

SZALAI ZOLTÁN

Értékpapír-befektetés az Európai Unióban

**(befektetési tevékenység szabályozása,
tőke megfelelési előírások)**

MNB Műhelytanulmányok 14.

2004

SZALAI ZOLTÁN

**ÉRTÉKPAPÍR-BEFEKTETÉS
AZ EURÓPAI UNIÓBAN**

**(befektetési tevékenység
szabályozása, tőkemegfelelési előírások)**

A „Műhelytanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit
tartalmazzák, és nem feltétlenül tükrözik
a Magyar Nemzeti Bank vezető testületeinek, illetve
szakmailag illetékes munkatársainak álláspontját.

Írta: Szalai Zoltán

Első kiadás címe: Értékpapír-befektetés az Európai Unióban, 1998.

Elektronikus kiadás

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.
Felelős kiadó: Missura Gábor

www.mnb.hu

ISSN 1585-5651 (online)

TARTALOM

1. ELŐSZÓ	6
2. BEVEZETÉS	8
3. SZABÁLYOZÁS ÉS PIACI ÁRALAKULÁS	10
3.1 A „call piacok” és a folyamatos aukciós piac sajátosságai	10
3.2 Áralakulás a két rendszerben	12
3.3 Az intézményi befektetők hatása a piaci szervezet átalakulására	14
4. TŐZSDEI SZERVEZETEK, BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÁSOK ÉS SZABÁLYOZÁSUK AZ EU-BAN	18
4.1 A „befektetési szolgáltatások irányelv” („Investment Services Directive” – ISD) első változata 1988-ban	18
4.2 A „szabályozott piac” fogalmával kapcsolatos viták az ISD elfogadása előtt	19
4.2.1 Töredezettség	19
4.2.2 Átláthatóság	22
4.2.3 Egyenlő elbánás elve	22
4.3 Az elfogadott ISD és a „szabályozott piac”	23
4.4 A „nem szabályozott piacok”-kal szembeni korlátozások az ISD-ben	26
4.5 Az ISD által adott privilégiumok a „szabályozott piac”-ok számára	27
4.6 Az értékpapír-felügyelet és a konszolidáció	27
5. AZ ÉRTÉKPAPÍRTEVÉKENYSÉGRE VONATKOZÓ TŐKESZABVÁNYOK AZ EU-IRÁNYELVEKBEN (CAPITAL ADEQUACY DIRECTIVE – CAD)	29
5.1 Tőkekövetelmény és tőkeköltség	29
5.2 Tőkekövetelmény és egyenlő versenyfeltételek bankok és értékpapír-forgalmazók között	30
5.3 Az értékpapír-üzletág kockázatának sajátosságai és ezek tükröződése a CAD tőkeelőírásaiban	31

5.4 A kereskedési könyv (TB, azaz „trading book”) a CAD-ban	32
5.5 Az EU devizakockázatokra vonatkozó részletes tőkekövetelményei	40
6. VÁLLALATIRÁNYÍTÁS ÉS ÉRTÉKPAPÍRPIAC	46
6.1 A vállalatvezetés szervezésének két rendszere	49
6.1.1 Vezetés a belső rendszerekben	49
6.1.2 Vezetés a külső rendszerekben	50
6.2 Finanszírozási minták a két rendszerben	51
6.2.1 Finanszírozás a belső rendszerben	52
6.2.2 Finanszírozás a külső rendszerben	53
6.3 A társaságok és a tőzsdei átvételek szabályozása az EU-ban	53
6.3.1 A társasági törvények különbségei Európában: társasági és vállalati rendszerek	53
6.3.2 Vállalatirányításra vonatkozó irányelvjavaslatok és az „Európai Társaság”	56
7. GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ (GMU): AZ EURÓ HATÁSA AZ ÉRTÉKPAPÍRPIACOKRA	62
7.1 Az állampapírpiacon, elsődleges forgalmazókra és más szereplőkre gyakorolt valószínű hatás	62
7.2 A részvény-, a kötvény- és a devizapiacokra gyakorolt hatás	63
7.3 Intézményi befektetők (UCITS, biztosítók, nyugdíjalapok)	67
7.3.1 Az európai befektetési alapok (UCITS)	67
7.3.2 A biztosítók	69
7.3.3 A nyugdíjalapok	70
7.4 A közös monetáris politika működésének várható hatásai	73
8. FÜGGELÉK	76
9. HIVATKOZÁSOK	92

1. ELŐSZÓ

Ez a dolgozat része annak a Magyar Nemzeti Bankban folyó munkának, amelynek célja Magyarország európai uniós tagságra való felkészülésének elősegítése és az MNB e folyamatban játszott szerepének meghatározása. Közvetlen célunk az EU értékpapír-üzletágot érintő szabályozásának átfogó bemutatása. Ennek során nem részletekbe menő ismertetés volt a célunk, inkább az hogy háttérrel és magyarázatot nyújtsunk az irányelvekhez, ami hozzásegítheti a részletek feldolgozásához az érintett szakembereket a maguk területén.

Fő témánk két irányelv: az értékpapír-befektetési tevékenységet (ISD) és az ehhez kapcsolódó tőkekövetelményeket (CAD) szabályozó direktíva. Mielőtt ezek tartalmát ismertetnénk, bevezetésként bemutatjuk az értékpapírpiacon szervezetének, az árkialakítás módjának fejlődését, a változások mögött meghúzódó strukturális tényezőket. Mivel a bemutatott fejlődési szakaszok ma egymás mellett élnek országokon belül illetve országok között, és a magyar piac is keresztülmegy majd ezeken a stádiumokon, a bevezetés nem pusztán történeti szempontból tűnt szükségesnek.

Az ISD és a CAD ismertetésében kitérünk az elfogadást megelőző vitákra az egyes tagországok között. Bemutatjuk a szabályozások legfontosabb elemeit és utalunk a szakértői bírálatokra is. Különösen fontos hangsúlyozni, hogy a szabályozásnak mindig fejlődnie kell a pénzügyi intézmények kockázatkezelési technikájának fejlődésével és a piaci strukturák változásaival, ezért már a közeljövőben is módosítások várhatók a nemrég elfogadott és érvénybe lépett irányelvekben. A származékos pénzügyi eszközökre vonatkozó szabályozással egy másik, a közeljövőben publikálandó dolgozatban foglalkozunk.

A dolgozatban viszonylag nagy terjedelemben foglalkozunk az értékpapírpiacon nem közvetlenül szabályozó környezettel is. Kitérünk a vállalatirányítást érintő szabályok és gyakorlat hatásaira, a közös európai valuta, az euró bevezetésének várható következményeire és az intézményi befektetőkre vonatkozó prudenciális szabályok értékpapírpiaconk érintő hatásaira.

A dolgozatban minden témakör végén felvetjük azokat a szempontokat, amelyeket mérlegelni kell majd a magyar szabályozás kialakításakor. Részletekbe menő összehasonlításra nem volt lehetőségünk, az további munkát igényel több terület és intézmény szakértőinek bevonásával. A dolgozathoz csatolt viszonylag bőséges függelék táblázatai illusztrálják a szövegben írtakat és segítik az olvasó tájékozódását.

Köszönettel tartozom a dolgozat nyilvános vitáján, 1997. november 25-én az MNB-ben megjelent meghívottaknak észrevételeikért és javaslataikért. Külön köszönöm dr.

Istvánovics Éva (az MNB Szabályozási főosztályának főosztályvezető-helyettese) írásban átadott helyesbítő javaslatait a jelenlegi hazai értékpapír-szabályozást érintő megállapításokra vonatkozóan. Szintén írásban javasolt javításokat és kiegészítéseket Erdős Mihály (az Állami Pénztárfelügyelet főosztályvezetője) az európai és a hazai nyugdíjalapok szabályozásával, tevékenységével kapcsolatban. Goór Gertrúd asszisztenciája nélkül a függelék nem készülhetett volna el. A dolgozatban található tévedésekért és hibákért természetesen csak a szerző felelős.

A kézirat lezárásának ideje 1997. szeptember 30.

Budapest, 1998. január 25.

Szalai Zoltán

2. BEVEZETÉS

Az európai Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) célja az Európai Unió (EU) gazdaságai közötti teljes integráció, az egységes belső piac megteremtése. Ez a több évtizedes cél a közös európai pénz menetrend szerinti, 1999. január 1-jei bevezetésével újabb lendületet vehet. A közös pénz hatására az euróövezet¹ gazdaságai között a valutaárfolyamok kockázata, illetve a valuták közötti átváltás tranzakciós költsége eltűnik. Az egyes piacokon – köztük az értékpapírpiacon is – az árak közvetlenül összehasonlíthatóvá válnak, így a piacok közötti integráció elmélyülhet, mert a gazdasági szereplők közötti verseny az átláthatóság és az olcsóbb arbitrázs következtében megnővekedhet.

Mindazonáltal a közös pénz bevezetése nem az első lépés a pénzügyi és értékpapírpiacon integrációja irányába. Különböző irányelvekkel a bankok, értékpapírpiacon, kollektív befektetési és biztosítási piacok szabályozását, működését igyekeztek harmonizálni és legalább a tagállamok között a határok átjárhatóságát biztosítani. Az igyekezet azonban csak lassú haladást eredményezett annak ellenére, hogy már a Római Szerződés célul tűzte ki az áruk, a tőkéik, a szolgáltatások és a személyek szabad áramlásának biztosítását. A lassú haladás az EU illetékeseit arra készítette, hogy változtassanak a stratégiájukon. Ahelyett, hogy tovább folytatták volna minden egyes szektorban az összes törvény és szabály részletes harmonizálását, az Egységes Európai Okmányt kiegészítő Fehér Könyv (White Paper on Completing the Internal Market) értelmében a kölcsönös elismerés² elvére tértek át. Ez elvben azt jelenti, hogy az egyes tagországok szabályozása egymás mellett, ugyanazon piacon egyformán érvényben van, ami a „szabálykönyvek versenyé”-nek nevezhető állapotot eredményezi: a harmonizációt nem egyetlen központból, fentről lefelé vezérlik, hanem a piaci verseny során választódhat ki a legéletképesebbnek bizonyuló szabályozás. Vagy pontosabban: a piaci verseny és a nemzeti hatóságok egymásra hatása eredményeként.³

Ez a sajátos „szabálykönyvverseny” bizonyos mértékig deregulációs hatású, aminek lehetséges veszélyeit az EU hatóságai felismerték. Ezért a deregulációs versenynek korlátot szabnak a minimális követelmények harmonizálása révén. Ezzel a túlzott engedményekhez vezető versenyt akarják kizárni és a közérdeket kívánják védeni az esetleges túlzásokkal szemben.⁴ A pénzügyi területeken a fenti elvek kiegészülnek a hazai felügyelet elvével⁵: a pénzügyi intézményt az a hatóság jogosult ellenőrizni, amely ország hatósága annak mű-

¹ Az „euróövezet” nem hivatalos elnevezés: a közös pénzt bevezető országok körét jelöli, amely szűkebb lesz az összes jelenlegi EU-tagország körénél. A belépőkről 1998 májusában döntenek a konvergenciakritériumok teljesítése alapján. E kritériumokról és magáról az GMU-ról bővebben lásd Horváth–Szalai (1997).

² Angolul „mutual recognition”.

³ Padoa-Schioppa (1990), 5. o.

⁴ Uo. 6. o.

kódését engedélyezte. A legújabb fejlemény az EU részéről az a bejelentés⁶ volt 1997 nyarán, hogy nem alkalmaznak korlátozásokat harmadik országok pénzügyi intézményeivel szemben még akkor sem, ha a szóban forgó országokban nem biztosítanak hasonló elbárást az EU-ban bejegyzett intézmények számára. Az EU felhívta a külföldi versenytársakat a példa követésére, amit az USA gyorsan elfogadott. A javaslat elmozdíthatja a holtpontról a WTO keretében a globális pénzügyi deregulációról folyó tárgyalásokat. Ez egyúttal egy olyan lépés, amely igazolhatja Padoa-Schioppa egy korábbi megállapítását, amely szerint a kölcsönös elismerés elvére való áttérés modellértékű lehet a globalizálódó világban a szabályozások, a verseny feltételeinek egységesítése során.⁷

Már a fentiekből is látható, hogy az EU pénz- és értékpapíripiacainak szabályozása nagy hatással lesz a globális pénzügyi rendszerre, így hazánkra is. Ennél jóval közvetlenebb azonban az a hatás, ami az EU-hoz fűződő kiemelkedő gazdasági kapcsolataink, illetve az EU-hoz való csatlakozási törekvéseinkből következik. A hazai vállalatoknak, köztük a pénzügyi vállalkozásoknak az EU-ban bejegyzett versenytársakkal szemben kell helytállniuk mind az EU, mind a hazai, mind pedig harmadik piacokon. Vagy éppen ezekkel a vállalatokkal kell együttműködniük ugyanezek a piacokon. A hazai szabályozó hatóságoknak az EU-normákat figyelembe véve kell kialakítaniuk a szabályozási környezetet úgy, hogy a rendszer stabilitásának megőrzése mellett annak versenyképességét is biztosítsák.

⁵ „Home country principle”.

⁶ Financial Times 1997. július 2.

⁷ Padoa-Schioppa (1990), 28. o.

3. SZABÁLYOZÁS ÉS PIACI ÁRALAKULÁS

3.1 A „CALL PIACOK” ÉS A FOLYAMATOS AUKCIÓS PIAC SAJÁTOSSÁGAI

A gyakorló közgazdászok számára a legfontosabb problémák gyakran ott kezdődnek, ahol az elvont elmélet számára végződnek. Elvont szinten például bevett gyakorlat a piacok létezésének előfeltevése, miközben a gyakorlatban a piac egyáltalán nem természetből fogva létezik, az emberi akarattól függetlenül. Különösen elterjedt dolog a tőzsdékről, a pénzügyi vagy tágabbban a homogén tömegárúk piacáról olyan adottságként beszélni, amely spontán alakul ki az emberek atomisztikus tevékenységének eredményeként. Az átalakuló gazdaságok példája mutatja, hogy a fejlett országok piacaihoz hasonló intézmények létrehozása nem spontán folyamat. Nem volt ez másképpen a fejlett országokban sem, de ott időben elnyújtva fejlődtek a piacok, ezért könnyebb azokat szerves önfejlődés eredményének tekinteni állami, hatósági és tudatos emberi szándék közbejötté nélkül. Ez a felfogás tükröződik az „állam vagy piac” típusú ellentétpárok használatában is, hogy csak egyetlen példát említsünk.

