

Biedermann Zsuzsánna

Az amerikai pénzügyi szabályozás története

A TANULMÁNY
A PÉNZÜGYI SZEMLE
ELSŐ PHD-PÁLYÁZATÁN
II. HELYEZÉST ÉRT EL.

ÖSSZEFOGLALÓ: Az Amerikai Egyesült Államok 2007 óta történelmének legsúlyosabb gazdasági visszaesésével küzd a nagy gazdasági világválság óta. A válság kiváltó oka egyrészt az amerikai pénzügyi piacok „hibás” működése: a válság előtti időszakban tömegessé váló innovatív pénzügyi termékek kevésbé átláthatóbbá, azaz kockázatosabbá tették a piacot. Másrészt maga a pénzügyi szabályozás rendszere sem tudott lépést tartani a piacok gyors fejlődésével, a piaci szereplők ráadásul a gazdasági növekedést kihasználva sikeresen érveltek a szabályok lazítása mellett. A következő írás vázolja az Amerikában bekövetkezett főbb pénzügyi szabályozói változásokat, amelyek megteremtették a válság előfeltételeit. Részletezi az 1933-as Glass–Steagall-törvény felülbírálatát és ennek következményeit. A Gramm–Leach–Bliley-törvénynek nagy szerepe volt abban, hogy megváltozzon a keletkezettő-szétosztó modell, az amerikai gazdaság alapjának szigorú logikája. Számos gazdasági szereplő, aki jelezte volna a növekvő kockázatokat, részt vett a „növekedési örületben” (vagy Raghuram G. Rajan szavával élve, az „eufóriában”), amelynek túlzott optimizmusa végül tömegesen felelőtlen pénzügyi magatartáshoz és válsághoz vezetett. A tanulmány rámutat, hogy a 2010-ben elfogadott Dodd–Frank-törvény, amelynek célja a pénzügyi rendszer felügyeletének megerősítése, valamint a fogyasztók fokozott védelme a pénzügyi szektor visszaéléseivel szemben, önmagában nem lesz elegendő egy újabb válság megelőzéséhez. Az Amerikai Egyesült Államoknak még az eddiginél is súlyosabb válsággal kell szembenéznie, ha nem sikerül megnyugtató megoldást találnia pénzügyi piacainak rugalmas és hatékony szabályozására.

KULCSSZAVAK: pénzügyi szabályozás, Dodd–Frank-törvény, dereguláció

JEL-kód: G21, G24, G28

Az amerikai gazdaság válságának okai mélyen gyökereznek az amerikai gazdaságtörténetben.

2007-től az Egyesült Államok az 1929–1933-as nagy gazdasági világválság óta nem tapasztalt mélységű gazdasági visszaesséssel küzd, pedig gazdasága korábban hosszú évtizedekig virágzott: az ázsiai pénzügyi válság és a hazai pénzügyi gondok nem voltak hosszú távon negatív hatással a gazdasági növekedésre, így a pénzügyi piacok és cégek rugalmasságába és alkalmazkodó készségébe vetett hit egyre csak nőtt.

A tőzsde 1929-es összeomlása után fogadták el Amerikában a Glass–Steagall-törvényt, amelynek célja a spekuláció korlátok közé szorítása volt, többek között úgy, hogy szétválasztották a befektetési és kereskedelmi banki

tevékenységeket¹ és falat húztak a bankok és brókercégek² közé. A törvény azt volt hivatott megakadályozni, hogy a bankok meggondolatlanul kockáztatva ügyfeleik pénzét a csőd szélére sodródjanak, hiszen ha egy, kisbetéteseket kiszolgáló bank likviditási problémákkal küzd, gyakran az állam vállalja anyagi megsegítését, a kisbetétesek érdekeit szem előtt tartva. A törvényt *Franklin Roosevelt* írta alá 1933-ban, és 1999-ig volt érvényben.

A pénzügyi lobbí már a kezdetektől támadta a Glass–Steagall-törvényt, főként arra hivatkozva, hogy visszafogja a növekedést, mert túlszabályozza a gazdasági szereplők tevékenységét. 1999 előtt már évtizedekkel parázs viták alakultak ki arról, hogy szükséges-e a Glass–Steagall-törvény. Ezekben a vitákban az amerikai pénzügyi piacok versenyképességének

Levelezési e-cím: zsbiedermann@vki.hu

növelése állt szemben azzal az igénnyel, hogy fenn kell tartani a fogyasztói bizalmat, hiszen az emberek csak olyan bankra bízzák a pénzüket, amelynek tevékenységét nem tartják kockázatosnak.

1987-ben a kongresszus kutatási osztálya közzétett egy jelentést (Wilcox, 1978), amely a Glass–Steagall-törvény melletti és elleni érveket gyűjtötte össze. Ez a jelentés felhívja a figyelmet arra, hogy a Glass–Steagall-törvény célja a bankrendszer integritásának megőrzése, a pénzügyi visszaélések megelőzése és a túlzott tőzsdei spekuláció visszaszorítása. Megállapítja továbbá, hogy a bankok számos új befektetési formát, pénzügyi eszközt dolgoztak ki 1933 óta, amelyek az értékpapírokra emlékeztetnek, a brókercégek pedig olyan termékeket fejlesztettek, amelyek a kölcsönök és betétek jellemzőivel bírnak. Tehát a pénzügyi szektor szereplői minden lehetséges módon igyekeztek már 1987-ben megkerülni azt a falat, amelyet a törvény a bankok és brókercégek közé emelt. A világon végigsöprő pénzügyi dereguláció (példaként az Egyesült Királyságot, Kanadát és Japánt említi) fokozta a pénzügyi élet szereplőinek nyomását a törvényhozásra, hogy könnyítsenek a szabályokon.

A GRAMM–LEACH–BLILEY-TÖRVÉNY HATÁSA AZ AMERIKAI PÉNZÜGYI RENDSZERRE

„A törvény célja a pénzügyi szolgáltatóipar versenyképességének elősegítése. Ennek érdekében a bankok, biztosítótársaságok és más pénzügyi szolgáltatók összeolvadásához prudens keretet biztosít...” (idézet a törvény szövegéből)

„Szerintem tíz év múlva visszanezünk majd és azt gondoljuk, nem kellett volna ezt tennünk. De megtettük, mert elfelejtettük a múlt tanulságait, és hogy ami 1930-ban igaz volt, az 2010-ben is igaz lesz.” (Byron Dorgan szenátor a Glass–Steagall-törvény felülbírálása után)

Az 1999-ben hatályba lépő Glass–Steagall-törvény (pénzügyi szolgáltatások modernizációja törvény) azon előírását, amely szerint a bankok nem birtokolhatnak más pénzügyi tevékenységgel foglalkozó céget, 1999. november 12-én a Gramm–Leach–Bliley-törvénnyel felülbírálták. (Bart, Brumbaugh, Wilcox, 2000) A pénzügyi lobbi sokáig és szívósan dolgozott a Glass–Steagall-törvény bizonyos eredményeinek eltörléséért, a pénzügyi szabályozási környezet lazításáért.

Mivel többek között a szigorú szabályok garantálták az értékpapírosításra épülő keletkeztető-szétosztó modell és a jelzáloghitelezés többé-kevésbé megbízható működését, valószínűleg ez volt a napjaink válságához vezető egyik első lépés. [Ezt az álláspontot számtalan neves közgazdász, többek között például *Paul Krugman* is osztja (Krugman, 2008)]. A deregulációs hullám egyik fontos oka az úgynevezett „ciklikus eufória” (Rajan, 2009), amely a gazdasági gyarapodás időszakában megnehezíti (hiszen oly távolinak tűnik a recesszió!), hogy a döntéshozók a stabilitás érdekében lassító fékeket építsenek a szabályozási rendszerbe. Ahogy *Rajan* fogalmaz: a drákói szabályozásba vetett hit a recesszió mélypontján a legerősebb, amikor a piaci szereplők szigorú szabályozására éppen nincs szükség. A növekedés csúcspontján azonban, amikor a legnagyobb az esély arra, hogy a piaci szereplők veszélyérzete csökken és óvatlanná válnak, mindenki bízik a piacok önszabályozásában.

A törvénymódosítás lényegesen megkönnyítette az amerikai pénzügyi szolgáltatók működését. Olyan pénzügyi óriásvállalatok létrejöttét mozdította elő, amelyek kombinálhatták a korábban elkülönülő pénzügyi tevékenységeket: biztosítást, portfóliókezelést, jegyzési garancia vállalását és a kereskedelmi banki működést. A pénzügyi szolgáltatások modernizációja törvény keretében lehetőség nyílt arra, hogy pénzügyi konglomerátumok jöjjenek létre, amelyeknek egy része a biztosítási szektorba, egy

vagy több másik része pedig a befektetési vagy banki szektorba tartozott. Többek között a Gramm–Leach–Bliley-törvénynek köszönhetően alakultak tehát ki a „túl nagy” (*too big to fail*) pénzintézetek, amelyek a válság során állami segítségre, tőkeinjekcióra szorultak. Utólag számos elemző illetve kritikával a túl nagyra nőtt intézményeket: erkölcsi kockázatot (*moral hazard*) jelent, hogy ezek a góliátok abban a biztos tudatban építik pozícióikat, hogy méretük miatt a kormányzat úgysem hagyja bedőlni őket, és az esetleges túlzott kockázatvállalás miatti veszteségeket az adófizetők pénzéből majd úgyis kifizetik. Tény, hogy az óriásbankok általában akkor is számíthatnak állami segítségre, ha rosszul gazdálkodnak, és piaci visszaesések idején kevésbé ragaszkodnak a likviditásproblémák saját erőből történő megoldásához, mint kisebb társaik.

