanalap eszközeire valaki vételi opciót vállal, illetve szerződésekkel az alapkezelő biztosítja a folyamatos likviditást. Ebben az esetben lehet a visszaváltás ideje rövid, mivel az alapkezelő mögött álló partner bármikor képes biztosítani a szükséges likvid tőkét.

Ez a döntés valószínűleg radikálisan csökkentené az ingatlanalapok vonzerejét a kisbefektetők körében, azonban elkerülhető, hogy azok a befektetők, akik nem képesek felmérni a kockázatokat, saját tudatlanságuk miatt később jelentős veszteséget szenvedjenek el.

Az **ingatlanalapok alapjainál** akkor keletkezik probléma, ha azoknak az alapoknak, amelyekbe az alapok alapjai fektetnek, a visszaváltási időtávja eltér az alapok alapjainak visszaváltási idejétől.¹⁴ Megoldás lehet erre a helyzetre, hogy az ingatlanalapok alapjai, illetve olyan alapok, unit-linked befektetések esetében, amelyekben meghatározott arányt érnek el az ingatlanalapok befektetési jegyei, valamennyi szektorban elő kell írni azt, hogy a visszaváltási idő nagyságát a legnagyobb részarányt képviselő, vagy a leghosszabb visszaváltási idővel rendelkező alaphoz kell igazítani.

Az **ingatlanok értékelésekor** felmerülő megbízó-ügynök problémát a jogszabályok nem oldották meg, ugyanis ma az ingatlanértékelésre az ingatlanalap kezelője ad megbízást, és ő fizeti az ellenértéket is. Tekintettel az ingatlanértékelő piacot jellemző, éles versenyre, mindenki törekszik arra, hogy megtartsa a szerződéseit. Ez magában hordozza annak a veszélyét, hogy amennyiben az alapkezelő az ingatlanértékelővel szakmai vitába keveredik a megállapított árat illetően, a szerződést felbontva új, rugalmasabb ingatlanértékelőt bíz meg. Megoldás lehet, ha az ingatlanértékelők jelenleg is meglévő PSZAF-nyilvántartását jobban szegmentálnák; akár ingatlantípusonként, akár az értékelt ingatlan nagysága szerint. Az elvégzett munka árát hatóságilag rögzítenék. Ezt követően az ingatlanalapokhoz az ér-

14 Itt kell megjegyeznünk, hogy Németországban két ingatlanalapot is felfüggesztettek, és azon alapoknak az alapjai, amelyek ezen ingatlanalapok befektetési jegyeit is tartalmazták, felfüggesztették a kereskedést, mivel nem voltak képesek a visszaváltást és az árfolyamkezelést megoldani.

tékelendő ingatlan jellegének, nagyságának megfelelő kategóriából választva, az ingatlan-értékelőket sorsolás vagy „kártyaleosztás” alapján jelölnék ki. Az alapkezelő köteles lenne ezen ingatlanértékelővel 3-5 évre szerződést kötni, amelyet csak különösen indokolt esetben lehetne felmondani.

Jelentős átgondolást igényelnek a befektetési szabályok, mivel az alapok a **szabad pénzeszközök döntő részét állampapírban és egyéb, a jogszabályokban meghatározott befektetési formákban tartották**, így az alapok nem az ingatlanok, hanem a pénzpiac kockázatait futották. Ezért jelentősen szűkítendő a szabad pénzeszközök befektetésének köre (pl. rövid lejáratú, nem rulírozható bankbetétben). Ez ösztönözné az ingatlanalapok kezelőit, hogy keressék a jó ingatlanbefektetési lehetőségeket, gátat szabna a piaci marketing eladást ösztönző tevékenységének, mivel a szűk ingatlanbefektetési lehetőségek mellett túlzott pénzbeáramlás esetén nem lenne lehetőség a megfelelő profit elérésére. Szintén megfontolandó a hitelfelvétel jelenleg eléggé szabad lehetőségeinek szűkítése (a likviditás biztosítása). A likviditás fenntartásához szükséges hiteleket továbbra is biztosítani kell, mivel ez fontos eszköze lehet a jelenlegi válsághoz hasonló esetek leküzdésének, azonban a beruházásokhoz felvett hitelek csökkentése javasolt, mivel ez tőkeáttételt tesz lehetővé.

A jogszabályok módosítása során át kell gondolni és meg kell változtatni a válsághelyzetben követendő, az **ingatlanok kötelező értékesítésére** vonatkozó formát. Érdemes átgondolni az APEH-nél már sikeres **internetes árverés** bevezetésének lehetőségét, mivel ez lehetővé teszi, hogy a verseny körülményei jobban érvényesüljenek, és a legmagasabb árat ériék el, védve ezzel a befektetők érdekeit.

A jövőben nagyobb figyelmet kell fordítani az **engedélyezésre**. Tekintettel a Tpt.-ben meghatározott keretszabályokra, az ott meghatározott feltételeket az engedélyt megadó hatóságnak, azaz a PSZÁF-nak kell valós tartalommal megtöltenie. Ennek keretében vizsgálni kell, hogy az alapkezelő által indítani kívánt ingatlanalap üzletpolitikája, üzleti terve mennyire átgondolt, a mikro- és makrogazdasági körülmények között mennyire valósítható meg, mennyire reálisak az engedélyt kérők várakozásai az általános piaci várakozásokhoz képest.

A befektetési alapok nettó eszközértéke (Mrd Ft)

Megnevezés	2002. 12.31.	2003. 12.31.	2004. 12. 31.	2005. 12. 31.	2006. 12. 31.	2007. 12.31.	2008. 12. 31.	2009. 03. 31.
Befektetési alapok	943,616	879,035	1 066,756	1 879,419	2 557,557	3 235,766	2 566,599	2 539,088
<i>I. Nyilvános alapok</i>	923,721	849,891	1 029,048	1 829,690	2 472,383	3 125,368	2 362,234	2 249,315
1. Értékpapír-alapok	904,741	807,989	938,730	1 552,688	1 998,671	2 627,684	2 015,864	1 950,595
a) Kötvényalapok	829,926	709,675	782,083	1 146,228	1 057,367	1 346,964	1 042,154	1 063,674
b) Vegyes alapok	13,930	19,714	21,929	43,282	74,761	110,834	68,399	76,015
c) Részvényalapok	53,813	49,569	55,911	96,534	152,437	207,255	129,390	247,104
d) Származtatott ügyletekbe fektető alapok	0,000	7,240	36,389	89,020	281,835	501,228	557,471	40,127
e) Garantált alapok								470,351
f) Egyéb, be nem sorolt alapok	0,842	8,075	42,419	177,624	432,272	461,404	218,449	53,323
2. Ingatlanalapok	18,979	41,903	90,318	277,001	473,712	497,684	346,370	298,720
a) Ingatlanforgalmazó alap								296,403
b) Ingatlanfejlesztő alap								2,317
<i>II. Zártkörű alapok</i>	19,895	29,143	37,707	49,729	85,174	110,397	204,365	289,773

Forrás: PSZÁF

A befektetési alapok nettó eszközértéke 2007–2009 (Mrd Ft)

Megnevezés	2007. 03. 31.	2007. 06. 30.	2007. 09. 30.	2007. 12. 31.	2008. 03. 31.	2008. 06. 30.	2008. 09. 30.	2008. 12. 31.	2009. 03. 31.
Befektetési alapok	2 634,157	2 849,215	3 124,488	3 235,766	3 189,304	3 049,041	3 070,164	2 566,599	2 539,088
I. Nyilvános alapok	2 549,301	2 748,910	3 023,370	3 125,368	3 084,633	2 929,271	2 939,622	2 362,234	2 249,315
1. Értékpapír- alapok	2 085,916	2 288,179	2 551,562	2 627,684	2 578,927	2 439,047	2 465,584	2 015,864	1 950,595
a) Kötvényalapok	1 090,680	1 219,533	1 307,528	1 346,964	1 380,817	1 293,565	1 289,927	1 042,154	1 063,674
b) Vegyes alapok	83,891	93,195	105,212	110,834	107,478	96,490	86,193	68,399	76,015
c) Részvényalapok	158,588	178,683	207,923	207,255	185,367	171,843	171,018	129,390	247,104
d) Származtatott ügyletekbe fektető alapok	313,818	352,858	460,364	501,228	524,988	548,059	561,329	557,471	40,127
e) Garantált alapok									470,351
f) Egyéb, be nem sorolt alapok	438,939	443,910	470,535	461,404	380,277	329,090	357,116	218,449	53,323
2. Ingatlanalapok	463,385	460,731	471,808	497,684	505,706	490,224	474,037	346,370	298,720
a) Ingatlan- forgalmazó alap									296,403
b) Ingatlan- fejlesztő alap									2,317
II. Zártkörű alapok	84,856	100,304	101,117	110,397	104,672	119,770	130,543	204,365	289,773

Forrás: PSZÁF

4 ingatlanalap 2008. évi vagyon és nettó eszközértékeinek alakulása

	Március		Június		Szeptember		Október		November		December	
	Va- gyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Va- gyon	Nettó esz. ért.
Európa Ingatlan	40 575	1,5974	36 852	1,6275	34 217	1,6557	26 668	1,6418	22 626	1,5803	20 504	1,4321
Erste Ingatlan	150 325	1,3902	143 780	1,4169	138 430	1,4477	116 613	1,4491	113 831	1,4617	118 203	1,4725
OTP Ingatlan	146 272	1,5439	139 245	1,5673	131 060	1,5939	90 483	1,5584	77 773	1,5589	73 397	1,4711
Raiffeisen Ingatlan	90 751	1,7305	87 768	1,7667	84 701	1,8012	66 128	1,78	53 134	1,8105	47 651	1,6235
Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap)												
Európa Ingatlan			-3 723	0,0301	-2 635	0,0282	-7 549	-0,0139	-4 042	-0,0615	-2 122	-0,1482
Erste Ingatlan			-6 545	0,0267	-5 350	0,0308	-21 817	0,0014	-2 782	0,0126	4 372	0,0108
OTP Ingatlan			-7 027	0,0234	-8 185	0,0266	-40 577	-0,0355	-12 710	0,0005	-4 376	-0,0878
Raiffeisen Ingatlan			-2 983	0,0362	-3 067	0,0345	-18 573	-0,0212	-12 994	0,0305	-5 483	-0,1870

	Március		Június		Szeptember		Október		November		December	
	Vagyron	Nettó esz. ért.	Vagyron	Nettó esz. ért.	Vagyron	Nettó esz. ért.	Vagyron	Nettó esz. ért.	Vagyron	Nettó esz. ért.	Vagyron	Nettó esz. ért.
Vagyron/eszk. ért. változás (előző hónap 100%)												
Európa Ingatlan			-9,18%	1,88%	-7,15%	1,73%	-22,06%	-0,84%	-15,16%	-3,75%	-9,38%	-9,38%
Erste Ingatlan			-4,35%	1,92%	-3,72%	2,17%	-15,76%	0,10%	-2,39%	0,87%	3,84%	0,74%
OTP Ingatlan			-4,80%	1,52%	-5,88%	1,70%	-30,96%	-2,23%	-14,05%	0,03%	-5,63%	-5,63%
Raiffeisen Ingatlan			-3,29%	2,09%	-3,49%	1,95%	-21,93%	-1,18%	-19,65%	1,71%	-10,32%	-10,33%
Vagyron/eszk. ért. változás (2008. március 100%)												
Európa Ingatlan			-9,18%	1,88%	-15,67%	3,65%	-34,27%	2,78%	-44,24%	-1,07%	-49,47%	-10,35%
Erste Ingatlan			-4,35%	1,92%	-7,91%	4,14%	-22,43%	4,24%	-24,28%	5,14%	-21,37%	5,92%
OTP Ingatlan			-4,80%	1,52%	-10,40%	3,24%	-38,14%	0,94%	-46,83%	0,97%	-49,82%	-4,72%
Raiffeisen Ingatlan			-3,29%	2,09%	-6,67%	4,09%	-27,13%	2,86%	-41,45%	4,62%	-47,49%	-6,18%

Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

4 ingatlanalap 2009. évi vagyon és nettó eszközértékeinek alakulása

	Január		Február		Március		Április		Május		Június	
	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	Vagyon	Nettó esz. ért.	vagyon	Nettó esz. ért.
Európa Ingatlan	20 159	1,4079	14 611	1,0204	15 008	1,0481	15 359	1,0715	16 838	1,1747	16930	1,1811
Erste Ingatlan	99 143	1,484	96 125	1,4914	91 011	1,5056	86 494	1,5176	84 357	1,5284	81844	1,5413
OTP Ingatlan	67 590	1,419	66 560	1,3974	65 855	1,3826	48 915	1,3814	43 751	1,3903	39589	1,4004
Raiffeisen Ingatlan	43 837	1,4936	44 035	1,5003	44 389	1,5018	44 431	1,5032				
Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap)												
Európa Ingatlan	−345	−0,0242	−5 548	−0,3875	397	0,0277	351,0	0,0234	1 479	0,1032	92	0,0064
Erste Ingatlan	−19 060	0,0115	−3 018	0,0074	−5 114	0,0142	−4 517,0	0,0120	−2 137	0,0108	−2 513	0,0129
OTP Ingatlan	−5 807	−0,0521	−1 030	−0,0216	−705	−0,0148	−16 940,0	−0,0012	−5 164	0,0089	−4 162	0,0101
Raiffeisen Ingatlan	−3 814	−0,1299	198	0,0067	354	0,0015	42,0	0,0014				
Vagyon/eszk. ért. változás (előző hónap 100%)												
Európa Ingatlan	−1,68%	−1,69%	−27,52%	−27,52%	2,72%	2,71%	2,34%	2,23%	9,63%	9,63%	0,55%	0,54%
Erste Ingatlan	−16,12%	0,78%	−3,04%	0,50%	−5,32%	0,95%	−4,96%	0,80%	−2,47%	0,71%	−2,98%	0,84%
OTP Ingatlan	−7,91%	−3,54%	−1,52%	−1,52%	−1,06%	−1,06%	−25,72%	−0,09%	−10,56%	0,64%	−9,51%	0,73%
Raiffeisen Ingatlan	−8,00%	−8,00%	0,45%	0,45%	0,80%	0,10%	0,09%	0,09%				

	Január		Február		Március		Április		Május		Június	
	Vagyon	Nettó esz. ért	Vagyon	Nettó esz. ért	Vagyon	Nettó esz. ért	Vagyon	Nettó esz. ért	Vagyon	Nettó esz. ért.	vagyon	Nettó esz. ért.
Vagyon/eszk. ért. változás (2008. március 100%)												
Európa Ingatlan	-50,32%	-11,86%	-63,99%	-36,12%	-63,01%	-34,39%	-62,15%	-32,92%	-58,50%	-26,46%	-58,27%	-26,06%
Erste Ingatlan	-34,05%	6,75%	-36,06%	7,28%	-39,46%	8,30%	-42,46%	9,16%	-43,88%	9,94%	-45,56%	10,87%
OTP Ingatlan	-53,79%	-8,09%	-54,50%	-9,49%	-54,98%	-10,45%	-66,56%	-10,53%	-70,09%	-9,95%	-72,93%	-9,29%
Raiffeisen Ingatlan	-51,70%	-13,69%	-51,48%	-13,30%	-51,09%	-13,22%	-51,04%	-13,13%				

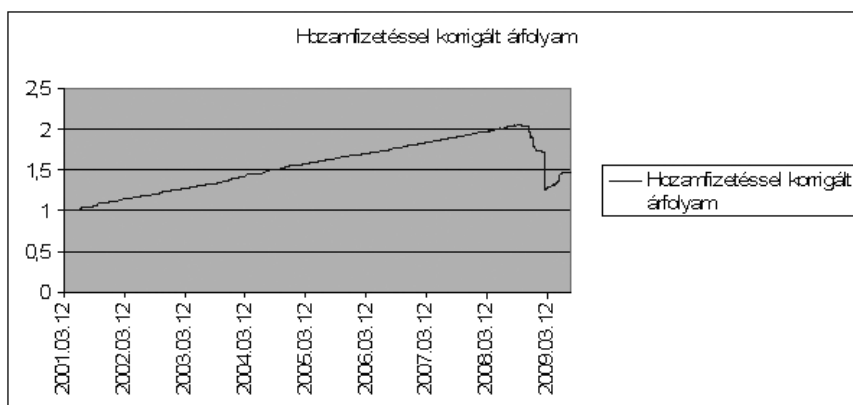
Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