A piacok valójában ember alkotta intézmények, és ezt a klasszikus közgazdászok – a neoklasszicizmus megjelenése előtt – jól tudták. Felfogásukban a piac az a színtér, amelyen belül a verseny kölcsönösen korlátozza az önérdéket követő egyéneket és megszabja azoknak a *piaci kimenetek*nek a körét, amelyek az adott társadalmi környezetben *elfogadhatók*-nak, konzisztensnek számítanak.⁸ A klasszikus megközelítésben nem a piac az, ami a káosz-ból rendet teremt – mint a későbbi neoklasszikusoknál – hanem az emberek – azaz a szereplők és a hatóságok – alkotta piac és annak intézményei arra szolgálnak, hogy a *kaotikus kimenetek*et a lehetséges vagy elfogadható eredmények közül *kizárják*. Ezért a piaci áralakulás – amely az elmélet feltevése szerint a legfőbb indítéka és a legfontosabb információforrása a gazdasági szereplőknek döntéseik meghozatalakor, nem pusztán a „szűkösség”-et vagy „termelési költséget” tükrözi – a közgazdász értékelméleti irányultságtól függően –, hanem azt az intézményi és szabályrendszert is, amelynek keretében az ár kialakul. Továbbá a tapasztalat azt mutatja, hogy *nincs általános vagy természetes evolúciós folyamat, amely egyetlen meghatározott optimális piaci szervezethez vezetne, beleértve az értékpapírpia-
cokat is*.⁹ Történetileg a piaci áralakulás szervezete ciklikusan váltakozott a „nyilvános” és a „nem-nyilvános” piacok¹⁰ között legalább a középkor óta. A megkülönböztetés lényege a kö-

⁸ Kregel (1990), 46. o.

⁹ Kregel (1995), 469. o.

¹⁰ Kregel (1988), 368–369. o., aki Braudel történeti munkájára támaszkodva bevezeti a „public” és a „private” piacok közötti megkülönböztetést. Braudel leírja, hogy a középkori – elsősorban városi – piacokon szigorúan meghatározott időben és helyen cseréltek ki az áruikat egymással a szereplők. A piac területén kívül, illetve a vásár időpontjától eltérő időpontokban a kereskedés tilos volt. Ez a piaci szervezet biztosította a kornak megfelelően az összes releváns kereskedési szándék centralizálását, ami az egyensúlyi ár kialakulásához elméletileg szükséges. A városi piacokon kívül megjelentek azonban a saját számúra kereskedők, akik nem centralizált információk, hanem várható jövőbeni áralakulás alapján kötöttek üzletet: spekuláltak.

vetkező: a nyilvános piacokon a kereskedés során a szereplők olyan formális szabályokat követnek, amelyek biztosítják, hogy minden kereskedési szándék ismert legyen minden szereplő számára.

A nem nyilvános piacokat azok a szereplők hozzák létre, akik számára nyereséges a nyilvános piacon kívül kereskedni, azaz tipikusan olyan közvetítők, akiknek nem érdekük a kereskedési szándékuk átláthatósága mások számára. Az áralakulást ezeken a piacokon már nem az összes kereskedési szándékban *foglalt információk centralizációja*¹¹ szabja meg, hanem az egyes kereskedők *várakozásai a jövőbeni árakra és mennyiségeire vonatkozóan, nem teljes információk mellett*. Ez kiválthatja a nyilvános piac szereplőiből azt az igényt, hogy a szabályozás terjesszék ki a nem nyilvános piacra is. Azonban még a nyilvános és a nem nyilvános piacok közötti megkülönböztetés sem elegendő a térben és időben változatos értékpapír-piaci szervezeti formák besorolására. A „specialista” és a „dealer” piacok illetve a még ezeknél is újabb piaci szervezeti formák közötti versenyben – mind az EU-n belüli, mind azon kívüli értékpapírpiacok közötti versenyben – újabb és újabb árfeltárási („price discovery”) eljárások alakulnak ki.

A téma egyik legelismertebb szakértője, Robert A. Swartz megfogalmazásában:

„Az árfeltárás azt a dinamikus folyamatot jelenti, amelynek során egyensúlyi ár alakul ki egy nem költségmentes piacon. A folyamat bonyolult és tökéletlen. Az egyensúlyi értékek nem figyelhetők meg, ezért az egyensúlytól való eltérések a szereplők számára nem láthatók egyértelműen; ezt aligha ismerték fel az akadémiai kutatók vagy a szabályozó hatóságok. Egyre inkább felismerik azonban a gyakorlati szereplők és piaci központok a megfelelő árfeltárás megvalósításának nehézségét. A piacon alkalmazott kereskedési rendszer hat az árfeltárás minőségére.”¹²

Kregel kimutatta, hogy mind Walras, mind Marshall közgazdasági elméletükben a valóságban létező tőzsdéken megfigyelt áralakulást tekintették az *áralakulás modelljének*, amely analógiaként szolgált számukra a gazdaság más szektoraiban is az áralakulás leírásához. Az árelméleteik közötti különbség visszavezethető a korabeli párizsi és londoni tőzsdék szervezete közötti különbségre. Párizsban a hagyományos kontinentális európai „call market” formát alkalmazták, miközben Londonban a kétoldalú, nyílt kikiáltásos eljárást, amit „angolszász”-nak¹³ lehet nevezni.

¹¹ Az információk köre, amire itt gondolunk, szűkebb a „tökéletes piacok” elméletében elvárttól. Csak azokat az információkat értjük rajta, amelyek ténylegesen beépülnek az értékpapírkereskedők eladási és vételi ajánlataiba, és csak abban formában, ahogyan ez megtörténik. Vagyis nem tételezzük fel, hogy minden olyan információ beépül ezekbe az ajánlatokba, ami egyébként befolyásolhatja a jövőbeni árfolyamokat, és azt sem, hogy az információkat minden esetben helyesen fordítják-e le a szereplők az ajánlatok nyelvére. Ezek külön problémákat jelentenek, amelyek a „tökéletes piacok” sokkal ambiciózusabb tárgykörébe tartoznak.

¹² Swartz, R. A. (1995): „Equity Trading II: Integration, Fragmentation and the Quality of Markets”, in: Steil (1995) 65. o. Ez a megállapítás remélhetőleg már ma is túlságosan borúlátó, és bizonyosan egyre kevésbé lesz igaz már a közeli jövőben „piacok mikrostrukturája” irodalom növekedésének fényében.

¹³ Eredetileg, a múlt század hetvenes éveig a New York Stock Exchange is a kontinentális call rendszerben működött, csak ezt követően tértek át a londonihoz hasonló aukciós kereskedésre.

A *call rendszerben* minden részvényt és kereskedést egyetlen helyre koncentráltak, ahol minden kereskedő jelen volt. A papírok és a brókerek számának növekedésével azonban fokozatosan olyan hosszúra nyúlt a „lista”, hogy az „egyetlen időpontnak tekintett perióduson belül” már lehetetlenné vált az összes papírra az összes üzletet megkötni. Az egyetlen kikiáltó, aki korábban összeegyeztette az összes ajánlatot – árazott és végrehajtotta, megkötötte az üzleteket –, átadta a helyét a decentralizált piacvezetőknek (specialisták, „market maker”-ek) – minden papírra külön-külön – akik fizikailag is külön helyen vezették a kereskedést. Egy ilyen decentralizált szervezetben a korábbi nyilvánosság csak akkor tartható fenn, ha a kommunikációs rendszer gondoskodik arról, hogy minden kereskedési helyen rendelkezésre álljanak az összes többiről azok az információk, amelyek korábban a „listán” koncentráálódtak. Ez magyarázza, hogy minden nyilvános tőzsdén gondosan szabályozzák az információk nyújtását és központosítását.¹⁴

Kiegészítés a piacok elméletéhez: A pénzügyi piacokon – különösen a call piacon – a piaci szervezet biztosította, hogy minden értékpapírra úgy hozzanak a szereplők eladási és vételi döntéseket, hogy mindegyik másik papírra is ismerik az árakat. Tehát szimultán döntés hozhattak, amivel biztosítva volt annak „optimális” volta, így a piac az egyensúlyi helyzet felé tarthatott. *A közgazdasági főáram általános egyensúlyi elmélete* azonban ennél többet követel: nemcsak a pénzügyi, hanem az *összes áru és munka piacán ugyanabban a szimultán aktusban kell a gazdasági szereplőknek minden vételi és eladási döntést meghozniuk*. Ez a követelmény természetesen a valóságban soha nem teljesült, de gondolkodási keretként óriási e szemlélet befolyása. Ehhez az elgondoláshoz a valóságban talán a call piaci szervezet állt a legközelebb, de még amikor uralkodó tőzsdei piacszervezési forma volt, akkor is, a gazdaságnak csak igen kis szegmensét képviselte. Azonban még a call piacokon sem volt joga az árverezőnek megtiltani a nem egyensúlyi kereskedést: a feladata minden olyan ügylet megkötése, amelyben a felek megállapodtak. (ismeretes, hogy a „walras-i árverezőnek” van ilyen joga). A tőzsdék súlyának növekedésével és az intézményi befektetők megjelenésével a piaci szervezet a piaci szereplők igényeinek megfelelően átalakul, széttöredezik, nem nyilvánossá válik és nincs tovább biztosítva intézményileg a piaci folyamatok „egyensúlyi” kimenetele még az értékpapírpiacon belül sem. Ez a fejlemény a nem egyensúlyi és nem-szimultán folyamatokkal foglalkozó elméleteket előtérbe állíthatná, de úgy tűnik, hogy egyelőre a főáram helyzetét alapvetően nem ingatják meg az akadémiai körökön belül.

3.2 ÁRALAKULÁS A KÉT RENDSZERBEN

Az *áralakulás* a call rendszerben biztosítja az „egyensúlyi ár” kialakulását, miközben a folyamatos kikiáltásos rendszerben az áralakulás „folyamatos”. A call rendszerben minden bróker látja minden papírra vonatkozóan az összes vételi és eladási ajánlatot, és csak a keresletet és kínálatot – a walras-i „tatonnement”, azaz puhatolózás révén – egyensúlyba hozó egyetlen fix áron hajtják végre az ajánlatok összepárosítását. A rendszerben az egyének-

¹⁴ Közgazdasági értelemben a piaci árakra, mennyiségekre és a piacokra vonatkozó más adatok olyan információknak tekinthetők, amelyek a kereskedés ikertermékei. Azonban közösségi javak is, ezért ha nincs szabályozás, akkor nem termelik optimális mennyiségben. White, L. in: Lo (1996), 212. o.

nek nincs lehetőségük az ár befolyásolására, azaz „árelfogadók” a szó szoros értelmében. Az egyetlen időegység a „call”: minden más forgalmat a *call-on kívüli időpontban a hivatalos fix áron hajtanak végre*. Az értékpapírkereskedők megrendelési könyvei alapján a közgazdászok felrajzolhatnák a papírok keresleti és kínálati görbéit az adott időpontra – a call-ra – vonatkozóan. A folyamatos rendszerben ezzel szemben nem összegzik egyetlen időpontra az összes vételi és eladási szándékokat, azok folyamatosan érkeznek a tőzsdére a kereskedési „nap” tartama alatt a brókereken keresztül és folyamatosan – véletlenszerűen – teljesítik azokat, részben pedig nem is teljesülnek. A callhoz hasonló értelemben nincs egyetlen „egyensúlyi ár”, amely a call rendszerben az összes vétel és eladás találkozásából előállt. Nincs a call rendszerhez hasonló lehetőség sem arra, hogy az összes kereskedési szándék keresleti és kínálati görbéjét felrajzoljuk egy időpontra, mert azoknak nincs meg a valóságban a megfelelőjük.

A *folyamatos kereskedés* esetében felvetődik a következő probléma: előadódhat, hogy a kereslet és a kínálat nem találkozik egy időpontban a kereskedés alatt, noha meg lehet, hogy egy szimultán – azaz call – rendszerben találkoztak volna. A folyamatos kereskedés ezért igényli, hogy meghatározzanak egy – most már csak névleges, mert valóságosan nem létező – „egyensúlyi ár”-at, amely a *legjobban megközelíti azt, amely akkor alakult volna ki, ha egyidejű kereskedést folytattak volna*.

A kereskedők egyik csoportja kiválik a többiek közül azzal, hogy a lezáratlan ügyletek másik oldalát megkötik a saját számlájukra: később belőlük lesznek a *specialisták*, akik már hivatalos kötelezettségként folytatják az árjegyzést egy adott papírra. Ők tartják fenn tehát az *áralakulás folyamatosságát* és a piac likviditását a nap folyamán abban a papírban, amelynek a piacvezetői.

A specialista annak reményében köti meg az ügyleteket, hogy a nap folyamán később visszájára fordíthatja azokat, amikor megérkeznek a parkettre a „hiányzó” oldalak. Az általa ajánlott vételi vagy eladási ár az „egyensúlyi ár”-ra vonatkozó várakozását tükrözi. Vagyis *rövid távú spekulatív pozíciót* nyit saját számlára („dealing”). Az általa kínált ár akkor tükrözné az egyensúlyit, ha minden olyan lehetséges információ a rendelkezésére állna, amit egy call rendszer biztosítana.¹⁵ Ennek hiányában azonban a folyamatos rendszerben a specialista az áralakításban a számára átadott *piaci és limit megrendelések* által biztosított információs monopóliumra támaszkodik, amelyek a többiek számára nem láthatók. Mivel a specialista saját számlára vesz és ad el azzal a szándékkal, hogy minél hamarabb és minél kedvezőbb feltételekkel megfordítsa a tranzakciót, életbevágó a számára, hogy a többi résztvevő ne ismerje meg az általa megkötött ügyletek árfolyamát és nagyságát.

Ezzel ugyanis könnyen kikövetkeztethető lenne a specialista közvetlen szándéka. *Ezért átváltás („trade off”) mutatható ki a dealer/specialista piacokon a likviditás és az átláthatóság között*: a dealer/specialista saját számlás ügylettel likviditást biztosít olyan partnereknek, akiknek időlegesen nincs ellenoldali párjuk, de ezt csak akkor teheti, ha nem kerül azonnal nyilvánosságra az ügylet minden feltétele. A dealer ezért a vételi és eladási árfolyama között

¹⁵ A call rendszerben nincs helye a specialistának.

rést, (ársávot¹⁶, „spread”-et) állapít meg, de a meghirdetett eladási és vételi árfolyamok nem minden ügyfél számára jelentenek tényleges árfolyamokat. (A call piacon nincs „spread”, az ügynök díjat kap a munkájáért.) Az ársávot meglehetősen szélesen határozzák meg, és megfigyelték, hogy a dealerek nem a meghirdetett rés szűkítésével versenyeznek, hanem nem nyilvános tárgyalásokon egyenként megegyeznek bizonyos privilegizált ügyfelekkel – például az intézményi, nagy megrendelőkkel – a „spread”-en belüli árakban is.¹⁷ A likviditás és a nyilvánosság közötti átváltás a *piacok integrálódásával szemben* azok töredezése irányába hat mindenféle állami vagy egyéb hatósági beavatkozás nélkül.