Az említett erkölcsi kockázat ellenére ezt a változást Amerikában azért tartották szükség-szerűnek a törvényhozók, mert a pénzügyi szolgáltatások kereslete az utóbbi néhány évtizedben jelentősen megváltozott (például megnőtt a nyugdíjas megtakarításokkal kapcsolatos befektetések iránti igény), ennek következtében világszerte bővült a hagyományos pénzügyi tevékenységekkel foglalkozó intézmények működési köre, tradicionálisan egy másik pénzügyi szektorba tartozó intézmény által végzett tevékenységekkel. A bankok és biztosítók együttműködéséből kialakuló konglomerátumok számos országban a gazdasági élet kulcszereplőivé váltak (Belgium, Hollandia, Ausztrália) (Szüle, 2006), és az amerikai nagybankok versenyhátrányban érezték magukat a szigorú szabályozás miatt.

A törvény megkülönböztette az úgynevezett pénzügyi holdingvállalatokat (financial holding company – FHC), amelyek a pénzügyi tevékenységek teljes skáláját végezhetik, azonban ehhez megfelelő tőkeellátottsággal, kockázatkezeléssel és hitelminősítéssel kell bírniuk (ezek a feltételek a fiókintézményekre is érvé-

nyesek voltak és a holding bankjai és leányvállalatai közötti tranzakciókat is korlátozták).

A pénzügyi intézmények felügyeletét a törvény funkcionális alapokon szervezte meg, azaz a tevékenységi köröktől függően az ellenőrzést a Federal Reserve, a tőzsdefelügyelet (SEC), az árutőzsde szabályozási szerve (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) és az állami biztosításfelügyelet látta el, a pénzügyi holdingok átfogó felügyeletét pedig a Federal Reserve végezte. A funkcionális szabályozás a bankok tevékenységére is kiterjedt, azaz az értékpapír-kereskedelmet, illetve a befektetési szolgáltatási tevékenységet a SEC, a biztosítási tevékenységet pedig az állami biztosítási hatóságok felügyelték.

A befektetési és kereskedelmi banki tevékenységek határait összemósó törvény pozitívuma volt, hogy az amerikai pénzügyi szolgáltatók ezután fel tudták venni a versenyt a pénzügyi konglomerátumokkal a nemzetközi piacokon.

Az éles versenyben azonban az összeolvadó, új pénzügyi tevékenységekbe kezdő szolgáltatók egyre gyakrabban megfedkeztek az óvatosságról és áttekinthetőségről. Ráadásul a kereskedelmi bankok „beletanultak” a kockázatosabb befektetési banki tevékenységekbe.

Mivel nagyon sokféle tevékenységet végeztek egyazon intézmény falai között, a közös érdekeltségek óhatatlanul érdekkonfliktusokat szültek, és ennek hosszú távon a befektetők látták kárát. Ha a részvényelemzők és a befektetési bankárok egy intézménynél dolgoznak, akkor könnyen előfordulhat, hogy problémákkal küzdő cégek részvényeit ajánlják elsőrangú befektetésként ügyfeleik számára. A bankárok pedig könnyedén elkezdhetnek együttműködni a problémás cégek vezetőivel. (Marján, 2003, 65. oldal)

A pénzügyi rendszer felügyeletének problémáit jelezte már az Enron csődje körül kialakult botrány is. Az Amerikai Egyesült Államok Kongresszusának egyik bizottsági vizsgálata

2002. október elején szabálytalanságokat hozott nyilvánosságra a tőzsdepiaci felügyeletnél, de felelőssé tett hitelminősítőket, könyvvizsgálókat és elemzőket is. A felmerült szabálytalanságok miatt 2002 novemberében lemondott a tőzsdefelügyelet vezetője, *Harvey Pitt* és főszámvevője, *Robert Herdman* is. (Marján, 2003, 66. oldal)

Véleményem szerint a jogszabály minden negatív hozadéka mellett sem írható napjaink válsága kizárólag az 1999-es törvénymódosítás számlájára, és nem egyszerűen a kereskedelmi és befektetési banki tevékenység összemosásának eredménye. Az 1999-es módosítás azonban nagyban hozzájárult a válság „légköréhez”: súlyos etikai problémák és összefonódások, érdekütközések alakultak ki a bennfentesség miatt. Ráadásul a pénzügyi konglomerátumok keletkezése az előjátéka volt csupán a „*too big to fail*” problémakörnek. Ezek az intézmények mind tulajdonosi szerkezetükben, mind tevékenységeiket tekintve „túlságosan” összekapcsolódtak egymással és olyan komplex rendszert alkottak, ahol a szereplőket már képtelenség volt függetleníteni egymástól. Azaz, ha bármelyik szereplő elveszti az egyensúlyát, a többiek dominó módjára követik.

A következő részben a befektetési banki tevékenységet és az ahhoz kapcsolódó szektort tárgyalom, illetve megpróbálok rávilágítani, hogy a jelzáloghitel-alapú értékpapírok, valamint a fedezett adósságkötelezvények elterjedése hogyan kapcsolódik a válság kialakulásához.

A KELETKEZTETŐ-SZÉTOSZTÓ MODELL SÉRÜLÉSE

A jelzáloghitelezésnek Amerikában nagy hagyománya van. Míg a társadalom nagy része jellemzően hitelből finanszírozza élete során minden nagyobb kiadását (oktatás, lakásvásárlás, gyermekek taníttatása stb.), az életpályájuk későbbi szakaszába lépő gazdasági szereplők,

illetve a különféle biztosítók és alapok általában megtakarításokkal rendelkeznek. A pénzügyi termékek piacának egyik legfontosabb feladata, hogy mindkét említett csoport befektetési igényeit kielégítse. Ez pedig az értékpapírosítás folyamata során valósul meg, amelyet eredetileg 1970-ben kezdtek alkalmazni. A szakirodalomban számos definíciót olvashatunk, *Nádasdy* a következőképpen ragadja meg a jelenség lényegét: „*Az értékpapírosítás folyamata során pénzügyi követelések egy csoportját különítik el jogi és gazdasági értelemben, és ezt fedezettként használva úgynevezett eszközzel fedezett értékpapírokat (asset-backed security – ABS) bocsátanak ki a piacra.*” (*Nádasdy*, 2004, 32. oldal)

Az értékpapírosítás során a bankok – mint a folyamat kezdeményezői (*originators*) – az amerikai háztartások hosszú lejáratú hiteleit (amelyek jellemzően ingatlanfedezetű jelzáloghitelek) az amerikai hosszú távú befektetők (például megtakarításokkal rendelkező háztartások vagy nyugdíjalapok, biztosítók) pénzével finanszírozzák. Ez azért is előnyös számukra, mert a hosszú távú követeléseket rövid távon pénzre válthatják, forrásbevonást valósítanak meg, így elvileg könnyebben elkerülhető, hogy likviditási problémák lépjenek fel. Ahogy a *Király – Nagy – Szabó* szerzőtrío fogalmaz az Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei című cikkében: „*Illikvid eszközt alakítottak át likvid eszközzé: hosszú lejáratú, nehezen mozgatható jelzáloghitelekből lettek jelentős és mély piaccal rendelkező, jól forgatható, azaz könnyen likvidálható értékpapírok (...)* Az értékpapírosítás tárgyat jelentő pénzáramlásnak három olyan alaptulajdonsága van, amelyeket érdemes átalakítani, hogy a végső befektető ízlésének minél inkább megfelelő termékhez jusson: a lejárat, a kamatozás és a hitelkockázat.” (*Király – Nagy – Szabó*, 2008, 586. oldal)

A modell nevében szereplő szétosztó kifejezés magyarázata, hogy az eredetileg hitelt nyújtó intézmény szétteríti kockázatát a befektetők

között (*distribute*). Tehát a keletkeztető-szétosztó modell, amely az értékpapírosításra épül, mindegyik részt vevő félnek hasznot hozott: a bankoknak előnyös volt, mert csökkentette a hitelek koncentrációs kockázatát, enyhítette a tőketerhelést és likviditást biztosított a jelzáloghitelezőknek, az értékpapírosítónak pluszbevételt hozott, az intézményi és magánbefektetőknek pedig diverzifikált pénzügyi termékipiacot kínált. (Király – Nagy – Szabó, 2008)

A keletkeztető-szétosztó modell nem kifejezetten amerikai jellegzetesség, minden országban megtalálható, ahol kellően komplex a pénzügyi piac, illetve ahol a különböző életpályaszakaszokra különböző anyagi helyzet, hozzáállás jellemző (fiatalon még hitelt veszünk fel, idősebb korban már megtakarítani igyekszünk).

A modell egészen addig jól működött, amíg a keletkező értékpapírok minőségének biztosítása elsődleges volt: a hitelkeletkeztető csak akkor tudott refinanszírozást találni, ha kiváló minőségű hiteletet (azaz gondosan kiválasztott, elsőrangú adósok hiteleit) csomagolt át értékpapírrá. A dinamikus fejlődő értékpapírpiacon azonban már a hetvenes években megjelentek az úgynevezett magán-jelzálogpapírok (*private labeled – MBS*), amelyek alapjául szolgáló hiteletet az állami vagy kvázi állami garanciával működő intézmények nem voltak hajlandók refinanszírozni (az amerikai lakáspiac tartópilléreinek tekintett Fannie Mae, és Freddie Mac jelzálogtársaságok³ részvénytársaságként működtek, de törvényben megszabott alapokmánnal és céllal, és az állam hitelkeretet garantált számukra).