4. melléklet

Példák az ingatlanalapok árfolyamának alakulására



Forrás: http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html



Forrás: <http://www.europaalap.hu/?t=3&s=1§ion=1&main=0>



Forrás: <https://www.otpbank.hu/ingalapkezelo2001/online/10002455.html>

Az ingatlanalapok főbb vagyonelemei 2008. évben

Ingatlan alapok fő eszköz- csoport- jai	Március			Június			Szeptember			Október			November			December		
	Likvid eszköz	Hitel	Ingat- lan	Likvid eszköz	Hitel	Ingat- lan	Likvid eszköz	Hitel	Ingat- lan	Likvid eszköz	Hitel	Ingat- lan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingat- lan
Európa Ingatlan	16 398	12 060	36 237	14 926	11 109	33 035	11 615	11 326	33 928	3 676	12 030	35 022	1 159	12 278	33 745	1 063	12 557	31 998
Erste Ingatlan	119 946	29 627	60 006	114 283	28 254	57 751	107 760	30 055	60 725	8 3127	32 458	65 944	79 994	33 951	67 788	8 3893	34 080	68 390
OTP Ingatlan	95 262	3 309	54 319	84 958	3 199	57 486	75 665	2 494	57 889	48 576	16 189	58 096	24 361	5 397	58 809	2 3281	3 277	53 393
Raiffeisen Ingatlan	39 930,4	0	50 820,6	38 617,9	0	49 150,1	33 033,4	0	51 667,6	9 919,2	0	56 208,8	-0,36	2 125	55 259,4	-0,08	3 812	51 463,1
Feltöltöttségi szint																		
Európa Ingatlan			89,31%			89,64%			99,16%			131,33%			149,14%			156,06%
Erste Ingatlan			39,92%			40,17%			43,87%			56,55%			59,55%			57,86%
OTP Ingatlan			37,14%			41,28%			44,17%			64,21%			75,62%			72,75%
Raiffeisen Ingatlan			56,00%			56,00%			61,00%			85,00%			104,00%			108,00%

Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

Az ingatlanalapok főbb vagyonelemei 2009. évben

	Január			Február			Március			Április			Május			Június		
	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan	Likvid eszköz	Hitel	Ingatlan
Európa Ingatlan	1 031	13 390	32 518	824	14 077	27 864	696	14 292	28 604	875	13 953	28 437	78	12 242	29 002	−4	11 690	28 624
Erste Ingatlan	62 454	36 756	73 445	57 809	38 266	76 582	52 051	39 050	78 010	49 237	37 128	74 385	48 072	36 344	72 629	51 884	29 808	59 768
OTP Ingatlan	19 513	3 552	51 629	19 254	3 773	51 079	19 350	3 646	50 151	10 108	9 889	48 696	9 051	14 945	49 645	9168	20 402	50 823
Raiffeisen Ingatlan	−0,4	8 767	52 604,4	−0,35	9 247	53 282,4	−0,36	10 653	55 042,4	0	8 285	52 716	0			0		
Feltöltöttségi szint																		
Európa Ingatlan			161,31%			190,71%			190,59%			185,15%			172,24%			169,07%
Erste Ingatlan			74,08%			79,67%			85,71%			86,00%			86,10%			73,03%
OTP Ingatlan			76,39%			76,74%			76,15%			99,55%			113,47%			128,38%
Raiffeisen Ingatlan			120,00%			121,00%			124,00%			118,65%						

Forrás: Erste, Európa, Raiffeisen, OTP és saját számítás

IRODALOMJEGYZÉK

- A befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény. CD KompLex Jogtár Plusz
- A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény. CD KompLex Jogtár Plusz
- ÁKK Zrt. [2009]: Max index alakulása, http://www.akk.hu/max_idosor.ivy?public.cat-sys-CCB05A37-B22F-4563-8BE6-7BFA256BF1F3-filtergroup=user1
- EIDENPENZ JÓZSEF [2009]: Lehet még harmincmilliárd forinttal kevesebb?, *Napi Gazdaság*, 2009. július 24–25.
- Erste Ingatlan Alap: Legfontosabb tudnivalók az Erste Ingatlanalapról; http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html; Havi portfóliójelentések: http://www.erstebroker.hu/hu/befjegy_erste_ingatlan_alap.html
- Európa Ingatlan Alap: Havi jelentések; <http://www.europaalap.hu/index.php?lang=0&t=1&s=0&archivum=1>
- OTP Ingatlan Alap: Jelentések; <https://www.otpbank.hu/ingalapkezeslo2001/online/A0202000000.html>
- PSZÁF [2007]: A Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete Felügyeleti Tanácsának 1/2007. (II. 8.) ajánlása az ingatlanalap-kezelési tevékenység megfelelő végzéséhez, http://www.pszaf.hu/bal_menu/szabalyozo_eszkozok/pszafhu_bt_ajanlirelvutmut/ajanlas_ft/pszafhu_ajanlirelvutmut_20070214_1.html
- PSZÁF [2008a]: J-III-200/2008. számú határozat a befektetési jegyek folyamatos forgalmazásának felfüggesztéséről; http://www.pszaf.hu/bal_menu/hatarozatok/tokepiaci_hatarozatok/J-III-200-2008_654.html
- PSZÁF [2008b]: A nyílt végű ingatlanbefektetési alapok zárt végű ingatlanbefektetési alappá történő átalakulása során alkalmazandó alapelvekről szóló 7/2008. számú Vezetői körlevél; www.pszaf.hu
- Raiffeisen Ingatlan Alap: Havi elemzések; http://www.raiffeisen.hu/rai/raiportal/ep/programView.do?channelId=-11708&programId=72597&programPage=%2Fep%2Fprogram%2Feditorial.jsp&BV_SessionID=@@@0578611957.1249800449@@@&BV_EngineID=ccchadehmkhkgdjcefcgghkdghkdff.0
- UNIQA [2009]: Közlemények; http://www.uniqavk.hu/uniqavk_hu/cms/news/kozlemenyek/20090316/index.jsp
- VIRÁG LÁSZLÓNÉ [2009]: Ingatlanbefektetési alapok (előadás). Budapesti Corvinus Egyetem, KTI Ingatlangazdálkodási szak

PETRIK BÉLA

Egy követeléskezelési törvény szükségességéről¹

A magyar jogalkotás egyik legnagyobb mulasztása a követeléskezelési tevékenység törvényi szabályozásának hiánya (a másik a természetes személyek adósságrendezési eljárása). De amíg a „magáncsód” intézményét a válság közepette szinte öngyilkosság bevezetni, addig a követeléskezelési törvény megalkotása e válság kezelésének egyik leg-hatékonyabb eszköze lehetne, amely nemcsak a gazdasági élet professzionális szereplőit, de a természetes személyek legalapvetőbb életviszonyait is átöleli. A tanulmány a hazai gyakorlat és a nemzetközi szabályozás vázlatos bemutatásán keresztül fel kívánja hívni a figyelmet a követeléskezelői tevékenység jogi szabályozatlanságából eredő problémákra, egyúttal javaslatot kíván tenni a törvényalkotás lehetséges módjára és mikéntjére. A gazdasági válság és a magyar gazdaság helyzete olyan környezetet hozott létre, amelyben a követeléskezelési tevékenység minden piaci szereplő számára megkerülhetetlen kérdéssé vált, s amelyben a korábbi eljárások és technikák már nem bizonyulnak elegendőnek. A szabályozatlanság miatt e területen is sorra jelentkeznek olyan vállalkozások, amelyek visszaélnék ezzel a helyzettel, és tisztességtelen magatartásukkal, a nemzetközi gyakorlat szerint tiltott követeléskezelési tevékenységükkel megsértik az adósvédelmi garanciákra vonatkozó előírásokat, s ezzel – komoly társadalmi feszültségeket keltve – az egész követeléskezelői szektor, így különösen a hitelintézetek jó hírét és megbecsültségét rontják.

BEVEZETÉS

Ma a követeléskezelés egyik megoldásra váró problémája, hogy szabályozás hiányában a követelések érvényesítése a hatóságok által felügyelt és ellenőrzött személyi körön kívülre került, s a jogszabályi környezet hiányát egyes szereplők kihasználják. A hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások (továbbiakban az egyszerűség kedvéért együttesen a **bankok** kifejezést használjuk), szolgáltatók hiába működnek többnyire **prudensen, korrekt és jól szabályozott eljárási rend alapján, a teljes szektor gyakorlatát ezen kivételes szereplők rontják le.**² Megjelentek ugyanis azok a „**harmadkörös**”³ vállalkozások és személyek

1 Az írás egy nagyobb tanulmány részlete.

2 Ahogyan azt a PSZÁF egy jelentése is megfogalmazta, a jövőben jelentősen felértékelődik a tisztességes piaci magatartás, ugyanakkor nehezebbé válik az ilyen magatartás normáinak betartása és betartatása, mert a rendkívüli kedvezőtlen piaci feltételek csökkentik a törvénytelen vagy erkölcstelen magatartás relatív kockázatait.

3 A követeléskezelés az abban résztvevők megbontásában az alábbiak szerint alakul: **primer követelésérvényesítők** (bankok, pénzügyi vállalkozások, azaz az elsődleges jogosultak), **másodlagos behajtók** (azok a behajtó cégek és faktorálók, akik megbízásból vagy a követelés megvásárlása alapján a megbízó vagy a maguk érdekében végzik a követeléskezelés teljes vagy egy-egy részének feladatát), **harmadlagos szereplők** (akik vagy a primer, de jellemzően a másodlagos behajtók megbízásából látnak el kiegészítő feladatot, vagy a követelésérvényesítés egy-egy jól meghatározott teendőjét).

(„A” és „B” típusú ügynökök), akikre már **sem a bankoknak, sem az állami hatóságoknak érdemi és lényegi rálátásuk, befolyásuk nincs**, eljárásuk szabályozatlan és ellenőrizetlen. Ezek az árveréseket szervező cégek és vállalkozások, a személyes felkeresést és közvetlen behajtást végzők, illetőleg a követelés érvényesítése során közreműködők azok, akik közvetlenül **kapcsolatba kerülnek az ügyfelekkel**, s a követeléskezelés **legérzékenyebb és legsúlyosabb következményekkel járó fázisait**, a legszenzibilisebb részeket végzik.

Érdemes tehát arra az ellentmondásra felhívunk a figyelmet, hogy miközben a jogalkotói szándék a követeléskezelési tevékenység teljes folyamatát a pénzügyi szolgáltatás részének tekinti – a PSZÁF gyakorlata is töretlen ebben a kérdésben –, a közreműködői kör esetében megelégszik egy bejelentési kötelezettséggel (pénzügyi vállalkozásokhoz kapcsolódóan, ha „A” típusú ügynökről van szó, a szerződés láttamozásával), lényegi és érdemi ellenőrzés, az ügynöki működés – személyi-tárgyi, szakmai – feltételeinek bármiféle megkövetelése vagy a szankcionálás igénye nélkül. A problémák egy jelentős része tehát a követeléskezelési tevékenység jogi szabályozatlanságából ered; hiszen – miközben a jogi eljárások részletesen és pontosan szabályozottak – az ügyfél fizetésének problémássá válásától a felmondáson át a jogi-végrehajtási eljárások indításáig még a keretszabályok szintjén is hiányos és pontatlan. **A tanulmány ezért a követelés érvényesítésének folyamatán keresztül a követeléskezelői tevékenység jogi szabályozatlanságából vagy nem megfelelő szabályozásából eredő problémáinak bemutatásával foglalkozik, és javaslatot tesz a szabályozás módjára és mikéntjére.**

A hitelintézeteknek új piaci környezettel kellett szembenézniük, hiszen a magyar **háztartások eladósodottsága növekszik**⁴, a **megélhetési költségek és a hitelek törlesztésére fordítandó összegek meghaladják a háztartás összjövedelmét**⁵, a 90 napnál régebben lejártak aránya az év során emelkedett⁶, a **devizahitelek aránya meghaladja a 70 százalékot, a foglalkoztatottak száma 3 millió 790 ezerre csökkent, a munkanélküliség meghaladta a 10,4%-ot**. A piaci környezet romlásával összhangban, a **követeléskezelés hagyományos formái egyre kevesebb eredményt képesek biztosítani, s nem jelent megoldást a követelések értékesítése sem** az ingatlanpiac szűkülése, a követelésvásárlásokat korábban lehetővé tévő források hiánya, az adósok fizetőképességét biztosító hitelkiváltás visszaszorulása, továbbá az adós fizetőképtelenségét okozó munkanélküliség növekedése miatt.

1. A JELENLEGI GYAKORLATBAN REJLŐ PROBLÉMÁK

A telefonos megkeresések és az ügyféllel történő levelezés körében megjelennek a másodlagos behajtók; jól azonosíthatók az ügyfélhívás és a levelezés problémái, így a szabályozás lehetséges pontjai is: a kihívások. Fellelhetők a levelezés szövegezésében, az átadott adatok adatvédelmi problémáiban, a kihívások időpontjában és ütemezettségében, a „célba találás” pontosságában. Tekintettel arra, hogy a követeléskezelő cégek és az

4 A 2008. I. negyedévében regisztrált 511 061-ről 2009. I. negyedévére több mint 230 000-rel, 741 271-re nőtt a negatív adósnylévántartásba bejegyzett természetes személyek száma.

5 A 2008-as felmérés szerint a kockázatos háztartások aránya 8% fölé emelkedett, míg a hitelek közül való részese-désük már megközelíti a 19%-ot.

6 Az MNB 2009-ben közzétett pénzügyi stabilitási jelentése (Jelentés a pénzügyi stabilitásról – 2009).

adatvédelmi biztos között évek óta folyó vita és egyeztetés zajlik e témakörben, mára az **adatvédelmi problémák köre nagymértékben tisztázódott.**

A hívásokat a másodlagos behajtók **több műszakban** reggel 7 és este 10 óra között, illetőleg a vasárnap kivételével bármely napon végzik, az **ügyfelet mindaddig hívják, amíg elérhetővé nem válik**, illetőleg az elért, de **nem teljesítő ügyfelet a megbízás ideje alatt folyamatosan keresik.** Mind a hívások időpontja, mind azok rendszeressége egyes esetekben az ügyfél zaklatásának határán jár. A hívások **másik problematikus pontja azok „becsapódásának” helye,** hiszen az ügyfél a szerződéskötésnél otthoni, munkahelyi számot is megadhat, amely információ az adatátadás során elvész, így az ezeken történő hívás illetéktelen személyhez is eljuthat, sértve ezzel az ügyfél személyiségi jogait, illetőleg sérülhet a banktitok is.

A levelek egy része lényegében csak a tartozásra és annak megfizetésére hívja fel az ügyfél figyelmét, illetőleg a kapcsolatfelvétel módját és helyét jelöli meg. **Nem helyeznek hangsúlyt arra, hogy az ügyfél figyelmét felhívják** a nemfizetés esetén folytatandó eljárásra, **a jogi következményekre,** az ügyfélnek kínált **fizetéskönnyítő eszközökre,** illetőleg a lehetséges **engedményekre.** A **célszerűséget és a szükségességet,** elsődlegesen a másodlagos behajtók körében sok esetben **felülírja a költségtakarékosság, ezért az ügyfelek bizonyos – lakóhely, életkor, összecszerűség alapján szűrt – csoportja egyáltalán nem kap írásbeli felszólítást és tájékoztatást,** illetőleg a későbbi jogi eljárások szempontjából fontosnak ítéltetően, **a levelezés utólag nem igazolható formában történik.**

A **személyes felkeresés, helyszínelés a követeléskezelési tevékenység egyik kritikus pontja, s a bankok egyre nagyobb hangsúlyt helyeznek az ügyfél tényleges és személyes megszólítására.** Miközben a feladatot jellemzően a **másodlagos behajtók, harmadlagos szereplők végzik, a tevékenység rendkívül szenszitiv,** hiszen az ügyfél magánszférájába lépnek be, és a tevékenység során **megállapodásokat kötnek,** illetőleg a tartozás **részbeni vagy teljes kifizetésére is mód nyílik.** A feladat elvégzésére a **bankok sem szervezettel, sem személyi állományukban nem készültek fel** (talán nem is céljuk); az **jellege szerint „A” típusú ügynöki tevékenység,** így **további alvállalkozó igénybevételére nem volna mód és lehetőség.** Az ezzel foglalkozó cégek azonban **saját munkaerőt ezen a téren nem vagy alig foglalkoztatnak,** hiszen e létszám folyamatos fenntartása jelentős költségnövekedést okozna. Miközben tehát a **követeléskezelési tevékenység egy igen érzékeny és fontos területéről beszélünk, a feladatot ellátó személyi körre** nemhogy a területet felügyelő szakmai hatóságnak és szervezeteknek, de **a primer követelésérvényesítőknek sincs rálátásuk, hatásuk.**

Szinte **valamennyi bank él a követelések értékesítésének** eszközével, amely a portfóliótisztítás, a belső apparátus versenyhelyzetének, egy egészséges egyensúly fenntartásának, a költség szint és a pénzügyi elvárások kezelésének, továbbá a HR-szempontok érvényesítésének eszköze. Egy részük azonban **ezt a saját work-out terület hiányának pótlására alkalmazza,** és a puha behajtási eszközök bevetése után **követeléseit azonnal piacra viszi, amivel torzítja a követelésérvényesítés folyamatát.** Ezen a területen ugyanis **akkor alakulhat ki probléma, ha a követelés engedményezése folytán** a jogviszonyban akár egyedi, akár csomagszerű értékesítés során **olyan követeléskezelő kerül jogosulti pozícióba, akinek a célja lényegében nem a követelés szerződésben meghatározott járulékaival** (ügyleti és késedelmi kamat) **együtt történő érvényesítése, azaz egy normál**

követelésérvényesítési eljárás szakszerű végigvitele és az abban rejlő hasznok realizálása, hanem a lehetséges bevételt meghaladó mértékben igyekeznek a követelés összegének maximalizálására, illetőleg célja **a fedezeti ingatlan megszerzése**. A követelés értékesítését követően **az adós számos olyan adósságrendezési lehetőségtől eshet el**, amely a bank mint jogosult esetében reális alternatíva volna, míg a helyébe lépő követeléskezelőtől már nem várható el.