3.3 AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK HATÁSA A PIACI SZERVEZET ÁTALAKULÁSÁRA

A tankönyvekben található definíció szerint *akkor beszélünk egy piacon versengő áralakulásról*, ha az eladók és vevők száma elég nagy ahhoz, hogy egyikük se befolyásolhassa az árat.¹⁸ A valóságban azonban a tőzsdéken hagyományosan szigorúan korlátozták a tőzsde-tagok számát éppen azért, hogy az egyensúly nélkülözhetetlen előfeltételét, a centralizált információkat és áralakulást biztosíthassák. Ekkor a versengő piacok elméletével való összhang miatt azt kellett feltételezni, hogy a brókerek nagy számú ügyfelet képviselnek. Valójában azonban a második világháborúig ez még a fejlett országok értékpapírpiaaira sem volt igaz. A háború után már valóban óriási ütemben nőtt a pénzügyi vagyon a korábban ilyen vagyonnal nem rendelkező háztartások körében, de a *befektetők számának* ugrásszerű növekedése a *befektetési döntések* koncentrációjával járt együtt. Ugyanis e lakossági pénzügyi vagyon növekvő részét – az USA-ban ma már csaknem a felét – intézményi befektetők, az azokat irányító pénzmenedzserek¹⁹ kezelik. Ez a folyamat alapvetően megváltoztatta a tőzsdék piaci szervezetét, először – a hetvenes években – a vezető tőzsdéken, New Yorkban és Londonban, később az EU tagállamokban is. A kihívás kétféleképpen jelentkezett: egyrészt a korábban hatóságilag rögzített díjak a nagytételes – blokk – kereskedést akadályozták,²⁰ másrészt a piaci likviditás alacsony szintje miatt a nagyobb tételek „árhatása”²¹ költséges volt.

¹⁶ A Budapesti Értéktőzsde az ársáv kifejezést használja a hivatalos dokumentumaiban.

¹⁷ Ezt azért fontos megjegyezni, mert egy piacon a kereskedés költségének egyik mutatójaként gyakran használják a vételi és az eladási ár közötti spreadet. Amint látható, önmagában ez az információ félrevezető lehet, hiszen nem feltétlenül a dealerek által közzétett árakon folyik a kereskedés. Ismerni kell a piaci szervezetet és a tényleges forgalomhoz tartozó árakat is. Ezek nem könnyen hozzáférhetők külső vizsgálódók számára.

¹⁸ A „verseny mennyiségi elmélete”.

¹⁹ H. Minsky kifejezése. Szerinte a menedzserszervezet a pénzmenedzserszervezettel adta át a helyét. (Idézi Kregel 1988, 374. o.)

²⁰ A rögzített hatósági díjak nem tették lehetővé, hogy a nagytételes kereskedésben olcsóbb díjat számítsanak fel, ezért az intézményi befektetők számára a portfólióátrendezés drága volt. Ez tőzsdén kívüli, közvetlen kereskedésre ösztönzött, ami a fix díjak eltörléséhez és a díjak csökkenéséhez vezetett a tőzsdéken.

²¹ A nagy tételek árhatása azt jelenti, hogy egy, az adott piaci forgalomhoz képest nagyobb tétel eladása (vétele) az árfolyamokat lenyomja (megemeli) éppen a szóbanforgó ügylet miatt. Ezért egy nagyobb tétel gyors eladása (vétele) csak alacsonyabb (magasabb) árfolyamok mellett hajtható végre. Ha a tranzakciót nem azonnal kívánják végrehajtani, akkor az árhatalás csökkenthető a megbízás kisebb, normál méretű ügyletekben elaprózva és időben elnyújtva. Ennek is van azonban ára: a pozíciót hosszabb ideig kell finanszírozni. Ezzel ismerős területre jutottunk: egy korlát – alternatív költség – melletti optimalizáláshoz. Kifinomult piacokon a kereskedő ezeket a különbségeket megpróbálja kalkulálni és érvényesíteni az ajánlataiban: a nagyobb tranzakciókat a végrehajtás választott időtávja alapján árazzák.

A blokküzletek megjelenésére közvetlenül azzal válaszoltak a piaci hatóságok, hogy a normál kereskedés szabályai alól esetükben kivételt engedtek. Gyakorlatilag ez azt eredményezte, hogy nem a parketten („floor”), hanem azon kívül kezdték az üzleteket e tételekre megkötni, ahol a specialistát sem kötelezték a parkett szabályai (pl. „upstairs” üzletek, amelyeket a tőzsdén, de nem a tőzsdei kereskedés szabályai szerint kötnek). A blokküzleteket az intézményi befektetők megköthették egymás között közvetlenül (pl. „proprietary trading” keretében, közvetítő kereskedő nélkül), de a brókerek speciális blokk-kereskedőjén vagy specializált befektetési bankokon keresztül is. Ennek eredményeként a nagy tételek áralakulása nem kapcsolódott közvetlenül a parkett specialistájának árjegyzéséhez. Ehelyett az áralakulást a *tétel piaci árra gyakorolt jövőbeni hatására, vagy egy későbbi időpontban kisebb tételek formájában való eladáskor kialakuló árra vonatkozó várakozások – spekuláció – határozták meg*. Egy további következmény volt, hogy nem kellett a blokk-kereskedőknek a parkett specialistáját értesíteniük a kialakult árról és nem is kellett a tőzsdei parketten vagy magán a tőzsdén belül végrehajtaniuk azt. Sőt, például a New York-i tőzsdén, ha tudatták volna specialistával a blokküzletet, a szabályzat akkor is megkövetelte volna a specialistától, hogy ezt az információt hagyja figyelmen kívül az árjegyzés során. Továbbá a specialistával kötött üzlet nagyságának felső határa alacsonyabb volt a blokkok nagyságánál. Ha pedig a specialista nem vett a tételből, akkor nem volt kötelező a tőzsdén végrehajtani a tranzakciót, ami ismét csak a piac további töredezését eredményezte. A New York-i tőzsdén a blokküzletek aránya már 1985-re elérte az ötven százalékot és ezt követően is gyorsan növekedett.

E fejlemény alapvetően *csökkentette a tőzsdei áralakulás nyilvánosságát*. Azon részvények esetében, amelyek nagy piaci kapitalizációt képviseltek, a specialista helyét a gyakorlatban – de nem hivatalosan – a blokk-kereskedők (block dealers) vették át a piacvezetésben. Rájuk nem vonatkoztak a tőzsdei szabályok a kereskedés, az áralakulás és információszolgáltatás tekintetében, miközben a forgalmazott papírok részei voltak a fontosabb tőzsdeindexeknek. Az ügyfelek intézményi koncentrációjával és az üzletek nagyságának növekedésével az értékpapír-forgalmazó cégek (brókerek/dealerek) is koncentráálódtak, nagyobbakká váltak, ami ahhoz vezetett, hogy egyes tranzakciók jelentősen befolyásolták az áralakulást. A specialistákat nem kötelezték arra, hogy az ár folytonosságát fenntartsák e tételekre is, hiszen erre nem lettek volna képesek a kis tőkeerejük miatt. Egyre gyakrabban arra kényszerültek volna, hogy felfüggeszék a kereskedést, ami viszont előbb-utóbb a tőzsde átalakítását követelte volna meg. A blokk-kereskedéshez szükséges likviditás így a tőzsdén belül maradt, de a parketten kívülre került („upstairs block trading”). A specialisták nagy árat fizettek ezért az engedményért: elveszítették az információs monopóliumukat a kereskedés menetéről, a piac jelenbeni és várható jövőbeni alakulásáról. A kis tételes kereskedés piacvezetőivé fokozódtak le, miközben a kis tételes szegmens egyre kevésbé határozta meg az egyes papírok árfolyamát.

A blokk-kereskedés az árhatás miatt még mindig drága volt, ám a derivatív eszközök használata azt az ígéretet hordozta, hogy az azonnali piac helyett, e piacok olcsóságát kihasználva a blokktranzakciók gyorsan és kis költséggel végrehajthatók lesznek. Csakhogy ismét visszaköszönt a nagy tétel sajátossága: a határidős üzletek a relatív olcsóságukkal arbitrázslehetőséget nyitottak, amelyet kihasználva az üzlet hatása visszakerült az azonnali piacra.²²

Az arbitrázslehetőségek kihasználásához – a megbízás kiszámításhoz, a rendelés leadásához és az üzlet végrehajtásához egyaránt – a számítógépek széles körű alkalmazására volt szükség, csakúgy, mint egész portfóliókkal való kereskedéshez, azok összeállításához, továbbá a derivatív üzletekhez is. Végül a gépek tették lehetővé a programkereskedést is. Ezek hatása mind visszakerült a specialistához a parkettre, aki egyre kevésbé volt képes a szűkös információi és kevés tőkéje alapján a folyamatos árjegyzést biztosítani olyan ármozgásokkal szemben, amelyek a blokk-kereskedésből csatolódtak vissza hozzá. *A parketten kívüli blokk-kereskedésben kialakuló árak, a derivatív üzletekben foglalt prémiumok és kamatok mind fontos információkat tartalmaztak, de ezeket a specialista nem ismerte.* Egy újabb ösztönzést adott a számítógépes kereskedésnek ez a helyzet, mivel információk hiányában a specialista „technikai elemzés”-re volt kénytelen hagyatkozni.²³ Eközben a pénzügyesek teljesítménye az alkalmazott technikák és eszközök segítségével összehasonlíthatóvá válik nemcsak a menedzserek közötti versenyben, hanem a „piachoz képest” is. Ám egy olyan piacon, ahol a hivatalos index alapján számított „piaci átlag”-ot egyre nehezebb teljesíteni, mert a blokkokkal nem érhető el az átlagár. A derivatívák egyre kifinomultabb alkalmazásával tudják a piacot a leginkább megközelíteni, és ezeknek a stratégiáknak a nettó hatása az, hogy az arbitrázson és portfólióbiztosításon keresztül visszacsatolódnak az azonnali piacra.

Ha például egy pénzügyes számítógépes program segítségével biztosítja a portfólióját, a specialista nem tud arról, hogy milyen piaci helyzetre van beprogramozva, sem pedig a várható tranzakció méretét nem ismeri. Így meglepetésként éri, ha a beprogramozott feltétel bekövetkeztével nagyobb ármozgást tapasztal, miközben nem lesz képes likviditást biztosítani a piacon. Ezért a gyakorlatban igaz lehet, hogy a határidős piac „vezeti” vagy „előre jelzi” az azonnali piaci mozgást, de ez nem feltétlenül azt bizonyítja, hogy a határidős vagy derivatív piac „hatékonyabb” – a piaci hatékonyság bármilyen értelmében – az azonnalinál, legfeljebb azt, hogy az azonnali piac a viszonylag kisebb likviditása miatt a blokk-kereskedést nem tudja lebonyolítani az áralakulás folytonosságának fenntartása mellett, ezért a forgalom nagy tételes része – amely meghatározza az áralakulást –, áttevődik a határidős/derivatív piacokra.²⁴

Az eredmény tehát az, hogy a blokk-kereskedés különválasztásával a specialista árjegyzése már nem képvisel „egyensúlyi ár”-at még abban a kevésbé ambiciózus értelemben sem, ahogyan fentebb a call piacoknál meghatároztuk. A likviditást a blokk-kereskedés biztosítja a részvények növekvő körében. Ebből a helyzetből elvben két alapvető irányba lehet

²² Például egy blokk eladása az azonnali piacon helyettesíthető egy index határidőre való eladásával. A határidős indexár csökkenni fog az azonnali piaci árakhoz képest, amit kockázatmentesen kihasználunk azzal, hogy határidőre indexet veszünk és az azonnali piacon eladjuk az azt alkotó részvényeket, ezzel az árcsökkenést az azonnali piacra visszahozva.

²³ Kregel (1988), 380. o. A „technikai modellek” vagy „technikai elemzés” esetén az elemző nem a papírra vonatkozó fundamentális (mikro- és makrogazdasági) információkra támaszkodik, hanem önmagában az árfolyammozgás múltbeli mintájából vél kiolvasni szabályosságokat és ezek jövőbe való kivetítésével jelzi előre az árfolyammozgást. Ma már nagy irodalma van a módszereknek, egyaránt vannak lelkes hívei és megrögzött ellenzői. Kregel interpretációjában az a figyelemre méltó, hogy a piaci szervezet átalakulásából, strukturális változásokból magyarázza a módszer egyre növekvő népszerűségét.

²⁴ A határidős piac azonban ugyanúgy „azonnali piac” mint a szokásos értelemben vett azonnali piac, amennyiben mindkettő jelenbeni piac (vagy ugyanabban az időpontban fennálló piacok, ha nem a mindenkor jelenről van szó).

mozdulni: ki lehet nevezni a blokk-kereskedőket hivatalosan piacvezetőknek a nagy tételes kereskedésben. Ezzel kétszintűvé válna a kereskedés, ennek megfelelő árkülönbségekkel és valamilyen kapcsolat volna létesíthető a két szint között. Egy másik irány lehet az, amikor vissza próbálnak térni a call rendszerhez akár napi többszöri callal. Ebben a második esetben a nagy tételes kereskedés tovább folya, de a papírok kisebb tételekben, időben elnyújtva érhetnék el a parkettet, csökkentve az árhatást. Van olyan spontán tendencia is, amikor a nagy befektetési bankok „házon belül” integrálják a nagy és a kis tételes piacokat, belső („internal”) árakat alkalmazva („internal matching”). A jegyzési üzletágban lejegyzett papírokat a saját maguk által kezelt alapokban helyezik el, vagy ügynökeiken keresztül terítik. Ennek során egyre távolabb kerülünk a nyilvános piactól és az egyensúlyi ártól. Végül a modern informatika ismét lehetőséget ad arra, hogy egy sokkal kiterjedtebb „földrajzi”²⁵ területen a *periodikus call piaci szervezetet alkalmazzák, sok szereplővel*. Erre példa legújabban a Wunsch Auction System, vagy a jelenleg hivatalos elnevezéssel Arizona Stock Exchange, ahol az intézményi befektetők nagy távolságból, formális tagság nélkül kereskedhetnek.

