



Magyar Tudományos Akadémia

**VILÁGGAZDASÁGI KUTATÓINTÉZET**

**M ű h e l y t a n u l m á n y o k**

**92. szám      2011. november**

**Biedermann Zsuzsánna**

**Az amerikai pénzügyi szabályozás története**



1014 Budapest, Orszagház u. 30.

Tel.: 224-6760 • Fax: 224-6761 • [E-mail: vki@vki.hu](mailto:vki@vki.hu)



## BEVEZETÉS

---

2007-ben az Amerikai Egyesült Államokban kezdődött másodrendű jelzálogpiaci válság kirobbanásakor számos szakértő nyilatkozott úgy, hogy elszigetelt jelenségről van szó, amely nem fenyegeti a világpiacokat. A problémák azonban fokozatosan áterjedtek az amerikai, pénzügyi szférára, és a szakadék szélére sodorták a globális pénzügyi rendszert, majd az egész világgazdaságot.

A másodrendű jelzálogpiaci válságként induló és a reálszférára fokozatosan áterjedő recesszió felvetette a kapitalizmus örök kérdését: vajon adekvát szabályozással megelőzhetőek lettek volna a piaci zavarok?

A pénzügyi szektor hozaméhsége miatt mesterségesen, hitelekkel felpumpált fogyasztás, az értékpapírosított termékek piacának komplexitása, a jó és rossz befektetések megkülönböztethetlensége, valamint a pénzügyi szektorban elburjánzott bennfentes ügyletek és etikai szempontból megkérdőjelezhető összefonódások miatt az amerikai pénzügyi piacon gyökeres változtatásra van szükség, amely csökkenti a hasonló válságok kockázatát. Ebben eleinte egyetértett az amerikai közvélemény és politikai szféra. A válságra adott szabályozói válasz azonban a 2007 óta eltelt három-négy évben az eredeti elképzelésekhez képest felpuhult, veszített szigorából.

A következő cikk kísérletet tesz az amerikai pénzügyi szabályozás 1933 utáni rövid történetének feltérképezésére, a válság egyik okának tartott pénzügyi dereguláció folyamatának leírására. Az elemzés igyekszik rámutatni a válság kiváltó okai-

nak és a viszonylag laza amerikai pénzügyi szabályozásnak a kapcsolatára, valamint értékeli a válság hatására született Dodd-Frank Wall Street Reform- és fogyasztóvédelmi törvény hatását az amerikai pénzügyi piacokra.

## KIS AMERIKAI SZABÁLYOZÁS- TÖRTÉNET

---

Az amerikai gazdaság válságának okai mélyen gyökereznek az amerikai gazdaságtörténetben.

2007-től az Egyesült Államok az 1929-33-as nagy gazdasági világválság óta nem tapasztalt mélységű gazdasági visszaeséssel 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 tevékenységeket,<sup>1</sup> és falat húztak a bankok és brókercégek<sup>2</sup> közé. A tör-

---

<sup>1</sup> *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.

<sup>2</sup> *Amerikai típusú intézmény-besorolás:*

vény azt volt hivatott megakadályozni, hogy a bankok meggondolatlanul kockáztatva ügyfeleik pénzét a csőd szélére sodródjanak, hiszen ha egy kisbetéteket 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 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<sup>3</sup>, amely a Glass-Steagall törvény melletti és elleni érveket gyűjtötte össze. Ez a jelentés felhív-

\* *Betételfogadásra jogosult (Depository Institute)*

- Kereskedelmi bankok
- Köztakarékpénztárak
- Takarékos és Kölcsönösövetkezetek
- Hitelsövetkezetek

\* *Betételfogadásra nem jogosult (Nondepository Institute)*

- Finanszírozó társaságok
- Biztosító társaságok
- Befektetési bankok, brókerházak
- Jelzáloghitel bankok
- Nyugdíjalapok

<sup>3</sup> Glass-Steagall Act: Commercial vs. Investment Banking, Updated June 29, 1987 By William D. Jackson, Economics Division, Congressional Research Service  
[http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metacrs/9065/m1/1/high\\_res\\_d/IB87061\\_1987Jun29.pdf](http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metacrs/9065/m1/1/high_res_d/IB87061_1987Jun29.pdf)  
 Letöltve: 2011.07.24.

ja 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 brókerházak 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 brókerházak közé emelt. A világon végigsöprő pénzügyi dereguláció (példaként az Egyesült Királyságot, Kanadát és Japánt említi) fokozta a pénzügyi élet szereplőinek nyomását a törvényhozásra, hogy könnyítse nek a szabályokon.

## AZ 1999-BEN HATÁLYBA LÉPŐ GRAMM-LEACH-BLILEY (PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSOK MODERNIZÁCIÓ- JA) TÖRVÉNY HATÁSA AZ AMERIKAI PÉNZÜGYI RENDSZERRE

*„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.”<sup>4</sup>  
 (Byron Dorgan szenátor a Glass-Steagall felülbírálása után)*

A Glass-Steagall-törvény azon előírását, amely szerint a bankok nem birtokolhatnak más pénzügyi tevékenységgel foglal-

<sup>4</sup> David Leonhardt: Washington's Invisible Hand  
 September 28, 2008

<http://www.nytimes.com/2008/09/28/magazine/28wwln-reconsider.html?pagewanted=print>  
 Letöltve: 2011.07.28.

kozó céget, 1999. november 12-én a Gramm-Leach-Bliley törvénnyel felülbírálták.<sup>5</sup> A pénzügyi lobbi sokáig és szívósan dolgozott a Glass-Steagall törvény bizonyos eredményeinek eltörléséért, a pénzügyi szabályozási környezet lazításáért.