A jogi-végrehajtási eljárásokkal jelen tanulmány nem foglalkozik, a bíróságok, végrehajtók eljárásait részletes törvényi szabályozás foglalja keretbe. E körben egyetlen intézményre kívánjuk a figyelmet felhívni, a Polgári Törvénykönyv által szabályozott, úgynevezett **zálogtárgyak bírósági végrehajtási eljáráson kívüli értékesítésével** (továbbiakban: a **közvetlen értékesítéssel**).⁷ A témakör legizgalmasabb kérdése a jogosulti oldal **alanyi körének** tisztázása, hiszen a **jogalkotó szándéka elsődlegesen arra irányult**, hogy ide csak azok a személyek kerülhessenek be, akik mind gazdasági, mind pedig jogi szervezettségük és szabályozottságuk folytán **képesek az adósvédelmi garanciák biztosítására**, tőkeerejük-nél fogva pedig arra, hogy ezek megsértése esetén a zálogkötelezett felé helytállhassanak. Az e rendelkezésekben írt „**záloghitel nyújtásával**”, illetve „**záloghitel nyújtásával vagy árverés szervezésével**” **üzletszerűen vagy hivatalból foglalkozó személyek körét** illetően azonban a megfogalmazás **hézagossá vált**. A Ptk. 257. §-ának (2)–(3) bekezdése a bírósági végrehajtás mellőzésével történő **kielégítésre feljogosítottak körét úgy határozta meg**, hogy – zálogjoggal biztosított követeléseit tekintetében – **minden hitelintézet a záloghitel-lezással üzletszerűen foglalkozó szervezetek körébe tartozik**, továbbá, hogy **az árverés szervezésével üzletszerűen foglalkozó személyek között a felszámolók és az önálló bírósági végrehajtók számára is lehetővé tette**, hogy megbízást kaphassanak a zálogtárgyak értékesítésére.⁸ A bírósági végrehajtáson kívüli zálogtárgyak értékesítésére **megbízást elnyerő személyek köre e ponton azonban nem zárult be, s további személyeknek is adható megbízás**, így például az ingatlan forgalmazására jogosult **üggyédek, ügyvédi irodák is e körbe tartozhatnak**. Az alanyi kör azonban még ennél is bővebb, hiszen **sorra alakultak azok a gazdasági társaságok, akik**, bár semmiféle, a jogalkotói szándéknak megfelelő személyi és tárgyi feltételrendszerrel nem rendelkeznek, **árverezőházak formájában hódítanak egyre nagyobb teret**.

Az értékesítés módjára vonatkozó szabályozás legfontosabb alapelve, hogy az mindkét fél érdekeit, elsődlegesen a gazdaságosságot, az ésszerűséget és az üzleti tisztességet szolgálja. A kormányrendelet ugyanakkor nem írt le olyan részletezettségű eljárást, mint amelyek például a bírósági végrehajtás vagy a felszámolási eljárások esetén irányadók, de meghatározta azt az alapvető feltételrendszert, amely mentén a jóhiszemű és tisztességes értékesítési eljárás megvalósítható. A jogosultnak úgy kell meghatároznia az értékesítést, hogy az adott zálogtárgy esetében **vevőként szóba jöhető személyek az értékesítésről tudomást szerezhessenek, és egymással versengő ajánlatot tehessenek**. Nem tudjuk, hogy a jogalkotó milyen személyi körre gondolt a „szóba jöhető” vevők esetében, illetőleg nem definiálta, hogy az értékesítési módnak melyek a minimális feltételei. A **versengő ajánlat**

⁷ A jogintézmény kategóriába sorolása terén egyes piaci szereplők a puha behajtás körébe, míg mások a jogi eljárások közé sorolják. Mindkét kategorizálásnak van elméleti megalapozottsága, a tanulmány szempontjából a kérdés eldöntése nem szükséges.

⁸ Ptk. 48. § (4) bekezdése

alatt árverést, nyilvános pályázatot, versenytárgyalást egyaránt érthetünk, de úgy véljük, hogy mind technikai, mind garanciális szempontból ennél **precízebb és pontosabb megfogalmazásra lett volna szükség** a tisztességes eljárás elvének érvényesüléséhez. **Nem szabályozott** így például az a kérdés sem, hogy az **árverés meghirdetése milyen körben és formában, milyen adattartalommal történjen**, hiszen lehetséges, hogy az értékesítést végző személy érdeke nem a bevétel maximalizálása, hanem az ingatlan tulajdonjogának megszerzése.

Mára a gyakorlat bebizonyította, hogy **az alanyi oldal nem kellően zárt és minőségében ellenőrzött volta**, továbbá az **értékesítés módjára vonatkozó szabályozás részbeni hiányossága**, egymás hatását erősítve, olyan visszaélésekhez vezetett, amelyek a követelésérvényesítés teljes rendszerének, a primer követelésérvényesítők eljárásának hitelességét és tisztességét kérdőjelezi meg. **Miközben tehát a jogintézményt egy viszonylag „laza” magánjogi szabályozás rendezi, addig a követelésérvényesítés legradikálisabb eszköze, hiszen hivatásrendi szervezet nélkül, közvetlen bírósági kontroll, független, harmadik személy közreműködése nélkül folyik le a fedezeti ingatlan kényszerértékesítése.**

2. A SZABÁLYOZÁS LEHETSÉGES TARTALMA

Mindezen anomáliák vázlatos áttekintését követően, az alábbiakban kísérletet teszünk egy jövőbeni szabályozás tartalmának meghatározására.

A létrehozandó törvényi szabályozásnak rögzítenie kell a követeléskezelési eljárásra vonatkozó **alapelveket**:

1. A jogosultnak kísérletet kell tennie arra, hogy **„jogi eljáráson kívül”** történjen meg a tartozás rendezése, azaz **lehetőséget** – de nem kizárólagosságot – **kell biztosítania a jogi úton kívüli eszközök alkalmazásának, az adós önkéntes teljesítésének.**
2. **Arányosság elve** – a követeléskezelés minden esetben igazodjon a fennálló követelés nagyságához, a követelés érvényesítése során olyan eszközöket alkalmazzanak, amelyek igazodnak a követelés nagyságához és a késedelembe esés idejéhez.
3. **Fokozatosság elve** – a követelés érvényesítése **adjon lehetőséget az adósnak az önkéntes teljesítésre**, a kezelés a megállapodásos rendezésre irányuljon, a követeléskezelés eszközeit azok súlyossága szerint a szükséges és indokolt mértékben alkalmazza a hitelező.
4. **Átláthatóság elve** – a követeléskezelés minden szakaszában legyen átlátható az adós és harmadik személyek számára is, azaz az adós számára a követelésérvényesítés egyes lépéseiről a szükséges és megfelelő tájékoztatás rendelkezésre álljon.
5. **Kiszámíthatóság elve** – az adós pontosan tudja, hogy a követelés érvényesítése milyen lépésekben történik.
6. **Méltányos eljárás elve** – az adóssal szemben foganatosított behajtási intézkedések legyenek méltányosak, vegyék figyelembe az emberi méltóságot, ami alapvetően szükséges a hitelező jó hírnevének megőrzése érdekében.
7. **A kereskedelmi szempontból ésszerű eljárás követelménye** – ez a pénzügyi biztosítéki megállapodásokról szóló 2002/47/EK irányelv átültetésekor, az óvadéki szabályok 2004. évi módosításakor jelent meg a Ptk.-ban, s az új Polgári Törvénykönyv

tervezetében is teret nyert. E körben mindez a jóhiszemű és tisztességes eljárás, illetve az adott helyzetben általában elvárható magatartás alapelvei szintű követelménye mellett az alapelvek értelmezését segíti elő, amely szerint egyfelől **a kényszerértékesítések során a vételár maximalizálására kell törekedni**, s ennek megfelelően kell kiválasztani a meghirdetés és az értékesítés helyét, idejét és módját; másfelől viszont tekintetbe kell venni az adott helyzet sajátosságait is: azt, hogy az értékesítést egy követelés érvényesítése érdekében végzik, ezért az értékesítést ésszerű időn belül kell lefolytatni.

8. A **transzparencia elve** – a lakossági hitelnyújtás körében fokozottan érvényesüljön a közérthetőség és átláthatóság, a szükséges információk hozzáférhetőségének lehetősége.
9. A **szabályelvűség elve** – a követeléskezelők gyakorlatukat a jogszabályoknak és a jó gyakorlatot elősegítő elvárásoknak megfelelő tartalommal folytatják, s azokat szabályzatokban rögzítik.

Ma már szinte egyöntetű szakmai vélemény, hogy a **követeléskezelés hazai szabályozása tovább nem halasztható**, mégpedig **törvényi szinten** látjuk szükségesnek szabályozni a jogintézmény alapjait, a fogalmakat, a szabályozás tárgyi és alanyi hatályát, az alapelveket, az engedélyezés szabályait, az engedélykötelezettség alól mentes személyek körének meghatározását, az eljáró hatóságot, a tevékenység végzésének alapkövetelményeit, személyi és tárgyi feltételeit, a tevékenységet végző személyi körre vonatkozó, különös kötelezettségeket. **Kormányrendelet** rögzíthetné a végrehajtási utasításokat, az eljárási- és magatartási szabályokat, az adóssal való kapcsolatfelvétel, kapcsolattartás rendjét, az elszámolás részletszabályait. Megválaszolásra váró kérdés, hogy már valamely **meglévő törvénybe illeszkedjen-e** a követeléskezelésre vonatkozó szabályozás, vagy egy **teljesen új, önálló szabályozással** teremtsen meg azt a jogalkotó.

Megoldás lehet a hiányzó szabályozásra a hitelintézetekről szóló 1996. évi CXII. **törvény (Hpt.) kiegészítése egy külön fejezettel**, amely ugyanakkor komoly nehézséget okozna, hiszen a Hpt. alapvetően a pénzügyi intézményrendszerre vonatkozóan állapít meg szabályokat, s így olyan alanyokra is ki kellene terjednie, akik nem tartoznak hatálya alá; másfelől azonban kézenfekvőnek is látszik, hiszen a szabályozni kívánt tevékenység mind gyakorlati, mind elméleti szempontból leginkább e területhez áll közel. A **fogyasztói hitelvédelemről szóló jogi szabályozás** keretei között is helyet kaphatna; azonban ez sem a gyakorlat, sem a magyar jogrendszer szempontjából nem tekinthető olyan kiforrott területnek, ahová ez a teljesen új szabályozás sikerrel illeszthető be, s bizonyosan nem élvezné a kialakult és megszilárdult gyakorlati és szabályozási viszonyok előnyeit. A **társasági jogi – kereskedelmi jogi szabályozás** körében is megvalósítható a szabályozás, amely azonban a jelenlegi rendszertől igen messze áll, annak beillesztése nehézségekbe ütközne, hiányzik ugyanis egy jól körülhatárolható és egységes kereskedelmi jogi szabályozás.

Igyekszünk széles körű nemzetközi mintavétellel bemutatni a gyakorlati megvalósíthatóságot. A mintavétel elvei:

- a) a területen nagy hagyományokkal rendelkező északi, **skandináv szabályozás** köréből a sok tekintetben irányadónak tekinthető Norvégiát és Svédországot,
- b) az **angolszász jogterületről** értelemszerűen az Egyesült Államok, pontosabban egyes szövetségi államok, tovább Kanada egyes tartományai, Új-Zéland és Ausztrália szabályozását,
- c) az északi, illetőleg kontinentális fejlődéstől eltérő, de nagy hagyományokra visszatekintő **Egyesült Királyság** gyakorlatát,
- d) a **kontinentális jogterületről** Németország és Ausztria példáját,
- e) továbbá **érdekességgént** a Dél-afrikai Köztársaság és a legújabb, 2009-es törvényi szabályozást bevezető Izland, vagy éppen Csehország jogalkotását tekintjük át.

A külföldi példák alapján a **szabályozás mikéntjének** szinte valamennyi megoldására találunk mintát:

1. **Önálló követeléskezelési szabályozással találkozhatunk** az 1930-as évekre visszatekintő hagyományokkal rendelkező Norvégiában⁹, Svédországban¹⁰, Finnországban¹¹, Kanada Ontario tartományában¹², a Dél-afrikai Köztársaságban¹³, vagy az éppen a legutóbbi, Izlandon 2009. január 1-jén hatályba lépő jogalkotói megoldásban¹⁴.
2. **Más jogszabályok keretei között, de részben önálló szabályozást** kapott a követeléskezelés például az **Amerikai Egyesült Államokban**, ahol – az Egyesült Királysághoz hasonlóan – a fogyasztói hitelvédelemről szóló törvényben, önálló fejezetben helyezték el. A szabályozás alapvetően fogyasztóvédelem-központú, így elsősorban nem a kereskedelmi cégek közötti követelések érvényesítésével foglalkozik, hanem a lakossági adósságok körében szabályozza a hárompólusú (hitelező – adós – követeléskezelő) viszonyt.¹⁵ Ehhez hasonló a **kanadai tartományi szintű jogalkotás** (szövetségi szintű szabályozás nem található, bár történtek erre kísérletek), hiszen

9 A követeléskezelés alapvető szabályait az 1988. évi 26. törvény (**Debt Collection Act – Act of 13 May 1988 No. 26. on Debt Collection and Other Recovery of Overdue Pecuniary Claims**), továbbá annak végrehajtási rendelete (Végrehajtási Rendelet – **Regulations appertaining to the Debt Collections Act**) tartalmazza. Ezt a szabályozást egészíti ki a pénzügyi szolgáltatásokat, köztük a követeléskezelést is felügyelő norvég hatóságra, a Kredittilsynetre vonatkozó, 1956. évi 1. pénzügyi felügyeleti törvény (Financial Supervision Act – Act on the Supervision of Credit Institutions, Insurance Companies and Securities Trading etc.), 1. erről: <http://www.kredittilsynet.no/en/Insurance-and-pensions/Insurance-pensions/Topic/Activity-of-EEA-pension-funds-in-Norway/>

10 A svédországi követeléskezelés jogi kereteit elsősorban az **adósságbehajtásról szóló 1974. évi 182. törvény (Inkassolag)** határozza meg (<http://www.notisum.se/rnp/SLS/lag/19740182.htm>).

11 Debt Collection Act 513/1999, módosította a 28/2005. számú törvény.

12 A követeléskezelésre vonatkozó legfontosabb szabályokat a **követeléskezelő ügynökségekről szóló 1990. évi törvény** (Collection Agencies Act – Collection Agencies Act, R.S.O 1990, c. C.14.) és annak végrehajtási rendelete (R. R. O. 1990, Regulation 74) tartalmazza (http://www.e-laws.gov.on.ca/html/statutes/english/elaws_statutes_90c14_e.htm).