Ezt a szakaszt azzal zárjuk, hogy a piaci szervezet fenti változásai, a töredezettség és a nem nyilvános piacok *nem az „állami” szabályozás eredményei*. A piaci szereplők önszabályozása és egymásra hatása elegendő mind a nyilvános, mind a nem nyilvános piacok kialakulásához és működéséhez illetve szegmentálódásához. *Ha az átláthatóság és a likviditás között van átváltás, vagy más módon nem „hatékony” a piaci szervezet – ha azt a főáram közgazdaságtan mércéjén mérjük –, az nem feltétlenül állami beavatkozás eredménye.*²⁶

²⁵ A „földrajzi terület” ebben az összefüggésben nem utal a fizikai távolságra, hanem egyre inkább az informatika és a telekommunikáció által összeköttetésben álló egységek jelölésére szolgál.

²⁶ Ha ez az elemzés igaz, akkor a spontán piaci erők nem hoznak létre egyetlen, homogén piacot, még az értékpapírok világában sem. A „globális neoklasszicizmus” – azaz a főáram közgazdasági elmélet globális változata – által megjelölt irányban ekkor nem azért nem halad a világ, mert a kormányok vagy más nem piaci erők gátolják ezt a folyamatot, hanem a magánszektor, a piaci szereplők és saját szervezeteik sem abban az irányban hatnak.

4. TŐZSDEI SZERVEZETEK, BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÁSOK ÉS SZABÁLYOZÁSUK AZ EU-BAN

4.1 A „BEFEKTETÉSI SZOLGÁLTATÁSOK IRÁNYELV” („INVESTMENT SERVICES DIRECTIVE” – ISD) ELSŐ VÁLTOZATA 1988-BAN

A fentebbiekben alkalmazott megkülönböztetés a nyilvános és nem nyilvános értékpapírpiacon között különösen alkalmasnak tűnik az európai értékpapírpiacon fejlődésének, a közöttük folyó versenynek és az EU-szabályozás körüli vitáknak a bemutatására. Az ISD nem ad egyetlen „útlevelet” mindenfajta értékpapír tevékenységre. Kivételek az irányelv alól bizonyos, az USA-ban és az adóparadicsomokban bejegyzett alapok, amelyekre nem vonatkoznak az EU-éhoz hasonló szabályozások. Az áru- és devizatermékek saját számlás kereskedése sem tartozik az ISD hatása alá, ha egy cég alapvető tevékenységként folytatja.²⁷ Fontos kivételek az irányelv alól azok az intézmények, amelyek partnerei az államnak, a központi banknak vagy más olyan állami szervnek, amelyek hasonló funkciót töltenek be a monetáris- és árfolyampolitika, államadósság-kezelés és a hivatalos tartalékok kezelésére e szolgáltatás nyújtása során.²⁸

A kölcsönös elismerés és minimális standardok harmonizálása bevezetőben említett elvei 1993-ban két direktívát eredményeztek (ISD és CAD – Capital Adequacy Directive), amelyek 1996-tól hatályosak. A pénzügyi szolgáltatások területén az ISD első változatát azonban már 1988-ban benyújtották a Miniszterek Tanácsának, amellyel az európai pénzügyi szolgáltatók – befektetési tanácsadás, saját számlás és megbízásos értékpapír-forgalmazás illetve portfóliókezelés – tevékenységét kívánták *liberalizálni a tagországok között, ám nem akarták meghatározni a piaci struktúrát.*²⁹ Ez a változat még nem tartalmazta a tőzsde fogalmát, a tőzsdei és tőzsdén kívüli megkülönböztetést, sem az átláthatóság követelményét. Ezek meghatározását a nemzeti hatóságokra kívánták bízni, feltéve, hogy azok nem ütköznek az EU nagyon egyszerű szabályaival. Feltételezte tehát, hogy különböző értékpapírpiacon fognak az EU-n belül működni. Ha valamely tagország a részvények forgalmát a hazai tőzsdékre próbálta volna korlátozni – pl. a később nagy karriert befutott „koncentráció” követelményére való hivatkozással –, a Bizottság úgy értékelte volna, hogy az a tőkemozgásokat liberalizáló irányelv megsértését jelenti.³⁰

²⁷ Az Egyesült Királyságban hosszú hagyománya van annak, hogy a deviza, arany és más nemesfém, illetve egyéb áruk tőzsdei forgalmazói e tevékenységet önállóan, fő tevékenységként folytatják. Külön szabályozó hatóság felügyeli a tevékenységüket, az üzletág kockázati sajátosságainak megfelelő tőkekövetelményeket előírva. Az EU-irányelv azokra a cégekre vonatkozik, amelyeknek a deviza- és árukereskedés nem alaptevékenységük. Az e tevékenységre megállapított EU-tőkekövetelmények lényegében azonosak azzal, amit az Egyesült Királyságban hosszú tapasztalatok alapján főfoglalkozású kereskedőkre kialakítottak. A felügyelőhatóság azonban az, amelyik az értékpapír-szabályozást érvényesíti.

²⁸ ISD Article 2(4).

²⁹ Steil (1995), 115. o.

³⁰ Capital Movement Directive (88/361/EEC).

4.2 A „SZABÁLYOZOTT PIAC” FOGALMÁVAL KAPCSOLATOS VITÁK AZ ISD ELFOGADÁSA ELŐTT

A szabályozott piac fogalmának bevezetése a francia kormánydelegáció hivatalos kérésére történt 1989 decemberében a Miniszterek Tanácsában. Bevezették az elismert piac (*des marchés reconnus* – recognised markets) és a tőzsdén kívüli (*des opérations de gré a gré* – OTC) piac fogalmát, és csak az előbbi tekintették szabályozottnak, ahol az átláthatóság, a biztonság és méltányos eljárás biztosítható, az utóbbit pedig az európai tőzsdék likviditását csökkentő tényezőnek tekintették. Javasolták, hogy az ISD tartalmazza azt a követelményt, hogy a részvényeket „szabályozott piacon” forgalmazzák – noha *azt nem, hogy melyik ország melyik piacán*. Ezt nevezték a „koncentráció” követelményének, ami megkövetelte a „szabályozott”-ság meghatározását is. Erre is tettek javaslatot a franciák, amelynek két fő összetevője van: *átláthatóság* („transparency”) abban az értelemben, hogy az üzleteket *utólag publikálják*, a másik pedig a *papírok formális jegyzése*. A gyakorlatban ezt a két feltételt a támogatók elégnak találták ahhoz, hogy az ekkoriban a kontinentális részvényekből már hatalmas forgalmat lebonyolító londoni SEAQ-I³¹-piacot szabályozatlannak minősíthessék és a részvényeket visszahozzák a kontinentális – francia, olasz stb. – piacokra. Ugyanis pontosan a javasolt kritériumoknak nem felelt meg a SEAQ-I, ahogyan azt főként a franciák értelmezték: az egyes üzleteket egyenként nem publikálták utólag és nem volt formális jegyzési eljárás sem a piacon. Noha a „szabályozott piac” fogalmára javaslatot tevők a befektetők biztonságára, a piac átláthatóságára hivatkoztak, teljesen világos volt, hogy az EU direktívák segítségével a hazai tőzsdéket kívánták előnyös helyzetbe hozni a londoni konkurenciával szemben. A kontinentális tőzsdék ugyanis még mindig nagyon hasonlítottak a hagyományos call piacokra, az üzletek annak megfelelő utólagos publikálásával és formális jegyzéssel. A londoni piac viszont dealerpiac volt, amely kereskedési formával a nyilvánosság utólagos értelmezése nem fér össze, vagy legalábbis nem az azonnali és teljes körű nyilvánosság. Összefér azonban a dealer kereskedéssel és nélkülözhetetlen ahhoz az *előzetes* nyilvánosság. Ezért volt jelentősége az átláthatóság pontos meghatározásának. A francia kezdeményezés elfogadásával már a tőkemozgások liberalizálását előíró iránylevelekre sem lehet hivatkozni a részvényforgalmat korlátozó tagországgal szemben.

4.2.1 Töredezettség

4.2.1.1 Több tőzsde párhuzamos léte, illetve eltérő piaci szervezete

Feltűnő az is, hogy a koncentrációt javasló tagállamok *nem a tőzsdék számával, hanem a többféle piacszerkezési móddal* szemben emeltek kifogást. Ez azt jelenti, hogy ha például a kontinentális piacokon sok hasonló formában működő – pl. call piac – létezik egymás mellett, ez is jelenthetne töredezettséget közgazdaságilag, de nem az ISD definíciója és a javaslattevők szándéka szerint. A töredezettség – amint fentebb bemutattuk – a piaci szereplők valóságos igényeinek megnyilvánulása lehet, és ennyiben korlátozása a szabad piacgazdaság talaján álló EU-ban az alapvető elvekkel ellenkezik. A londoni SEAQ-I piaci igényekre válaszként jött létre akkor, amikor a kontinentális tőzsdék ellenálltak a tőzsdei szer-

³¹ Stock Exchange Automated Quotation System-International.

vezet átalakításának. Az 1986-ban bevezetett reformcsomag („big bang”) egyik eredményeként 1990-re a német értékpapírforgalom kb. 12, a francia 25, az olasz 26, a spanyol 18-20, a svéd 50-65 és a svájci 30 százalékát a SEAQ-I-n bonyolították le.³² A vonzerő első-sorban az igényeknek – különösen az amerikai bankokénak és befektetési bankokénak – jobban megfelelő új kereskedési módnak volt köszönhető, ami ellentétben állt a kontinens tőzsdei működésével. Londonban a forgalmazók az ügyfelek rendelkezésére álltak telefonon a kereskedési nap folyamán végig, ami gyorsabb teljesítést tett lehetővé, eltörölték a tranzakciós adót a külföldi papírokra, ami csökkentette a tranzakciós költségeket, végül sokkal nagyobb tőkét szenteltek a Londonban bejegyzett dealerek a kereskedésnek, mint a kontinens hagyományos brókerei. Fontos megemlíteni, hogy azok a francia aggodalmak, amelyek a likviditás lehetséges elvonásával voltak kapcsolatosak, empirikusan nem voltak igazolhatók: ellenkezőleg, a londoni forgalom likviditást teremtett a korábban illikvid kontinentális piacokon is, főleg ismét csak az amerikai intézmények Londonba vonzásával. A SEAQ-I viszonylagos visszaszorulása 1991-ben kezdődött, pontosan akkor, amikor a kontinentális tőzsdék hatékony válaszlépéseket tettek az értékpapír-forgalom visszahódítására.

4.2.1.2 A piaci közvetítők érdekeltsége

A töredezettség esetenként a *tőzsdetagok kiváltságainak* védelmezését szolgálja, amennyiben kartellként viselkedve magasan tarthatják a díjaikat, ha a hatóságok a hazai tőzsdéket előnyben részesítve korlátozzák a külföldi tőzsdék által támasztott versenyt. A koncentráció javasolt formája erősítheti ezt a tendenciát, ami nem felel meg az unió elveinek. Ez felhívja a figyelmet arra is, hogy a korábban *természetes monopóliumként* szabályozott tőzsdék jogi formája mára *akadály* lehet a versenynek, amit a részvénytársággá való átalakulás orvosolhat. Átalakulásra vonatkozó irányelv nincs az EU-ban, és nincs tudomásunk arról, hogy hasonlólt terveznének.

A magyar tőzsdék nem nyílt részvénytársaságként működnek, hanem a természetes monopóliumfelfogást tükröző zárt tagsági rendszerben. A BÉT vezető szerveiben azonban jelen vannak a kibocsátók, a kisbefektetők és más érdekeltek képviselői is. Ennek ellenére az egy tag egy szavazat elv sokáig hátráltatta a kétszintű klíringtagság bevezetését, és más olyan szabályok elfogadását, amelyek a rendszer biztonságos működését erősítik. A kisebb tőzsdetagok ellenállása érthető volt, mert ők csak más, nagyobb és konkurens klíringtagokon keresztül kapcsolódhatnak a rendszerhez, ami pénzbe is kerül a számukra. Mindazonáltal nincs korlátozva a tőzsdék száma és a tagok száma sem. A tőzsdék dönthetik el, hogy a felügyelet engedélyével rendelkező jelentkezők közül kiket vesznek fel. Az elutasítást indokolniuk kell. A tőzsdék Magyarországon a működésüket maguk határozzák meg (önszabályozók és önkormányzók).

³² Whortington, P. M. „Global Equity Turnover: Market Comparisons”, *Bank of England Quarterly Review*, May, idézi Steil (1995), 6. o. Az adatokat torzítja, hogy a forgalmazóknak érdekükben állt a kontinentális piaci forgalmat londoniként jelenteni adómentesség és a jelentési kötelezettség kevésbé szigorú volta miatt. Más a megfigyelt tranzakciók azon köre is, amelyet tőzsdeinek tekintenek: a londoni forgalom egy része a kontinensen tőzsdén kívülinek számítana.

4.2.1.3 Európai elektronikus Piacközi Kereskedési Rendszer (ITS³³)

A franciák amerikai példára hivatkozva tettek javaslatot az európai elektronikus rendszerre, amely az egyes tőkepiacok között a kereskedési szándékokat integrálja és a megkötött üzleteket végrehajtja. A hivatkozás azonban téves volt. A hivatkozott amerikai rendszerek (National Market System – NMS –, és annak részei, a Consolidated Quotation System – CQS – és az ITS) nem integrálták az amerikai piacokat a francia elgondolások szerint. Valójában csak a piaci ajánlatokat (azaz a dealer által jegyzett árakon teljesítendő) és a limitajánlatokat (amelyeket csak a megadott áron kell teljesíteni) továbbítják. Minden más kereskedési és árfeltárási formát be kellett volna tiltani az USA-ban ahhoz, hogy a rendszer valóban integrálja az összes amerikai piacot. Ezek például a „not held” utasítások (amikor az ügyfél a forgalmazóra bízta a teljesítés árát) vagy az elektronikus call piacokat, illetve keresztteljesítéseket (amikor egy dealerpiacon kialakult áron automatikusan teljesítik a megbízást stb.). Az eredmény a mai párizsi CAC-hoz (*Cotation Assistée en Continu*) hasonló rendszer volna, amellyel nem volna összeegyeztethető például a londoni dealerpiac, a német parkett stb. A párizsi CAC egy folyamatos ügynök/aukciós elektronikus rendszer, amelyben a nagyobb blokkügyleteket nem lehet teljesíteni időbeni késedelem vagy a megbízás elaprózása nélkül. Mivel ez nem felel meg a blokk-kereskedelemnek, ezért a blokkokat gyakran csak névleg – kizárólag a kötelező francia előírások miatt – futtatják át a rendszeren, de ténylegesen a parketten kívül kötik meg az üzleteket. Az információkat is késéssel adják közre a blokküzleteket követően. Ezért a kis és a nagy tételes piac integrációja a törekvések ellenére nem valósult meg a CAC-ban sem és valójában csökkenti a likviditást a nagy tételek esetében, mert azok alkalmasabb kereskedési helyet keresnek a párizsi CAC-nál. Ismét bebizonyosodik, hogy a töredezettség az eltérő érdekeltségű szereplők különböző érdekeit szolgálja, ezért a szabályozás révén az integráció piacokra kényszerítése ismét csak a szabad piacgazdaság európai alapelveibe ütközik.