Számos szakértő ebben látja a napjaink válságához vezető első lépést, hiszen többek között a szigorú szabályok garantálták az értékpapírosításra épülő keletkeztető-szétosztó modell és a jelzáloghitelezés többé-kevésbé megbízható működését.

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 koc-

kázatvállalás 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.

A fent említett erkölcsi kockázat ellenére ezt a változást Amerikában azért tarthatták szükségszerűnek 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 kulcsszereplőivé váltak (Belgium, Hollandia, Ausztrália)<sup>6</sup>, és az amerikai nagybankok versenyhátrányban érezték magukat a szigorú szabályozás miatt.

A törvény megkülönböztette az ún. 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 érvényesek 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

<sup>5</sup> Office of the Controller of the Currency: Economics Working Papers, WP2000-5 (April) The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking, James R. Barth, R. Dan Brumbaugh Jr. and James A. Wilcox, <http://www.occ.gov/publications/publications-by-type/economics-working-papers/2008-2000/wp2000-5.pdf>, Letöltve: 2011. 03. 14.

<sup>6</sup> Szüle Borbála: A pénzügyi konglomerátumok létrejöttének kockázati hatásai, *Közgazdasági Szemle*, 53. évf., 2006. július–augusztus, pp. 661–680.

az ellenőrzést a Federal Reserve, a tőzsdefelügyelet (S.E.C.), az árutőzsde szabályozási szerve (Commodity Futures Trading Commission- CFTC) és az állami biztosítás-felügyelet 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 befektetési szolgáltatási tevékenységet a S.E.C., biztosítási tevékenységet pedig az állami biztosítási hatóságok felügyelték.<sup>7</sup>

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 megfélemltek 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 érdekonfliktusokat 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.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Senate Banking Committee, Committee Documents Online – 106th Congress, Executive Summary of S. 900, The Financial Services Modernization Act of 1999, <http://banking.senate.gov/docs/reports/s900es.htm> Letöltve: 2011.07.18.

<sup>8</sup> Marján Attila: *Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió*, Ph. D.

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.<sup>9</sup>

Véleményem szerint a törvény minden negatív hozadéka mellett sem írható napjaink válsága kizárólag az 1999-es törvénymódosítás számlájára, és nem egyszerűen a kereskedelmi és befektetési banki tevékenység összemósásának 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 „túl-ságosan” 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 adóssághoz kötelezvények elterjedése hogyan kapcsolódik a válság kialakulásához.

értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Világgazdasági Tanszék, p. 65.

<sup>9</sup> *Ibid.*, p. 66.

## A KELETKEZTETŐ~SZÉTOSTÓ 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 fent 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 fedezetként használva ún. eszközzel fedezett értékpapírokat (asset-backed security, vagy ABS) bocsátanak ki a piacra.”<sup>10</sup>

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 a nyugdíjalapok, a 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 Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei c. 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 tárgyát 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.”<sup>11</sup>

A modell nevében szereplő szétoosztó kifejezés magyarázata, hogy az eredetileg hitelt nyújtó intézmény szétteríti kockázatát a befektetők között (distribute). Tehát a keletkeztető-szétoosztó modell, amely az értékpapírosításra épül, mindegyik résztvevő félnek hasznot hozott: a bankoknak előnyös volt, mert csökkentette a hitelek koncentrációs kockázatát, enyhítette a tőkeerhelést és likviditást biztosított a jelzáloghitelezőknek, az értékpapírosítónak pluszbevételt hozott, és diverzifikált pénzügyi termékpiacot kínált az intézményi és magánbefektetőknek.<sup>12</sup>

A keletkeztető-szétoosztó modell nem kifejezetten amerikai jellegzetesség, minden országban megtalálható, ahol kellően komplex a pénzügyi piac, illetve ahol a különböző életpályaszakaszokra különböző anyagi helyzet, hozzáállás jellemző (fiata-

<sup>10</sup> Nádasdy Bence: Értékpapírosítás: miért értékpapírosítanak a bankok? *Hitelintézet* 2004, Vol. 3, No. 2, pp. 32–47.

<sup>11</sup> Király Júlia–Nagy Márton–Szabó E. Viktor: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei, *Közgazdasági Szemle*, 55. évf., 2008. július–augusztus, pp. 573–621.

<sup>12</sup> *Ibid.*, A szikra – a másodrendű amerikai jelzálogpiac és a keletkeztető-szétoosztó (OAD) modell c. rész.

lon 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 hiteleket (azaz gondosan kiválasztott, elsőrangú adósok hiteleit) csomagolt át értékpapírrá. Azonban a dinamikusan fejlődő értékpapírpiacra már a hetvenes években megjelentek az úgynevezett magán-jelzálogpapírok (private labeled, MBS), amelyek alapjául szolgáló hiteleket az állami vagy kvázi állami garanciával működő intézmények nem voltak hajlandók refinanszírozni (az amerikai lakáspiac tartópilléreinek tekintett Fannie Mae, és Freddie Mac jelzálogtársaságok<sup>13</sup> 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 pénzügyvilág nagyjai. 1986-ra sikerült elérniük, hogy a kereskedelmi bankok összbevételeinek maximum öt százaléka befektetési banki tevékenységekből származhasson. 1989-ben ezt korlátot felemelték tíz 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.<sup>14</sup>

1999-ben a Glass-Steagall-törvény felülírása hivatalosan is engedélyezte a bankoknak, hogy a hitelpiac virágzó területére lépjenek. Együttműködhetnek a jelzáloghiteleket létrehozó vállalatokkal, kölcsönt adhatnak olyan ügyfeleknek, akik nem rendelkeztek megfelelő fedezettel és tovább is adták ezt a kölcsönt strukturált pénzügyi eszközök formájában más befektetőknek. A hiteleket 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 átkerült a befektetőkhez, így azok a bank mérlegén kívülre kerültek (leegyszerűsítve: már nem a bankok gondja volt, hogy az adós fizet-e).<sup>15</sup> A bankok egyre több hasznot reméltek a látszólag egyre kevésbé kockázatos hitelektől (hiszen a kockázatokat elvileg szétterítették a szerep-

<sup>13</sup> 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 jelzáloghitelezés finanszírozásának biztosítása. Felvásárolják a jelzálogköveteléseket a hitelező pénzintézetektől, majd ezekre építve származékos termékeket - jelzáloghittel fedezett értékpapírokat - bocsátanak ki, ily módon biztosítva és növelve az elsődleges jelzáloghitelezés tőkeforrását.