13 A követeléskezelés törvényi kereteit a **követeléskezelőkről szóló 1998. évi 114. törvény** (Debt Collectors Act – Debt Collectors Act No. 114 of 1998), a részletszabályokat pedig a végrehajtási rendelet (Regulations relating to Debt Collectors, 2003.) tartalmazza (http://www.abletrac.co.za/terms_conditions.htm)

14 A **követeléskezelésről szóló 2008. évi 95. törvény** (Debt Collection), <http://eng.vidskiptaraduneyti.is/laws-and-regulations/nr/2843>

15 A 1977-ben elfogadott, tisztességes követeléskezelésről szóló törvény (**Fair Debt Collection Practices Act**) – amely a fogyasztói hitelvédelemről szóló törvény (Consumer Credit Protection Act) VIII. fejezete – a Kongresszus intézkedése volt a fogyasztóvédelmi szervezetek sorozatos visszaélésekről szóló beszámolóira (<http://www.ftc.gov/bcp/edu/pubs/consumer/credit/cre27.pdf>).

ott a követeléskezelésre vonatkozó alapszabályok a tisztességes piaci magatartásról szóló törvényben kaptak helyet.¹⁶ A kontinentális jogrendszerek közül a követeléskezelő vállalkozásokra vonatkozó, **külön jogszabály Ausztriában sem létezik**, a tevékenység engedélyezésének, a követeléskezelésnek a fogalmára, az engedélykötelezettségre és az engedély kiadásának feltételeire az általános kereskedelmi jogszabályok vonatkoznak.¹⁷

3. **Németországban** a követeléskezelő vállalkozások működésének jogi kereteit a jogi tanácsadókról szóló törvény rendezi¹⁸, amely a jogi tanácsadási tevékenységek egyikéként jelöli meg a követeléskezelést.
4. Az eddigiektől eltérő az **Egyesült Királyságban** található szabályozás, mivel egyfelől ott alakult ki a legsokoldalúbb, ugyanakkor a szerves fejlődés következtében a legelszórtabb szabályozási forma is. A követeléskezelés területére vonatkozó, legfontosabb jogi norma az 1974. július 31-én elfogadott és azóta többször, legutoljára 2006-ban módosított, **fogyasztói hitelezésről szóló törvény**¹⁹. A követeléskezelési tevékenységre további három törvényi szabályozás tartalmaz előírásokat: az **igazságszolgáltatás igazgatásáról**²⁰, a **zaklatás elleni**²¹ és a **rosszhiszemű kommunikációról szóló törvény**²².

A nemzetközi példák és a hazai jogszabályi környezet áttekintését követően, véleményünk szerint a szabályozást **nem a már meglévő jogszabályok módosításával, kiegészítésével, hanem önálló törvényi szabályozás létrehozásával kell megoldani.**

3. A KÖVETELÉSKÉZELÉS FOGALMA

A magyar jogban, ahogyan arra korábban utaltunk, **a követeléskezelésnek nincs pontos definíciója**, így a tevékenység, az azt végző személyek, valamint a nemzetközi gyakorlat alapján teszünk kísérletet ennek pótlására. A **nemzetközi gyakorlatban sincs azonban általánosan elfogadott, egységes meghatározás**, ahogyan a faktoring nemzetközi definíciós kísérleténél is bebizonyosodott, az egyes nemzeti jogokban csak nagyon szűk körű muníció található egy általános érvényű definíciós kísérlethez. Mindezekre figyelemmel, az alábbi elemekkel célszerű számolni. Követeléskezelés az a (1) **rendszeresen, üzletsze-**

16 Kanada, Alberta tartomány: a követeléskezelésre vonatkozó szabályokat a tisztességes piaci magatartásról szóló 2000. évi törvény (**Fair Trading Act**), a tevékenység gyakorlásának részletes feltételeit pedig a **194/1999. végrehajtási rendelet** tartalmazza. L. <http://www.canlii.org/en/ab/laws/stat/rsa-2000-c-f-2/latest/>

17 Ezen belül is a kereskedelmi engedélyek kiadásáról szóló 1994. évi Gewerbeordnung (GewO), <http://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=10007517>

18 Az 1935. évi Rechtsberatungsgesetz (RBerG), amelyet 2008 júliusától az azt felváltó 2005. évi Rechtsdienstleistungsgesetz (RDG) rendez (<http://www.jurawiki.de/Rechtsberatungsgesetz>).

19 Consumer Credit Act 1974 (http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060014_en_1 és http://www.ofc.gov.uk/advice_and_resources/resource_base/legal/cc/)

20 Administration of Justice Act 1970 (http://www.opsi.gov.uk/RevisedStatutes/Acts/ukpga/1970/cukpga_19700031_en_1)

21 Criminal Offence of Unlawful Harassment of Debtors Protection from Harassment Act 1997 (http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1997/ukpga_19970040_en_1)

22 Malicious Communications Act 1988 (http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1988/ukpga_19880027_en_1)

rűen nyújtott szolgáltatás, amelynek keretében (2) **harmadik személyt vagy eredetileg harmadik személyt megillető** (de a saját követelést érvényesítő eljárás során a magatartási szabályokra vonatkozó előírásokat is kötelezően alkalmazva) (3) **lejárt és elismert**, de (4) **ki nem egyenlített számlakövetelés** (5) **érvényesítése folyik**, kizárólagosan (6) **bírósági úton kívül**. A követeléskezelés fogalmába nem tartoznak bele az e tevékenységhez kapcsolódó, azt kiegészítő, de attól világosan elkülöníthető tevékenységek, mint például a követelések, adósok minősítése, az adósság megelőzését szolgáló kiegészítő tevékenységek, így a cégátvilágítások, piaci információk beszerzése, elemzése, a hitelminősítésre irányuló szolgáltatások, továbbá a faktorálás.

(1) Egyes nemzeti jogalkotásokban a definícióban a kereskedelmi vagy folytatólágos fogalmat használják. Miután azonban az irányadónak tekinthető Hpt. 2. számú mellékletének III/22. pontja tartalmazza a következő meghatározást, ezt látjuk érvényesíthetőnek a továbbiakban is: **Üzletszerű tevékenység: az ellenérték fejében nyereség, illetve vagyonszerzés végett – előre egyedileg meg nem határozott ügyletek megkötésére irányuló – rendszeresen folytatott gazdasági tevékenység.** Az üzletszerűség megállapításához tehát három feltételnek kell együttesen teljesülnie:

- a) Az **ellenérték fejében való nyereség, illetve vagyonszerzés szándéka**, jelen esetben tipikusan a tevékenység elvégzéséért járó díjazás.
- b) A minősítendő gazdasági tevékenységet **rendszeresen, folyamatosan folytassák, ne pedig egyetlen alkalommal** vagy néhány egymástól kifejezetten elszigetelt időpontban.
- c) A tevékenység folytatója a szolgáltatását – elméletileg legalábbis – **bárki számára nyitva álló lehetőségként, szolgáltatásként nyújtja**, azaz ne kizárólag egyetlen személynek vagy egy előre pontosan meghatározott személyi körnek.

(2) E definíciós elemről mind a norvég, mind a svéd szabályozás említést tesz, de az Egyesült Államok törvényhozása is az ismérvek között sorolja fel, továbbá a német és osztrák törvényszövegekben is szerepel (az osztrák törvény az „igényérvényesítés” fogalmát használja).

A **svéd törvényi szabályozás értelmében** a fentiek szerint követeléskezelésnek minősül a követelés **harmadik személy részére** (azaz megbízási jogviszony keretében) vagy **saját név alatt** (bizományosként vagy a magyar jogban a megvásárolt, azaz saját tulajdonosi jog alapján) fizetési felszólítással vagy egyéb „behajtási intézkedéssel” történő követelésérvényesítés.²³ Az **Egyesült Államok szabályozása** ettől lényegesen eltér, hiszen követeléskezelőnek csak azon személyeket tekinti, akik rendszeresen (bírói mérlegelés alapján), **harmadik személyek** követeléseinek behajtásával foglalkoznak, akár saját számlára, akár az ügyfél számlájára teszik ezt.²⁴ Azaz e szabályozás alapján **sem a saját, sem a vásárolt**, azaz eredetileg harmadik személy javára fennálló követelés érvényesítése **nem tartozik a követeléskezelés fogalmi körébe**. E megoldás alapvető hibája, hogy a követelések faktorálásával a követelésérvényesítés kivonható a törvényi keretek közül. E hiányosságot kívánta enyhíteni a bírósági gyakorlat, amely egyértelművé tette, hogy a **faktoringcégek** – annak ellenére, hogy **saját követeléseiket hajtják be** – követeléskezelőnek minősülnek, és így kivételt képeznek a fenti szabály alól.

23 Önmagában a fizetési határidő közlése vagy az arról szóló tájékoztatás, hogy nemteljesítés esetén követeléskezelés következik, nem tartozik a behajtási intézkedések körébe.

24 Fair Debt Collection Practices Act 803. § (6) bek.

A fentiekkel szemben irányadónak a norvég szabályozást tekinthetjük, amely a megvásárolt pénzkövetelés saját név alatt történő érvényesítését is e törvény hatálya alá tartozóként nevesíti.²⁵ Ezt a mintát vette át az izlandi törvényhozás is, amely a követeléskezelés hatálya alá vonta a megvásárolt követelések kezelését. Az izlandi szabályozás átvezet a német szabályozás körébe, ahol a megvásárolt követelések kezelése csak abban az esetben tartozik a törvény hatálya alá, amennyiben azokat a behajtás céljából vásárolták meg.²⁶ A német szabályozás tehát a **norvég és izlandi mintát erősíti; igaz, egészen más filozófia alapján**, ugyanis a törvény személyi hatálya alá vonja mindazokat, akik a jogi tanácsadási tevékenységet végzik, amely tevékenységek egyike a követeléskezelés. Ennek fogalmi elemeit az alábbiak szerint határozza meg:

- a) harmadik személy javára, vagy
- b) saját számlára, saját név alatt történő
- c) követelésérvényesítés, feltéve az utóbbi esetben, hogy azt a jogosult – az izlandi szabályozással egyezően – az eredeti jogosulttól kifejezetten a behajtás szándékával szerezte meg.²⁷

Tehát a jogalkotó nemcsak a megbízás alapján kezelt, de a megvásárolt követelések körében eljáró személyeket is követeléskezelőnek tekinti. Egy **megszorító feltételt** azonban bevezet a német szabályozás: nevezetesen, hogy a követelésvásárlásnak (faktorálásnak) kifejezetten a behajtás szándékára kell irányulnia. Ugyanígy határozza meg a **kanadai tartományi szabályozás** a követeléskezelő személyén keresztül e definíciós elemet, így követeléskezelő személynek/szervezetnek minősíti mindazokat, akik a követelés **kezelését a hitelező javára** vagy a követelés **megvásárlását követően a követeléskezelő saját számlájára** és javára végzik.

A magyar jogi szabályozást az általánosan elfogadott elemek átvétele mellett azonban **kiegészíténénk azzal**, hogy amennyiben valamely gazdálkodó szervezet (akár pénzügyi intézmény, akár valamely szolgáltató cég stb.) **saját követeléseit üzletszerűen érvényesíti**, úgy e körben a követeléskezelésre vonatkozó, értelemszerűen **a követeléskezelés magatartási és elszámolási szabályaira irányadó rendelkezéseit is kötelezően alkalmazni rendelnénk**.

(3) E körben utalhatunk a már meglévő törvényi szabályozásokra, meghatározásukat itt is alkalmazhatónak érezzük: lejárt és elismert követelésnek tekinthetjük a jogerős és végrehajtható bírósági, hatósági határozaton (végrehajtható okiraton) alapuló, nem vitatott vagy elismert, lejárt pénz- vagy pénzben kifejezett, vagyoni követelést.

(4) Szükséges a követelés tárgyául szolgáló jogviszony azonosítása, azaz annak meghatározása, hogy **milyen követelést is tekintünk e körbe tartozónak**. A norvég szabályozás pénzkövetelést, míg a svéd és az amerikai egyszerűen követelést említ. Az Egyesült Királyság joga ezzel szemben a törvény hatálya alá²⁸ tartozó követelések pontosabb definícióját adja:

²⁵ Debt Collection Act 2. §

²⁶ Act No. 95/2008 Debt Collection, 5. §

²⁷ RBerG 1. §

²⁸ Nem tartozik a törvény hatálya alá az olyan fogyasztói- és hitelszerződés, amelyikben a tőketartozás a 25 000 fontot meghaladja (ezalól kivételt képeznek a hitel közvetítésre és a hirdetésekre vonatkozó szabályok, amelyek a 25 000 fontot meghaladó értékű szerződésekre is megállapítanak szabályokat).

- a) a fogyasztói hitelszerződésekből (consumer credit agreement)²⁹,
- b) vagy fogyasztói bérleti szerződésekből (consumer hire agreement)³⁰ eredő követeléseket nevesíti.

A **tartozás fogalma alatt** az egyesült államokbeli megfogalmazás valamely fogyasztó olyan pénzfizetési kötelezettségét érti, amely elsősorban személyes, családi vagy háztartási célú ügyletből származik, függetlenül attól, hogy a kötelezettséget megállapította-e bírósági ítélet.³¹ A kereskedelmi adósságok ezért nem tartoznak a törvény hatálya alá.

(5) A rendszer azonban **nem korlátozódik a hitelnyújtásból eredő adósságokra, hanem kiterjed bármely fizetési kötelezettségre**. Fontos ugyanakkor, hogy a követelésnek valamilyen ügyletből kell származnia, ezért például a gyermektartással kapcsolatos, szerződésen kívüli károkozásból és adófizetés elmulasztásából eredő kötelezettségek nem minősülnek „követelésnek”.

(6) A követeléskezelés fogalmába **nem tartozik bele a végrehajtható okiratok alapján indítható**, bíróság által elrendelhető és állami monopóliumot élvező követelésérvényesítés, amelynek részletes feltételeit az egyedi végrehajtások körében a **bírósági végrehajtási eljárásról szóló 1994. évi LIII. törvény**, a totális végrehajtás gazdálkodó szervezetek körében a **csődeljárásról és felszámolási eljárásról szóló 1991. évi XLIX törvény rendezi**. Ezzel azonos a kontinentális jogalkotás is (a német és az osztrák jog), amelynek értelmében csak a bírósági eljáráson kívüli követelés (igény) érvényesítését vonta a definíciós körbe.

Egyes nemzeti jogok a követeléskezelés definícióját a **követeléskezelést végző személy meghatározásával** végzik el. Tipikusan ilyennek tekinthető a kanadai tartományi szabályozás, amely a követeléskezelőt mint személyt/szervezetet definiálja, és a követeléskezelők alábbi kategóriáit különböztetik meg:

- a) követeléskezelő szervezet,
- b) egyéni követeléskezelő (a követeléskezelő szervezet munkavállalója vagy megbízásából eljáró vállalkozó),
- c) adóst képviselő szervezet, illetve
- d) egyéni adósképviselő (az adóst képviselő szervezet munkavállalója vagy megbízásából eljáró vállalkozó).

Követeléskezelő szervezetnek tekintendő tehát minden olyan vállalkozás, amely harmadik személy hitelező követelésének behajtása érdekében az adóssal szemben eljár, függetlenül attól, hogy a követelés kezelése a hitelező javára, vagy a követelés megvásárlását követően, a követeléskezelő saját számlájára és javára történik. Adóst képviselő szervezetnek minősül minden olyan vállalkozás, amely ellenszolgáltatás ellenében az adós érdekében a tartomány területén³² a hitelezőkkel való megállapodás vagy tárgyalások lefolytatása

29 Fogyasztói hitelszerződésnek minősülnek azok a megállapodások, amelyekben a kölcsönvevői pozícióban magánszemély jelenik meg, és amelyek keretében a jogi személy hitelező legfeljebb 25 000 angol font hitelt nyújt a kölcsönvevő számára.

30 Fogyasztói bérleti szerződésnek pedig az a szerződés minősül (feltéve, hogy nincs részletvételi eleme a kontraktusnak), amelyben bérleti oldalon magánszemély szerepel, a futamideje meghaladja a három hónapot, és a bérlet (hírer) fizetési kötelezettsége nem haladja meg a 25 000 fontot.

31 Fair Debt Collection Practices Act 803 § (5) bek.

32 Jelen esetben Alberta tartomány szabályozásáról van szó.

céljából eljár, illetőleg az adóstól pénzt vesz át azzal, hogy azt az adós hitelezői részére visszafizesse.

