

MÓRA MÁRIA

Mi a teendő? – Kiútkeresés a másodrendű jelzálogpiaci válság nyomán¹

2007 őszén, amikor már többé-kevésbé érzékelhető volt az USA másodrendű jelzálogpiaci (subprime) válsága nyomán kialakult piaci zavarok tényleges mélysége, a különböző nemzetközi szervezetekben és döntéshozókban felmerült az eseményekre reagáló szabályozói válasz igénye. Így október elején Merkel német kancellár, Sarkozy francia elnök és Brown brit miniszterelnök közös levélben fordult az európai pénzügyminiszterek tanácsához, hogy dolgozza ki a válság nyomán szükségessé vált válaszlépések menetrendjét (ECOFIN [2007]). Ez a kezdeményezés természetesen nem az egyetlen, s azóta is számos rangos nemzetközi és európai, szakmai és politikai szervezet – a Pénzügyi Stabilitási Fórumtól a Bázeli Bizottságon át az Európai Bizottságig – keresi azokat az intézkedéseket, a pénzügyi rendszerben szükséges változtatásokat, amelyek a remények szerint megelőzhetővé, tompíthatóvá teszik a hasonló válságokat. A cikk – a teljesség igénye nélkül, szubjektív módon válogatva – a formálódó javaslatokat foglalja össze. Bemutatja, hogy a szabályozói válaszokat milyen alapelvek szem előtt tartásával kívánták megfogalmazni, s hogy a változtatások igénye mely területeken a legerőteljesebb. Így részletesen foglalkozik a transzparencia növelésével, az értékelési sztenderdekkel, a hitelminősítő ügynökségek szerepét, a prudenciális felügyeletet, a likviditáskezelést, valamint a Bazel II. (illetve CRD²) szabályozás megfelelőségét érintő felvetésekkel.

1. SZABÁLYOZÁSI KIINDULÓPONTOK – VÁLSÁGKEZELÉSI ALAPELVEK

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

Egy másik fontos kiindulópont volt, hogy lehetőség szerint a piaci, önszabályozó megoldásokat kell előtérbe helyezni. Ezt az igényt támasztja alá az is, hogy utólag jól igazolható: a válság kialakulásában szabályozói, felügyeleti hibák, mulasztások – az értékpapírosítási tevékenység, az „originate to distribute” modell³ természetének nem kellő mélységű elem-

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

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

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

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

Az előzővel szorosan összefüggő, további alapelv, hogy lehetőség szerint el kell kerülni a túlzott reakciókat, a helyzetre adott nem kielélt, nem adekvát, idő előtti, hatásvizsgálatokkal nem alátámasztott szabályozói válaszokat. Egy szellemes megfogalmazás szerint vigyázni kell, hogy „*a fürdővízzel ne öntsék ki a CDO⁴-bíbiket*”. Ez azért is nehéz, mert a politika ez esetben is erőteljes nyomást gyakorol, azonnali akciókat sürgetve.

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

2. A TRANSPARENCIA NÖVELÉSE – AZ ÉRTÉKELÉSI SZTENDERDEK JAVÍTÁSA⁵

2.1. Piaci igény a több, részletesebb és érthetőbb információra

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

A piaci transzparencia növelését a subprime válság kezelése kapcsán kulcsfontosságú Pénzügyi Stabilitási Fórum (FSF⁶ [2008]) is kiemelten kezeli. Áprilisi javaslataiban erőteljesen szorgalmazta, hogy a pénzügyi intézmények már 2008 első félévére vonatkozó nyilvános beszámolóikban is kiemelten mutassák be az értékpapírosított követelésekkel kapcsolatos kockázatokat. A befektetőknek, a pénzügyi intézményeknek együtt kell dolgozniuk azon, hogy a piaci körülmények szempontjából leginkább releváns információkat kelljen nyilvánosságra hozni. Az értékpapírosítás valamennyi elemét és résztvevőjét transzparenssé kell tenni, ideértve az alapul szolgáló termékre vonatkozó információk javítását és sztenderdizálását.

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

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

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

2.2. Önszabályozó javaslat a közzé teendő információtartalomra

A transzparencia növelését illetően az Európai Unióban ténylegesen teret engednek az önszabályozásnak. Az ECOFIN⁷ útiterve szerint a pénzügyi szektor képviselőinek kell javaslatot tenniük az értékpapírosított termékekről közzé teendő információk körére, a közzététel gyakoriságára, illetve a harmadik pillér kiegészítésére. Ennek előkészítéseként tavasszal a szakmai érdekképviseletek közösen összeállított kérdőíves felméréssel vizsgálták, hogy a befektetőket milyen értékpapírosításra vonatkozó információk segítenék finanszírozási döntéseikben, illetve külön munkacsoport hasonlította össze – a CRD 3. pillére keretében –, hogy az értékpapírosított pozíciókról az egyes tagállamokban az információk milyen körét kell nyilvánosságra hozni.