<sup>14</sup> Private Broadcasting Company: The Long Demise of Glass-Steagall a következő forrásokra támaszkodva: Frontline interjúk a The Wall Street Fix számára, The New York Times, The Wall Street Journal, The Washington Post, Time, Fortune, Business Week cikkek, <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/wallstreet/weill/demise.html>, Letöltve: 2010. december 20.

<sup>15</sup> BÉT havi elemzés: 2004. július, Az értékpapírosítás, [http://bet.hu/data/cms76991/BET\\_elemzes\\_julius.pdf](http://bet.hu/data/cms76991/BET_elemzes_julius.pdf), Letöltve: 2011. 07.20.



lők között). Egyre többször adtak hitelt megfelelő körültekintés nélkül, a kockázatokot a mérlegen kívülre tolván 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 kampányok, 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

Ezzel egyidejűleg már az 1990-es évek elejétől kezdett robbanásszerűen növekedni a másodrendű adósokhoz (akik nem vagy kétes hitelműlttel 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.<sup>16</sup> A könnyített hitelfelvételi eljárás, az alacsony kamatok és a folyamatosan növekvő ingatlanárak miatt a másodrendű hitelfelvévők egyre nagyobb arányt képviseltek a jelzáloghitelpiacon. 2001-ben még az összes amerikai jelzáloghitelnek 5 szá-

zalékát tették ki a másodrendű hitelek, 2007-re azonban ez az arány már 15%-ra növekedett.<sup>17</sup>

A magán-jelzálogpapírok tulajdonosai (MBS) – éppen, mint az állam-közeli ügynökségek a saját papírjaik esetében – „hiteljavító” (credit-enhancement) lépéseket hajtottak végre: hitelbiztosítást vettek erre szakosodott biztosítóktól, illetve a nagy hitelminősítővel minősítették papírjukat. A másodrendű ingatlanhitelezési piac fel-futásával párhuzamosan az értékpapírosított termékek között is egyre több másodrendű hitelekre épülő magán-értékpapír 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.<sup>18</sup> Ha ez nem lett volna elég, az értékpapírosítást kezdeményezők (originátorok) szívesen alkalmazták az ún. „ratings shoppingot”, vagyis válogattak az ügynökségek, a megkapható minősítések között.<sup>19</sup>

Nem csak 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 adóssághitelezvényeket alakítottak ki. A kombiná-

<sup>16</sup> President George W. Bush addresses the White House Conference on Increasing Minority Homeownership at The George Washington University Tuesday, Oct. 15, 2002, <http://www.whitehouse.gov/briefing-room/>, Letöltve: 2008.július 31.

<sup>17</sup> Király-Nagy-Szabó 2008.

<sup>18</sup> *Ibid.*

<sup>19</sup> Móra Mária: Mi a teendő? – Kiutkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán, *Hitelintézeti Szemle*, 2008. Vol. 7, No. 5, pp. 520–539.

cióknak csak a fantázia szabott határt. Ezeket a kötelevényeket már egyre nehezebb volt- még egy pénzügyi szakértő számára is- reálisan minősíteni. Egyre több esetben fordult elő, hogy csak a fedezett adósságkötelevényt eredetileg összeállító szakember tudta világosan megítélni a kockázat mértékét.

Ennek ellenére a hitelminősítők a vállalati kötvényeknél már bevált kockázatelemzési módszereket alkalmazták a fedezett adósságkötelevényekre is. A válságot megelőző folyamatos gazdasági növekedés elrejtette a fedezett adósságkötelevényekhez kapcsolódó kockázatokat, és a befektetők hajlamosak voltak elfeledkezni a pénzügyi innovációk esetleges illikviditásáról, amíg magasak voltak a hozamok. Az értékpapírosítók pedig a szükségesnél kisebb tőkehányadot tartottak (többszörös tőkeátvételek halmozódtak fel a rendszerben, így meg lehetett sokszorozni a nyereséget, de sajnos később a veszteséget is), mert elsődleges szempontjuk volt a minél nagyobb mértékű likviditásbevonás és jutalék elérése.<sup>20</sup>

A tőkeátvételekhez kapcsolódó másik jellegzetes befektetési fajta, amely igen népszerűvé vált az elmúlt 25 évben, a derivatív (forward, swap, futures, opciós) ügyletek, amelyek egy ún. alaptermékéből származnak (például a Goldman Sachs-ra kötött 2013. decemberi lejáratú határidős kontraktus alapterméke vagy mögöttes terméke 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 kamat esetében, 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 tőkeátvételek miatt az eredetileg befektetett összeg többszörösét is elvesztheti a befektető, ha kedvezőtlen spekulatív pozíciót vett fel.<sup>21</sup>

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<sup>22</sup> a pénzügyi piacnak ezt a szegmensét, ugyanakkor azt is hangsúlyozta, hogy Bush és pénzügyi szakértői voltak, akik igazán „szabadjára engedték”<sup>23</sup> a tőzsdefelügyeletet és az egész pénzügyi szabályozó rendszert.