A Glass–Steagall-törvény 20. cikkelye előírta, hogy a kereskedelmi bankok nem végezhetnek elsődlegesen értékpapírosítással kapcsolatos tevékenységet, azonban a különböző típusú pénzügyi tevékenységek egy intézményen belüli végzéséért már a hatvanas évektől kezdve lobbiztak a pénzvilág nagyjai. 1986-ra sikerült elérniük, hogy a kereskedelmi bankok összbevételének

maximum öt százaléka befektetési banki tevékenységekből származhasson. 1989-ben ezt a korlátot felemelték 10 százalékra a pénzügyi szereplők nyomására, 1990-ben pedig a J. P. Morgan még a Fed explicit hozzájárulását is megszerezte az értékpapírosításhoz! 1996-tól engedélyezték a bankholdingoknak, hogy jövedelmük maximum 25 százaléka értékpapírosítással foglalkozó leányvállalataikból származzon. Ez az intézkedés gyakorlatilag végképp felülírta a Glass–Steagall-törvény 20. cikkelyét, és a kereskedelmi bankok egyre gyakrabban adták tovább jelzáloghiteleiket értékpapírba csomagolva különféle befektetőknek.

1999-ben a Glass–Steagall-törvény felülírása hivatalosan is engedélyezte a bankoknak, hogy a hitelpiac virágzó területére lépjenek. Együttműködhetnek a jelzáloghiteleket létrehozó vállalatokkal, kölcsönt adhattak olyan ügyfeleknek, akik nem rendelkeztek megfelelő fedezettel és tovább is adhatták ezt a kölcsönt strukturált pénzügyi eszközök formájában más befektetőknek. A hiteletet csoportosították és jelzáloghitel-alapú értékpapírokat és fedezett adóssághitelezvényeket hoztak létre.

A Gramm–Leach–Bliley-törvény elfogadása után a bankok még kevésbé figyeltek oda, hogy milyen minőségű jelzáloghiteleket csomagolnak át, hiszen hitelporfóliójuk egy része átkevert a befektetőkhez, így azok a bank mérlegén kívülre kerültek (leegyszerűsítve: már nem a bankok gondja volt, hogy az adós fizet-e). A bankok egyre több hasznot reméltek a látzólag egyre kevésbé kockázatos hitelektől (hiszen a kockázatokat elvileg szétterítették a szereplők között). Egyre többször adtak hitelt megfelelő körültekintés nélkül, a kockázatokat a mérlegén kívülre tolvaa az értékpapírosítás során. A mennyiségi szempont megelőzte a minőséget, a keletkeztető-szétosztó modell már nem csak a megbízható adósok hiteleit szórta szét a piacon.

Az alacsony minőségű hitelek ugrásszerű megnövekedését az ingatlanberuházási kampá-

nyok, illetve a lakásvásárlási láz is táplálta. Ez utóbbit társadalmi tényezők és maga a kormány is ösztönözte.

A MÁSODRENDŰ ADÓSOK ÉS AZ EGYRE KOMPLEXEBB PÉNZÜGYI TERMÉKEK, A KONJUNKTÚRA VÉGE

Ezzel egyidejűleg már az 1990-es évek elejétől kezdett robbanásszerűen növekedni a másodrendű adósokhoz (akik nem vagy kétes hitel-múlttal rendelkeznek) kapcsolódó másodrendű ingatlanhitelezési piac. Számos amerikai cég az 1980-as évektől olcsóbb munkaerejű országokba helyezte át a termelését, ezért amerikaiak ezreitől váltak meg. A középosztály lassan kezdett anyagilag leszakadni, a politikai nyomás pedig erősödött, hogy a hitelhez jutás könnyítésével oldják meg a problémákat. *„Az alacsony keresetű vevőnek is lehet ugyanolyan szép háza, mint bárki másnak”* – hangsúlyozta Bush akkori amerikai elnök 2002-ben. (George W. Bush addresses the White House Conference on Increasing Minority Homeownership at The George Washington University, Oct. 15, 2002). A könnyített hitelfelvételi eljárás, az alacsony kamatok és a folyamatosan növekvő ingatlanárak miatt a másodrendű hitelfelvevők egyre nagyobb arányt képviseltek a jelzáloghitel piacon. 2001-ben még az összes amerikai jelzáloghitelnek 5 százalékát tették ki a másodrendű hitelek, 2007-re azonban ez az arány már 15 százalékra növekedett. (Király – Nagy – Szabó, 2008)

A magán-jelzálogpapírok tulajdonosai (MBS) – éppen, mint az államközeli ügynökségek a saját papírjaikkal – „hiteljavító” (*credit-enhancement*) lépéseket hajtottak végre: hitelbiztosítást vettek erre szakosodott biztosítóktól, illetve a nagy hitelminősítőkkal minősítették papírjukat. A másodrendű ingatlanhitelezési piac fel-futásával párhuzamosan az értékpapírosított termékek között is egyre több másodrendű hi-

telekre épülő magánértékpapír fordult elő és a befektetők a hasonló besorolások miatt egyre nehezebben tudták megkülönböztetni a jó minőségű, elsőrangú papírokat a kevésbé jó minőségűektől a fokozatosan szennyeződő piacon. Ha ez nem lett volna elég, az értékpapírosítást kezdeményezők (*originátorok*) szívesen alkalmazták az úgynevezett „ratings shoppingot”, vagyis válogattak az ügynökségek, a megkapható minősítések között. (Móra, 2008)

Nemcsak a másodrendű adósok nehezítették a tisztánlátást az egyre komplexebbé váló pénzügyi piacokon, hanem a pénzügyi innovációk is. A pénzügyekben jártas szakemberek számtalan új, komplex befektetési lehetőséget dolgoztak ki, amelyek célja a kockázat szétterítése és a pénzügyi piac komplexitásának (a befektetési lehetőségek számának) növelése volt. Az értékpapírosítás során előfordult, hogy különböző tulajdonságokkal bíró jelzáloghiteleket kapcsoltak egybe, de később már különféle hiteleket, kötvényeket is beválogathattak egy-egy „csomagba”, amelyekből fedezett adóssághkötelezvényeket alakítottak ki. A kombinációknak csak a fantázia szabott határt. Ezeket a kötelezvényeket már egyre nehezebb volt – még egy pénzügyi szakértő számára is – reálisan minősíteni. Egyre gyakoribbá vált, hogy csak a fedezett adóssághkötelezvényt eredetileg összeállító szakember tudta világosan megítélni a kockázat mértékét.

Ennek ellenére a hitelminősítők a vállalati kötvényeknél már bevált kockázatelemzési módszereket alkalmazták a fedezett adóssághkötelezvényekre is. A válságot megelőző folyamatos gazdasági növekedés elrejtette a fedezett adóssághkötelezvényekhez kapcsolódó kockázatokat, és amíg magasak voltak a hozamok, a befektetők hajlamosak voltak elfeledkezni a pénzügyi innovációk esetleges illikviditásáról. Az értékpapírosítók pedig a szükségesnél kisebb tőkehányadot tartottak (többszörös tőke-áttételek halmozódtak fel a rendszerben, így meg lehetett sokszorozni a nyereséget, de saj-

nos később a veszteséget is), mert elsődleges szempontjuk volt a minél nagyobb mértékű likviditásbevonás és jutalék elérése. (Szanyi, 2009)

A tőkeáttételekhez kapcsolódó másik jellegzetes befektetési fajta, amely igen népszerűvé vált az elmúlt 25 évben, a derivatív (*forward, swap, futures, opciós*) ügyletek, amelyek egy alaptermékéből származnak (például a Goldman Sachsra kötött 2013. decemberi lejáratú határidős kontraktus alapterméke vagy mögöttes termék, a Goldman Sachs-részvény). A származékos ügyletek meglehetősen nehezen áttekinthető pénzügyi eszközök, mivel a mögöttes kockázatokat, valamint ebből adódóan a termékek tényleges piaci értékét éppen a származékos jelleg miatt nehéz felmérni. Ráadásul a derivatív termékeknek virágzó piaca alakult ki a tőzsdén kívül (over-the-counter – OTC), sokkal „szabályozatlanabb” körülmények között, amely tovább nehezítette a tájékozódást az egyre áttekinthetlenebb ügyletek tengerében. A tőzsdén kívüli származtatott ügyletek megfelelő szabályozásának hiánya nagyban hozzájárult a nemzetközi pénzügyi válság kialakulásához.

A derivatívákat a magasabb hozamra, alacsonyabb finanszírozási költségekre törekvés hozta létre. A derivatív termékekkel a válság előtt általánosságban sokkal magasabb hozamot lehetett elérni, mint a betéti kamatnál, a befektetési lehetőségek széles palettáját kínálták és a befektetett összeghez képest magas megtérülést. Ez azonban nem a derivatív ügyletek „kockázatmentes” jellegéből, hanem a hozzájuk kapcsolódó túlzottan optimista spekulációkból adódott. A magas tőkeáttételek miatt az eredetileg befektetett összeg többszörösét is elvesztheti a befektető, ha kedvezőtlen spekulatív pozíciót vett fel.