4.2.1.4 Globális verseny más pénzügyi központokkal szemben

Mindebből következik, hogy az európai piacok töredezettsége – a nagy pénzügyi központokhoz képest – nem minden téren a szabályozások következménye, noha vannak ilyen elemek is. Azok a töredezési tényezők, amelyek nem a szabályozási korlátokból erednek, hanem a szereplők érdekei alapján alakulnak ki, nem csökkentik a piacok versenyképességét, hanem növelik. Ez igaz a közös európai valuta bevezetése³⁴ utáni helyzetre is, habár valószínű, hogy a kisebb, párhuzamos, de sajátosságot nem mutató piacok integrálódhatnak a nemzeti valuták eltűnésével. Azok a piacok azonban megmaradhatnak, amelyek reális igényt elégítenek ki azon túl is, hogy a majdan megszűnő valutában jegyzik a forgalmazott termékeket és számolják el a megkötött üzleteket.

³³ Intermarket Trading System.

³⁴ Az euró bevezetésének hatásáról később részletesebben szólunk.

4.2.2 Átláthatóság

A francia javaslat az átláthatóságot alapvetőnek tartotta a „szabályozott piac” minősítéséhez, és azt utólagos átláthatósággént értelmezte. Ez azonban szintén célt tévesztett javaslatnak bizonyul. Az aukciós piacokon az átláthatóságot előírni azért felesleges, mert eleve nem is tud anélkül működni: dealerek hiányában a befektetőknek kell – rendszerint a brókereken keresztül – ajánlatot tenniük. Ezért itt eleve biztosítva van a szükséges előzetes és utólagos nyilvánosság. A dealerpiacokon azonban láttuk, hogy más a helyzet. A saját szám-lára üzletelő kereskedő nem vállalhat úgy pozíciót, ha a többi résztvevő láthatja a szándékát.³⁵ A nagyobb nyilvánosság nagyobb kockázatot, ezért kisebb likviditást és nagyobb ár-rést eredményez. Valójában a dealerek és piacvezetők kivételezett helyzete csak kompenzáció azért a kötelezettségért, hogy kétoldalú árjegyzéssel likviditást biztosítanak. Egyéb-ként a dealerek közbejötté nélkül, nagy tételben üzletet kötő befektetők (proprietary traders) hasonló helyzetben vannak.

Valójában minden nagy tételes piacon kivételt tesznek az azonnali nyilvánosságra hozata-li követelmény alól. Például még a párizsi CAC rendszerben is – elsősorban a londoni ver-seny hatására – ma már megengedik, hogy rejtett megbízásokat („hidden orders”) tegye-nek be a könyvekbe azért, hogy azután fokozatosan, kisebb tételekben teljesítsék azokat. Továbbá csak késéssel kell nyilvánosságra hozni a nagyobb tételek adatait. A kontinens többi tőzsdéje is követte a gyakorlatot. Noha többen feltételezték, hogy a dealerek a hely-zetüket kihasználják az ügyfelekkel szemben, erre a problémára nem megoldás az üzletek azonnali és teljes körű publikálása, mert ezzel maga a piac szűnne meg. Egy megoldás le-het a dealerek és piacok közötti versenyhelyzet fenntartása, ami megakadályozza a mono-polhelyezettel való visszaélést. Londonban például – szemben a hagyományos New York-i specialistákkal – egy papírra több dealer is jegyezhet árakat. Az EU direktíva azonban – amint láttuk – éppen a verseny csökkentését értheti el a „szabályozott piac” fogalmának bevezetésével.

4.2.3 Egyenlő elbánás elve

További francia javaslat volt az egyenlő elbánás elvének belefoglalása az ISD-be. Különö-sen a kis és a nagy tételes ügyfelek egyenlő elbánására gondoltak. Ez a javaslat a francia banki gyakorlatra emlékeztetett, ahol a kis és a nagy tételes ügyfelek egyenlő elbánását úgy valósították meg, hogy a csekkeket ingyen kezelték a kis tételes forgalomban a bankok, cserében viszont megállapodtak, hogy nem fizetnek kamatot a folyószámlákra még a nagy tételes forgalomban sem. Ez valójában bankon belüli keresztfinanszírozás volt két termék kö-zött, amelyet politikai alapon a pénzügyminisztérium is támogatott. Közgazdaságilag azon-ban az értékpapírok területén is igaz, hogy jobb árak érhetők el egy nagyobb tételre a deal-

³⁵ Az USA-ban növekvő népszerűségnek örvend a „tape shooting”-nak nevezett stratégia. A „momentum trader”-ek fi-gyelik az elektronikus „szalag”-ot – amely folyamatosan integrálja az egyes piacok összes termékeire megkötött üzle-tek mennyiségi és áradatait – hogy felismerjék egy nagyobb vásárló vagy eladó jelenlétét az adatok alakulásából. Ha ilyenre akadnak, pozíciót vállalnak a termékben nyereségesen kihasználva a nagy eladó/vevő kényszerhelyzetét, meg-drágítva azoknak a tranzakció befejezését.

ereknél, mint az aukciós piacon az utóbbi viszonylagos gyenge likviditása miatt.³⁶ Viszont még a dealerpiacon is nagyon rossz ár érhető el különlegesen nagy tételre, ezt azonban nem nevezné senki egyenlőtlen kezelésmódnak. Továbbá a kisbefektetők is kihasználhatják a nagybani piac árelőnyét intézményi befektetőkön keresztül.

Összefoglalva: A tagállamok egészen 1992 végéig nem tudtak döntésre jutni a „szabályozott piac”-nak az ISD-be való belefoglalásáról: saját nemzeti érdekeiket azonosították a tőzsdéik és az abban érdekeltek törekvéseivel, azok „kijárói” voltak a vitákban. Ezért csak 1993-ban fogadták el az egyetlen útlevelet biztosító ISD-t, amely 1996-ban, három évvel a hasonló bankdirektíva után lépett hatályba.

4.3 AZ ELFOGADOTT ISD ÉS A „SZABÁLYOZOTT PIAC”

Az ISD *Article 1.13* szerint a szabályozott piac először is az, amelyik a tagország hatósága által az *Article 16.* alapján összeállított listán szerepel, noha ebben a cikkelyben nincs további definíciója a szabályozott piacnak.³⁷ További előírás a szabályozott piaccal szemben a jegyzési követelmények meghatározása, amelyeknek a Jegyzési Feltételek Direktívának kell megfelelnie (Listing Particulars Directive – LPD – 79/279/EEC) *ott, ahol az irányelv alkalmazandó.*³⁸ Ez a szűkítő kikötés fontos, mert például a londoni dealer piacon nincs hivatalos jegyzés, ezért értelmezhető feltétel úgy is, hogy ott nem alkalmazandó az irányelv. Néhány ország – Olaszország, Franciaország – egy szabályozott piacon hivatalos jegyzést vár el. A megszorítás szűkítését éppen azért tették az ISD-be, hogy a britek ne gátolják meg az elfogadását. A britek pedig azért ragaszkodtak e kitételhez, hogy ne lehessen a jegyzésre hivatkozva szabályozatlannak tekinteni a SEAQ-I-t. Ez jogi bizonytalansággal jár minden későbbi új piaccal szemben is. Gátolhatja a fejlődését addig, amíg meg nem bizonyosodnak a potenciális szereplői arról, hogy a jegyzési követelményekkel foglalkozó irányelv alapján nem tekinthetők-e szabályozatlannak. A besorolásnak nagy jelentősége van abból a szempontból is, hogy a szabályozott tőzsdéken jegyzett papírok nem számítanak olyan kockázatosnak, mint az egyéb papírok, ezért – majd látni fogjuk – az általuk vonzott szabályozói tőkekövetelmények is alacsonyabbak.

A magyar értékpapírtörvény³⁹ használja ugyan a tőzsde fogalmának meghatározásakor a „koncentrált” és a „nyilvános áralakulás” kifejezéseket, de nem határozza meg ezeket pontosabban. Az árutőzsde törvényben⁴⁰ is a tőzsde definíciója használja mindkét jelzőt, minden következmény nélkül. Az értéktőzsde esetében az Épt. a bevezetett papírokra utal, az árutőzsde esetében a törvény jegyzett termékekről beszél. A törvények nem határozzák meg közelebbről ezek tartalmát, azt a tőzsdék hatáskörébe utalja. Nincs olyan előírás sem – noha volt rá törekvés más átmeneti országokhoz hasonlóan –, hogy a hazai papírok csak hazai tőzsdén forgalmazhatók. Van már a New York Stock Exchange-en bevezetett magyar

³⁶ Steil (1995), 123. o.

³⁷ Steil (1995) 126. o.

³⁸ ISD Art. 1.13

³⁹ 1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról s az értékpapír-tőzsdéről, 174. §.

⁴⁰ 1994. évi XXXIX. törvény az árutőzsdéről és az árutőzsdei ügyletekről, 1. §.

részvény is. Ami a jövőben talán tisztázandó, az a tőzsdék definíciójával kapcsolatos: nem biztos, hogy minden már létező vagy a jövőben létrejövő „piac” megfelel ezeknek a definícióknak, ami azzal járhat, hogy tartalmilag tőzsdeként működő rendszerek nem tőzsdének minősülnek, az ott forgalmazott papírok pedig magasabb kockázatot, illetve szabályozói tőkekövetelményt fognak támasztani. Különös figyelmet érdemel a technikai fejlődés által kínált új piacszerkezési lehetőségek figyelemmel kísérése.

Az *Article 1.13* megköveteli, hogy a szabályozott piac az *Article 21-ben* megfogalmazottak szerint feleljen meg az átláthatóság követelményének. Ennek értelmében minden szabályozott piacnak publikálnia kell „legalább”

a) minden tőzsdenap kezdetén az előző napi kereskedés súlyozott átlagárait, a legmagasabb és legalacsonyabb árait, illetve az aggregált forgalmi adatait,

b) továbbá minden, a folyamatos aukciós (a direktívában „order-driven”) és dealer (a direktívában „quote-driven”) piacok esetében: 1. minden kereskedési óra végén az ügyletek súlyozott átlagárát és mennyiségeit arra a hatórás periódusra, amely kétórányi kereskedési időt hagy a kereskedésre a publikációt megelőzően, 2. minden 20 percben a súlyozott átlagárát és a legmagasabb, illetve legalacsonyabb árat egy kétórás periódusra, úgy, hogy egyórányi kereskedést tegyen lehetővé a publikáció előtt.

Továbbá a direktíva megköveteli, hogy ahol a befektetőknek előzetes információi vannak az árakról és a mennyiségekről, ott az ilyen információnak mindenkor rendelkezésre kell állnia a kereskedés tartama alatt, továbbá azoknak a feltételeknek („terms”), amelyeket egy adott árra és mennyiségre bejelentettek, olyanoknak kell lenniük, amelyek mellett a tranzakció egy befektető számára lehetővé teszi a tranzakció végrehajtását.

A nemzeti hatóságok szigorúbb információs követelményeket is megszabhatnak tartalmilag és formailag is, feltéve hogy e követelmények minden papírra vonatkoznak, függetlenül attól, hogy a kibocsátója mely tagállamban van bejegyezve vagy attól, hogy mely tagállam szabályozott piacán vezették be először a papírt.

A direktíva ismertetett előírásai vitatottak. Nincs például olyan piac Európában – valószínűleg Európán kívül sem –, amely *súlyozott átlagárakat*⁴¹ közölne az egyedi üzletek árai helyett. A *követelmény kompromisszum* eredménye a teljes információszolgáltatást megkövetelők és a kevesebb információ nyilvánosságra hozatalának hatósági előírását igénylők között. Az irányelv által előírt átlag helyett valószínűleg egyedi üzletek adatait fogják a piacok közölni, hiszen ez szigorúbb az irányelvnél, így teljesíti annak előírásait. A Bizottsággal ebben állapodott meg az Európai Részvénytőzsdék Szövetsége (FESE). Továbbá azt is elfogadták – noha az irányelvben nem szerepel konkrét időmegkötés – hogy a normál

⁴¹ A CAC 1989-ben bevezetett új kereskedési szabálya megengedi, hogy a normál blokkméretet meghaladó mennyiségekre a súlyozott átlag CAC-árrésen belül – moyenne pondérée fourchette – kössenek üzletet a szűkebb CAC árrés („fourchette”) helyett, anélkül, hogy CAC-szabályokat követnék. A súlyozott átlagár itt nem az egyes ügyletek reprezentatív ára, hanem a rendkívül nagy tételű ügylet részletekben való végrehajtása esetén az időben szétterülő árhatalás átlagát tükrözi.

piaci méretig⁴² az ügyletet azonnal publikálják, a nagyobb tételekre pedig maximum egy óra késedelmet engedélyeznek. Maga az irányelv ezenkívül tartalmaz számos, pontatlanul körülírt helyzetet⁴³, amikor a hatóságok a publikációs kényszert késleltethetik vagy fel is függeszthetik. Ezeknek az esetében nagyon eltérők a nemzeti gyakorlatok. Londonban például az NMS ("normal market size") hetvenötszörösét elérő, rendkívül nagy tranzakciókra öt nap késedelmet adnak.⁴⁴ Ugyanakkor van olyan tagállam, amelyik a nemzeti tőzsdeindexébe tartozó egyik részvényét "nagyon illikvid"-nek tekinti. Továbbá a tőzsdei tranzakció definíciója is vitatható, hiszen például a németek azt mondják, hogy a frankfurti telefonkereskedelem vagy a dealer – német terminológiában Kursmakler⁴⁵ – nélküli tranzakciók a paretten tőzsdén kívüli ügyletek és nem vonatkoznak rájuk a publikációs előírások.