A Dél-afrikai Köztársaságban sem található jogszabályi definíció a követeléskezelésre, így itt is a követeléskezelő személyének oldaláról közelítve ad definíciót a jogalkotó. A kanadai szabályozástól eltérően, **nincs élesen elkülönülő fogalom a követeléskezelő szervezetre és az egyéni követeléskezelőre**, így egységesen követeléskezelőnek minősül – függetlenül attól, hogy társas vagy egyéni formában működik – minden olyan vállalkozás, amely ellenszolgáltatásért harmadik személy javára követelést érvényesít; rendszeresen és üzletszerűen ellenszolgáltatásért harmadik személyt megillető követelést megszerez és saját nevében érvényesít; illetve az előző két kategóriába tartozó személy részére eljáró megbízott vagy alkalmazott, ide nem értve azokat az alkalmazottakat, akik kizárólag adminisztratív jellegű tevékenységet látnak el.³³

4. A SZABÁLYOZÁS HATÁLYA

A szabályozásnak ki kell terjednie

- a teljes **pénzügyi intézményrendszerre**, annak valamennyi szereplőjére, azaz a bankokon kívül a pénzügyi vállalkozásokra is, különös tekintettel a lízing- és faktoráló cégekre, továbbá a **fogyasztói szerződéseket kötő cégekre** (pl. közművek);
- a szabályozásnak ezen túlmenően ki kell terjednie a Hpt. hatálya alá nem tartozó úgynevezett **követeléskezelő cégekre** (ezen társaságok tevékenységi körének beazonosítása szükséges a személyi hatály megállapításához)³⁴,
- illetőleg a követeléskezelési tevékenységben részt vállaló, **kapcsolódó közreműködői, alvállalkozói körre**, amelyek jellemzően az alábbi területeken működnek: árverés szervezése és lebonyolítása; személyes felkeresés, helyszínelés; magánnyomozói tevékenység, vagyonkutatás; egyes részfeladatokat átvállaló alvállalkozók (pl. call center).

Hitelezőnek az a jogi személy, jogi személyiséggel nem rendelkező szervezet vagy egyéni vállalkozó számítana, akinek az adóssal szemben jogerős és végrehajtható bírósági, hatósági határozaton (végrehajtható okiraton) alapuló, nem vitatott vagy elismert, lejárt pénz- vagy pénzben kifejezett vagyoni követelése van, továbbá a gyorsított csődeljárás kezdő időpontja után az, akinek a csődeljárás kezdő időpontjában még le nem járt, de elismert pénz- vagy pénzben kifejezett vagyoni követelése van; illetve, akinek az adóssal szemben pénz- vagy pénzben kifejezett vagyoni követelése van.

A szabályozásnak át kell fognia az ezen intézményekkel **jogviszonyban álló adósi kört**, ahol további elhatárolás szükséges, a **magánszemélyek körére** szűkítés. Az eljárás személyi hatálya többek között azokra a magyar állampolgárságú magánszemélyekre terjedne ki, akik Magyarországon **állandó lakóhellyel vagy tartózkodási hellyel rendelkeznek**. **Nem vonatkozna** ugyanakkor a törvény a magánszemélyekre mint **egyéni vállalkozókra**.

33 Debt Collectors Act 1. §

34 L. pl. Intrum Justitia, EOS KSI, Creditexpressz stb.

A törvény alkalmazásában adósnak az minősülne, aki esedékességkor nem képes az eredeti jogviszonyban rögzített feltételeknek megfelelően, határidőben tartozásai megfizetésére.

A szabályozásnak meg kell határoznia, hogy mely jogviszonyokra terjedjen ki. Alapvető fontosságú a hiteljogviszonyok köre, azaz a **pénzügyi intézmények alapjogviszonyaiból származó követeléseinek érvényesítése**. A tartozás azonban eredhet épp úgy fogyasztási- és lakáshitelből, mint közműszámlák kifizetésének elmulasztásából vagy más fogyasztói szerződésből.³⁵ A jogalkotó számára ezért egy tág szabályozási kör meghatározása indokolt, s vélhetően a hiteljogviszonyokkal együtt kívánja majd szabályozni a **szolgáltatók és a fogyasztók közötti jogviszonyokból származó követelések** érvényesítésének szabályait is.

A szabályozásból ugyanakkor értelemszerűen **kizárhatunk** számos területet, így például az **adó-, vám- és közigazgatási** ügyekből származó, a magánszemélyek **személyi állapotaival**, illetve jog- és cselekvőképességével összefüggő követeléseket; a **családjogi, házassági vagyoni jogi viszonyokból**, valamint az olyan jogviszonyokból eredő kötelezettségeket, amelyek – a rájuk alkalmazandó jog értelmében – hasonló joghatásokkal járnak, ide értve a tartási kötelezettségeket is; a **magánszemélyeknek egymással szemben fennálló** tartozásaiból eredő követeléseit.

5. A KÖVETELÉSKEZELÉS MINT ENGEDÉLYHEZ KÖTÖTT TEVÉKENYSÉG

Magyarországon a követeléskezelési tevékenység gyakorlásának nincs jogszabályi feltétele. Az e tevékenységet végző vállalkozások korábban a 74.90 TEÁOR kóddal jelölt, „máshova nem sorolt, egyéb gazdasági szolgáltatás” tevékenységi kör alapján (egyes cégek a 74.14 „üzletviteli tanácsadás” TEÁOR alatt is) végezték tevékenységüket. A 2008. évi változások után egyes cégeknél megjelent a 8291’08 követelésbehajtás megjelölés is. **A tevékenység végzése engedélyhez nem kötött**, így a követelésbehajtókra külön speciális előírások sem vonatkoznak.

Az Egyesült Királyság szabályozása a követeléskezelést a **kiegészítő pénzügyi tevékenységek**³⁶ között sorolja fel³⁷, és **engedélyhez kötött tevékenységnek** minősíti, így az kizárólag úgynevezett fogyasztóihitel-engedély (consumer credit license) alapján végezhető. **A norvég, az izlandi³⁸ és a svéd³⁹ szabályozásban** a követeléskezelés szintén kizárólag **engedély birtokában** nyújtható.

Az **albertai (Kanada) szabályozás** szerint külön engedély szükséges mind a négy követeléskezelői kategóriára⁴⁰, azaz külön engedély szükséges nemcsak a követeléskezelő és

35 Lásd az Egyesült Királyság szabályozásában a fentebb már tárgyalt fogyasztói hitelszerződésekből és fogyasztói bérleti szerződésekből eredő követelések körét.

36 Kiegészítő pénzügyi szolgáltatás (ancillary credit service): hitelközvetítő tevékenység (credit brokerage); adósságrendezés (debt-adjusting); adóssági tanácsadás (debt-counselling); követelés/adósság behajtás (debt-collecting); hitelminősítő ügynökség működtetése (operation of a credit reference agency).

37 Consumer Credit Act 141. §-a

38 Act No. 95/2008 Debt Collection 3. §

39 Inkassolag 2. §

40 A követeléskezelőket az alábbiak szerint különböztetik meg: 1. követeléskezelő szervezetek, 2. egyéni követeléskezelők (a szervezet munkavállalója vagy megbízottja), 3. adóst képviselő szervezetek, 4. egyéni adósképviselő (az adósképviselő szervezet munkavállalója vagy megbízottja).

adósképviselő szervezeteknek, de a szervezetek nevében eljáró munkavállalóknak és megbízottaknak is. A jogszabály összeférhetetlenségi szabályokat is felállított, így egyszerre mindkét engedéllyel ugyanaz a vállalkozás nem rendelkezhet. **A Dél-afrikai Köztársaságban** ehhez hasonlóan külön engedély szükséges mind a követeléskezelő szervezet, mind pedig a szervezet nevében eljáró munkavállalók, egyéni vállalkozók részére. A gazdasági társaságok, szervezetek esetében minden vezető tisztségviselő és tag köteles a jogszabályban előírt engedélyt beszerezni. **Németországban** a törvényben felsorolt összes tevékenységhez, így a követeléskezeléshez is engedély szükséges, tekintet nélkül arra, hogy a szolgáltatást ingyenesen vagy ellenszolgáltatás fejében, teljes- vagy részmunkaidőben nyújtják, a szabályozás egyértelműen előírja, hogy az engedélyezési kötelezettség a kereskedelmi követelések érvényesítésére is vonatkozik. Az **Egyesült Államokban** a követeléskezelő működési engedélyének részletes feltételeit tagállami szinten határozták meg. Míg egyes helyeken semmiféle engedély, biztosítéknyújtás vagy díjfizetés nem szükséges⁴¹, addig más államokban szigorú előírásokhoz kötötték a tevékenység folytatását.⁴²

Ahogy arra fent utaltunk, az Amerikai Egyesült Államok egyes tagállamai kivételével **mindenhol engedélyköteles a követeléskezelési tevékenység**, ennek célja a visszaélés-szerű követeléskezelés megelőzése és megakadályozása, a szakmai színvonal biztosítása, oka pedig a tevékenység alapvetően pénzügyi szolgáltatási és az ehhez kapcsolódó bizalmi, adatvédelmi és üzleti titok jellege. Kérdésként merülhet fel, hogy a **kereskedelmi és a fogyasztói tartozások kezelőire egyaránt kiterjedjen-e** az engedélyezési rendszer. Bár az e megoldást elvető szabályozásra is találunk nemzetközi példát⁴³, az államok többségében e különbségtételt nem ismerik, így a magyarországi jogszabályi környezet kialakításánál sem tartjuk indokoltnak a **kereskedelmi és fogyasztói hitelek közötti követeléskezelői megkülönböztetést**. Az engedélyezési eljárás egyes piaci szereplők között eltérhet: így a már valamely engedély vagy felügyelő hatóság által felügyelt szervezet működésének megkezdéséhez további engedélyre nem volna szükség (lásd pl. faktorálási engedéllyel rendelkező pénzügyi vállalkozás), ugyanakkor az e körbe tartozó tevékenysége során köteles volna a törvényi rendelkezések alkalmazására.

A nemzetközi példákból inkább arra a kérdésre találunk válaszokat, hogy az engedélynek ki kell-e terjednie nemcsak a követeléskezelő vállalkozásokra, de azok munkavállalóira vagy a velük jogviszonyban álló vállalkozókra is. Míg az **Egyesült Királyságban elegendő, ha a vállalkozás egy engedélyt szerez** – nincs szükség tehát arra, hogy az alkalmazottai is rendelkezzenek ilyenekkel –, addig **Norvégiában, Izlandon** a követeléskezelő csak akkor kaphat engedélyt, ha a vállalkozás vezetői is rendelkeznek azzal; Ausztriában pedig a befolyásoló részesedéssel rendelkező tagra vonatkozik hasonló előírás. **Kanadában vagy a Dél-afrikai Köztársaságban a cég nevében eljáró munkavállalók is kötelesek** az engedélyt beszerezni, illetve magukat regisztráltatni.

41 Dél-Dakotában, Georgiában, Iowában, Kaliforniában, Kansasban, Kentuckyban, Missouriban, Montanában, New York államban, New Hampshire-ben, Ohióban, Oklahomában, Pennsylvaniában, Rhode Islanden, Vermontban és Washingtonban.

42 Floridában a követeléskezeléssel foglalkozó cég 50 000 USD óvadék letétele mellett kezdheti meg a működését, amelynek éves díja 200 USD. Texasban a működés nem engedélyköteles, díjat sem kell fizetni, de a kezességi kötelezettségvállalás (10 000 USD értékben) itt is előfeltétel.

43 A kereskedelmi tartozások behajtása nem minősül engedélyköteles tevékenységnek – lásd az Egyesült Királyság esetét.

Úgy véljük, a magyarországi szabályozásnak köztes utat kellene járnia, azaz **a vállalkozás kötelező engedélyeztetése mellett a felügyeleti hatóság a vezető tisztségviselők kinevezését is engedélyezné**, hasonlóan a pénzügyi vállalkozásokhoz. Ez az engedélyezési rendszer garanciát adhatna arra, hogy követeléskezelőként csak olyan szervezet/személy járhatna el, amely/aki rendelkezik a megkövetelt és előírt minimális szakmai képzettséggel és gyakorlattal.

5.1. Az engedélyező hatóság

Amennyiben a tevékenység gyakorlását engedélyhez köti a jogalkotó, úgy **engedélyező hatóság felállítására is szükséges**.

- A) **Norvégiában az engedélyező hatóság** a pénzügyi szervezeteket is felügyelő Kredittilsynet, azaz a magyarországi PSZÁF-nak megfelelő szervezet, amely erős hatósági jogosítványokkal rendelkezik. **Ugyanezt a megoldást** – azaz a pénzügyi szervezeteket felügyelő hatóságot – alkalmazta **Izland is**.⁴⁴
- B) **Svédországban az adatfelügyeleti hatóság** (Datainspektion)⁴⁵ az engedélyező, amelynek feladata a törvényi rendelkezések betartásának ellenőrzése, hatásköre azonban – az izlandi szabályozáshoz hasonlóan – nem terjed ki az ügyvédek, továbbá pénzügyi szervezetek felügyeleti hatóságának (Finansinspektionen) ellenőrzése alatt álló pénzügyi intézmények törvényességi felügyeletére.
- C) **Kanada Alberta tartományában** az engedélyező hatóság a **versenyhivatal elnöke**. **Ontario tartomány ettől eltérő módon szabályozta a kérdést, és egy kifejezetten erre a célra létrehozott szervezetet állított fel**, a Registrar of Collection Agencies-t⁴⁶; az ügynökség felett egy minisztérium gyakorolja a felügyeletet. Ehhez hasonló a **Dél-afrikai Köztársaságban a köztestületi jellegű funkciókat is ellátó tanács** (Council for Debt Collection), amely betölti az engedélyező hatóság feladatát, s azzal a szándékkal hívták életre, hogy a követeléskezelés feletti szakmai kontrollt gyakorolja. A tanács tagjait az igazságügyi miniszter nevezi ki.
- D) Az Egyesült Királyságban a tevékenység folytatásához szükséges engedély kiadása a Kereskedelmi Hivatalnak (Office of Fair Trading), illetőleg főigazgatójának (Director General of Fair Trading) a hatáskörébe tartozik.
- E) **Németországban** az engedély iránti kérelmet a tevékenység végzésének helye szerint illetékes, **helyi bírósághoz kell benyújtani**, arról a bíróság elnöke határoz. Az engedély kiadása előtt a bíróság a helyi rendőrséget keresi meg, s a véleményének beszerzését követően határoz annak tárgyában. A bejegyzett követeléskezelők feletti felügyeletet is ellátja.
- F) **Ausztriában az általános hatáskörű, helyi közigazgatási hivatal** (Bezirksverwaltungsbehörde) jár el a kérelmek elbírálása és a név- és címváltozások bejegyzése körében.

44 Act No. 95/2008 Debt Collection 15. §

45 Inkassolag 2 §

46 L. 3. § (1) bek.: The Deputy Minister shall appoint a person as the Registrar of Collection Agencies.

Az alábbiakban – a nemzetközi gyakorlatra is figyelemmel – áttekintjük a magyarországi megoldási lehetőségeket. A felsorolás sorrendje egyben a megvalósításra vonatkozó, szerzői javaslatot is tükrözi.

- A) Mind a nemzetközi példák, mind a hazai jogrendszer sajátosságai, illetőleg a hazai piaci szereplők véleménye szerint a **Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF)** lehetne az a szervezet, amely az engedélyező hatóság szerepét betölthetné. Mivel a felügyeleti tevékenység során már a mai szabályozás alapján sem kerülhetők meg bizonyos fogyasztóvédelmi feladatok, így e szempont sem eshetne kifogás alá, továbbá a PSZÁF rendelkezik a szükséges engedélyezési és felügyeleti gyakorlattal.
- B) Az engedélyező hatóság szerepét betölthetné – az Egyesült Királyságban az Office of Fair Trading mintájára vagy Kanada Alberta tartományának ismertetett gyakorlata szerint – a GKM felügyelete alá tartozó **Magyar Kereskedelmi Engedélyezési Hivatal**. A hivatal sajátosságai miatt ezt kevésbé jó megoldásnak ítéljük, mert a követeléskezelés felügyelete nem esik egybe a profiljával, tényleges engedélyezési és felügyeleti gyakorlata nincs. A pénzügyi vállalkozások esetében pedig két versengő hatóság felügyelné az adott területet, amely nemkívánatos párhuzamosságokhoz vezethetne.
- C) Felmerülhet, hogy a tevékenységet valamely **minisztérium** (Pénzügyminisztérium, GKM, IRM) **felügyelete alá rendeljék**. A magyar gyakorlatban is találunk erre példát, gondoljunk csak a PM által vezetett felszámolói névjegyzékre, vagy a mediátori tevékenység kapcsán az IRM által végzett feladatokra.
- D) További lehetőségként kínálkozik például a kanadai Ontario tartományban megvalósított megoldás, ahol **köztisztületi jelleggel** működő, az igazságügyi miniszter felügyelete alá tartozó tanács látja el a felügyeleti hatóság szerepét és feladatát.
- E) A németországi megoldáshoz hasonlóan, a tevékenység felügyeletét **bíróági, cégbíróági hatáskörbe is lehet helyezni**, bár ez jelenleg idegennek látszik a magyarországi rendszertől, ahol a bíróságok e területen elsődlegesen a nyilvántartási, mintsem az ellenőrzési és felügyelői feladatokra koncentrálnak.
- F) Az osztrák megoldáshoz hasonlóan, a **helyi közigazgatási rendszerbe** is illeszthető a felügyeleti jogosultság; akár jegyzői, akár más szakhatósági jogkörbe. E megoldás ellen szólhat a terület szakmai (személyi-tárgyi) felkészületlensége.