<sup>21</sup> Bencsik Mária: Modern pénzügy fejezetek. Oktatási segédlet. BMF. KGK. SZVI. Bp. 2005., pp. 23–28.

<sup>22</sup> ABC News, Jack Tapper interjúja Bill Clinton volt amerikai elnökkel, [http://www.liveleak.com/view?i=0d4\\_1307834709&comments=1&jwp\\_version=4](http://www.liveleak.com/view?i=0d4_1307834709&comments=1&jwp_version=4), Letöltve: 2011. 07.29.

<sup>23</sup> “I think what happened was the SEC and the whole regulatory apparatus after I left office was just let go.”

<sup>20</sup> Szanyi 2009.

A termékinnovációk nemcsak az értékpapírokat érintették, a hitelkonstrukciók is számos 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* c. cikkükben: „ebben az ügyfélkörben az átlagnál magasabb volt a lazább feltételekkel, ügynökön keresztül, alacsony kezdő törlesztőrészlettel folyósított hitelek aránya” (p. 580.).

## A KONJUNKTÚRA VÉGE

Amíg kedvezőek voltak a külső körülmények, addig a fent 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<sup>24</sup>, így profitjuk elegendő volt a részvényesek osztalékának és a vezetőség bónuszának finanszírozására is. Az értékpapírokat csomagolók 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. Azonban amint a túlpörgött gazdaságot lassítani

akaró központi bank kamatot emelt (egy százalékról 5,25 százalékra 2004 júniusától 2006 júniusáig 17 lépésben)<sup>25</sup> számos másodrendű adós vált fizetéseképtelenné megemelkedő hitelkamatok miatt. Ahogy emelkedett a kamatszint, az ingatlanárak növekedése megállt, majd drasztikus zuhanásba kezdett. Ezért sok esetben a fedezetnek használható ingatlanok eladhatatlanná váltak, vagy vételáruk nem fedezte a fellépő szolvenciaproblémákat. Eközben a 2007 előtt fedezett adósságkötelezvényeket vásárló befektetők az esetleges veszteségektől (jogosan) tartva igyekeztek megszabadulni papírjaiktól, amelyek azonban sok esetben szintén eladhatatlannak bizonyultak.

A bedőlő jelzáloghitelek lavinát indítottak el, 2007 áprilisában csődbe ment az egyik legfontosabb subprime jelzáloghitelező, a New Century Financial. 2007 júniusában a Bear Stearns brókerház több mint hárommilliárd dollárral volt kénytelen kiségiteni két bajba jutott hedge fund alapját. 2007 júliusára közel 30 pénzügyi intézet egyensúlyozott a csőd szélén a fizetéseképtelenné vált jelzáloghitel-adósok miatt.<sup>26</sup>

Amerika és a világ legnagyobb pénzügyi intézetei: a Citigroup, a Merrill Lynch, a Lehman Brothers, a Bank of America, a Wachovia, hatalmas veszteségeket jelentettek 2007 negyedik negyedévére. 2008 elején a Bear Stearns-t –az amerikai kormány közbenjárására- jóval a piaci ár alatt felvásárolta a JP Morgan Chase. 2008 júliusában az állam kénytelen volt átfogó segítséget nyújtani a Fannie Mae és Freddie Mac jelzáloghitelező kormányhoz közeli

<sup>24</sup> „Az Egyesült Államokban a pénzügyi intézetek 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.” in Bánfi Tamás–Kürthy Gábor- Bánfi Attila: *Pénzügyi szabályozók a válság után, Délkelet-Európa*, International Relations Quarterly, Vol.1. No.4. [http://www.southeast-europe.org/pdf/4/DKE\\_04\\_M\\_E\\_BAT-KG.pdf](http://www.southeast-europe.org/pdf/4/DKE_04_M_E_BAT-KG.pdf), Letöltve: 2011.03.20.

<sup>25</sup> Forrás: <http://www.federalreserve.gov>

<sup>26</sup> Pete Péter: Súlyos, nem életveszélyes, *HVG*, No. 14, 2009, pp. 70–74.

ügynökségeknek (azóta már államosításukra is sor került).<sup>27</sup>

2008. szeptember 15-én csődöt jelentett a Lehman Brothers, ez volt az eddigi legnagyobb csőd az amerikai piacokon. A bank mérlegfőösszege 639 milliárd dollárral több mint tízszerese volt a korábbi „rekorder” Enronnak.<sup>28</sup> A Bank of America felvásárolta a Merrill Lynchet 44 milliárd dollárért, az AIG biztosítótársaságba pedig a Fed pumpált 85 milliárd dollárt.<sup>29</sup>

Az események sokkolták a világ pénzügyi piacait: a tőzsdék zuhanni kezdtek, kiszáradtak a bankközi piacok (mivel a bankok nehezen tudták felmérni saját, illetve konkurens bankok kitettségét, emiatt egymásban sem bíztak), az állami központi bankok óriási összegeket pumpáltak a bankrendszerekbe a pánik csökkentésére.

A bankok likviditásproblémái miatt az egész – bizalmon alapuló – rendszer megdőlni látszott, a másodrendű jelzáloghitel-piac pedig kis híján maga alá temette az amerikai és az egész nyugati világ pénzügyi rendszerét, és később reálgazdaságát. A folyamatos tőkeinjekcióknak köszönhetően átmenetileg sikerült elkerülni az összeomlást, most azonban az országok hatalmas (és egyre növekvő) adósságállománya jelent újabb problémákat.

<sup>27</sup> BBC Timeline: Subprime losses (2008), *BBC News* <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7096845.stm>  
Letöltve: 2011. augusztus 6.