A komplex pénzügyi innovációk piacának átláthatóbbá tétele már Clinton amerikai elnök idején is többször napirendre került, azonban nem történt előrelépés az ügyben. Clinton egy,

2010 áprilisában adott interjújában elismerte, hogy hibát követett el, amikor nem próbálta meg részletesebben szabályozni (*ABC News*, Jack Tapper interjúja Bill Clinton volt amerikai elnökkel) a pénzügyi piacnak ezt a szegmensét, ugyanakkor azt is hangsúlyozta, hogy igazán Bush és pénzügyi szakértői „engedték szabadjárára” a tőzsdefelügyeletet és az egész pénzügyi szabályozórendszert.

A termékinnovációk nem csak az értékpapírokat érintették, a hitelkonstrukciók is több változáson mentek keresztül: számos esetben változtatható kamatozású, alacsony induló törlesztésű hitelek jelentek meg a piacon, ezeket pedig sokszor éppen a másodrendű adósok vették igénybe. Ahogy Király – Nagy – Szabó is kiemelik az Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei című cikkükben: „*ebben az ügyfélkörben az átlagnál magasabb volt a lazább feltételekkel, ügynökön keresztül, alacsony kezdő törlesztőrészlettel folyósított hitelek aránya*” (Király – Nagy – Szabó, 2008, 580. oldal).

Amíg kedvezők voltak a külső körülmények, addig a korábban leírt rendszer működését senki nem kérdőjelezte meg. Többek között azért sem, mert mindenki jól járt: az adósok hitelt kaptak (esetleg az objektív mérlegelés hiánya miatt), a bankok egyre több és több hitelt adtak,⁴ így profitjuk elegendő volt a részvényesek osztalékának és a vezetőség bónuszának finanszírozására is. Az értékpapírokat csomagoló zsebre tették a jutalékot, a megtakarítók pedig a kockázat észlelése nélkül jelentős hozamot realizáltak.

Ez az ideális állapot azonban csak addig tartott, amíg felfelé ívelt a piac. Amint azonban a túlpörgött gazdaságot lassítani akaró központi bank kamatot emelt (1 százalékról 5,25 százalékra 2004 júniusától 2006 júniusáig 17 lépésben), számos másodrendű adós vált fizetésképtelenné a megemelkedő hitelkamatok miatt. Ahogy emelkedett a kamatszint, az ingatlan-

árak növekedése megállt, majd drasztikus zuhanásba kezdett. Ezért sok esetben a fedezetnek használható ingatlanok eladhatatlanná váltak, vagy vételáruk nem fedezte a fellépő szolvencia-problémákat. Eközben a 2007 előtt fedezett adóssághkötelezvényeket vásárló befektetők – az esetleges veszteségektől (jogosan) tartva – igyekeztek megszabadulni papírjaiktól, amelyek azonban sok esetben szintén eladhatatlannak bizonyultak.

A bedőlő jelzáloghitelek lavinát indítottak el, amely másodrendű jelzálogpiaci válsághoz, majd az olvasók által ismert eseményeken keresztül világgazdasági válsághoz vezetett.

AKIK JELEZHETTÉK VOLNA A VESZÉLYT

Hogyan fordulhatott elő, hogy sem a hitelminősítő cégek, sem a könyvvizsgálók, sem a felügyeleti szervek nem figyelmeztették a befektetőket, a piacokat a közelgő veszélyre? Hiszen még ha egy tájékozatlan befektető – az információhiány miatt – nem is tudja reálisan megítélni egy bank vagy bróker cég helyzetét, ugyanezt hogy engedheti meg magának egy erre szakosodott szervezet? Hogyan kaphattak közvetlenül a válság előtt pozitív minősítést a csődbe menő és állami pénzügyi segítséget igénylő pénzintézetek és értéktelenedő papírok?

Ráadásul nem ez volt az első eset, amikor nem sikerült helyesen orientálni a piaci szereplőket: a vállalat történet legnagyobb csődjei közül az Enron és a WorldCom összeomlását sem sikerült előre jelezni.

Hitelminősítők

A piacot jelenleg három nagy hitelminősítő cég uralja, akik már a jelzálogválság előtt és annak kezdetén is tévedtek előrejelzéseikben és többek között olyan értékpapírokat és hiteltermékeket minősítettek kiválónak, amelyek nem sokkal ké-

sőbb értéküket veszítették. A Moody's, a Fitch és a Standard & Poor's az utolsó pillanatig a legjobb kategóriába sorolta azokat a fedezett adóssághkötelezvényeket is, amelyek mögött másodrendű besorolású jelzálogadósok váltak fizetéseképtelenné. Először éppen ezek a subprime jelzáloghitelekre alapozott papírok értéktenedtek el, így az ezekre alapozott értékpapírpiac összeomlott, magával rántva számos pénzügyi intézetet. A hitelminősítőknek abban is nagy szerepük volt, hogy a válság súlyosbodott: a besorolás (esetleges újbóli) megállapítása nem túl gyakori, így ha változás történik a minősítésben, akkor az jellemzően kései, széles körű és nagymértékű. Így fordulhatott elő, hogy 2007 második és 2008 első felében néhány hónap leforgása alatt számos papír besorolása AAA-ról (a kötelezettség nagyon nagy valószínűséggel teljesül) CCC-re (jelentős hitelkockázat) változott egy nap alatt (ebben az időszakban a jelzáloghitel-alapú értékpapírokat összesen 1,9 trillió dollárral minősítették le) (Morris, 2008). Számos intézménynek törvényi előírás alapján csak bizonyos arányban lehet alacsony besorolású befektetése, így ők kénytelenek voltak eladásba kezdeni. Akik vásárolhattak volna, a szigorú szabályozások miatt azok sem tehették meg (mert a pénzügyi intézetek csak vagyonuk bizonyos százalékát tarthatják kockázatos befektetéseikben, ahogy arról már korábban szó esett). Tehát maga a rendszer erősítette a negatív visszacsatolást, növelte a pánikot.

A keletkeztető-szétosztó rendszer sérülése, a másodrendű adósok arányának megnövekedése, valamint a kockázatosság szempontjából rendkívül nehezen besorolható strukturált befektetési formák nagymértékű elterjedése a piacokon látszólag tehát jó ideig elkerülte a hitelminősítők figyelmét.

De vajon valóban csak elkerülték figyelmüket a fokozódó kockázatok vagy érdekelték voltak a pozitív besorolásban, netán szándékosan tévesztették meg a befektetőket?

A hitelminősítő cégek már közel egy évszázada jelen vannak a pénzügyi életben, szerepük Amerikában azután nőtt meg, hogy a tőzsdefelügyelet a hetvenes években a három legnagyobb Államilag Elfogadott Statisztikai Minősítő Szervnek⁵ ismerte el, így hivatalossá tették szerepüket a pénzügyi világban. A döntés egyik célja az volt, hogy a befektetők könnyebben meg tudják ítélni egy portfólióról vagy pénzintézetéről, hogy mennyire kockázatos. A törvényhozók azonban később megkezelhetetlenné tették a hitelminősítőket: ha egy piaci szereplő el akart adni egy részvényt, vagy össze akart csomagolni néhány jelzáloghitelt értékpapírrá, akkor feltétlenül szüksége volt a minősítésre. Igaz, hogy ezek a hitelminősítők magáncégek, a véleményük azonban majdhogynem törvényi erőre emelkedett a válságot megelőző évtizedekben. Így fordulhatott elő például, hogy törvény szabályozta: a pénzpiaci alapok nem tarthatták vagyonuk több mint 5 százalékát alacsony minősítésű papírokban.

A hitelminősítők tevékenységének hitelességével kapcsolatban felmerülő egyik legsúlyosabb probléma, hogy bár magáncégek, tulajdonosi szerkezetük átláthatatlan és a tulajdonosi körben előfordulnak olyan befektetési alapok vagy bankok is, amelyeket néha minősíteni kell. A három cég ráadásul hiába független egymástól elvileg, mert tulajdonosaik között jelentős átfedések fordulnak elő, valamint a minősítésért éppen azok fizetnek, akiknek a termékeit be kell sorolni kockázatosság szempontjából. (Bánfi – Kürthy – Bánfi, 2010) Ahogy *Szegő Iván Miklós* találóan fogalmazott egyik cikkében: a hitelminősítők a pénzpiacon olyanok, mint a kecskék, akik a káposztásba tévedtek.

A gazdasági rendszer minden szereplője tisztában van azal, hogy ez a három minősítő cég túl nagy befolyást gyakorol a piacra, hogy hitelességük legalábbis kétes, nagyon nehéz őket kiiktatni a rendszerből. Elvileg természetesen az AAA- (tehát a közel kockázatmentes) beso-

rolás még nem jelenti azt, hogy a befektetők máris megveszik az adott terméket. Ez a befektetői döntéseknek csak egyik eleme lehetne. A gyakorlat azonban azt mutatja, hogy az állami garancia a hitelminősítők működése fölött, valamint a szabályozási környezet, amely nyíltan támaszkodik a hitelminősítők besorolására, arra indítja a piac szereplőit, hogy túl nagy jelentőséget tulajdonítsanak a besorolásnak. A hitelminősítők túlzott befolyására a legeklatánsabb példa az országkockázatok megítélése: minél rosszabb egy ország besorolása, annál nehezebb, drágább lesz tetemes adósságait tovább finanszírozni a piacról, növekedni kezd a fizetésképtelenségre kötött biztosítási díjak felára.