5.2. Az engedély kiadásának feltételei

Az engedély kiadása minden országban szigorú feltételekhez kötött:

- A) **Norvégiában** abban az esetben adható ki, ha a vállalkozás irányítói külön engedéllyel rendelkeznek erre a tevékenységre, azaz a kérelem benyújtását megelőző tíz évben legalább hároméves tapasztalatot szereztek a követeléskezelés területén, erköl-

csi bizonyítvánnyal rendelkeznek; a vállalkozás székhelye (a tevékenység tényleges gyakorlásának helye) állandó jelleggel Norvégiában van⁴⁷; az előírt garancia- és/vagy kezességvállaló nyilatkozatot letétbe helyezték. Az engedélyező hatóság előírhatja az adósokat képviselő valamely érdekképviselőti szervezettel történő megállapodás megkötését, ezzel lehetővé téve az adós és a hitelező közötti vita mediációs testület elé utalását.

B) **Svédországban** csupán egyetlen általános követelményt írnak elő: a tevékenységet szakmailag megfelelő és hozzáértő módon kell folytatni.⁴⁸ Az engedély alkalmanként 10 évre adható, s abban általában kikötik, hogy a vállalkozás lényeges körülményeiben bekövetkező változásokat be kell jelenteni a hatóságnak.

C) **Kanada Alberta tartományában** az engedélyek kiadására vonatkozóan sem állapítanak meg speciális rendelkezéseket, az általános engedélyezési eljárások alapján kell eljárni. Az egy évre szóló engedély kiadásának ugyanakkor feltétele a működéssel összefüggésben felmerülő igények kielégítésére szolgáló, **megfelelő pénzügyi biztosíték megléte akár óvadék, akár bankgarancia formájában**.⁴⁹ **Ontario tartományban** a jogszabály széles körű mérlegelési jogkört biztosít a felügyelő hatóságnak⁵⁰, amely jogosult az engedély kiadását/meghosszabbítását megtagadni, amennyiben a kérelmező pénzügyi helyzete alapján úgy ítéli meg, hogy a tevékenység ellátásához szükséges anyagi fedezettel nem rendelkezik, vagy korábbi magatartását figyelembe véve, alappal feltételezhető, hogy tevékenységét nem a jogszabályok előírásai szerint végzi. Engedély csak Kanadában székhellyel, s Ontario területén telephellyel rendelkezőknek adható, amennyiben rendelkeznek a szükséges pénzügyi biztosítékkal óvadék/bankgarancia vagy felelősségbiztosítás formájában⁵¹; megfizették az előírt illetéket; a szervezet tisztségviselői, vezetői, továbbá az összes egyéni követeléskezelő a követeléskezelés valamennyi ágát érintő vagy azzal összefüggő

47 A garancia- és/vagy kezességvállaló nyilatkozat akkor tekinthető jogszabályszerűnek, ha azt valamely norvég biztosító vagy más olyan pénzügyi intézmény bocsátotta ki, amely vagy Norvégiában vagy az Európai Unió területén rendelkezik székhellyel. A nyilatkozatnak tartalmaznia kell, hogy a benne megjelölt összeg erejéig jogsértés esetén a sérelmet szenvedett fél közvetlenül fordulhat a garantörhöz, aki csak olyan kifogásokat hozhat fel, amelyek a követeléskezelőt az alapjogviszony alapján megilletnék. A nyilatkozat visszavonása esetén a nyilatkozat a visszavonásnak a felügyeleti szervhez történő bejelentését követő két hónapig még hatályos. A garancia- és/vagy kezességvállalásnak a követeléskezelő által kezelt összes követelés legalább 1/40-ét, minimum az adósoktól már beszedett, de az ügyfélnek még ki nem fizetett összeg kétszeresét kell fedeznie. A jogszabály a garanciavállalás összegére vonatkozóan a minimumértéket is meghatározza, amely 2 500 000 norvég koronánál (kb. 75 000 000 Ft) nem lehet kevesebb.

48 Inkassolag 3. §

49 A pénzügyi biztosíték legalacsonyabb összege 15 000 kanadai dollár (kb. 2 600 000 Ft), amelynek megállapítása a versenyhivatal elnökének diszkrecionális jogkörébe tartozik, s amely – figyelembe véve a vállalkozással kapcsolatosan korábban felmerült igényeket – ennél magasabb összegben is megállapítható.

50 Az engedélyezés során – a magyarországi pénzügyi intézmények engedélyezési eljárásához hasonlóan – a kérelmező köteles benyújtani azokat a formanyomtatványokat, levéltervezeteket, amelyeket az adósokkal tervezett kommunikáció során fel kíván használni. Amennyiben a követeléskezelő vállalkozás gazdasági társaság, a kérelemhez csatolni kell a könyvvizsgáló által auditált mérleget is.

51 Az óvadék összege induló vállalkozásnál 5000 kanadai dollár (kb. 850 000 Ft), az engedély meghosszabbításakor az előző évben elért bevételhez sávosan igazodik. A felső sáv a 250 000 kanadai dollár (kb. 42 500 000 Ft) feletti bevételnél kezdődik, ebben az esetben az óvadék összege 25 000 CAD (kb. 4 250 000 Ft). Az óvadék zárolására, a bankgarancia lehívására a követeléskezelővel szemben jogerősen megállapított jogsértés esetén a nyilvántartó szervezet jogosult.

területen legalább 2 év szakmai tapasztalatot igazol; betöltötték 18. életévüket; kanadai állampolgársággal vagy állandó tartózkodási engedéllyel rendelkeznek; továbbá az irányadó jogszabályok megfelelő ismeretét tanúsító vizsgát letették.

- D) **A Dél-afrikai Köztársaságban nem kaphat engedélyt**, akit erőszakos, megtevesztő, fenyegető magatartást is magában foglaló bűncselekmény miatt jogerősen elítéltek, az elkövetést követő 10 évig; aki a követeléskezelőkre előírt speciális magatartásszabályokat megszegte; cselekvőképtelen; a 18. életévét nem töltötte be; fizetése képtelen; illetőleg annak a szervezetnek, amelynek a vezető tisztségviselője vagy tulajdonosa a fenti feltételek miatt követeléskezelésre engedélyt egyébként nem kaphatna. **A szabályozási modell nem ír elő pénzügyi biztosítékot.** A tanács a követeléskezelő meghallgatását követően visszavonhatja az engedélyt, ha a kérelemben valótlan információt közöltek, vagy a nyilvántartásba vételt követően merül fel vele szemben olyan ok, amely az engedély kiadását egyébként is kizárja.
- E) **Az Egyesült Királyságban** az engedély kiadása érdekében az engedélyesnek az Office of Fair Trading által támasztott **alkalmassági feltételeknek kell megfelelnie**, továbbá a követeléskezelő elnevezése nem lehet megtevesztő, vagy más okból jogszabálysértő. Az alkalmassági feltételeket a Consumer Credit Act 2006-os módosítását követően a hivatal által kiadott iránymutatás tartalmazza⁵², amelynek megállapítása során bármilyen releváns körülmény figyelembe vehető, amely a megalapozott döntés meghozatalához szükséges; így különös súllyal esik latba az engedélyt kérőnek a fogyasztókkal szembeni jogszerű, becsületes és tisztességes eljárása. E körben a hatóság kiemelt figyelmet fordít arra, hogy a kérelmező, annak alkalmazottai vagy megbízottai, ha a kérelmező testületi szerv, akkor az irányítójának tekinthető személy, vagy ezen személyekkel társult más személy kapcsán felmerül-e olyan körülmény, adat, információ, amely bármilyen csalás, becsstelenség vagy erőszakkal járó jogsértés elkövetésére utal; megszüntették-e a Consumer Credit Act vagy a Financial Services and Markets Act 2000. bármely rendelkezését, vagy a magánszemélyeknek nyújtott hitelekkel kapcsolatos egyéb jogszabályi rendelkezést, avagy az Európai Közösségbe tartozó más ország hasonló jogszabályát; folytatnak-e olyan gazdasági tevékenységet, amely tisztességtelennek vagy a követeléskezeléssel össze nem férőnek tűnik; megsértették-e a fogyasztóvédelemmel kapcsolatos bármilyen jogszabályt.
- F) **A kontinentális jogrendszerekben, így például Németországban az engedély kiadásnak alapfeltétele**, hogy a kérelmező a 25. életévét betöltse, követeléskezeléshez szükséges **megbízhatóságát, képzettségét**⁵³ és **személyes alkalmasságát**⁵⁴ igazolja, továbbá, hogy a kérelmező az **Európai Közösség valamely tagállamának**

52 Consumer credit licensing – General guidance for licensees and applicants – Draft guidance on fitness and requirements – consultation document, 2007. június. Az iránymutatást 2007-ben fogadták volna el, ez azonban nem történt meg, így csak tervezetként szerepel a hivatal honlapján (http://www.ofi.gov.uk/shared_ofi/consultations/ofi920con.pdf).

53 A kérelmezőnek iskolai bizonyítványokkal, oklevelekkel, munkahelyi értékelésekkel igazolnia kell a tanulmányaira és munkahelyi tapasztalataira vonatkozó információkat. Külön vizsga letételére e szakmához elméletileg nincs szükség.

54 A kérelmezőtől megkívánt munkahelyi tapasztalat bármi lehet, amelyet a követeléskezeléssel összefüggő munkakörben szerzett, így követeléskezelő cégnél, ügyvédi irodában vagy egyéb vállalat jogi, követeléskezelő részlegénél szerzett tapasztalat. Az elvárt munkahelyi tapasztalat legalább négy év.

állampolgára⁵⁵ legyen. Vizsgálják **anyagi hátterét**, illetve, ha az érintett korábban **üggyédként dolgozott, azt is, vétett-e a szakmai szabályok ellen**, vagy engedélyét visszavonták-e. Az engedély **kizárólag az abban megjelölt személyt jogosítja fel** követeléskezelésre. Nem elegendő, ha egy vállalkozás vezető tisztségviselője rendelkezik engedéllyel; a vállalkozás maga is köteles az engedélyt saját nevére beszerezni. **Ausztriában** az engedély kiadásának alapfeltétele – hasonlóan a németországi szabályozáshoz –, hogy a kérelmező a tevékenység ellátásához szükséges **megbízhatóságot⁵⁶, képzettségét⁵⁷ és személyes alkalmasságát** igazolja. A részletszabályokat egy miniszteri rendelet tartalmazza, az ún. Inkassoinstitute-Verordnung⁵⁸, amely a végzettség szintjétől függő rendszert állít fel, és ennek megfelelően az egyes végzettségekhez megfelelő időtartamú, kötelező szakmai gyakorlatot rendel.⁵⁹

- G) **Izlandon** követeléskezelésre azon szervezetek kaphatnak engedélyt, amelyek állandó izlandi székhellyel, szakmai felelősségbiztosítással rendelkeznek.⁶⁰ Az alkalmazásban álló személyeknek is számos követelménynek kell megfelelniük a jogszabály szerint, így például előírják a nagykorúságot, az elegendő szakmai tapasztalatot és tudást, valamint az izlandi lakóhelyet.⁶¹

Az áttekintett nemzetközi gyakorlat alapján nagy biztonsággal meghatározható a hazai szabályozás lehetséges feltételrendszere. Az **objektív feltételek között írható elő a magán-személy magyar vagy EU-s állampolgársága**, illetőleg az állandó tartózkodásra jogosító státusz, a nagykorúság, a cselekvőképesség; vállalkozás esetében a magyarországi székhely. **A pénzügyi biztosíték tekintetében kötelező lenne óvadék, bankgarancia letétele vagy felelősségbiztosítás megléte.**⁶² Szükséges legalább két-három éves releváns szakmai tapasztalat és szakképzettség előírása, az irányadó jogszabályok megfelelő ismeretét tanúsító vizsga, amelyet valamennyi követeléskezelő szervezet tisztségviselője, vezetője, továbbá az

55 Nem EKG-tagállam állampolgára esetén az engedélyt csak kivételes esetben adhatják ki.

56 A kérelmező gazdasági társaság esetén az abban befolyásoló részesedéssel rendelkező tag köteles megbízhatósági követelményeknek eleget tenni. Nem tekinthető megbízhatónak, aki a követeléskezelésre vonatkozó szakmai szabályokat vagy a jogszabályokat súlyosan megszegte.

57 A kérelmező köteles igazolni, hogy szakképzett, és alkalmas arra, hogy követeléskezelőként járjon el. Abban az esetben, ha szakképzettségét és alkalmasságát igazolni nem tudja, elegendő az is, ha a vállalkozás vezetőjével olyan személyt jelölnek ki, akinek a személye és tapasztalatai megfelelő garanciát jelentenek a szakmai kontrollra.

58 L. http://www.ris2.bka.gv.at/Dokumente/BgblPdf/2003_59_2/2003_59_2.pdf

59 Így például jogi, közgazdaságtudományi, szociológiai, statisztikai, kereskedelmi, üzleti, pedagógiai tanulmányok sikeres elvégzését tanúsító oklevél birtokában elegendő egy év kötelező gyakorlat, érettségi esetében azonban a kötelező gyakorlat ideje két év. A gyakorlati idő kiváltható, ha valaki külön vizsgán igazolja a szakmai alkalmasságát.

60 Debt Collection törvény No. 95 2008., 3. §

61 Debt Collection törvény No. 95 2008., 4. §

62 A garancia- és/vagy kezességvállaló nyilatkozat akkor tekinthető jogszabályszerűnek, ha azt valamely magyarországi székhellyel rendelkező biztosító bocsátotta ki. A garancia- és/vagy kezességvállalásnak a követeléskezelő által kezelt összes követelés legalább 3–5 %-át, minimum az adósoktól már beszedett, de az ügyfélnek még ki nem fizetett összeg kétszeresét kell fedeznie. A jogszabály e garanciavállalás összegére vonatkozóan minimumértéket is meghatározhat, mértékének a vállalkozás kezelésében lévő követelésállomány bruttó értékéhez kell igazodnia. Ennek érdekében a követeléskezelő vállalkozás a negyedéves beszámolójában erre vonatkozóan is nyilatkozni köteles a felügyeletnek, a szükséges intézkedések – keret feltöltése – megtételének igazolásával egyidejűleg.

összes egyéni követeléskezelő köteles volna letenni. Kötelező volna az erkölcsi bizonyítvány, büntetlen előélet igazolása. A hatóság vizsgálná a kérelmező **anyagi háttérét** (adóbevallás, legális jövedelem igazolása), továbbá, ha az érintett korábban **üggyvédként dolgozott, azt, hogy vétett-e a szakmai szabályok ellen** (fegyelmi eljárás folyt-e vele szemben), vagy engedélyét visszavonták-e. Az engedély **kizárólag az abban megjelölt személyt jogosítaná fel követeléskezelésre**, s nem volna elegendő, ha egy vállalkozás vezető tisztségviselője rendelkezne engedéllyel, a vállalkozás maga is köteles volna az engedélyt saját nevére beszerezni.

A követeléskezelő társaságok esetében a fentiekén túl célszerű volna előírni bizonyos **alapkövetelményeket, így minimális törzs-, illetve alaptőke meglétét, illetőleg társasági formát**. Szükséges volna meghatározni azt a **minimális személyi feltételrendszert**, amely biztosítja a működés szakszerűségét, így kötelezően alkalmazandó könyvvizsgálót, **üggyvédet. A belső szabályozottság** körében köteles volna a cég az elvárt szabályozottsági szintnek megfelelni. A törvény meghatározná az **összeférhetetlen tevékenységeket** (pl. ingatlanforgalmazás, értébecslés stb.), a követeléskezelő társasággal és vezető tisztségviselővel, tulajdonosaival szembeni **összeférhetlenségi szabályokat**.

A személyi és tárgyi feltételek meghatározásán túl, a szubjektív feltételek körében a követeléskezelési tevékenység végzéséhez szükséges megbízhatóság⁶³, képzettség⁶⁴ és személyes alkalmasság⁶⁵ igazolása szükséges. A részvénytársasági formában működő követeléskezelői vállalkozás esetén az igazgatóság, a felügyelőbizottság elnöke és az ügyvezető minősül vezető állású személynek. A vállalkozás igazgatóságának tagja csak természetes személy lehetne. A törvény csak az ügyvezetővel⁶⁶ szemben támasztana iskolai végzettségre és szakmai gyakorlatra vonatkozó követelményeket. A vezető állású személlyé kinevezés feltételeit pedig a jelenlegi szabályozásokhoz hasonlóan végezné el a törvény.