<sup>28</sup> Szegő Iván Miklós: A történelem legnagyobb csődje New Yorkban, <http://www.origo.hu/uzletinegyed/vilaggazdasag/20080915-lehman-brotherscsod-tortenelmi-rekord-a-new-yorki-tozsde-eleteben.html>, Letöltve. 2011. augusztus 8.

<sup>29</sup> BBC Timeline

## 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 nem is tudja megítélni egy bank vagy bróker cég helyzetét reálisan az információhiány miatt, 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 pénzügyi intézetek és elértéktelenedő 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 kiválóknak, amelyek nem sokkal később értéküket veszítették. A Moody's, a Fitch és a Standard & Poor's az utolsó pillanatig a legjobb kategóriába sorolták azokat a fedezett adóssághitelezvényeket is, amelyek mögött másodrendű besorolású jelzálogadósok váltak fizetéseképtelenné. Először éppen ezek a subprime jelzáloghitelekre alapozott papírok értéktelenedtek el, így az ezekre alapozott értékpapírpiac összeomlott, magával rántva számos pénzügyi intézetet. A hitelminő-

sítőknek 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, széleskörű 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).<sup>30</sup> 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 fentebb 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 érdekeltek 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,

<sup>30</sup> Charles R. Morris: *The Two Trillion-dollar Meltdown- Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*, Chapter 6: The Great Unwinding, pp. 113–142, Public Affairs, New York, 2008.

hogy a tőzsdefelügyelet a hetvenes években a három legnagyobb Államilag Elfogadott Statisztikai Minősítő Szervnek<sup>31</sup> 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 pénzügyi intézetről, hogy mennyire kockázatos. Azonban a törvényhozók később megkerülhetetlenné tették a hitelminősítőket: ha egy piaci szereplő el akart adni egy részvénycsomagot, 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.<sup>32</sup> Így fordulhatott elő például, hogy törvény szabályozta, hogy a pénzügyi alapok nem tarthatták vagyonuk több mint öt százalékát alacsony minősítésű papírokból.

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.<sup>33</sup> Ahogy Szegő Iván Miklós találóan fogalmazott egyik cikkében: a hitelminősítők a pénzügyi piacon olyanok, mint a kecske, aki a káposztásba tévedt.

<sup>31</sup> Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.

<sup>32</sup> Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical, Rating Organizations, <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857.pdf>, Letöltve: 2011. 07.21.

<sup>33</sup> Bánfi–Kürthy–Bánfi 2010.



cégekkel szoros szimbiózisban élnek több évtizedes életüket”.<sup>36</sup> Ráadásul gyakran előfordul, hogy pénzügyintézetek a vállalati hitelezés feltételéül azt szabják, hogy a könyvvizsgálatot csak a Big Four cégek végezhetik. A piac ilyen mértékű koncentrátsága rendszerszintű kockázatokat 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.<sup>37</sup> Az ilyen jellegű együttműködések oka általában az, hogy a vállalatok menedzsmentjével szemben gyakran elvárás az évről évre a növekvő nyereség és részvényárfolyamok, így a könyvvizsgálótól szolidaritást, üzleti partnerséget, jó tanácsokat várnak a vizsgálandó cégek. Bár ezen 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 koncentrátságá-

nak hatósági beavatkozással történő csökkentése lenne.

## *A pénzügyintézetek menedzsmentje*

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

Az FDIC<sup>38</sup> szerint „a vállalatirányítást általánosságban a szervezeti ügyek irányítási folyamatoként vagy az *elszámoltathatóság biztossítékaként* 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.”<sup>39</sup> (kiemelés: B.Zs.)

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

<sup>36</sup> Bánfi-Kürthy-Bánfi 2010.

<sup>37</sup> Az Enron-Andersen-ügy, *Cégvezetés*, 2002/6, <http://cegvezetes.cegnet.hu/2002/6/az-enron-andersen-ügy>, Letöltve: 2011.07.25.

<sup>38</sup> Szövetségi Betétbiztosítási Alap

<sup>39</sup> Benton E. Gup: Vállalatirányítás (corporate governance) bankok esetében: Számít-e az igazgatóság struktúrája?, *Hitelintézeti Szemle*, 2007. Vol. 6, No. 1.

A menedzserek elméletileg a tulajdonosok érdekeit képviselik, az ő érdekükben végzik tevékenységüket. Azonban a nagyvállalatok körében 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 vagyongazdálkodó vezetőjének bónusza, függetlenül az üzlet nyereségességétől.”<sup>40</sup>

A vállalatok menedzsmentje arra törekszik, hogy munkáját és a kapcsolódó előjogokat megtartsa, illetve minél több pénzt keressen.<sup>41</sup> Az ösztönzőrendszerek a hosszú távon fenntartható jövedelmezőség és a betétesek/résztvényesek érdekeinek maximális figyelembe vétele helyett sok esetben rövid távú kockázatok vállalására indították a pénzügyi vezetők és alkalmazottait egyaránt. Hiszen a legtöbb jutalmat ahhoz kötötték, hogy mennyire sikeres az adott vállalat a piacon. A sikeresség fokmérője pedig általában a piaci részesedés mértéke (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 beso-

rolású 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.<sup>42</sup>

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 IN<sup>43</sup>

*„A pénzügyi rendszer... még mindig ugyanazon szabályok alapján működik, amelyek az összeomláshoz vezettek.”<sup>44</sup>*

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 töb-

<sup>40</sup> Erdős Mihály–Mérő Katalin: A subprime válság és a pénzügyi szervezetek felügyelése, *Hitelintézetek Szemle*, 2008. Vol. 7, No. 5, 516 p.

<sup>41</sup> Luc Soenen–Tarnóczy Tibor: *Vállalati pénzügyek* Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Pénzügy és Kontrolling Tanszék, pp. 2–3.