A hitelminősítő intézetek az utóbbi időben hírhedtté vált tevékenységük ellenére szükségesegek, hiszen nagyon kevés befektetőnek van türelme, hozzáértése vagy ideje, hogy megállapítsa valamely befektetésről annak kockázatosságát. A működésük körülményei azonban nyilvánvalóan változtatásra szorulnak: el kellene választani őket az állami garanciától és a szabályozástól. A piaci szereplőkben tudatosítani kell, hogy az AAA-besorolás által keltett hamis biztonságérzet nem ment fel senkit az egyéni mérlegelés és felelősség alól, mikor pénzügyi befektetést eszközöl. A minősítő intézeteket pedig hathatósan kell emlékeztetni arra, hogy a befektetők téves orientálása milyen súlyos következményekkel járhat az egész pénzügyi rendszerre nézve.

Könyvvizsgálók

A válságban legalább ennyire érintettek a könyvvizsgáló cégek is. A tőzsdei cégek évente kötelesek beszámolóikat és üzleti jelentéseiket könyvvizsgáltatni. Az elvileg független könyvvizsgálat célja többek között a befektetések minősítésének és az ennek alapján képzett „vésztartaléknak” az ellenőrzése. A kockázatok reális felmérése azonban a strukturált

pénzügyi befektetések világában nagyon nagy szakértelmet kíván, a könyvvizsgáló szakmának lépést kell(ett volna) tartania a pénzügyi innovációkkal.

A könyvvizsgálók szakmai kompetenciájával kapcsolatos másik kétség a könyvvizsgálói piac jellegéből adódik. A tőzsdei cégek könyvvizsgálatainak 90 százalékát az úgynevezett Big Four tagjai (a négy legnagyobb könyvvizsgáló, a Deloitte, az Ernst & Young, a KPMG és a PricewaterhouseCoopers) végzik, azaz négy könyvvizsgáló cég osztozik a piac nagy részén. A könyvvizsgáló cégeken belül a bejegyzett könyvvizsgálók rotációja megvalósul ugyan, a könyvvizsgáló cégek rotációja azonban nem vagy csak annyiban valósul meg, hogy a négy könyvvizsgáló cég adja egymásnak a kilincset, tehát a könyvvizsgáló cégek a könyvvizsgáló cégekkel szoros együttműködésben működnek (Bánfi – Kürthy – Bánfi, 2010), amely mindkét fél számára előnyös. Ráadásul gyakran előfordul, hogy a pénzügyintézetek a vállalati hitelezés feltételül megszabják: a könyvvizsgálót csak a Big Four-cégek végezhetik. A piac ilyen mértékű koncentrátsága rendszerszintű kockázatokot hordoz és bármelyik cég bukása az egész piacot magával ránthatja. Ráadásul már a könyvvizsgáló cégek is „bizonyítottak” az Enron-botrány kapcsán, amely az Arthur Andersen bukását is okozta. A „négy nagyra” ugyanis mind a mai napig jellemző, hogy nemcsak könyvvizsgálói, hanem egyben adótanácsadói munkát is végeznek – ugyanannál a vállalatnál. Tehát adótanácsokat osztogatnak annál a cégnél, amelynek a mérlegét hitelesítik. Sőt, gyakran előfordul, hogy jövedelmük nagyobb része inkább a tanácsadásból származik.

Az Enron-botrányban az Andersen könyvvizsgáló cég vállalati ügyfele megbízásából félrevezető, hamis jelentéseket tett közzé. Az ilyen jellegű együttműködések oka általában az, hogy a vállalatok menedzsmentjével szemben gyakran elvárás az évről évre növekvő nyereség és részvényárfolyamok, így a könyvviz-

gálótól szolidaritást, üzleti partnerséget, jó tanácsokat várnak a vizsgálandó cégek. Bár e cégek indoklása szerint a könyvvizsgálói és adótanácsadói részlegek teljes mértékben elkülönülnek egymástól a könyvvizsgáló cégen belül, a gyakorlat mást mutat. Ez pedig nem garantálja a könyvvizsgálói jelentés semlegességét és függetlenségét.

A megoldás egyrészt az adótanácsadói és könyvvizsgálói tevékenység teljes szétválasztása, másrészt a piac koncentrátságának hatósági beavatkozással történő csökkentése lenne.

A pénzügyintézetek menedzsmentje

A hitelminősítőknél és a könyvvizsgálóknál kívül a problémák eltusolásában kulcsszerepet játszott a pénzügyintézetek menedzsmentje.

Az FDIC⁶ szerint „*a vállalatirányítást általánosságban a szervezeti ügyek irányítási folyamatoként vagy az elszámoltathatóság biztosítékaként definiálhatjuk. Számos tevékenységet magába foglalhat, mint például az üzleti stratégiák és célkitűzések kijelölését, a kockázattűrő képesség meghatározását, a vállalati kultúra és értékek megteremtését, a belső politikák kidolgozását és a teljesítmény figyelemmel kísérését. A vállalat tisztességes és átlátható működése, csakúgy, mint az elszámoltathatóság, a vállalatirányítás céljának tekinthető. Egyesek szerint a vállalatirányítás egyszerűen nem jelent mást, mint az igazgatóság aktívabb részvételét a vállalat operatív irányításában, míg mások a vállalati »demokráciát« vagy a részvényesek szélesebb körű bevonását hangsúlyozzák.*” (Gup, 2007, 2. oldal, idézi Basiner et al.-t.)

Ha ezt a definíciót tekintjük az amerikai vállalatvezetési etika alapjának, akkor objektíven megállapítható, hogy számos pénzügyintézet menedzsmentje hibázott a vállalatok átlátható és tisztességes működése, valamint a kockázattűrő képesség meghatározása terén a válságot megelőző időszakban.

A menedzserek elméletileg a tulajdonosok érdekeit képviselik, az ő érdekükben végzik tevékenységüket. A nagyvállalatok körében azonban az utóbbi néhány évtizedben elterjedt a bónuszrendszer alkalmazása, azaz a menedzserekkel kötött hosszú távú szerződés rögzít egy alapfizetést, ehhez pedig ösztönzőket kapcsolnak. Néhány vállalatnál a pénzügyi szektorban nem ritka, hogy az alapfizetés a jövedelemnek csak töredékét teszi ki – a többi kizárólag a dolgozói teljesítményen múlik. A teljesítmény pedig igen relatív kategória. *Erdős Mihály és Mérő Katalin* A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése című cikkében olvasható egy tanulságos eset: „*Volt már arra is példa, hogy a külsős szerződések darabszámától függött a vagyonekezelő vezetőjének bónusza, függetlenül az üzlet nyereségességétől.*” (2008, 516. oldal)

A vállalatok menedzsmentje arra törekszik, hogy munkáját és a kapcsolódó előjogokat megtartsa, illetve minél több pénzt keressen. Az ösztönző rendszerek a hosszú távon fenn tartható jövedelmezőség és a betétesek/részvényesek érdekeinek maximális figyelembevétele helyett sok esetben rövid távú kockázatok vállalására indították a pénzintézetek vezetőit és alkalmazottait egyaránt. Hiszen a legtöbb jutalmat ahhoz kötötték, hogy mennyire sikeres az adott vállalat a piacon. A sikeresség fokmérői pedig általában a piaci részesedés mérőszámai (kötvények száma, bevétel, nyereség), az ügyfélszám növekedése, a gyors piacszerzés – aminek hatására fokozódott a hitelek felelőtlen kihelyezése és a túlméretezett üzletkötési hullám (az ügyfelek rábeszélése a kétes kockázatú, de remek besorolású befektetésekre) a minél nagyobb bónuszok reményében. A válság után a kifizetett bónuszokat nem követelték vissza a betétesek pénzét felhasználva „kaszinózó” vezetőktől: a Lehman Brothers öt legfelső vezetője 2000 és 2007 között több mint 1 milliárd dollárt keresett, a vállalat csődjét követően mindezt megtarthatták. Sőt, bevett szokássá

vált a felmondó vagy elbocsátott cégvezetőknek fizetett hatalmas végkielégítés, az „arany ejtőernyő”: *Stan O’Neal* a Merrill Lynch igazgatói székéből való lemondáskor 161 millió dolláros végkielégítést kapott, miután pedig a vállalatot megmentette az állam, milliárdos bónuszokat osztottak szét.⁷

Sok vezető pedig a könyvvizsgálók és hitelminősítők közreműködésével az utolsó pillanatig igyekezett titkolni a vállalat esetleges likviditási gondjait, így már nem maradt más hátra, mint állami segítséggel elkerülni a „bedőlést”.

CHANGE WE CAN BELIEVE IN⁸

„*A pénzügyi rendszer (...) még mindig ugyanazon szabályok alapján működik, amelyek az összeomláshoz vezettek.*” (Obama 2010. január 21-i beszéde)

A válságot megelőző években elharapózott az etikátlan és felelőtlen üzleti magatartás az amerikai pénzügyi életben. A pénzügyi szabályozás nem tudott lépést tartani a pénzpiacok új termékeivel, szolgáltatásaival. Utólag visszatekintve nyilvánvalónak tűnik, hogy az egymást követő kormányoknak többet kellett volna tenni a pénzügyi rendszer stabilitását fenyegető problémák ellen és deregulációs hullám helyett inkább a pénzügyi innovációkkal és a bennfentességből adódó visszaélésekkel kapcsolatos új szabályozási rendszert kellett volna kidolgozni.