5.3. Kivételek az engedélykötelezettség alól

A nemzeti jogszabályok kivétel nélkül meghatározzák azt a **személyi kört**, illetőleg **tevékenységeket**, akik/amelyek az engedély beszerzése alól mentességet élveznek. Ezt alapvetően azért határozták meg, mert e személyek üzletszerűen – azaz rendszeresen, jövedelemszerzés céljából – üzött tevékenységük során amúgy is jogszabályi előírások és hatósági

63 A kérelmező előéletét, a vele szemben korábban esetlegesen lefolytatott bírósági eljárásokat veszik figyelembe: a súlyos bűncselekményért – erőszakos vagy tulajdon elleni cselekményekért is – kiszabott, korábbi jogerős ítélet a kérelem elutasításához vezet.

64 Felsőfokú közgazdasági vagy jogi végzettség, amelyet a kérelmezőnek iskolai bizonyítványokkal, oklevelekkel, munkahelyi értékelésekkel igazolnia kell, továbbá igazolnia szükséges a munkahelyi tapasztalataira vonatkozó információkat. Külön vizsga letételét a bevezetést követően csak hosszabb idő múltán látunk lehetségesnek előírni, amennyiben ennek feltételei kialakulnak – lásd felszámolók.

65 A kérelmezőtől megkívánt munkahelyi tapasztalat bármi lehet, amelyet a követeléskezeléssel összefüggő munkakörben szerzett, így követeléskezelő cégnél, ügyvédi irodában vagy egyéb vállalat jogi, követeléskezelő részlegénél szerzett gyakorlat. Az elvárt munkahelyi tapasztalat legalább négy év.

66 Ügyvezető: a pénzügyi vállalkozás igazgatósága által megválasztott, a vállalkozással munkaviszonyban álló elnök, a vállalkozás vezetésére kinevezett, a vállalkozással munkaviszonyban álló első számú vezető, valamint e vezető valamennyi helyettese.

felügyelet alatt végzik tevékenységüket (üggyvédek, pénzügyintézetek, felszámoló-k-végrehajtók), így további szabályozás az ő esetükben nem szükséges. A kialakítandó szabályozásra tekintettel hangsúlyozzuk azonban, hogy a kivételek alá eső személyi kör **kizárólagosan az engedélyezés alól kapna mentességet, ami nem jelentené azt**, hogy ha és amennyiben tevékenységük a követeléskezelést érintené, **ne vonatkoznának rájuk a törvényben megfogalmazott eljárási szabályok**.

A kivételek körében az **Egyesült Királyság** szabályozása szerint nem kell külön engedély követeléskezelés nyújtásához **üggyvédeknek** és azoknak a pénzügyi szervezeteknek, amelyek pénzügyi szolgáltatás nyújtására egyébként is rendelkeznek engedéllyel. Ezzel azonos előírást tartalmaz a **Dél-afrikai Köztársaság** szabályozása, amely szerint a követeléskezelésre vonatkozó szabályok személyi **hatálya itt sem terjed ki az üggyvédekre**, azok alkalmazottaira, továbbá a faktoringsszerződésben félként megjelenő, bármely személyre, illetve bárkire, akire vonatkozóan az igazságügyi miniszter rendelete így rendelkezik. Németországban sem kell az üggyvédeknek külön engedéllyel rendelkezniük, ha üggyfelük követelését érvényesítik. Szintén engedély nélkül végezhetik a követeléskezelési tevékenységet az izlandi szabályozás alapján az **üggyvédek és üggyvédi irodák**, továbbá az állami szervek, a kereskedelmi bankok és takarékpénztárak, egyéb hitelintézetek és az értékpapírcégek.⁶⁷ **Eltérő szabályozást** találunk az üggyvédi tevékenységgel kapcsolatban az **Egyesült Államokban**, hiszen bár a Fair Debt Collection Practices Act rendelkezései eredetileg az üggyvédek is kifejezetten kizárták a követeléskezelő fogalomköréből, de 1986-ban ezt a korlátozást megszüntették, s azóta az üggyvédek is az általános szabályok vonatkozásában.

Svédországban nem kell külön engedély követeléskezelés nyújtásához, ha azt valamely gazdasági tevékenységből eredő követeléshez kapcsolódóan, illetve ha ugyanazon vállalat-csoporton belül az egyik vállalat a másik vállalat részére végzi. Nem kell továbbá engedély üggyvédeknek és a svéd pénzügyi felügyeleti hatóságnak, illetőleg az ellenőrzése alatt álló pénzügyi szervezeteknek sem.⁶⁸

A nemzetközi gyakorlatra figyelemmel és a hazai szabályozás alapján úgy ítéljük meg, hogy az üggyvédek és pénzügyintézetek, pénzügyi vállalkozások esetében megfelelő szakmai kontrollt biztosító engedélyezési rendszer működik jelenleg is, ezért **indokolatlan volna**, ha ezen szakmák, vállalkozások esetében **külön engedélyhez kötnék** a követeléskezelési tevékenység végzését. **Mentességet élveznek természetesen mindazon személyek és hivatások is az engedélyezés alól, akik/amelyek hivatásszerűen**, de más jogszabályok által szabályozottan végzik követelések érvényesítését. Így értelemszerűen – a svéd szabályozással összhangban – nem tartoznak e körbe a bírósági végrehajtók. Ugyanez érvényes a csődfelszámolási eljárás hatálya alá tartozó felszámolókra, vagyongfelügyelőkre is.

Az engedélyeztetés alóli mentesség másik nagy köre a saját követelések kezelése. A Consumer Credit Act és a svéd szabályozás értelmében **nem minősül követeléskezelésnek**, így külön engedély beszerzése sem szükséges, ha a tartozást az eredeti hitelező vagy tulajdonos érvényesíti, hiszen nem minősül követeléskezelő szervezetnek jellemzően az, aki eredeti hitelezőként saját követelését érvényesíti, illetve aki a követeléshez az eredeti hitelező

⁶⁷ Debt Collection törvény No. 95 2008., 3. §

⁶⁸ Adósságbehajtásról szóló 1974. évi 182. törvény (Inkassolag) 2. §

felvásárlásával jutott. Mindezekre figyelemmel javasoljuk, hogy **a fentiekén túlmenően az engedély beszerzése alól élvezzen mentességet a következő személyi kör:** a saját követelését kezelő hitelező, feltéve, hogy nem követelésvásárlással (engedményezéssel) került ebbe a pozícióba (azaz nem faktor), illetőleg azok a hitelezők, akik ugyan engedményezéssel kerültek ebbe a pozícióba, de az engedményezés vállalkozás átvételével történt (kivéve, ha követeléskezeléssel foglalkozó vállalkozás átruházásáértől van szó).

5.4. Az engedély nélkül végzett követeléskezelés jogkövetkezményei

Az engedély nélkül végzett követeléskezelés a nemzetközi gyakorlat szerint büntetőjogi következményeket von maga után.

Az Egyesült Királyságban az engedély nélkül végzett tevékenység szabálysértésnek minősül, ahogyan Németországban is.

Norvégiában az engedély nélküli tevékenység, illetve a vonatkozó törvény fontosabb rendelkezéseinek megsértése már **bűncselekménynek minősül**, amely szabadságvesztéssel vagy pénzbüntetéssel büntethető. Szintén bűncselekménynek minősül **Svédországban** az engedély nélküli követeléskezelés, a bejelentési kötelezettség, illetve az adatvédelmi szabályok megszegése és a felügyeleti hatósággal való együttműködés megtagadása, amely szabadságvesztéssel vagy pénzbüntetéssel büntethető.⁶⁹ Ugyanígy a **Dél-afrikai Köztársaságban** az engedélyezési kötelezettség megsértése **bűncselekmény** és pénzbüntetéssel vagy 3 évig terjedő szabadságvesztéssel büntethető.

A nemzetközi gyakorlat alapján megállapíthatjuk, hogy kivétel nélkül **szabálysértéssel vagy bűncselekmény elkövetésével és így pénzbüntetéssel vagy szabadságvesztés büntetésével fenyegetik** a tevékenység engedély nélkül történő végzését, így egy majdani szabályozás az engedély nélkül végzett tevékenység **bűncselekménnyé nyilvánításával** – hasonlóan a zugírászathoz vagy a jogosulatlan pénzügyi tevékenységhez – hozhatja létre az arányos és szükséges szankciót.

5.5. A követeléskezelés eljárási szabályai

A követeléskezeléssel összefüggésben felmerülő egyik legnagyobb gond, hogy a követeléskezelők egy része erkölcsileg és jogilag is megkérdőjelezhető módszerekhez folyamodik, ezért a közvélemény egy részében a követeléskezeléshez negatív képzetek társulnak. A követeléskezelőkkel szemben felhozott panasz, hogy az adósoktól fenyegetéssel, eltűzött jogkövetkezményekre figyelmeztetéssel, a legsúlyosabb esetben csalárd, megtévesztő módon próbálják az egyébként jogos tartozást behajtani. Visszatérő vád, hogy visszaélnék a személyes adatokkal, és az adós nemfizetési problémáiról személyes vagy üzleti környezetét felhatalmazás nélkül tájékoztatják, vagy ezzel fenyegetnek az „önkéntes” teljesítés érdekében.

A szabályozás mindenekelőtt ezért azt az általános tételt rögzítené, hogy a követeléskezelés során kizárólag az „általánosan elfogadott gyakorlat” szerint lehet eljárni, azaz tilos más személyeket indokolatlan, eltúlzott veszélynek, kényelmetlenségnek, nyomásnak, be

69 Inkassolag 1974 évi 182. tv. 17. §

folyásnak kitenni. A követeléskezelőkre vonatkozó magatartási szabályok⁷⁰ alapvetően **két kategóriába** oszthatók:

- a) az **adóssal való kapcsolatfelvétel, kapcsolattartás**, illetve
- b) a **tartozás beszédésével és kezelésével** összefüggő szabályokra.

5.5.1. *Az adóssal való kapcsolatfelvétel és kapcsolattartás részletes szabályai*

1. A követeléskezelő a behajtás tényleges megkezdése előtt, a követelés lejtártát követően első lépésként köteles az adós részére **írásbeli értesítést küldeni**, amelyben felünteti a hitelező nevét, a követeléskezelő (és az adott ügyintézője) pontos megjelölését, eljárásának jogalapját és a kapcsolatfelvétel (személyes, telefonos, e-mail) pontos helyét és címét, a követelés alapjául szolgáló tényeket, a tőke, a kamat, a kamatláb összegét és százalékos mértékét, a kamatszámítási időszakot, egyéb költségeket, az előírt fizetési módozatot, s amelyben tájékoztatja az adóst arról, hogy a követelés behajtásra kerül, illetve legalább 15 napos határidőt biztosít az adósság megfizetésére. Az értesítésnek tartalmaznia kell, hogy a határidő eredménytelen elteltét követően a kezelő milyen eljárást indít, illetőleg a jogi eljárásra terelés lehetőségére figyelmezteti az adóst. Az Egyesült Államok szabályozásában jogszabályi előírás, hogy a követeléskezelő a fogyasztóval történő első kapcsolatfelvételtkor **köteles közölni, hogy adósságot kíván érvényesíteni**, és minden megszerzett információt erre a célra fog felhasználni.

Fontos hangsúlyozni, és ennek a törvényi szabályozásban is helyet kell kapnia, hogy az írásos tájékoztatásoknak formájukban is alkalmasnak kell lenniük arra, hogy a figyelemfelhívás és tájékoztatás szerepét betölthessék, így például az Egyesült Államokban érvényes bírósági gyakorlat nem találta kielégítőnek azt, ha a tájékoztatás nem volt alkalmas a kellő figyelemfelhívásra.⁷¹ Az Egyesült Királyság magatartási kódexének előírása alapján a kommunikáció során törekedni kell az egyértelmű, tiszta kifejezőmód használatára.

2. Az írásbeli értesítést a fenti határidő eredménytelen lejárta esetén **fizetési felszólítás követi**, amelyben a követeléskezelő 15 napon belüli teljesítésre vagy kifogásainak előterjesztésére hívja fel az adóst. A törvény köteleznél a követeléskezelőt, hogy a hitelezői igény törvényességét, jogalapját a felszólítás kiküldése előtt vizsgálja meg.⁷²

⁷⁰ A magatartásszabályok formája szinte **kivétel nélkül jogszabály**, melyeket olykor az érintettek érdekképviseltek által kiadott magatartáskódexek egészítenek ki (ld. Egyesült Királyság). **Németországban nincs** a magatartásokat szabályozó, egyes formákat tilalmazó külön szabályozás. Ezeket a német polgári törvénykönyv, illetve a büntető törvénykönyv általában más hasonló jellegű magatartásokkal együtt kezeli; szektorspecifikus szabályozást, ún. magatartáskódexet mindössze a németországi követeléskezelők többségét tömörítő, érdekképviselést ellátó Bundesverband Deutscher Inkasso-Unternehmen e.V. – BDU (<http://www.inkasso.de/>) alapító okiratában találhatunk.

⁷¹ Például a figyelmeztetés túlzottan apró betűs, vagy a levél hátlapján található. Ugyancsak nem volt jogszerűnek tekinthető, ha a tájékoztatás ellentmondó vagy zavaros.

⁷² A jogalap vizsgálatát az Egyesült Államok szabályozása csak abban az esetben írja elő, ha az adós él az értesítést követő ellentmondás lehetőségével, ebben az esetben a követeléskezelő köteles beszerezni az adósság fennállását tanúsító dokumentumokat, és megküldeni azokat az adósnak.

Az USA szabályozása értelmében, ha az adós a tájékoztatás kézhezvételét követő 30 napon belül nem él ellentmondással, a követeléskezelő létező tartozásnak (kvázi elismert követelésnek) fogja azt tekinteni.

3. Az igényérvényesítés **jogi útra terelése csak abban az esetben volna lehetséges**, ha az erre vonatkozó figyelmeztetést is tartalmazó fizetési felszólítás kiküldése a fentiek szerint megtörtént, és a teljesítésre adott határidő eredménytelenül lejárt.
4. **A kapcsolatfelvétel módjára, időpontjára irányadó szabályok**

Az USA szabályozása szerint a követeléskezelő az adós előzetes engedélye, vagy kifejezett bírósági felhatalmazás híján a követeléskezelés ügyében nem kommunikálhat olyan **időpontban vagy helyen**, amely szokatlan, vagy amelyről tudja vagy tudnia kellene, hogy az adósnak kényelmetlenséget okoz. Amennyiben a körülményekből vagy kifejezett értesüléséből más nem következik, abból a feltételezésből kell kiindulnia, hogy minden nem 8 (Ontarióban reggel 7) és 21 óra között megkísérelt kommunikáció eleve kényelmetlenséget okoz. Tilos az adós telefonon történő felkeresése ünnepnapokon, pihenőnapon, illetve ugyanazzal a tartozással összefüggésben **heti háromnál több alkalommal**. Általában tilos az adós házastársával, élettársával, családtagjaival vagy szomszédaival való kapcsolatfelvétel, kivéve, ha az érintett maga is kezesként vagy egyéb módon felel a tartozásért, illetőleg, ha az adós kifejezetten az érintett személyt jelölte meg kapcsolattartóként. Az **adós munkahelyén** általában nem tiltott a kapcsolatfelvétel, kivéve, ha a követeléskezelő tudja vagy tudnia kellett volna, hogy az adós munkaadója tiltja az ilyen kommunikációt, vagy ha az adatok és információk személyhez kötöttsége nem garantálható.

A követeléskezelő az információszerzés során **köteles felfedni a kilétét**, közölni, hogy az adós elérhetőségi helyével kapcsolatos információ iránt érdeklődik, és – kifejezetten erre irányuló kérdés esetén – megnevezni megbízóját. Ugyanakkor tilos minden arra vonatkozó utalás, hogy az adósnak adóssága van. A követeléskezelő a megkérdezett személlyel az információszerzés céljából **legfeljebb egyszer kommunikálhat**, kivéve, ha az illető kifejezetten kéri az ismételt megkeresést, vagy ha a követelésbehajtó ésszerű feltételezése szerint a megkérdezett személy korábban téves vagy hiányos információt szolgáltatott, időközben azonban pontos vagy részletesebb információval rendelkezik az adós tartózkodási helyéről.

Amennyiben az adós írásban tájékoztatja a követeléskezelőt, hogy nem hajlandó megfizetni az adósságát, vagy szeretné, ha a követeléskezelő nem keresné őt többé, a követeléskezelő – bizonyos szűk kivételekkel – köteles felhagyni a kapcsolatfelvétellel.