Ezekre, valamint az FSF és a CEBS⁸ ide vonatkozó javaslataira támaszkodva, az európai szakmai szövetségek június végén hozták nyilvánosságra az értékpapírosítással kapcsolatos közzétételi követelményekre vonatkozó konzultációs dokumentumot (EBF... [2008. június]). A legjobb iparági gyakorlatokat bemutató útmutató tervezete a CRD-ben lefektetett előírások és az FSF jóval bővebb, kockázatok közzétételére vonatkozó javaslatai alapján határozza meg a nyilvánosságra hozandó információk körét, tartalmát. Az útmutató kiinduló elve, hogy a közzé teendő információk összehasonlíthatóak és megfelelő részletezettségűek legyenek. A tervezet definiálja az egyes jelentések feltételezhető célját, majd megfelelő példákkal illusztrálva, megadja az alkalmazás technikai részleteit. A végleges útmutató elkészítése október 31-ig várható, így a bankok jól tudják majd használni azt az először 2009. első félévében esedékes, 3. pilléres követelményeknek megfelelő, nyilvános jelentéseikben. A remények szerint az iparági szakértők által készített útmutató inputként szolgálhat a közzétételi követelményeknek a Bázeli Bizottság általi, 2009-es kiegészítéséhez.

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

2.3. Az értékelési szabványok javítása

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

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

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

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

Az értékelési sztenderdek javítása és következetes alkalmazása a fenntartások ellenére megkerülhetetlen. Mint azt az FSF javasolta: az IASB⁹-nek javítania kell a mérlegen kívüli tételek és egységek értékelési és nyilvánosságra hozatali sztenderdjein. Tanácsadó panelt kell létrehozni azon eszközök értékelésére, amelyek piaca illikviddé vált. A piaci válság tanulságaiból kiindulva, a komplex vagy illikvid eszközök auditálási szabályai is felülvizsgálatra szorulnak. A szakemberek megkezdték az erre irányuló munkát, s a szeptember közepi IASB-ülés már tárgyalta a vonatkozó javaslatokat, beleértve a likviditási kockázatok, illetve a mérleg alatti tételek és egységek közzétételét érintő elemzéseket.

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

A 2007. évi beszámolók készítésénél az intézmények helyzetét az is bonyolította, hogy az előírások szerint ekkor alkalmazták először az IFRS 7-et¹⁰. Ez a körülmény és a válság nyomán kialakult helyzet a bankok és az auditorok szoros együttműködését feltételezte annak érdekében, hogy az elszenvedett tényleges veszteségeket – és csak azokat – elszámolják, majd nyilvánosságra hozzák.

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

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

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

3. A HITELMINŐSÍTŐ ÜGYNÖKSÉGEK SZABÁLYOZÁSA

3.1. A hitelminősítő ügynökségekkel szembeni kritikák

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

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

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

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

3.2. A piac „önszabályozási” javaslata – IOSCO¹¹: Code of Conduct

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

I. A minősítési folyamat minősége és integritása érdekében

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

II. A függetlenség biztosítására és az érdekütközések elkerülésére

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.3. Az Európai Bizottság tanácskérése

A Code of Conduct módosítására irányuló munkálatok megkezdésével párhuzamosan az Európai Bizottság – a hitelminősítő ügynökségeket érintő, potenciális szabályozás előkészítéseként – tanácsadásra kérte fel a CESR¹²-t és az ESME¹³-t 2008. májusi határidővel. A tanácsadás első lépéseként a CESR egy kérdőíves adatgyűjtéssel a négy nagy hitelminősítő ügynökség (Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's, DBRS) gyakorlatát vizsgálta, mindenekelőtt azt, hogy

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

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

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

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

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

3.4. Az USA tőkepiaci felügyeletének a szabályozási javaslata

Elsőként júniusban a SEC¹⁴ cselekedett: egy háromlépéses akció keretében javaslatot tett a Nemzetileg Elismert Statisztikai Minősítő Szervezetekre (NRSRO-k)¹⁵ vonatkozó szabályozás kiegészítésére (2008. június). A kiegészítés kezelni kívánja a szervezetek integritásával, minősítési eljárásaival és módszereivel kapcsolatban a másodrendű jelzáloghitelekhez kapcsolt értékpapírok minősítésében játszott szerepük miatt felmerült problémákat. Második lépésként a SEC javaslatot tett a strukturált hiteltermékek minősítési szimbolikájának a megváltoztatására. Harmadik lépésként pedig olyan szabálymódosítást javasolt, amely mérsékelni kívánja azt a jelenséget, hogy a piaci szereplők az NRSRO-minősítések felügyeleti szabályozása miatt indokolatlan mértékben támaszkodnak a minősítésekre.