Ha hazánk belépéséig nem változnak ezek a szabályok, akkor alkalmaznunk kell azokat a hazai tőzsdéinken. Ehhez szükség lesz a szabályozott tőzsdék ISD-definíciójának alkalmazására is, ami a fentebb említett problémákat okozhatja. A magyar tőzsdetörvények egyelőre nem vették át az átláthatóságra vonatkozó előírásokat. Az ISD jelenlegi formájában való átvétele ezt is megkövetelné ahhoz, hogy szabályozott piacoknak minősüljenek. A törvényekben nálunk nincsenek előírások az ügyletkötések publikására – ez a tőzsdék hatásköre⁴⁶ – ami azt jelenti, hogy nekik kell alkalmazniuk azokat, ha szabályozottnak kívánnak minősülni az ISD szerint. Mivel szakértői körökben vitatják ezeknek a követelményeknek a direktívákba foglalását és fentebb láttuk, hogy olyan országok is nagyon lazán kezelik már az előírások vitatott elemeit (a tőzsde és a szabályozott tőzsde fogalma, az átláthatóság azonnali poszttranzakciós értelmezése stb.), amelyek az irányelv megfogalmazásakor a leghevesebben érveltek mellettük, várható, hogy módosítják a jövőben az ISD-t. Ha az EU-hatóságok törölnék a vitatott előírásokat, akkor az országok, illetve a tőzsdék anélkül dönthetnének szabályozási, piacszerkezeti, publikációs és egyéb kérdésekben, hogy attól kellene tartaniuk, hogy szabályozatlannak minősülnek. Az alternatív megoldások közötti verseny erősödne, illetve növekedne a nemzeti hatóságok és a tőzsdék alkalmazkodási ru-

⁴² Londonban és Párizsban a napi átlagos forgalom 2,5 százaléka: Normal Market Size, NMS vagy Normal Block Size, NBS.

⁴³ Ezek a „rendkívüli piaci helyzetek”, „kis piacok, a cégek és a befektetők névtelenségének megőrzése érdekében”, „rendkívüli tranzakciók, amelyek mérete az átlagos tranzakcióhoz képest nagyon nagy” illetve „objektív kritériumok alapján nagyon illikvidnek minősülő papírok, ha nyilvánosságra hozták”.

⁴⁴ Pagano M. and Steil, B.: „Equity Trading I. Evolution of European Trading Systems”, in: Steil, (1996) 35. o. 57. lábjegyzet. Ez az ötnapos késleltetés a későbbiekben rövidülhet.

⁴⁵ A német Kursmakler egy vagy több papír kizárólagos piacvezetője (egy papírnak csak egy piacvezetője van), így csak ő ismeri a könyvekben szereplő megbízásokat. A szerepe eredetileg az volt, hogy biztosítsa a piac likviditását és a normál áralakulást, de kétségszerű, hogy betölti-e ezt a funkciót. Kursmakler legjobban az integrált bróker-dealerre hasonlító szereplő, de fontos különbség, hogy nem köteles üzletet kötni a jegyzett árfolyamain. Ezért inkább privilegizált piacvezetőnek kell tekinteni őket, nem pedig specialistáknak vagy dealereknek, akik üzletkötésre kötelezettek a saját meghirdetett áraikon. Nagyjából hasonló a szerepe a holland hoekmannak. Az ISD nem vonatkozik sem a Kursmaklerre, sem a Hoekmanra: nem nyújthatják szolgáltatásaikat más tagállamokban. Ha e két érintett ország tőzsdéin más tagországban bejegyzett cég kívánja e szerepeket betölteni, akkor a német, illetve a holland törvények vonatkoznak rájuk. Lásd ISD Preambulum és Article 15(6).

⁴⁶ Az árutőzsde esetében a törvény a tőzsde szabályzatában rendeli rögzíteni az ügyletekre vonatkozó részletes szabályokat, a megbízások típusait, a kereskedelem rendjét és a jegyzéseket, illetve ezek nyilvánosságra hozatalának módját (1994. évi XXXIX. törvény az árutőzsdéről és az árutőzsdei ügyletekről, 3 §. 2. bek.) Az értékpapírtőzsde esetében törvény szerint a szabályzatban kell rögzíteni a szekciók működésének szabályait, a kereskedés rendjét, az ügyletek részletszabályait, az értékpapír és tőzsdei termék bevezetésének, törlesztésének feltételeit és az árfolyam és az egyéb tőzsdei információ nyilvánosságra hozatalának módját (1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapírtőzsdéről, 176.§.)

galmassága, innovációs lehetőségei („piacok versengő piaca”). A liberálisabb szabályozás ugyanakkor nem tenné lehetővé a nemzeti hatóságoknak sem, hogy az irányelvet arra használják, hogy korlátozzák a nemzeti piacok közötti versenyt. *Az ISD Article 21(4) jelentés készítését írja elő a Bizottság számára az Article 21. alkalmazásáról, legkésőbb 1997. december 31-ig. A Bizottság javaslata alapján a Tanács minősített többséggel e cikkely módosításáról dönthet.*

4.4 A „NEM SZABÁLYOZOTT PIACOK”-KAL SZEMBENI KORLÁTOZÁSOK AZ ISD-BEN

Az ISD Article 14.3. a fentebb tárgyalt „koncentráció” szellemében felhatalmazza a tagállamok hatóságait (bár nem írja elő számukra), hogy a hazai forgalmazású értékpapírok esetében megkövetelhesék, hogy csak „egy szabályozott”⁴⁷ piacon foroghassanak. Az „egy” határozatlan névelő nagy jelentőségű, mert *nem* hatalmazza fel a tagállamokat az ISD annak előírására, hogy a *hazai* „szabályozott piac”-on kereskedjenek a hazai papírral. Ezért amennyiben egy piac megfelel a „szabályozott piac” követelményeinek, akkor az *ISD elvben* nem ad lehetőséget a hazai papír ottani forgalmának korlátozására, még akkor sem, ha az egy másik országban van. A gyakorlatban azonban, ha egy tagállam hatóságaiban erre kifejezett szándék mutatkozik, akkor van lehetőség arra, hogy körülhatárolják a külföldi versengő piac jogaikat az alábbiak alapján:

1. a „közjó”-ra hivatkozva (a „rules of conduct” érvényesítése például a fogadó – „host” – ország hatáskörébe tartozik,⁴⁸
2. az Article 15.5 alapján megakadályozhatja, hogy a területén új piacot alapítsanak (az „új piac” fogalmát nem definiálja ez a pont, ezért minden attól függ hogy egyáltalán mit tekintenek „piac”-nak)
3. európai bírósági tárgyalásokig eljutó vitákat válthat ki a tagállamok között⁴⁹, ahelyett, hogy az eredeti szándék szerint liberalizálná az unión belül a határokon túli szolgáltatásnyújtást az értékpapírok területén.

⁴⁷ „a regulated market”.

⁴⁸ Ha az egyik tagállamban bejegyzett értékpapír-befektetési szolgáltató cég egy másik tagállamban fejt ki tevékenységet, akkor a fogadó országban a „közjó” érdekében hozott szabályokat be kell tartania, amibe beletartoznak az üzletvitellel – „code of conduct” – kapcsolatos előírások, amelyeket az ISD Article 11 sorolja fel: az ügyfél és a piaci integritás megőrzése érdekében becsületesen és korrektül kell eljárnia; szaktudással, igyekezettel kell dolgoznia az ügyfél és a piac integritása céljából, rendelkezik azokkal az erőforrásokkal illetve eljárásokkal, illetve ténylegesen fel is használja azokat, amelyek a tevékenysége megfelelő elvégzéséhez szükségesek; a szolgáltatás által megkövetelt mértékben igyekszik megismerni az ügyfele pénzügyi helyzetét, befektetési tapasztalatát és célját, megfelelően tájékoztatja az ügyfelét az ügylettel kapcsolatos minden lényeges információról, megpróbálja elkerülni az érdekkonfliktust; ha pedig ez nem lehetséges, akkor biztosítja, hogy az ügyfél korrekt elbánásban részesül, végül minden szabályozásnak eleget tesz tevékenysége során azért, hogy az ügyfele érdekét és a piac integritását előmozdítsa. Lásd még L’Heveder (1996) 7–8. o.

⁴⁹ Az olasz hatóságok ellen a Bizottság nem az ISD-re, hanem a szabad tőkeáramlásra vonatkozó irányelv és a Római Szerződés alapján indított pert az Európai Bíróságon, amikor előírták a más tagállamban bejegyzett intézményeknek Olaszországban bejegyzett és külön tőkével ellátott cégek alapítását ahhoz, hogy befektetési szolgáltatásokat folytathassanak az országban. Ezzel maga a Bizottság nyilvánította szükségtelennek az ISD-t a szabad szolgáltatásnyújtás biztosításához.

Emellett az ISD-ben foglalt szabályozott piaci definíció alapján is a nemzetállamok bizonyos feltételekkel korlátozhatják az értékpapírügyleteket. A „koncentráció”-ra hivatkozva (ISD *Article 14.3.*) például az értékpapír-szolgáltatásokat csak a „egy szabályozott piac”-on nyújthatják, ha: 1. a befektetők az adott tagállamban életmódszerűen lakosok („habitually residents”) vagy megtelepedtek („established”), vagy 2. a befektető cégek az adott tagállam területén kötik az ügyletet 3. olyan papírról van szó, amellyel az adott tagállam szabályozott piacon kereskednek („dealt in”). Az *Article 14.4.* emellett kötelezi a koncentráció elvét alkalmazó tagállamot arra, hogy engedélyezze a hazai befektető számára, hogy az általa kívánt tranzakciót nem szabályozott piacon való végrehajtására felhatalmazást adjon. Megengedi azonban a tagállamnak, hogy mérlegelje: vajon a befektetőnek szüksége van-e védelemre. Egy ilyen különbség tehető például az „intézményi” (wholesale) és a „kisbefektető” (retail) között.

4.5 AZ ISD ÁLTAL ADOTT PRIVILÉGIUMOK A „SZABÁLYOZOTT PIAC”-OK SZÁMÁRA

Vitát váltott ki az irányelv azon pontja (*Article 15.4*), amely lehetővé teszi, hogy egy szabályozott tőzsde (pl. Párizsi Tőzsde) számítógépes monitor segítségével egy másik tagállam (pl. Hollandia) területéről egy befektető cég számára elérhető legyen („remote access”) anélkül, hogy a tagország (Hollandia) hatóságai azt engedélyeznék. Hollandia fontolgatta, hogy egy valóságosan megtörtént, a fentihez hasonló eset kapcsán „új piac” létrehozásának tekintse ezt a hozzáférést, és tiltani kívánták azt. (A holland hatóságok végül feladták a közbelépés gondolatát).

4.6. AZ ÉRTÉKPAPÍR-FELÜGYELET ÉS A KONSZOLIDÁCIÓ

Nincs olyan javaslat vagy tervezet, amely szerint az egyes tagállamok értékpapír-felügyeleteit egy közösségi szintű intézménnyel helyettesítsék. Közgazdaságilag sem indokolt, ha az értékpapír-befektetések területén is a „piacok piaca” valósul meg. Ehhez jobban megfelel egy decentralizáltabb felügyeleti megoldás. Az árfeltárás és a piacszervezet állami szabályozása akkor volt helyénvaló, amikor a tőzsde természetes monopólium volt. Ma azonban nem ez a helyzet, és egy centralizált felügyelet aligha lenne hasznos.

Az a jelenlegi magyar megoldás, miszerint az értékpapír-felügyelet a Pénzügyminisztériumtól elkülönült szervezetben – Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet – működik, nem igényel harmonizálást a csatlakozás során. Az, hogy az értékpapír-felügyelet és a bankfelügyelet egy intézményt alkotnak, szintén nem ütközik közösségi irányelvbe. Nem tipikus megoldás az EU-ban, de van rá példa (Svédország). Azzal indokolták a magyar hatóságok ezt a megoldást, hogy a banki és az értékpapírpiacon összefonódásával a felügyelendő intézmények tényleges működésében a teljes elkülönülés oldódik. Vitatható ugyan, hogy ez az érv helytálló-e a tényleges működésben – az értékpapír-üzletág továbbra is egészen más szemléletet és működési kultúrát igényel, mint a hagyományos banki –, önmagában ez csatlakozási vagy harmonizációs szempontból közömbös.

Összefoglalva: az ISD szándéka szerint liberalizálni kívánta az EU-n belül az értékpapír-befektetési szolgáltatásokat. Az 1988-as *első változat ennek a célnak jobban megfelelt volna*, mint a később elfogadott változat. Az érvényes direktíva olyan definíciókat és megkötéseket tartalmaz, amelyekre alapozva a tagállamok az egységes belső piac kialakulását lassíthatják.

5. AZ ÉRTÉKPAPÍR-TEVÉKENYSÉGRE VONATKOZÓ TŐKESZABVÁNYOK AZ EÜ IRÁNYELVEKBE (CAPITAL ADEQUACY DIRECTIVE – CAD)⁵⁰

5.1 TŐKEKÖVETELMÉNY ÉS TŐKEKÖLTSÉG

Az értékpapír-fogalmazói tevékenység tőkeszabványai területén a direktívák elfogadása idején a nemzetközileg legkorszerűbbnek számító kockázatkezelési elveket vették alapul. A kockázatkezelési technikák azonban olyan gyorsan fejlődtek 1993, az elfogadás időpontja óta, hogy az irányelv 1996. január 1-jei hatállyal való kötelező átültetése⁵¹ idejére bizonyos területeken elavultnak számított (lásd alább). A tőkemegfelelés a befektetési szolgáltatások liberalizálását biztosító ISD-t kiegészítve, azt biztosítaná, hogy *közös minimális tőkekövetelményeket* állapítsanak meg az értékpapír-befektetési szolgáltatást nyújtók számára, ezzel megakadályozva azt, hogy a versenyben a nemzeti hatóságok „túlzott” engedményeket tegyenek a hatáskörükbe tartozó (hazai) cégek számára. Az irányelv azonban *nem tűzte ki azt a célt, hogy egységes szabályozói környezetet alakítson ki*: bizonyos területeken nem ad iránymutatást, máshol pedig lehetőséget ad eltérő értelmezésekre.