Obama 2009. június 17-én tartott beszédében bejelentette az amerikai pénzügyi szektor átfogó reformját. Az elnök elismerte, hogy a XX. század első felében, a nagy gazdasági világválság után alkotott szabályokon túllépett az idő. A globális gazdaság a másodrendű jelzalogpiaci válság kirobbanása előtt olyan pénzügyi innovációkat teremtett, amelyek korlátozására a szabályozási környezet nem volt alkalmas. Az utóbbi évtizedekben a menedzserek rövid távú eredményeken alapuló

bónuszrendszere és juttatásai is hozzájárultak a kockázatvállalási kedv erőteljes megugrásához. A felelősségteljes üzleti magatartás helyett az üzleti életben egyre inkább a vakmerőség, az etikátlan magatartás volt kifizetődő, ez pedig Obama szerint az egész rendszer és nem az egyének hibája.

Az amerikai elnök hangsúlyozta, hogy a piacok és fogyasztók bizalmának helyreállításához a pénzügyi szabályozási környezet alapvető átalakítására van szükség. Az új szabályozás feladata többek között a válsághoz vezető strukturális hibák kiküszöbölése.

Természetesen a közvélemény nyomása sem elhanyagolható tényező: a sorozatos állami támogatást igénylő bankmentő akciók következtében a piac láthatatlan kezébe vetett hit gyengült és a szigorúbb szabályozást támogatók köre nőtt.

Obama célkitűzéseinek megvalósításához számos kényes lépést kellett volna tenni: a túl nagy pénzügyintézeteket kisebb egységekre kellett volna darabolni, az értékpapírosítás folyamatát, valamint a derivatív ügyleteket teljes egészében, minden részletre kiterjedően felügyelet alá vonni, megszüntetni a bennfentes kereskedelemre és érdekütközésekre lehetőséget adó pénzügyi konglomerátumokat, részletesebben szabályozni a hitelminősítők és könyvvizsgálók tevékenységét, valamint rugalmas formában kellett volna növelni a bankok kötelező tartalékrátáját (Becker – Posner, 2010).

Ha azonban elolvassuk a Dodd–Frank-törvényt a Wall Street reformjáról és fogyasztóvédelméről, amelyet Obama több mint egy évvel a reformtervek bejelentése után aláírt, azt láthatjuk, hogy az eredeti célok jelentősen módosultak a politikai csatározások folyamán.

A törvény alapvető koncepciója is problémás: középpontba helyezi a fogyasztó védelmét, holott a válságot alapvetően nem a fogyasztók tájékozatlansága, hanem a pénzügyi szektor felelőtlen, önérdékkövető magatartása okozta. Igaz, hogy sok esetben kihasználták és

félrevezették üzletfeleiket. A fogyasztó azonban – még ha pénzügyi szempontból tájékozott is – általában nincs abban a helyzetben, hogy bizonyos banki szolgáltatások (például kölcsön felvétele) esetén feltételeket szabjon. A szolgáltatók és az ügyfelek közötti viszony kölcsönösségen alapul, de nem egyenrangú. A bennfentes visszaéléseken a fogyasztók pénzügyi tájékozottságának növelése mellett fékek és ösztönzők, valamint folyamatos ellenőrzés segítségével lehetne úrrá lenni.

A TÖRVÉNYCSOMAG FŐBB PONTJAI

„A törvény célja az Amerikai Egyesült Államok pénzügyi stabilitásának elősegítése az ... elszámoltathatóság és az átláthatóság javításával, a »túl nagy, hogy bukjon« jelenségének megszüntetése, a további pénzügyi mentőakciók felfüggesztése és a fogyasztók érdekeivel visszaélő pénzügyi szolgáltatások megszüntetése révén az amerikai adófizetők védelme...” (idézet a törvény szövegéből)

A következőkben összefoglalom a törvénycsomag fontosabb célkitűzéseit, valamint a törvényben előírt változások esetleges hatását.

A „túl nagy, hogy bukjon” ördögi körének megtörése

A túl nagy bankok és pénzügyi intézetek rendszerkockázatot jelentenek. Ahogy Obama fogalmazott egyik beszédében: a „túl nagy, hogy bukjon” típusú pénzügyintézetek valósággal foglyul ejtették az amerikai adófizetőket, hiszen a kormány nem tehetta meg, hogy hagyja csődbe menni őket. Ha tönkremennek, akkor az egész pénzügyi rendszer és a reálgazdaság is veszélybe kerülhet. A különböző kulcsfontosságú pénzügyintézetek feltőkésítésére költött dollármilliárdok miatt az amerikai államadósság 2011 augusztusában elérte a 14 580 milliárd dollárt,

azaz meghaladta az Egyesült Államok tavalyi 14 526 milliárd dolláros GDP-jét.⁹ Amerika nem engedheti meg magának, hogy még többet költsön bankmentő akciókra. Éppen ezért a túl nagy pénzintézetek működését a törvény a korábbinál szigorúbb szabályokhoz köti. A „túl nagy” bankokat kötelezi egy szabályozó tanács felállítására, amely felülvizsgálná a működésüket. Másrészt előírja, hogy a bankoknak pénz kell félretenniük arra az eshetőségre számítva, hogy esetleg csődbe mennek (nehogy ismét az adófizetők fizessék a számlát).

A „túl nagy” méret meghatározása azonban meglehetősen problematikus, hiszen a nagyság nem mindig a fontosság fokmérője. Rendelkezhetnek kisebb bankok is olyan szerteágazó kapcsolatokkal, hogy bukásuk ellehetetlenítse a rendszert. Egyelőre azonban nem sok konkrét lépést tettek a hatalmas pénzintézetek feldarabolása érdekében, sőt sok kisebb pénzintézet megszűnt vagy a nagyok bekebelezték őket, több pénzintézet fuzionált a válság hatására.

A kombinált tevékenységet végző óriáscégek, mint a Goldman Sachs vagy a Morgan Stanley, egyszerre adnak pénzügyi tanácsot ügyfeleiknek és ugyanakkor el is adnak nekik pénzügyi termékeket, valamint saját számlára is kereskednek. Ezek a tevékenységek olyan érdekütközést feltételeznek, amely a gyakorlatban megkérdőjelezi e cégek becsületességét.¹⁰ A törvény hatálybalépésétől kezdve a brókercégek elvileg kötelesek elsőként figyelembe venni ügyfeleik érdekét. Kérdéses, hogy – miután továbbra is végezhetik mind a két, érdekütközést eredményező tevékenységet (tanácsadás, saját számlára kereskedés) – ez a gyakorlatban megvalósulhat-e. Ha a törvény a probléma gyökerét kezelné, akkor az ilyen többféle pénzügyi tevékenységet végző óriáscégeket fel kellene darabolnia kisebb egységekre. Így egyrészt csökkenne hatalmas méretük, másrészt megszűnne az érdekütközés lehetősége.

A Volcker-szabály

A Volcker-szabály, amely a korábbi amerikai jegybankelnök, *Paul Volcker* nevét viseli, eredetileg teljes egészében megtiltotta volna a bankoknak a saját számlára történő kereskedést, illetve a kockázatosabb alapokba a befektetést. A törvényben előírtak alapján azonban a bankok végül végezhetnek kockázatosabb befektetéseket, de ezt csak alaptőkéjük három százalékáig tehetik. Igaz, hogy ez elenyészően kis számnak tűnhet, de a teljes tiltáshoz képest visszalépést jelent. Ráadásul a bankok átmeneti halasztást is kérhetnek, csak 2022-re kell maradéktalanul teljesíteniük a Volcker-szabály egyes rendelkezéseit.¹¹

A Volcker-szabály nem más, mint a Glass–Steagall-törvény aktualizált változata, azaz fő célja a kereskedelmi és betéti banki tevékenység szétválasztása, valamint az adófizetők, ügyfelek védelme a bankok túlzott kockázatvállalásával szemben. A szakirodalomban jelentős vita folyik azzal kapcsolatban, hogy a kétféle banki tevékenység összemosása mennyiben járult hozzá napjaink válságának kialakulásához. Tény, hogy a pénzügyi innovációk elterjedése és a pénzpiacok globalizálódása időben nagyjából egybeesik a kereskedelmi és betéti banki működés közötti átjárhatóság fokozatos feloldásával. A kétféle tevékenység egyazon intézményen belüli folytatása egészen biztosan növeli a bennfentes kereskedelem, az információkkal való visszaélés, az ügyfelek félreinformálásának kockázatát.

Átláthatósági reformok

A 600 billió dolláros derivatívapiac átláthatóvá tétele egy másik fontos célkitűzés, és valóban változást hozhatna az értékpapír-kereskedelem zavaros világában. A törvény csak standardizált derivatívaszerződések megkötését teszi lehetővé nyílt piacon, az árak és mennyiségek feltün-

tetésével. A szerződéseket egy harmadik fél is garantálná, aki jót állna az üzletért (azaz ha a szerződő fél esetleg csődbe menne, akkor is kifizetné a befektetőt).

A törvény azt is előírja, hogy az értékpapírokkal kereskedő cégeknek legyen egy minimális, meghatározott alaptőkéje és a bankok válasszák el a derivatív ügyleteiket a kereskedelmi banki tevékenységüktől.