<sup>42</sup> Charles Ferguson: *Inside Job* (Bennfentesek) c. dokumentumfilmje a válság kiváltó okairól és következményeiről.

<sup>43</sup> Barack Obama választási kampányának mottója.

<sup>44</sup> Obama beszéde 2010. január 21-én, amikor bejelenteti reformtervét, <http://www.msnbc.msn.com/id/21134540/vp/34976114#34976114>, Letöltve: 2010. december 8.



bet 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 jelzálogpiaci válság kirobanása előtt olyan pénzpiaci 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 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 pénzintézeteket 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.

Ha azonban elolvassuk a Dodd-Frank Wall Street Reform- és fogyasztóvédelmi törvény törvényt, amelyet Obama több mint egy évvel a reformtervek bejelentése után aláírt, azt láthatjuk, hogy az eredeti célok jelentősen módosultak a politikai csatározások folyamán.<sup>45</sup>

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

<sup>45</sup>A Dodd-Frank Wall Street Reform- és fogyasztóvédelmi törvény célja: „az Egyesült Államok pénzügyi stabilitásának elősegítése, a pénzügyi rendszer elszámoltathatóságának és átláthatóságának javítása, a „túl nagy, hogy bukjon” jelenség megszüntetése, az amerikai adófizetők védelme a tőkeinjekciók beszüntetése révén, a fogyasztók védelme a pénzügyi szektorban elburjánzott visszaélésektől...”

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Enrolled Final Version - HR 4173)

[http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111\\_cong\\_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf), Letöltve: 2010. november 3.

## A TÖRVÉNYCSOMAG FŐBB PONTJAI

---

A következőkben összefoglalom a törvény-csomag 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 pénzügyi intézetek valósággal foglyul ejtették az amerikai adófizetőket, hiszen a kormány nem tehetette meg, hogy hagyja csődbe menni őket. Ha tönkremennek, akkor az egész pénzügyi rendszer és a reálgazdaság is veszélybe kerülhet. A különböző kulcsfontosságú pénzügyi intézetek feltökésítésére 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.<sup>46</sup> Amerika nem engedheti meg magának, hogy még többet költsön bankmentő akciókra. Éppen ezért a túl nagy pénzügyi intézetek működését a törvény a korábinál szigorúbb szabályokhoz köti. A „túl nagy” bankokat kötelezi egy szabályozó tanács felállítására, amely felülvizsgálná a működésüket. Másrészt előírja, hogy a bankoknak pénzt kell félretenniük arra az eshetőségre számítva, hogy

---

<sup>46</sup> Az Egyesült Államok GDP-arányos államadósság-rátája 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.

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 pénzügyi intézetek feldarabolása érdekében, sőt: a sok kisebb pénzügyi intézet megszűnt, vagy a nagyok bekebelezték őket, több pénzügyi intézet fuzionált a válság hatására.

A kombinált tevékenységet végző óriás-cégek, 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 ezen cégek becsületességét.<sup>47</sup> A törvény hatályba lépésétől kezdve a bróker-cégek elvileg kötelesek elsőként figyelembe venni ügyfeleik érdekét. Kérdéses, hogy – miután továbbra is végezhetik mindkét, 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

---

<sup>47</sup> A Goldman Sachs ellen például a S.E.C. eljárást is kezdeményezett egy pénzügyi terméke 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 ezekbe a kötvényekbe (miközben ő maga gyakorlatilag ellentétes tőzsdai pozíciót vett fel) A S.E.C. azonban egy 550 millió dolláros pénzbírság fejében (a banknak csupán kétheti profitjával egyenértékű és kb. három százaléka a Goldman Sachs által 2009-ben kifizetett jutalmaknak) eltekintett a további vizsgálódástól., in Ibrahim Warde: Az amerikai elnökök jönnek-mennek, a Goldman Sachs marad, Nem fáj a Wall Street feje a bankrendszer reformja miatt. Letöltve: 2011. augusztus 4.

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.<sup>48</sup> A törvényben előírtak alapján azonban a bankok végül eszközölhetnek 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.<sup>49</sup>

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 összemossa mennyiben járult hozzá napjaink válságának kialakulásához. Tény, hogy a pénzügyi innovációk elterje-

<sup>48</sup> President Obama Calls for New Restrictions on Size and Scope of Financial Institutions to Rein in Excesses and Protect Taxpayers, The White House Office of the Press Secretary, January 21, 2010

<http://whitehouse.gov/the-press-office/president-obama-calls-new-restrictions-size-and-scope-financial-institutions-rein-e>, Letöltve: 2010. december 4.

<sup>49</sup> Ugyanis számos pénzügyintézetnek csökkentenie kell tulajdoni részesedését az úgynevezett házon belüli fedezeti alapokban. Ez hosszabb időbe is beletelhet az érintettek indoklása szerint, ezért tűzték ki a viszonylag távoli 2022-es céldátumot.

dése 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 kereskedelmet, az információkkal való visszaélés, az ügyfelek félreinformálásának kockázatát.

\* *Átláthatósági reformok*

A 600 milliárd dolláros derivatívapiac<sup>50</sup> átláthatóvá tétele egy másik fontos célkitűzés, és valóban változást hozhatna az értékpapírkereskedelmek zavaros világában. A törvény csak standardizált derivatívaszerződések megkötését teszi lehetővé nyílt piacon, az árak és mennyiségek feltüntetésével. 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.<sup>51</sup>

Az eredeti javaslatok között szerepelt az is, hogy a bankok kötelesek kiszervezni az összes swap-ügyletet, azonban a törvénybe már egy felhívított változat került be: a kamatrátákhoz, árfolyamokhoz, arany- és ezüstkereskedelemhez kapcsolódó swap-ügyletek maradhatnak a bankokon belül. Csak a legkockázatosabb csereügyleteket

<sup>50</sup> Newsweek: 600,000,000,000,000?