A tőkekövetelmények befolyásolják a *tőke költségét* a cégek számára, ami viszont megjelenik a nyújtott szolgáltatás minőségében, árában és kockázatában. Ez végül összegződik a cégek közötti versenyhelyzet alakulásában. A szabályozói tőkekövetelmények hatását nehéz pontosan megállapítani és ezért nehéz nemzetközi összehasonlítást végezni, mert a tőke költségét e követelményektől függetlenül befolyásolja a nemzetgazdaságonként eltérő tőkeköltség-helyzet (pl. eltérő kamatszintek, likviditási helyzet stb.), emellett az intézményi és a szabályozói környezet eltérései. Elméletileg a tőke költsége tükrözi a csőd és felszámolás bekövetkeztének valószínűségét, az ilyen eljárások valószínű költségét (pénzben és időben), a hivatalos „védőháló” működését (betét- vagy befektetőbiztosítás, a jegybank végső hitelező szerepe meglétét, a politika hajlandóságát a mentőakcióra stb.).⁵² Az értékpapír-forgalmazás tőkeköltségei a forgalmazó saját részvénykibocsátásának költségeiből⁵³ és a „szabályozói tőke”⁵⁴-be beszámítható alárendelt kölcsöntőke költségéből állnak.

⁵⁰ EC (1993a)

⁵¹ A kötelező január 1-jei határidőt a legtöbb tagállam túllépte. Az Egyesült Királyság hatósága volt az egyike a pontos teljesítőnek, de a magánszektor nem minden téren volt az év első napjától kész az alkalmazásra. Svédország volt a másik fegyelmezett tagállam. 1997 nyarán csak Németország nem teljesítette, Ausztria csak részlegesen, a többi ország pedig teljesítette a direktíva előírásait.

⁵² A nyolcvanas években a nemzetközileg aktív bankokra vonatkozó ún. bázei tőkemegfelelési mutató kidolgozása során elterjedt nézet volt, hogy az egységes követelményekre azért van szükség, mert az alultőkésített japán bankok számára a japán hatóságok által biztosított végső hitellehetőség a csőd kockázat kizárásával versenyelőnyt adott. A tőkekövetelmények egységesítése a végső hitelezés feltételeinek egységesítése nélkül csak részlegesen orvosolja ezt a fel-tételezett japán versenyelőnyt a tőkeelőírások elfogadása óta.

A szabályozói tőke nem részvénytőke elemeinek („non-capital funding”) költsége a másik oldalról igen hasonló lehet egyébként különböző hitelképességű és kockázatú cégek számára, ha van jól fejlett értékpapír-visszavásárlási piac („repo”) az adott gazdaságban: az értékpapír-fedezet lehetővé teszi, hogy az értékpapírral fedezett hitellel azonos feltételek mellett jussanak forráshoz olyan cégek is, amelyek hitelminősítése nagyon eltérő.⁵³ Jól működő repopiac nélkül ezek a különbségek a tőkeköltségben nem tűnnének el. Az értékpapír-forgalmazók esetében azért nagy jelentőségű a repopiac, mert az EU-szabályok – hasonlóan a fejlett pénzügyi rendszerű Európán kívüli országokhoz – a szabályozói tőke viszonylag magas hányadát engedi alárendelt tőke formájában teljesíteni.

5.2 TŐKEKÖVETELMÉNY ÉS AZ EGYENLŐ VERSENYFELTÉTELEK BANKOK ÉS ÉRTÉKPAPÍR-FORGALMAZÓK KÖZÖTT

A tőkekövetelmények mellett, hogy az egyes tagországokban bejegyzett értékpapír-befektetési szolgáltatók minimális tőkekövetelményét harmonizálni kívánják, *egyenlő versenyfeltételeket* kívánnak teremteni az értékpapír üzletágon belül az *értékpapír-befektetési szolgáltatók és a bankok között*. Az egyes tagországokban ugyanis eltérő volt a szabályozás arra vonatkozóan, hogy a kereskedelmi bankok közvetlenül végezhetnek-e értékpapír-műveleteket saját számlára vagy megbízás alapján, illetve tőzsdén vagy tőzsdén kívül. Németországban a bankok fontos szereplői a részvénytőkepiacoknak, vagy mint tulajdonosok, vagy pedig a lakosság, illetve más kiskészvényesek megbízottjaként. Más országok – mint az Egyesült Királyság, Belgium, Olaszország stb. – hatóságai nem engedélyezték a bankok működését az értékpapír-üzletágban. A tőke megfelelési mutató elfogadása ezért politikai kompromisszumot igényelt ahhoz, hogy egyformán elfogadható legyen az eltérő hagyományú országok számára. Az EU egy nagyon eredeti megoldást talált a probléma megoldására, ami azonban nem tökéletes megoldás a teljes versenyegyenlőség problémájára, ennek ellenére magán viseli a kompromisszum jegyeit. Annak megítéléséhez, hogy az irányelv milyen mértékben teljesíti a célját, a banki és az értékpapír-üzletág sajátos kockázataiból kiindulva röviden át kell tekintenünk a szabályozásuk eltérő logikáját. Ezt követően megvizsgáljuk, hogy e logika hogyan érvényesíthető az EU egyes tagállamainak pénzügyi szektorában.

⁵³ Zimmer és Maculay (New York Fed) az 1984–1990 közötti időszakban a bankokra vonatkozóan a következő részvénytőkeköltségeket találta: USA 11,9; Japán 3,1; Németország 6,9; Egyesült Királyság 9,8; Kanada 10,3 és Svájc 5,3%. [idézi Dale és Wolf in: Steil (1996), 226. o.]

⁵⁴ A szabályozói tőke nem számviteli fogalom, hanem azoknak a tőke- és forráselemeknek az összefoglaló neve, amelyek a szabályozói tőkekövetelmény kiszámításakor „tőké”-nek minősülnek. A kibocsátott részvény értelmezése nem okoz zavart, de az alárendelt kölcsön „idegen forrás”, amit nem szokás „tőké”-nek tekinteni.

⁵⁵ Dale and Wolfe in Steil (1996), 228. o.

5.3 AZ ÉRTÉKPAPÍR-ÜZLETÁG KOCKÁZATÁNAK SAJÁTÓSSÁGAI ÉS EZEK TÜKRÖZŐDÉSE A CAD TŐKEELŐÍRÁSAIBAN⁵⁶

Az értékpapír-tevékenység kockázatának sajátosságai a banki kockázatokkal összehasonlítva mutathatók be a legérzékenyebben. Az értékpapírcég működése során – szemben a tipikus bankhitellel – nem illikvid, hanem *likvid eszközökre tesz szert*, amelyek egy meglévő likvidpiacon rövid időn belül is pénzzé tehetők nagyobb értékvesztés nélkül.⁵⁷ Az értékpapír-tevékenységben a fő kockázat a piaci kockázat – birtokolt eszközök piaci árfolyamának változása; ezzel szemben a bankoké a „hitel-” vagy partnerkockázat, vagyis az adós fizetéseképtelensége. Az értékpapírcég forrásoldala is sajátos, hiszen az ügyfelek – vagy adott esetben, ha saját számlára kereskedik a forgalmazó, akkor saját maga – befektetési céllal helyezték el a pénzüket az értékpapírcégnél, azaz kockázatot vállaltak vele (véltetően nem kockáztatott pénzük is van biztonságosabb eszközben, pl. éppen bankbetétben.). A bankok forrásai ezzel szemben nagyrészt likvidek, a betétesek – az eredeti lekötés időtartamától függő kamatvesztés mellett – meglehetősen könnyen kivonhatják azokat. Ha valamilyen oknál fogva a bankból sok betétet akarnának a betétesek kivonni, akkor a bank nagyon könnyen képtelenné válna a kötelezettségei teljesítésére, mert az eszközeit – mint láttuk –, nem tudja azonnal és nagy veszteség nélkül készpénzzé tenni. A bankok ezért érzékenyek a hirtelen forráskivonásra. Történelmi okokból ugyanakkor a bankok működtetik a fizetési rendszert is, ami egy bank nehézségei esetén átviheti a *pánikot a többi bankra vagy az egész bankrendszerre*.

A bankrendszer válsága a fizetési rendszer válságát vonhatja maga után, aminek súlyos gazdasági hatásai lehetnek. A válság veszélyét egy „biztonsági háló” működtetésével előzik meg. Az értékpapírcégeknél azonban nem ez a helyzet: ha kivonják az ügyfelek a befektetéseiket, az eszközoldal könnyen csökkenthető a megfelelő eszközök eladásával. Továbbá hagyományosan nem működtetnek olyan fizetési rendszert, ami a likviditási problémák tovaryűzésével fenyegetne. Ezért elfogadott az a vélemény, hogy *önmagában* az értékpapír-üzletág *nem igényel olyan hivatalos biztonsági hálót, mint a bankrendszer*.

A fenti sajátosságokból következik, hogy az értékpapír-tevékenység – szemben a bankival – egyrészt kevesebb tőkét igényel a potenciális veszteség elviseléséhez, másrészt más típusú tőkeelemek a megfelelőek a tevékenység támogatásához. Továbbá az egész mérleget naponta piaci értéken kell nyilvántartani („mark-to-market”), szemben a bankokkal, ahol beszerzési, múltbeli értéken kell nyilvántartani a mérleget, annak mindkét oldalát. Az értékpapír-forgalmazó ugyanis – szemben a bankkal – nem annyival tartozik az ügyfélnek, amennyit az eredetileg befektetési céllal átadott, hanem annyival, amennyit a befektetések éppen érnek: a mérleg két oldala együtt emelkedik vagy süllyed a piaci árfolyamok változásával. A bank esetében a nem likvid tőkeelemek is logikusan beszámíthatók a szabályozói tőkébe – hiszen a biztonsági háló átmeneti likviditást nyújthat még a legvégső esetben is

⁵⁶ Dale (1994) Dale and Wolfe (in Steil 1996, 225–258. o.) és Hall, M. J. B. (1995) alapján.

⁵⁷ Itt figyelmen kívül hagyjuk azt a viszonylag új fejleményt, amikor a bankok kivesszik a mérlegeikből bizonyos követeléseiket, amelyeknek folyamatos figyelemmel kísérése a fennállásuk alatt nem igényel speciális banki szakértelmet (pl. lakás-jelzáloghitelek stb.) Ezt a folyamatot – nagyon helyesen – „értékpapírosítás”-nak nevezik, mert jól mutatja, hogy ez a nem hagyományos banki üzletágak felé való nyitás egy példája.

–, az értékpapír-forgalmazónál azonban nincs ilyen hivatalos háló: ezért az EU-ban megengedett alternatív – azaz a bank direktívákkal szemben választható – tőkedefinícióba csak a „likvid” tőkeelemek számíthatók be a szabályozói tőkébe. Az alárendelt kölcsöntőke aránya azonban jóval magasabb lehet az értékpapír-tevékenység esetében, mint a bankoknál, és az eredeti lejárata is jóval rövidebb lehet.

A kockázatok fenti különbségei után végül felvetődik a kérdés, hogy ha mindez igaz, akkor miért kell egyáltalán hatóságilag minimális tőkekövetelményeket megszabni az értékpapír-üzletágban? Ez csak akkor indokolható, ha a magánszereplők maguktól nem tartanának megfelelő arányt a kockázattal súlyozott tevékenységük és a tőke között. Ha például a befektetőkre hivatkozna valaki, akkor ez a probléma megoldható – és a legtöbb országban megoldott – az ügyfelek pénzének elkülönült kezelése előírásával. Az sem feltétlenül indokolja a szabályozást, hogy a forgalmazók más szereplők partnereiként kockázatosak lehetnek, ha elégtelen a szabályozásuk. Ha az értékpapír-átutalási rendszer csak a leszállítás véglegesítése után végzi a pénzáttalást (Delivery Versus Payment – DVP átutalási rendszerek), akkor az érv nagyrészt elesik. E nehéz kérdésre a leginkább elfogadott válasz az, hogy *nem maga az értékpapír-tevékenység indokolja a szabályozást, hanem az a potenciális rendszerkockázat, ami az értékpapír és bankszektor növekvő integrálódásából fakad* vagy úgy, hogy a bankok saját maguk, vagy úgy hogy saját elkülönült forgalmazójukon keresztül kockázatnak vannak kitéve az értékpapír-piacokkal szemben. Vagyis ismét csak a *bankszektor érzékenysége* jelenti az érvet a szabályozásra.⁵⁸

5.4 A KERESKEDESI KÖNYV (TB, AZAZ „TRADING BOOK”) A CAD-BAN

A CAD elfogadását megelőző tárgyalások kezdetén úgy gondolták, hogy az csak a nem banki befektetési *intézményekre* fog vonatkozni. A viták során világossá vált, hogy olyan megoldást kellett találniuk a feleknek, amely egyaránt elfogadható az „univerzális bank”-okat megengedő német félnek és a kereskedelmi banki, illetve az értékpapír-üzletágat elkülönítő, specializált pénzügyi rendszerű országok számára, mint az Egyesült Királyság és több más – főként dél-európai – tagállamnak is. A megoldást a „kereskedési könyv” („trading book”, azaz TB) jelentette, amely a kétféle kockázat sajátosságainak megfelelő szabályozást úgy vezet be, hogy azt az univerzális és a specializált rendszerű országok egyaránt tudják alkalmazni. Szabályozási célból az univerzális bankoknak is két könyvet kell vezetniük (plusz a bank tartós – nem kereskedelmi célú – befektetési könyvét, ha vannak ilyen eszközei) és kétféle tőkeszámítást kell végezniük, hasonlóan ahhoz, mintha szervezetileg is önálló bank, illetve forgalmazó cég volnának. Ezzel egy innovatív megoldást, *intézményi helyett tevékenység szerinti szabályozást* alkalmazták az EU-ban. Ez a megközelítés sok gyakorlati nehézséggel jár, mert jogi, számviteli, tulajdoni stb. szempontból az intézménynek az irányelv szerint nem kell kettéválnia. Ez persze nem véletlen, hiszen az univerzális bankrendszerű országok számára is elfogadható irányelvet kívántak kidolgozni.

⁵⁸ Az értékpapír-tevékenységben és a banktevékenységben rejlő kockázatok összehasonlítását, elméleti szintű tárgyalását lásd in: Bordo, M. (1992) „Introduction”, in Bordo (ed): *Financial Crises*, vol. I. Ebben a kötetben Anna Swartz a monetarista álláspontot képviselve az aggregált, „valódi” („real”) pénzügyi válságokat csak a bankrendszerrel összefüggésben tartja magyarázhatónak nagyjából az általunk is ismertetett okokból. Az értékpapírpiacokon szerinte csak „álválságok” („pseudo crises”) alakulhatnak ki, amelyek valóságosak lehetnek egyének vagy kisebb csoportok számára de aggregált szinten nem. Az ellentétes álláspontot a kötetben Minsky képviseli.