5. **Ha van az adós képviselőjében eljáró ügyvéd**, amennyiben erről a tényről a követeléskezelő tudomással bír, az Egyesült Államok és Ontario tartomány szabályozása alapján kizárólag az illető ügyvéddel kommunikálhat a követeléskezelő, kivéve, ha az ügyvéd ésszerű határidőn belül nem reagál a megkeresésére, vagy hozzájárulását adja ahhoz, hogy a követeléskezelő közvetlenül az adóssal vegye fel a kapcsolatot. Főszabályként az adós előzetes engedélye, vagy kifejezett bírósági felhatalmazás nélkül nem kommunikálhat a követeléskezelővel kapcsolatban mással, mint az adóssal, annak ügyvédjével, a hitelezővel, annak ügyvédjével vagy a követeléskezelő saját ügyvédjével.

6. **Tiltott magatartások**

A követeléskezelő nem tanúsíthat olyan magatartást, amely zaklatásnak, bántalmazásnak, megfélemlítésnek minősül, így egyebek mellett tilos az erőszakkal vagy más olyan tiltott magatartással való fenyegetés, amely bármely személy testi épsége, hírneve vagy tulajdona ellen irányul; obszcén, trágár vagy egyéb módon sértő nyelvhaználát; olyan lista közzététele, amely a fizetést állítólagosan megtagadó adósok nevét tartalmazza; az adósság értékesítéséről szóló hirdetmény közzététele az adósság megfizetésének kikényszerítése érdekében; zaklatási vagy bosszantási szándékkal történő folyamatos vagy ismételt telefonhívás, és szigorú kivételekkel az anonim telefonhívás.

A **kanadai tartományi szintű szabályozás** alapján tilos továbbá az olyan követelés érvényesítése, amelyről a kezelő tudja vagy kellő körültekintés mellett tudnia kellenne, hogy az a megbízóját nem illeti meg; megtévesztő módon más neve alatt eljárni; az adóssal való kapcsolattartás során a követeléskezelő nevét, elérhetőségét az adós elől eltitkolni; megtévesztő módon hivatalos eljárás látszatát kelteni; az adóson kívül a tartozással összefüggésben más személyt felkeresni.

7. **Tisztességes magatartási szabályokra vonatkozó iránymutatás**

Annak érdekében, hogy a követeléskezelők számára világos legyen, mely tevékenységek, magatartások minősülnek tisztességtelennek, az **Office of Fair Trading** kiadta a tisztességtelennek tekintett üzleti gyakorlatra vonatkozó iránymutatását.⁷³ Ennek alapján az OFT a következő magatartásokat minősíti **tisztességtelen üzleti gyakorlatnak**:

- a) A követelésbehajtó az adós szándékos félrevezetése érdekében **hivatalosnak tűnő, például bírósági határozathoz hasonló okiratokat használ**, vagy ha az információkat olyan formában adja elő a követeléskezelő, hogy az az adósban félrevezető benyomást kelt, vagy kihasználja az adós ismereteinek hiányát.
- b) A kapcsolatfelvétel során szükségtelenül és céltalanul használ jogi és egyéb szak kifejezéseket.
- c) A követeléskezelő elmulasztja tájékoztatni az adóst vagy a hitelezőt a követelés aktuális státuszáról, továbbá, ha figyelmen kívül hagyja az adósok olyan kérését, amelyekben méltányolható indokok alapján kéri, hogy az általuk megadott helyen és időpontban találkozzanak vagy beszéljenek.

⁷³ Debt collection guidance – Final guidance on unfair business practices 2003. (http://www.oft.gov.uk/shared_of/business_leaflets/consumer_credit/oft664.pdf)

- d) Az adósokkal kapcsolatba lépő kezelők az adóst megtevesztik a hatáskörüket, illetve a jogi helyzetüket illetően; így például nem hivatkozhatnak arra, hogy a bíróság nevében járnak el.
 - e) Per vagy csődeljárás megindítását helyezik kilátásba, amikor annak jogi feltételei nem állnak fenn.
 - f) A követeléskezelő hamisan állítja, hogy a követelés érvényesítésére peres eljárás indult, avagy arról bírósági ítélet született, vagy hogy az adósság megfizetésének elmulasztása büntetőjogi következményekkel jár.
 - g) Az adósok fizikai és pszichikai zaklatása. Külön kiemeli az iránymutatás, hogy nem szabad nyomást gyakorolni az adósokra azért, hogy értékesítsék a vagyontukat, vagy újabb hiteleket vegyenek fel.
 - h) Ugyanabban az ügyben több adósságbehajtót is alkalmaznak, és nem tájékoztatják egymást az eljárásokról, ami az adós túl gyakori megkereséséhez vezet.
 - i) Nem értesítik az adóst, hogy a megbízást egy másik követeléskezelő cégnek adják át.
 - j) Figyelman kívül hagyják, ha az adós arra hivatkozik, hogy a tartozását rendezte.
 - k) A harmadik személyek számára megismerhetővé teszi az adóssággal összefüggő adatokat, vagy ezzel fenyeget.
 - l) Az adós részletfizetési kérelmét figyelmen kívül hagyja, vagy nem fogadja el az adós határidőben felajánlott fizetését.
 - m) A követeléskezelő a behajtási költségek megfizetését szerződés vagy jogszabályi rendelkezés hiányában követeli, vagy a követelés összegével nem áll arányban a költségek összege.
8. A követeléskezelőnek az **adósok és a hitelezők panaszainak elbírálására** megfelelő eljárást kell kidolgoznia, amelyben meg kell határoznia, hogy a panasz elbírálására a szervezeten belül ki jogosult, milyen határidőn belül, és milyen jogorvoslati lehetőség biztosításával. Az eljárásrendet a követeléskezelő cégnek elérhetővé kell tennie a panaszosok számára. A panaszokat gyorsan, udvariasan, a panaszos kérdéseire adekvát válaszokat adva kell elbírálni.

5.5.2. A tartozás beszédésével és kezelésével összefüggő szabályok

1. Miután a törvény alapján a követeléskezelő, hacsak a felek szerződéséből és a kezelőnek adott meghatalmazásból más nem állapítható meg, a követelés érvényesítése során a hitelező képviselőjében jár el, **a neki történő teljesítést, a vele közölt kifogásokat a hitelezővel szembeni joghatályos nyilatkozatként kell kezelni.**
2. A követeléskezelőt a **hitelező iránt rendszeres tájékoztatási kötelezettség** és részletes írásbeli elszámolási kötelezettség terheli, a teljesítést követően kimutatást kell készíteni a tartozásról, illetve annak megtérüléséről és saját díjazásáról. A beszedett összeget a követeléskezelő letéti számlán kezeli, és – ellenkező megállapodás hiányában – haladéktalanul köteles a hitelezőnek kifizetni azt, legfeljebb a díjának megfelelő – a megbízó által nem vitatott – összeget tarthatja vissza. A követeléskezelő a letéti

- számlán kezelt összegből kizárólag a felmerült és igazolt költségeit vonhatja le, valamint azt az összeget, amely őt a szerződésben előre meghatározottak szerint megilleti.
3. A jogszabálynak tartalmaznia kell a **behajtási költségdíj elszámolható mértékét**. Főszabályként az adós a kezelő költségeinek megtérítésére is köteles, illetőleg ez a későbbi jogi eljárásban is érvényesíthető. Az adós általában köteles a bíróságon kívüli igényérvényesítéssel összefüggő (a követeléskezelő bevonásával és a behajtással felmerülő) költségek megtérítésére, kivéve ha az adós kifogásai alaposnak bizonyulnak. Ha az adós az első írásbeli értesítést követően határidőben fizetett, a követeléskezelő díjazását nem köteles megtéríteni.

E szabályt finomítja a német szabályozás, amelynek alapján, ha a követeléskezelő eljárása nem volt eredményes, és a követelés érvényesítésére csak jogi úton van lehetőség, a **követeléskezelő költségeinek az adósra való áthárítása tilos** abban az esetben, ha már a követeléskezelő bevonásakor előrelátható volt, hogy a tartozás csak bírói úton lesz érvényesíthető.⁷⁴ Számos bírósági döntés jelezte azonban, hogy kivételes esetekben a követeléskezelő igénybevétele felmerülő költségek is átháríthatók, amennyiben valószínűsíthető volt, hogy az adós a tartozást a követeléskezelő közbejöttével is megfizeti (tipikusan ilyen helyzetnek minősül, ha a tartozást az adós elismerte).

Ontario tartomány szabályozása alapján a követeléskezelő a hitelezőt megillető tartozás összegén felül **nem jogosult az adóstól a követeléskezelői díjat külön beszélni**, kivéve, ha a hitelező és az adós közötti megállapodás vagy jogszabály másként rendelkezik. A Dél-afrikai Köztársaság követeléskezelési szabályozására vonatkozó végrehajtási rendelet összecszerüen rögzíti, hogy **mely költségeket és mekkora összegben számolhat el** a követeléskezelő az adóssal szemben.⁷⁵

ÖSSZEGZÉS

Ma már szinte egyöntetű szakmai vélemény, hogy a **követeléskezelés hazai szabályozása tovább nem halasztható, e területen csak így teremthető meg az a szükséges szakmai egyenértékűség, amely egy tisztességes és szakmailag megalapozott környezetet biztosít mind az eljáró személyek, mind az eljárási technikák és eszközök terén**. A nemzetközi tapasztalatok alapján a hazai jogrendbe illeszkedően is **kétszintű szabályozással** oldható meg a jogalkotási feladat.

Törvényi szinten kell szabályozni a jogintézmény alapfogalmait, annak tárgyi és alanyi hatályát, az alapelveket, az engedélyezés szabályait, az engedélykötelezettség alól mentes

⁷⁴ A bíróság döntését arra az általános elvre alapozta, hogy a **hitelező is köteles kárenyhítési kötelezettsége miatt** a követelésérvényesítés költségeit a minimumra szorítani, így amennyiben e kötelezettségét megszegi, többletkárát, azaz költségigényét nem háríthatja át az adósra.

⁷⁵ A vonatkozó rendelkezés egyértelműen megjelöli például az egyszerű, az ajánlott és a tértivevényes küldemény elszámolható költségét, a szükségszerűen felmerülő hívások maximális költségeit, a félévinél gyakrabban kiadott költségelszámolások díját. A jogszabály az elszámolható költségek teljes összegét maximalizálja oly módon, hogy az semmiképpen sem haladhatja meg a tartozás tőkeösszegét.

személyek körét, az eljáró hatóságot, a tevékenység végzésének alapkövetelményeit, személyi és tárgyi feltételeit, a tevékenységet végzőkre vonatkozó, különös kötelezettségeket (pl. letéti számla nyitásának, könyvvizsgáló alkalmazásának, felelősségbiztosítás meglétének előírását).

Kormányrendelet rögzíthetné a végrehajtási utasításokat, így különösen az eljárási szabályokat, az alapvető magatartási normákat, az adóssal való kapcsolatfelvétel, kapcsolattartás, az elszámolás szabályait.

A törvény létrehozása ma már kizárólag a jogalkotó szándékán múlik, hiszen a piac szereplői szinte egységesen foglalnak állást a szabályozás szükségessége mellett; ennek tartalma és keretei jól tapinthatók a nemzetközi jogalkotás példáin.

Abstract of the articles

REGULATIVE INITIATIVES ON THE CDS MARKET

GÁBOR SUTA

The lifecycle of the CDS market reached its maturity by the millennium. Since then the liquidity of the market has improved considerably thanks to the standardization in contract features and documentation. However, with the current worldwide recession, this popular OTC-traded risk management tool and its exponentially growing market, have been scrutinized by regulators and market participants paving the way for a more standardized and centralized market.

In my article, I introduce the recent initiatives with a linkage to three concepts: transparency, standardization and a reduction in risks inherent in CDS contracts. Specifically, I introduce DTCC's (Depository Trust and Clearing Corporations) service that provides information regarding the volume and net notional of CDS trades by its Trade Information Warehouse as an initiative to increase transparency on the CDS market. Moreover, as for standardization, I analyze the new protocols introduced this year by ISDA (International Swaps & Derivatives Association) that could enhance contract standardization within the market. Finally, I describe how an OTC market with central counterparties works and analyze the introduction of clearing houses to the CDS market as an initiative to reduce counterparty risk.

THE FAILED ATTEMPT TO CREATE THE „COUNTRYSIDE BANK” IN HUNGARY?

GY. KÁLMÁN KISS

Stability of equity is vital for any company and even more so for banks. The fact that banks today exist as networks on a national or international scale further accentuates this. However, cooperatives are characterized by open membership and varying capital, as members are free to come and go, and by a vested interest to serve local or regional needs.

The 150 year-long stability of cooperatives required the development of a legal and organizational framework, by which they became decisive players in many European countries. Secrets to success were sharing risk and business interests by limiting members to leave, preventing ownership concentration and guaranteeing network operational conformity.

However, local and particular interests of Hungarian cooperatives' management blocked the introduction of such rules in the past twenty years' market economy evolution, thus, cooperatives have become targets of free market take-overs and their significance has been steadily eroding.

A MULTIFACTOR APPROACH IN UNDERSTANDING ASSET PRICING ANOMALIES

HELENA NAFFA

In this paper, we introduce multifactor asset pricing models. The birth of these models came hand in hand with a theory bolstering informational efficiency. When market prices deviate from their theoretical pricing, they are dubbed as anomalies and investors rush to take advantage of the state of disequilibrium. Fama and French devised a multifactor model that is quite successful in incorporating anomalies in their asset pricing formula. We test to see whether the anomalies are actually premiums of distress. Characteristics of stocks such as market capitalisation and book-to-market equity are appropriate proxies for distress. Distressed firms may be more sensitive to certain business cycle factors, like changes in credit conditions, than firms that are financially less vulnerable. This means that investors are willing to give up on some expected return in exchange for investments that are resilient to market turbulences. This causes the premium in small size and high BE/ME stocks.

We find that the returns of small and high BE/ME stocks yield a premium in the Hungarian market for the period examined. When regressed on the single stocks, the SMB and HML factors are positive on average, i.e. the three factor model produced significant loadings, indicating the model's validity for the period tested. On the other hand, the specifics of the Hungarian market suggest that excess returns account for liquidity premiums rather than compensation for distress.

LEGAL REGULATION AND ECONOMIC CONDITION OF REAL ESTATE FUNDS

JÓZSEF SZÜCS

The case of real estate funds is a classic example for a typical Hungarian investment „success stories”. It will enter the analysts' book of crisis as a field that fell prey of the greed and ignorance of the market participants. The legal regulations of 1991 then 2001 on the real estates established the appropriate legal frames that defined the room to move for the fund management companies and the investors.

The crisis revealed the contradictions between the short-term investment goals and the asset portfolio financed by real estate funds and this would have led to serious liquidity problems if the Authority had failed to make a quick decision. Concerning the period of time we face, we must draw the consequences even if we expect a crisis of similar volume only in the distant future.

The legislator and the market participants must mutually find the solutions and operational ways that assure that the real estate funds can be competitive and steady participants of the Hungarian financial market.

THE MISSING DEBT COLLECTION ACT

BÉLA PETRIK

One of the largest failures of Hungarian legislation is the lack of the debt collection regulation (the other is the lack of the debt's settlement of natural persons). But while introducing the institution of private bankrupt would be just a 'suicide' during the crisis, then creating the debt collection act could be an effective tool for handling the crisis. It would concern not only the professional participants of the economy but also the common people. The present study tries to draw attention to the problems caused by the missing debt collection act through presenting the Hungarian practice and the international regulation. It also tries to suggest possible methods of legislation. The economic crisis and the state of Hungarian economy resulted that creating debt collection act seems to be inevitable, and the earlier techniques proved to be insufficient. Due to the regulation of this field, new business corporations dealing with debt collection start to appear. They misuse their situation, they violate the regulations concerning the protection of debtors with their unfair behaviour. They generate serious social tension and deteriorate the reputation of the debt collection sector, and in particular, that of the credit institutions. According to international observations and Hungarian legal system, the procedure can be solved by a two-level regulation. Appropriate laws should regulate: the basic concepts of the subject, the basic principles, the rules of licensing, the persons not affected by the compulsory licensing procedure, the competent authority, the basic requirements of the procedure, its personal and material conditions, the particular obligations of persons dealing with it (e.g. the requirements of opening a deposit account, applying for an audit); Government decree should regulate the executory directions, the rules of procedures, the basic standards of behaviour, the orders of creating, maintaining relations with the debtor and the settlement. Creating the law depends only on the intention of legislators since the participants of the economy find it indispensable.