<http://www.newsweek.com/2008/10/17/600-000-000-000-000.html>, Letöltve: 2010. november 23.

<sup>51</sup> For Securities Industry, Finance Law Could Bring New Light to Derivatives By Edward Wyatt, July 15, 2010, *The New York Times*, Letöltve: 2010. december 8.

lesznek kötelesek kiszervezni: a mezőgazdasághoz, fém- és energiaiparhoz kötődőket. Tehát a szabályozás a származékos üzletág körülbelül nyolcvan százalékát a bankokon belül hagyja (a Nemzetközi Fizetések Bankjának statisztikái alapján).<sup>52</sup>

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.<sup>53</sup>

#### \* *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.<sup>54</sup> A Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Ügynökség felállításával a fogyasztók érdekei kisebb eséllyel sérülhetnek szerződések aláírásakor vagy pénzügyi termékek vásárlásakor, mint a törvény bevezetése előtt. Az ügy-

nökség 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 csökkenteni 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),<sup>55</sup> 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 vezetőtestület javadalmazását illetően. A szavazás eredménye

<sup>52</sup> <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf> Letöltve: 2010. december 5.

<sup>53</sup> Obama's Financial Reform: Winners and Losers, Published: July 19, 2010 in *The Week*, <http://theweek.com/article/index/204527/obamas-financial-reform-winners-and-losers>, Letöltve: 2010. december 5.

<sup>54</sup> Financial Reform Creates New Consumer Protection Agency. Will it be a Watchdog or Lapdog?, By Eileen Ambrose, July 19, 2010, *The Baltimore Sun*, Letöltve: 2011. január 7.

<sup>55</sup> Republicans to Put Barney Frank, Bailouts Under Microscope by Dave Wedge, *The Boston Herald*, Published: 5 November, 2010, [http://www.bostonherald.com/news/us\\_politics/view.bg?articleid=1294144](http://www.bostonherald.com/news/us_politics/view.bg?articleid=1294144), Letöltve: 2010. december 8.

azonban nem lesz kötelező a vezetőségre nézve.<sup>56</sup>

A bónuszokról szavazás azt is kötelezővé teszi, hogy valahányszor a részvényeseknek szavazniuk 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.<sup>57</sup> 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.<sup>58</sup> Ezek a változások a hitelminősítők óvatosabb tevékenységét, illetve jelentősé-

gük 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 piacai 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 c. 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.<sup>59</sup> 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.<sup>60</sup>

## 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 érdekelték a törvény aláírása után akcióba is léptek különböző lobbicsoportokon keresztül: 2011 első három hónapjában a „Wall Street” közel 52 millió dollárt költött lobbiz-

<sup>56</sup> Financial Reform Watch: Dodd Frank Act Means Major Changes for Public Companies by Blank Rome, July 29, 2010, <http://www.financialreformwatch.com/tags/say-on-pay/>, Letöltve: 2010. december 5.

<sup>57</sup> Az ún. „arany ejtőernyők”

<sup>58</sup> How Congress rewrote the rulebook in financial overhaul

Published 16 July 2010, USA Today

[http://www.usatoday.com/money/industries/banking/2010-07-16-Financialregs16\\_VA\\_N.htm](http://www.usatoday.com/money/industries/banking/2010-07-16-Financialregs16_VA_N.htm)

Letöltve: 2010. december 8.

<sup>59</sup> Auditorüzlet – Andersen után. A Sarbanes-Oxley törvény. Szigorú követelmények vállalatvezetőknek és könyvvizsgálóknak, 2003. március 1.

<http://www.bankestozsde.hu/online/cikk.html?aid=1000148>, Letöltve: 2011. augusztus 4.

<sup>60</sup> July 21, 2010, News Release from the PCAOB,

[http://pcaobus.org/News/Releases/Pages/07212010\\_DoddFrankAct.aspx](http://pcaobus.org/News/Releases/Pages/07212010_DoddFrankAct.aspx), Letöltve: 2011. augusztus 4.

zásra, az egyik lobbicsoport vezetője szerint a cél nem a Dodd-Frank-törvény megsemmisítése, hanem „a reform reformja”<sup>61</sup>.

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 kérvényezésbe.<sup>62</sup>

A politikai életben is megváltozott a demokraták és a republikánusok pénzügyi szektorból érkező támogatásainak aránya: ez is igen hatásos eszköze a nyomásgyakorlásnak. A Center for Responsive Politics közvéleménykutató intézet adatai alapján 2009 és 2010 között egyértelműen nőtt a pénzügyi szektor republikánusok iránti támogatásainak aránya. 2010 szeptemberében az említett szektor támogatásainak 71 százalékát kapta meg a republikánus párt, azonban egy évvel korábban ez a szám csupán 41 százalék volt. Ez a változás tükrözi, hogy a pénzügyi rendszer meghatározó szereplői nem voltak elégedettek a Dodd-Frank-törvénnyel, amelyet a demokraták fogadtattak el, ezért kezdték az ellenzékét támogatni.<sup>63</sup>

<sup>61</sup> Ben Protess: Wall Street Lobbyist Aims to ‘Reform the Reform’, 14 July, 2011

<http://dealbook.nytimes.com/2011/07/14/wall-street-lobbyists-try-to-reform-the-reform/>, Letöltve: 2011. augusztus 8.

<sup>62</sup> *Ibid.*

<sup>63</sup> Fülep Ágnes: A szakszervezetek aggódnak, a bankok örülnek a republikánusoknak, 2010. november 7.