Az eredeti javaslatok között szerepelt az is, hogy a bankok kötelesek kiszervezni az összes swapügyletet, azonban a törvénybe már egy felhívított változat került be: a kamatrátákhoz, árfolyamokhoz, arany- és ezüstkereskedelemben kapcsolódó swapügyletek maradhatnak a bankokon belül. Csak a legkockázatosabb csereügyleteket lesznek kötelesek kiszervezni: a mezőgazdasághoz, fém- és energiaiparhoz kötődőket. Tehát a szabályozás a származékos üzletág körülbelül 80 százalékát a bankokon belül hagyja (a Nemzetközi Fizetések Bankjának statisztikái alapján).

Az üzletág átláthatósága a törvény hatására előreláthatólag nőni fog, de a rendelkezések az értékpapírosítás és a túl magas tőkeáttételek rendszerének nem vetnek véget, pedig mindkét jelenség nagyban hozzájárult a gazdaság túlhevüléséhez.

Fogyasztóvédelem

A pénzügyi reform létrehozta a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Ügynökséget (Consumer Financial Protection Bureau). Korábban a jegybank volt felelős a fogyasztóvédelemért és a nemzeti pénzügyi intézmények biztonságáért is, gyakran ez utóbbira helyezve a hangsúlyt.

Az új ügynökségnek joga lesz a hiteltanácsadás, jelzálogpiac, hitelkártyapiac és egyéb banki termékek szabályainak módosításához. Ezen felül feladata lesz az ügyfelek pénzügyi ügyekben való okítása, egyfajta pénzügyi jártasság kialakítása. A Pénzügyi Fogyasztóvédelmi

Ügynökség felállításával a fogyasztók érdekei kisebb eséllyel sérülhetnek szerződések aláírásakor vagy pénzügyi termékek vásárlásakor, mint a törvény bevezetése előtt. Az ügynökség biztosítani fogja, hogy minden egyes jelzálogszerződést és hitelkártya-szerződést világos és érthető nyelven fogalmazzanak meg, és ne legyenek rejtett költségek vagy növekvő kamatlábak.

Mivel az ügynökségnek már a felállítása is nehézkesen zajlik, kétséges, hogy működése mennyiben teremt fogyasztóbarát pénzügyi légkört Amerikában. Obama ellenzéke, a Kongresszusban 2010 novemberében többséget szerző republikánusok szerint a Dodd–Frank-törvény visszafogja a gazdasági növekedést és csökkentti Amerika globális versenyképességét. A törvény rendelkezéseinek gyakorlatba történő átültetése elleni fellépésük egyik fókuszpontjává tették a fogyasztóvédelmi ügynökség felállításának akadályozását. Javasolták többek között a Volcker-szabály felpuhított, törvénybe került változatának az eltörlését (azaz a bankok kockázatos befektetéseit nem korlátoznák), de az ügynökség vezetőjére tett javaslatokat is kifogásolták.

Kérdéses tehát, hogy akadályoztatása esetén az új intézmény mennyiben lesz képes kijelölt feladatait ellátni.

Szavazás a bónuszokról

A bónuszokról szavazás segíthetne a hatalmas, ésszerűtlen jutalmak osztogatásának problémáján. A törvény előírásai alapján a részvénytársaságok kötelesek a meghatalmazotti nyilatkozatukban – legalább háromévente egyszer – szavazást kérni részvényeseiktől a vezető testület javadalmazását illetően. A szavazás eredménye azonban nem lesz kötelező a vezetőségre nézve.

A bónuszokról szavazás azt is kötelezővé teszi, hogy valahányszor a részvényeseknek sza-

vazniuk kell felvásárlás, összeolvadás, eladás stb. ügyében, a meghatalmazást kérő nyilvánosságra hozza azt is, hogy a tranzakció révén a vállalat mely vezetői mekkora bónuszban részesülnek. A részvényesek ekkor külön szavazhatnak a bónuszok jóváhagyásáról, de ez a szavazati eredmény sem lesz kötelező hatályú a vezetőségre.¹² Amerikában még ennek a „puha” javaslatnak is számos ellenzője van.

A bónuszok rövid távú üzleti sikereket favorizáló rendszerén érdemben nem változtat a törvény, ráadásul a részvényesek szavazatát a pénzügyi menedzsment nem köteles figyelembe venni.

A hitelminősítőket és könyvvizsgálókat érintő változtatások

A törvény lehetőséget ad arra, hogy a fogyasztók bepereljék azt a hitelminősítő intézetet, amely „szándékosan vagy gondatlanságból ad ki téves hitelminősítést”, valamint korlátozza azon esetek körét, amikor ezen intézetek pozitív minősítésére van szükség valamely ügylet létrejöttéhez. Ezek a változások a hitelminősítők óvatosabb tevékenységét, illetve jelentőségük visszaszorítását célozzák. A törvény aláírása óta eltelt egy évben azonban nem csökkent érezhetően a hitelminősítők befolyása. Sőt, számos esetben az egyes országok le-, illetve felminősítése kapcsán a világ piaci a korábbinál érzékenyebben reagálnak a besorolásokra.

A könyvvizsgálók iránti bizalom már a 2000-es évek elején megdőlt (a sorozatos botrányok hatására, erről lásd a Könyvvizsgálók című részt), ezt a 2002-ben elfogadott Sarbanes–Oxley-törvény volt hivatott helyreállítani. A könyvvizsgálók a törvény hatályba lépése után a belső ellenőrzési folyamatokat is felülvizsgálták és erről nyilatkozniuk kellett. A Dodd–Frank-törvény ezen a helyzeten annyiban változtatott, hogy az amerikai audithatóság, a PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board)

számára megkönnyítette a külföldi felügyelő hatóságokkal zajló információcserét, valamint tovább erősítette a brókercégek könyvvizsgálatának ellenőrzését.

A PÉNZÜGYI LOBBI

Az amerikai rendszerben hagyományosan nagy szerepe van a lobbizásnak: a politikusok meggyőzésének törvényes módja a pénzpiac óriásainak is jól bevált eszköze. A Dodd–Frank-törvény módosításában érdekeltek a törvény aláírása után akcióba is léptek különböző lobbicsoportokon keresztül: 2011 első három hónapjában a Wall Street közel 52 millió dollárt költött lobbizásra, az egyik lobbicsoport vezetője szerint a cél nem a Dodd–Frank-törvény megsemmisítése, hanem „a reform reformja” (Protess, 2011).

A lobbicsoportok tevékenységének kritikusai azonban nem így látják: *Barbara Roper*, a befektetők védelmére szakosodott Amerikai Fogyasztóvédelmi Egyesület (Consumer Federation of America) igazgatója szerint a bankok kihasználták, hogy az állam kimentette őket. Most azonban mindent megtesznek, hogy akadályozzák a jövő pénzügyi válságainak megelőzésére hozott intézkedéseket. Az igazgató véleménye, hogy a Wall Streetnek rá kellett volna jönnie, hogy az alkalmazott üzleti elvek kis híján romba döntötték a világgazdaságot, ehelyett máris visszatértek a régi kerékvágásba.¹³

Többek között az intenzív lobbitevékenység folytán a törvény rendelkezéseinek gyakorlati megvalósítása nagyon lassan halad. A Davis Polk & Wardwell jogi cég havonta közzéteszi honlapján az úgynevezett Dodd–Frank előrehaladási jelentést, és a 2011. július elsején nyilvánosságra hozott felmérés szerint a több mint 400 új szabálynak, amely a törvény szövegéből következne, még tizedét sem sikerült végső formába önteni.

Hiába megfelelőek a reform céljai, megvalósításuk a Dodd–Frank-törvénnyel nem sikerülhet. A reform ugyan átszabja a Wall Street egyik tényezőjét, de alapjaiban nem változtat a pénzügyi rendszer működési modelljén. Márpedig, ahogy maga Obama is elismerte: a pénzügyi szektorban dolgozók etikátlan viselkedése nem egyes személyek felelőssége, hanem a jelenlegi rendszer jellegéből fakadó sajátosság. Amíg a rendszer perverz logikáját nem sikerül átalakítani, addig nem beszélhetünk igazi reformról.

ÖSSZEFOGLALÁS

Az amerikai pénzügyi szabályozás története nem sikertörténet. A leírtak alapján nyilvánvaló, hogy a gazdasági növekedés időszakában a törvényhozók hajlamosak lazítani a szabályokon, majd válságok alkalmával ismét felmerül a szigorú keretrendszer szükségessége. A 2007-ben kirobbant másodrendű jelzálogpiaci válság óta a pénzügyi szektort megreformálni igyekvő politikai elit és a pénzügyi szereplők kötélhúzásának újabb fejezete kezdődött el.

A kapitalizmus visszatérő problémája az ismétlődő válságokra adott megfelelő szabályozói válasz. Az aktuális válságot megelőző gazdasági fellendülés időszakában a pénzpiacok látszólag elképesztő hatékonysággal dolgoztak és elárasztották az amerikai fogyasztókat az olcsó hitelekkel, a befektetőket a könnyen szerzett pénzzel. Ez teremtette meg az erkölcsi alapot a deregulációra. A recesszió rémképe messzi délibábnak tűnt csupán, a szabályozási környezet szigora az általános derűlátás következtében enyhülni kezdett.