A SEC által konzultációra bocsátott változtatási javaslatok

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

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

15 Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)

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

3.5. Az Európai Bizottság szabályozási javaslata

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

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

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

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

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

3.6. Globális vagy lokális, hatósági vagy önszabályozás?

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

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

A szóba jöhető modellek:

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

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

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

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

4. PRUDENCIÁLIS FELÜGYELET, SZABÁLYOZÁS, KOCKÁZATKEZELÉS

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

4.1. Felügyeleti modellek

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

A Lámfalussy-folyamat nyomán követésének jegyében az Európai Parlament két képviselője 2008. júniusban nem nyilvános, előzetes jelentést készített a bankfelügyelet jövőbeni európai struktúrájáról. Azt előzetes jelentés a pénzügyi válság felvázolását követően arra a következtetésre jutott, hogy az integráció, globalizáció és a nyitott pénzpiacok jelentette kihívásnak csak a felügyeleti struktúra átfogó reformjával, jelentős megváltoztatásával lehet megfelelni. A jelentés – a rendszerkockázatok forrásától, az értékelési sztenderdeken és a hitelminősítő ügynökségeken át a globális válságkezelésig (ideértve az IMF¹⁸ szerepét is) – több mint tíz pontban sorolja azokat a problémákat, amelyek megoldására megfelelő válaszokat kell találni.

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

1. javítás a jelenlegi töredezett struktúra keretei között;
2. a 3L3¹⁹ Bizottságok európai szabályozó hatóságokká alakítása;
3. a felügyeletek európai rendszere, kétszintű felügyeleti rendszer;
4. egyetlen európai felügyelet;
5. európai pénzügyi felvigyázó (oversight) hatóság.

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

18 International Monetary Fund (IMF): Nemzetközi Valutaalap

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

A jelentés egyik készítője egy külön dokumentumtervezetben előzetes javaslatot is megfogalmazott a felügyeleti struktúra lehetséges megváltoztatására. A javaslat a 2., a 3. és az 5. opciókra épül, célja egy kétszintű, kétcúcsú felügyeleti modell létrehozása. Első lépésként a 3L3 Bizottságokat a jelenleginél sokkal szélesebb hatáskörrel, kötelező erejű döntési joggal ruházná fel, majd létrehozná a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszerét (European System of Financial Supervision) az ESCB²⁰ mintájára, és annak felügyelő bizottságát – egyik csúcsként – a határon átnyúló pénzügyi csoportok, tevékenységek felügyeletére. A második csúcsot egy független felügyelő testület jelentené, amelyet az Európai Központi Bank (EKB) alapítana, tagjait pedig a 3L3 Bizottságok, az EKB BSC²¹-je, a tagországok jegybankjai és a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszerének a felügyelő bizottsága delegálnák; feladata a makro pénzügyi stabilitás és a rendszerkockázat felügyelete lenne.

Az Európai Bankföderáció (EBF) már hosszabb idő óta foglalkozik a felügyelet szerkezeti felépítésével. Az európai bankfelügyelet jövőjének a vizsgálatára létrehozott munkacsoportja is öt szóba jöhető felügyeleti modellt hasonlított össze: a jelenlegi rendszert, a konszolidált, illetve a vezér (lead) felügyeleti modellt, az egységes európai bankfelügyeletet, illetve a kétszintű rendszert²². A modelleket tíz különböző ismérv (pénzügyi stabilitás, versenysemlegesség, kiszámíthatóság, a bankok üzleti modelljével szembeni semlegesség, költséghatékonyság, válságkezelés, a pénzügyi szektor hatékonysága és dinamizmusa, politikai elfogadhatóság, jogi megvalósíthatóság, globális kontextus) szerint értékelték. Bár a munka részletes eredményét (részben a tagok közötti nézetkülönbség miatt) nem hozták nyilvánosságra, az EBF – legalábbis rövid távon – a konszolidált felügyeleti modell erősítését szorgalmazza.

4.2. A jelenlegi realitás: felügyeleti együttműködés, konszolidált felügyelet

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

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

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

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

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

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

A szabályozó hatóságok maguk is igyekeztek a felügyeleti kollégiumok minél jobb működését elősegíteni. Ennek érdekében a CEBS a Hálózati Együttműködés Projekt (Operational Network Project) első eredményeként még az év elején közzé tette a felügyeleti kollégiumok működésére vonatkozó gyakorlati tapasztalatokat, illetve a felügyeletek közötti írásos szerződés mintáját (2007. december 27.). A korábban kijelölt, tíz nagy európai bankcsoport felügyeleti együttműködési tapasztalatai alapján a CEBS definiálta a felügyeleti kollégium fogalmát, meghatározta annak céljait, szervezeti felépítését, a felügyeletek közötti információcsere módját és kereteit. A dokumentum tárgyalja a feladatok delegálását és a közös vizsgálatokat, a modellengedélyezésben (validációban), valamint a felügyeleti felülvizsgálati és értékelési folyamatban (SREP²³) való együttműködést. Az írásos szerződésekre vonatkozó minta (template) a CRD 131. szakaszában előírt kötelezettség teljesítéséhez ad rugalmas kiindulópontot, sorra véve azokat a területeket, amelyeket a felügyeletek közötti szerződésben szabályozni kell. A Hálózati Együttműködési Projektbe bevont csoportok felügyeleti kollégiumai 2008 első felében tesztelték a szerződésmintát, s a gyakorlati tapasztalatok fényében módosítják azt.

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

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

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

4.3. Együttműködés stresszhelyzetben

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.5. A likviditási kockázat kezelése

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

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

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

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

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

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

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

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

5. LEHETSÉGES TANULSÁGOK

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

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

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

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

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

IRODALOMJEGYZÉK

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

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

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

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

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