Ha mindez nem lenne elég a törvény „bukásához”, a megvalósítás is lassan halad. A Davis Polk & Wardwell jogi cég havi közlése honlapján az ún. Dodd-Frank előrehaladási jelentést, és a 2011. július elsején nyilvánosságra hozott felmérés<sup>64</sup> szerint a több mint 400 új szabálynak, amely a törvény szövegéből következne, még tizedét sem sikerült végső formába önteni.

Összességében tehát a reform céljai megfelelőek, azonban 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.<sup>65</sup> 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

---

A 2007-ben kezdődött másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán az Amerikai Egyesült Államok az 1929-33-as nagy világválság óta nem tapasztalt mértékű gazdasági visszaeséssel volt kénytelen szembenézni.

[http://kitekinto.hu/amerika/2010/11/07/a\\_szakszervezetek\\_aggodnak\\_a\\_bankok\\_orulnek\\_a\\_republikanusoknak/](http://kitekinto.hu/amerika/2010/11/07/a_szakszervezetek_aggodnak_a_bankok_orulnek_a_republikanusoknak/), Letöltve: 2011. augusztus 9.

<sup>64</sup> Dodd-Frank Progress Report, July 1, 2011, [http://www.davispolk.com/files/uploads/FIG/July\\_2011\\_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf](http://www.davispolk.com/files/uploads/FIG/July_2011_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf)

<sup>65</sup> Wall Street May Finally Breathe Easier By Rob Cox, Richard Beales and Christopher Hughes, Published: July 19, 2010 in *The New York Times*, [http://www.nytimes.com/2010/07/19/business/19views.html?\\_r=1&src=busln](http://www.nytimes.com/2010/07/19/business/19views.html?_r=1&src=busln), Letöltve: 2010. december 8.

A pénzügyi lobbizás és az amerikai törvényhozás elmúlt száz éve a folyamatos harcok története. Míg a politikusok igyekeztek korlátok közé szorítani a pénzemberek tevékenységét, ez utóbbiak folyamatosan a pénzügyi piacok deregulációjáért lobbiztak kisebb-nagyobb sikerrel. A hetvenes évek végétől kezdve a Wall Street egyre intenzívebben küzdött a befektetési és kereskedelmi banki tevékenység közötti éles határok eltörléséért, a szigorú szabályok lazításáért. A törvényhozók pedig szép lassan engedtek a rábeszélésnek, mivel a pénzintézetek látszólag elképesztő hatékonysággal dolgoztak és elárasztották az amerikai fogyasztókat az olcsó hitelekkel, a befektetőket a könnyen szerzett pénzzel.

A válság azonban bebizonyította, hogy az elmúlt néhány évtizedben végbement folyamatok: a pénzügyi piacok komplexitásának fokozódása, az értékpapírosításra épülő keletkeztető-szétosztó modell elterjedése nem hozott csökkenő kockázat mellett növekvő hasznot, ahogy azt a pénzintézetek szakértői sugallták. A befektetők és gyakran a szakemberek sem értették a kockázatoság felmérésére alkalmazott modelleket, ezért fordulhatott elő, hogy Amerikában nagy múltú pénzintézetek mentek csődbe vagy szorultak állami segítségre. Mivel a csődközelségbe került intézeteket az adófizetők pénzéből mentette meg az állam, a bankárok és az állam viszonya alapjaiban megváltozott.

A válsághoz egyértelműen hozzájárult, hogy a strukturált hiteltermékek piaca egyre átláthatatlanabbá vált. A befektetők mérlegelés nélkül támaszkodtak az ügynökségek minősítéseire. A minősítések azonban a perverz összefonódások és a bennfentes kereskedelem miatt gyakran nélkülöztek minden objektivitást. A pénzügyi piacon közben hatalmas konglomerátumok alakultak ki, amelyek abban a vi-

szonylag biztos tudatban végezték egyre kockázatosabb ügyleteiket, hogy az amerikai állam nehézségek esetén majd kisegíti őket (lender of last resort). Bizonyos értelemben ez a kapitalizmus puha költségvetési korlátja, amely – karöltve a menedzsment rövid időhorizontjával – egyre kockázatosabb befektetések felé hajtja a pénzügyi piac szereplőit.

A fenti problémák a pénzügyi szféra tevékenységét korlátozó megfelelő szabályozással a szerző véleménye szerint egyértelműen orvosolhatóak. Barack Obama amerikai elnök kísérletet is tett egy szigorúbban szabályozott rendszer kialakítására, azonban elképzeléseit az amerikai fogyasztók védelméről és a pénzügyi válsághoz vezető problémák kezeléséről nem fogadta egyöntetű siker sem a politikai elit, sem a lakosság körében. Amint a közvélemény pénzintézetek elleni haragja enyhülni kezdett, működésbe lépett a Wall Street. Még az Obama eredeti elképzeléseit jelentősen fellazító Dodd-Frank-törvényt sem hajlandóak maradéktalanul elfogadni arra hivatkozva, hogy az amerikai fogyasztók fizetik meg egy kevésbé hatékony pénzügyi rendszer árát.

Amerika és a világ nem kerülhet el egy újabb, még végzetesebb pénzügyi válságot és reálgazdasági válságot, ha a biztonságosabb működésért cserébe nem hajlandó lemondani a nagyobb haszonról. A pénzügyi szféra nyomása miatt egyelőre úgy tűnik, hogy ez a felpuhított törvénycsomag sem jár jelentősebb gyakorlati következményekkel. Valószínűleg nagyobb sokkra van szükség ahhoz, hogy a piacok együttműködjenek egy hatékonyabb szabályozási rendszer kialakításában. Mivel a válsághoz vezető körülmények továbbra is jelen vannak az amerikai gazdaságban, ez a sokk hamarabb bekövetkezhet, mint gondolnánk.

\* \* \* \* \*