A válság azonban bebizonyította, hogy az elmúlt néhány évtizedben végbement folyamatok: a pénzügyi piacok komplexitásának foko-

zódása, az értékpapírosításra épülő keletkezettő-szétosztó modell elterjedése nem hozott csökkenő kockázat mellett növekvő hasznot, ahogy azt a pénzintézetek szakértői sugallták. A pénzügyi innovációkkal kapcsolatos kockázatkezelési illúzió (hogy tudniillik a modellezés és a kockázatkezelés matematikai alapjainak fejlődésével kiszámíthatóbbá válnak a kockázatok) nagyban hozzájárult a problémák kialakulásához.

A válság két fő oka tehát a pénzügyi innovációk elburjánzása következtében átláthatatlanná váló piac, valamint a nem megfelelő szabályozási környezet.

A pénzügyi szféra tevékenységét korlátozó megfelelő szabályozással a szerző véleménye szerint egyértelműen orvosolhatók a válsághoz vezető problémák. A kérdés csak az, hogy milyen szabályozás lenne megfelelő. Barack Obama amerikai elnök kísérletet tett egy szigorúbban szabályozott pénzügyi rendszer kialakítására, azonban elképzeléseit nem fogadta egyöntetű siker sem a politikai, gazdasági elit, sem a lakosság körében. Valószínűleg nem szigorúbb, hanem rugalmas, a gazdaság ciklusaihoz jobban alkalmazkodó szabályozásra lenne szükség (lásd erről például Raghuram Rajan elképzelését, az úgynevezett „ciklusbiztos szabályozást”).

Egy dolog biztos: Amerika és a világ nem kerülhet el egy újabb, ezúttal végzetesebb pénzügyi és reálgazdasági válságot, ha nem látja be, hogy a biztonságosabb működésért cserébe a pénzügyi piacok működésének mozgástere valószínűleg csökkenni fog. Úgy tűnik, nagyobb sokkra van szükség ahhoz, hogy a piacok együttműködjenek a döntéshozókkal egy hatékonyabb szabályozási rendszer kialakításában. Mivel a válsághoz vezető körülmények továbbra is jelen vannak az amerikai gazdaságban, ez a sokk hamarabb bekövetkezhet, mint gondolnánk.

JEGYZETEK

- ¹ *Commercial banking* (kereskedelmi banki) tevékenység: betétképzés, kölcsönnyújtás, garancia, leszámítolás, készpénz nélküli fizetési forgalom lebonyolítása, jótállás
Investment banking (befektetési banki) tevékenység: beruházási javak finanszírozása, fedezeti ügyletek, vagyonkezelés, értékpapírügyletek
Corporate Finance: értékpapír-forgalom, hedge, termin, opció, vállalkozásfinanszírozás tőzsdei segítségével, tőzsdei bevezetés
Asset Management: vagyonkezelés, portfóliókezelés
Mergers and Acquisition: fúzió és tanácsadás
- ² *Amerikai típusú intézménybesorolás*
- *Betételfogadásra jogosult (Depository Institute)*
 - kereskedelmi bankok
 - köztakarékpénztárak
 - takarékos és kölcsönszövetkezetek
 - hitelszövetkezetek
 - *Betételfogadásra nem jogosult (Nondepository Institute)*
 - finanszírozó társaságok
 - biztosítótársaságok
 - befektetési bankok, brókercégek
 - jelzáloghitelbankok
 - nyugdíjalapok
- ³ Fannie Mae, azaz FNMA (Federal National Mortgage Association), Ginnie Mae, azaz GNMA (Government National Mortgage Association) és Freddie Mac, azaz Federal Home Loan Mortgage Corporation, feladatuk röviden a jelzálog-hitelezés finanszírozásának biztosítása. Felvásárolják a jelzálog-követeléseket a hitelező pénzintézetektől, majd ezekre építve származékos termékeket – jelzáloghitellel fedezett értékpapírokat – bocsátanak ki, ily módon biztosítva és növelve az elsődleges jelzálog-hitelezés tőkeforrását.
- ⁴ „Az Egyesült Államokban a pénzintézetek már nemcsak az új lakások eladási árának 80 százalékát hitelezték, hanem a 100 százalékát, majd (...) 120 százalékát is, hisz az új lakásokat új bútorokkal, új háztartási gépekkel be is kell rendezni.” (Bánfi – Kürthy – Bánfi, 2011)
- ⁵ Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
- ⁶ Szövetségi Betétbiztosítási Alap
- ⁷ Charles Ferguson: *Inside Job* (Bennfentesek) című dokumentumfilmje a válság kiváltó okairól és következményeiről
- ⁸ Barack Obama választási kampányának mottója
- ⁹ Az Egyesült Államok GDP-arányos államadósságrátája utoljára a második világháború után, 1947-ben haladta meg a hazai összterméket, 1981-re viszont 32,5 százalékra esett. Még 2007-ben is csak 64,4 százalék volt, majd a pénzügyi és gazdasági világválság hatására elszabadult a mutató.
- ¹⁰ A Goldman Sachs ellen például a SEC eljárást is kezdeményezett egy pénzügyi termék kapcsán. Az Abacus termék lényege az volt, hogy bizonyos ingatlankötvények árfolyamesésének következménye ellen megvédte a bankot, miközben a bank olyan irányú tanácsokat adott ügyfeleinek, hogy fektessenek be ezekben a kötvényekben (miközben ő maga gyakorlatilag ellentétes tőzsdei pozíciót vett fel). A SEC azonban egy 550 millió dolláros pénzbírság fejében (a banknak csupán kétheti profitjával egyenértékű, és körülbelül 3 százaléka a Goldman Sachs által 2009-ben kifizetett jutalmának) eltekintett a további vizsgálódástól (Warde, 2011).
- ¹¹ Számos pénzintézetnek csökkentenie kell ugyanis tulajdoni részesedését az úgynevezett házon belüli fedezeti alapokban. Ez hosszabb időbe is beletelhet az érintettek indokolása szerint, ezért tüzték ki a viszonylag távoli 2022-es céldátumot.
- ¹² Az úgynevezett „arany ejtőernyők”
- ¹³ Ugyanott

IRODALOM

- BÁNFI T. – KÜRTHY G. – BÁNFI A. (2010): Pénzügyi szabályozók a válság után, Délkelet-Európa. *International Relations Quarterly*. Vol.1. No.4.
- BARTH, J. R. – BRUMBAUGH JR. – DAN AND WILCOX, J. A. (2000): Repeal of Glass–Steagall and the Advent of Broad Banking: Office of the Controller of the Currency: *Economics Working Papers*. WP2000-5 (April)
- BASINGER, R. E., et al. (2005): Implications of the Sarbanes–Oxley Act for Public Companies in the U.S. Banking Industry (A Sarbanes–Oxley-törvény hatásai az Egyesült Államok bankszektorának állami vállalataira), *FDIC Outlook*
- BECKER, G. – POSNER, R. (2011): The Becker–Posner blog Five Major Defects of the Financial Reform Bill, november 7.
- ERDŐS M. – MÉRŐ K. (2008): A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése. *Hitelintézeti Szemle*. Hetedik évfolyam, 5. szám
- GUR, B. E. (2007): Vállalatirányítás (corporate governance) bankok esetében: Számít-e az igazgatóság struktúrája? *Hitelintézeti Szemle*. Hatodik évfolyam 1. szám, 1–20. oldal
- JACKSON, W. D. (1987): Glass–Steagall Act: Commercial vs. Investment Banking Updated June 29, *Economics Division, Congressional Research Service*
- KIRÁLY J. – NAGY M. – SZABÓ E. V. (2008): Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. *Közgazdasági Szemle*. LV. évf., július–augusztus, 573–621. oldal
- KRUGMAN, P. (2008): The Gramm connection. *The New York Times*. March 29
- MARJÁN A. (2003): Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió. PhD-értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Világgazdasági Tanszék
- MÓRA M. (2008): Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán. *Hitelintézeti Szemle*. Hetedik évfolyam, 5. szám 520–539. oldal
- MORRIS, CH. R. (2008): The two trillion-dollar meltdown- Easy money, high rollers, and the Great Credit Crash. Chapter 6: The Great Unwinding, 113–142. oldal *Public Affairs*, New York
- NÁDASDY B. (2004): Értékpapírosítás: miért értékpapírosítanak a bankok? *Hitelintézeti Szemle*. harmadik évfolyam 2. szám, 32–47. oldal
- PROTESS, B. (2011): Wall Street Lobbyist Aims to ‘Reform the Reform’ 14 July, *New York Times*
- RAJAN, R. G. (2009): The Credit Crisis and Cycle Proof Regulation. Speech delivered at the Federal Reserve Bank of St Louis in St Louis on April 15
- SZANYI M. (2009): A globális válság eredete, fő dimenziói és egyéb jellemzői. 7–27. oldal, In: A Globális Válság: Hatások, Gazdaságpolitikai Válaszok és Kilátások, 1. kötet: Világgazdasági Súlyponteltolódások, VKI-Ecostat
- SZÜLE B. (2006): A pénzügyi konglomerátumok létrejöttének kockázati hatásai. *Közgazdasági Szemle*. LIII. évf., július–augusztus, 661–680. oldal
- WARDE, I. (2010): Az amerikai elnökök jönnek-mennek, a Goldman Sachs marad. Nem fáj a Wall Street feje a bankrendszer reformja miatt, *Le Monde Diplomatique*, augusztus
- Törvények:**
Glass–Steagall Act, 1933
Sarbanes–Oxley Act, 2002
Dodd–Frank Act, 2010