A befektetési cégek számára a CAD kezdeti tőkekövetelményeket is megszab. Eszerint 125 ezer ECU kezdeti tőkével kell rendelkeznie, ha kezeli az ügyfél pénz- és értékpapíreszközzeit, de saját számlára nem köt üzleteket, és legalább egyet folytat az alábbi tevékenységek közül: elfogadja és továbbítja az ügyfelek pénzügyi eszközökre vonatkozó megrendelését vagy ilyen megrendeléseket végrehajt, illetve egyéni értékpapír-portfóliók kezelését végzi. Nem növeli ezt a kezdeti tőkekövetelményt a saját számlás kereskedés, ha az ilyen pozíciók csak az ügyfél utasításának sikertelen végrehajtásából adódnak, vagy a piaci értékük teljes összege a kezdeti tőke 15%-át nem haladja meg, vagy megfelel a TB-re vagy a bankok OFD-jére vonatkozó előírásoknak⁵⁹, vagy csak véletlen, átmeneti és a tranzakciók végrehajtásához szükséges időtartam alatt állnak fenn. Ha ügyfél pénzét vagy eszközét a cég nem kezeli, saját számlára sem kereskedik és nem vállal jegyzési garanciát értékpapírforgalombahozatal esetén, akkor 50 ezer ECU-val ez az összeg csökkenthető. Minden más esetben a cégnek 730 ezer ECU kezdeti tőkével kell rendelkeznie.

A bankok és értékpapír-befektetési társaságok tőkekövetelményeit részletező CAD Annex V először rögzíti, hogy az értékpapír-forgalmazói tevékenység folytatásához meg kell felelniük a bankokra vonatkozó sajáttőke-előírásoknak (OFD).^{60, 61} A nemzeti hatóságoknak azonban lehetőségük van arra, hogy a bankok számára kizárólag a TB-be tartozó tevékenységekkel kapcsolatban, illetve az értékpapír-forgalmazók számára megengedjék, hogy a tőke alternatív definícióját alkalmazzák. Az alternatív definíció a banki tőkétől abban tér el, hogy

1. egy rövid lejáratú alárendelt kölcsöntőke elem is beszámítható a szabályozói tőkébe, amelynek eredeti lejáratát legalább két év⁶² és további biztosítékként tartalmaznia kell egy ún. „lock in” záradékot. Ez biztosítja, hogy sem kamatok, sem törlesztés nem fizethető erre a hitelre, ha a szabályozói tőke⁶³ az előírt szint alá süllyed.⁶⁴

2. Az alárendelt kölcsöntőke nagysága az OFD-ben megengedettnél nagyobb: a teljes szabályozói tőke 60%-át érheti el, sőt értékpapírcég esetében – de bankok esetében nem – a hatóságok akár 70%-ra is emelhetik a felső határt, ha azt biztonságosnak találják⁶⁵ nem likvid⁶⁶ tőkeelemeket levonnak a szabályozói tőke kiszámításakor.

⁵⁹ CAD Article 4 és 5.

⁶⁰ „Own Funds Directive”, lásd. EC (1989a)

⁶¹ A bankokra vonatkozó EU és magyar szabályozás összehasonlítását lásd Horváth, Á. és Zsámboki, B. (1997), illetve az ott megadott irodalmakat.

⁶² Az OFD-ben megengedett alárendelt kölcsöntőke eredeti lejáratát minimum öt év.

⁶³ Mint fentebb már említettük, a „szabályozói tőke” fogalma nem hivatalos. Ezen az EU bankokra vonatkozó sajáttőke-előírásokat (Own Funds Directive – OFD, 89/299/EEC), illetve az értékpapír-befektetési szolgáltatások esetében a tőke-megfelelést (CAD Annex V, Own Funds) értjük. A magyar szóhasználatban a tőke-megfelelés a bankokra vonatkozó előírásokkal kapcsolódik össze, mert ez a BIS-terminológia, és mi még nem-EU tagként alkalmaztuk a lényegében hasonló bázei előírásokat. A szabályozói tőke nem számviteli fogalom, tartalmaz olyan elemeket is, amelyek nem tőkék, mégis bevonhatók és rendelkezésre állnak az esetleges veszteségek fedezésére, pl. az alárendelt kölcsönök egy része.

⁶⁴ Abban az esetben, ha a minimális előírások 120%-a alá süllyed a tőke, az alárendelt tőkével kapcsolatos minden visszafizetésről értesíteni kell a felügyelő hatóságokat.

⁶⁵ Emlékeztetőül, az OFD a teljes szabályozói tőke 25%-ában állapítja meg a felső határt, emellett azonban van egy belső arányra vonatkozó korlát is: az alárendelt kölcsön nem haladhatja meg az első rendű tőkeelemek – Tier I, lényegében „részvénytőke” – 50%-át., és bizonyos

⁶⁶ A CAD Annex V(8) szerint ilyen illikvid elemek pl. az állótőke, részesedések, más pénzügyi intézmények tőkerészesedése – kivéve, ha nem teljesítő hitel ellenében került az intézményhez – nem rövid időn belül paicképes befektetések, fizikai készletek, betétek és hitelek 90 napon túli lejáratával.

A *trading book* e megoldásával szemben közzegdászok több kifogást is emeltek.

1. Az egyik szerint az alárendelt kölcsöntőke „lock in” záradéka nem sokat segít olyan esetben, amikor a bank értékpapír-üzletágában felmerült veszteség elviseléséhez esetleg a bank saját tőkéjét kell segítségül hívni. Ugyanis ha a veszteségek miatt az alárendelt tőkét befagyasztnák, az a bank egészével szembeni bizalmat megrendíthetné, és tömeges betétkivonás fenyegetésének tenné ki. Ennek elkerülésére a bank valószínűleg inkább azt választaná, hogy a saját forrásaival támogassa az értékpapír üzletágat. Ha ez igaz, akkor az értékpapír üzletág vesztesége nagyarányú alárendelt „külső” kölcsöntőke esetén a *bank fizetőképességét* fenyegeti. Ha pedig a bank „belső” hitelt nyújt értékpapír leányvállalatának, akkor ennek a hitelnek a kockázatát a saját tőkéjével kell fedeznie. Tehát kérdéses a bank értékpapírüzletágának elkülönítése a bank egészétől, ha a kockázatok maguk nem különíthetők el.⁶⁷

2. Egy másik bírálát szerint a CAD ugyan elválasztja az *eszközöket* a két üzletág között, de a *nem tőkeforrások* terén nem követeli meg ezt a megosztást. Ezzel lehetővé teszi, hogy egy univerzális bank szabadon értékpapírokba fektesse az általa gyűjtött bankbetétek egy részét. Ez azért vált ki bírálatot, mert a bankbetéteket a „hivatalos biztonsági háló” védi. Pénzügyi szempontból a bankbetétek kamatai nem tartalmaznak „kockázati prémium”-ot, akkor sem ha a bank kockázatos tevékenységet folytat. Ílymódon a kockázatos tevékenység támogatást élvez az ezzel járó lehetséges veszélyeket felidézve („moral hazard”).⁶⁸ Az Egyesült Államokban az 1933–34-es Glass Steagall törvény – amely még leányvállalatokon keresztül sem engedélyezi a bankok számára az értékpapír forgalmazást – eltörlését javasoló tervezetek elfogadásuk esetén ezt a problémát azzal küszöbölnék ki, hogy a) az értékpapír-forgalmazást csak külön vállalkozásként megalapított cégen keresztül engedélyeznék, b) megtiltanák, hogy a bank a betéteket a forgalmazó rendelkezésére bocsássa. Ez teljes intézményi és tőke szerinti elkülönítést eredményezne az USA-ban⁶⁹, azaz nem pusztán az EU-ban alkalmazott tevékenység szerinti elválasztást.⁷⁰

3. Végül erőteljes ösztönzést ad szabályozási arbitrázsra azzal, hogy a TB-be foglalt eszközök tőkekövetelménye alacsonyabb a bankinál. A TB-be foglalható eszközök meghatározása szubjektív elemet tartalmaz, amikor kimondja, hogy az értékpapírral kapcsolatos „szándék” – „vizonteladás vagy rövid távú árfolyamnyereség” – az, ami kritériumul szolgál az

⁶⁷ Dale and Wolfe, in: Steil (1996), 235. o. Ugyanők utalnak az IOSCO megállapítására, miszerint ha a bank értékpapír leányvállalatát nem konszolidálják a bankkal, hanem az alárendelt kölcsönt levonják a bank tőkéjéből, akkor a csoporton belüli tőkejuttatásnak a csoport egészen belül szabályozói tőkét csökkentő hatása van.

⁶⁸ Gyakorlati példa erre a Barings esete, amely a betétesek pénzéből finanszírozta a távol-keleti derivatív üzleteit. Igaz, a patinás bank ügyfélköre nem igazán kisbefektetőkből állt, de a betétek a minden betétesre vonatkozó felső határig biztosítva voltak. A Barings esetében a bukás végül nem okozott veszteséget a betétesek és a betétbiztosító számára, mert az ING gyorsan átvette a bankot a veszteségeivel együtt.

⁶⁹ Az USA-ban az ismertetett javaslat eredményeként létrejövő bankot „univerzális”-nak nevezik, annak ellenére, hogy ugyanúgy külön megalapított cégek végeznék az értékpapír-forgalmazást, mint az Egyesült Királyságban évtizedeken át tették. Az angol megoldást nem nevezték univerzálisnak, sőt szembeállították a német univerzális bankrendszerrel, mint specializált megoldást. Ez sok terminológiai zavar forrása mind a mai napig.

⁷⁰ Láttuk, hogy az EU azért nem alkalmazta ezt a világosabb szabályozást, mert a németek számára a kötelező intézményi szétválasztás nem lett volna elfogadható.

ISD-ben említett⁷¹ értékpapírok TB-be sorolására. Különösen a visszavásárlási megállapodások adnak lehetőséget arra, hogy bankhitelt értékpapír pozícióként feltüntetve más tőkekövetelmény alá sorolják. Noha az irányelv leszögezi, hogy az egyszer besorolt eszközök nem sorolhatók át önkényesen⁷² a TB-be vagy onnan nem emelhetők ki tetszés szerint, e rendelkezés érvényesítése nem könnyű a gyakorlatban.

A kezdeti tőkén kívül még öt tőkemegfelelési kategóriát ír elő a CAD. Az *Annex I* a részvényekre és a hiteleszközökre, az *Annex II* a fizetési és partnerkockázatokra, *Annex III* a valutakockázatra, *Annex IV* „egyéb” és *Annex V* a nagy kockázatokra. Az „egyéb” kockázatok és a kezdeti tőkekövetelmények kivételével a tőkekövetelmények „additív”-ek. Az *Annex I*, *II* és *VI* csak a TB-re, a többi az egész intézményre vonatkozik. A követelmények kiszámítása az irányelvek elfogadásakor korszerű⁷³, ugyanakkor hatósági célból még elfogadhatónak tartott „építőköcska” elvet követi. Ennek lényege az, hogy a pozíció kockázatát kockázati osztályokra bontja (általános piaci, illetve a cégre vonatkozóan egyedi kockázatok)⁷⁴, amelyekre külön tőkekövetelményt állapít meg, majd ezeket összeadni rendeli. A hiteleszközök esetében az általános piaci kockázat a *piaci kamatok változása*, az egyedi kockázat pedig a kibocsátó teljesítményével, kockázatoságával kapcsolatos változások. Részvény esetén az általános piaci kockázat valamely *tőzsdeindex* alakulása, az egyedi pedig a hiteleszközökhöz hasonlóan a kibocsátóval kapcsolatos kockázatok.

Hiteleszközök

Az általános (a piac egészét érintő) kockázatok kiszámításához két módszert engedélyez az irányelv:

1. a lejáratú táblázat szerinti számításnál a *fix kamatozású hiteleszközöket* a hátralévő lejáratuk, a mozgó kamatozású (index) papírokat a legközelebbi kamatmegállapítás időpontja alapján lejáratú zónákba (0–1 év, 1–4 év és 4–20 év fölött), ezeken belül meghatározott idősávokba sorolják⁷⁵, amelyeken belül és amelyek között előírt módon kell a nettó pozíciókat kiszámítani. Az éven túli lejáratú papíroknál – tehát a második és a harmadik zónában – különbséget tesznek 3% feletti és ez alatti kamatozású papírok között: utóbbiak esetében a fenti zóna (és ennek megfelelően a sávhatárok) rövidebbek: a második és a harmadik zóna közötti elhatárolás 4 év helyett 3,6-nál kezdődik, és azok a sávok is némileg rövidebb időtartamokat ölelnek fel, amelyekre a 3%-nál magasabb kamathozamot ígérő papírokkal azonos kockázati súlyok vonatkoznak. A három zónán belül a 3%-nál magasabb ka-

⁷¹ Az ISD (1993b) *Annex Section B* felsorolja azokat az értékpapírokat, amelyek a TB-be tartozhatnak (minden forgatható értékpapír, kollektív befektetési alap befektetési jegye, pénzügyi eszközök, pénzügyi futuresök és az egyenértékű, készpénzben teljesítendő ügyletek, kamatforwardok, kamat-, deviza- és részvényswapok, illetve minden felsorolt eszközre vonatkozó opció, akkor is, ha pénzben kell teljesíteni azokat nem pedig szállítással.)

⁷² A TB-be való „besorolás vagy abból való kiemelés objektív kritériumokon, ahol lehetséges, ott a szóbanforgó intézmény számviteli szabványain kell alapuljon, és ezen eljárások konzisztens alkalmazásának felügyelete az illetékes hatóság hatáskörébe tartozik”. [ISD Article 2(6).]

⁷³ Pontos fogalmazva a korábban kidolgozott USA-belinél korszerűbb, de az angol gyakorlathoz képest korszerűtlenebb.

⁷⁴ Angolul „general” és „specific risks”. A tőkemegfelelési direktíva CAD szerkezetét lásd a függelék 1. és 2. ábráján.

⁷⁵ A lejáratú sávok és a duráción alapuló tőkekövetelmények megtalálhatók e dolgozat függelékének 1. és 2. táblázataiban.

matozású papírokat tizenhárom, a 3%-nál alacsonyabb kamatozásúakat pedig tizenöt sávba sorolják, és a tőkekövetelményeket egy táblázatban foglalják össze.

Minden sávhoz tartozik egy kockázatisúly-érték, amely a kamatváltozásokra vonatkozó érzékenységet tükrözi. A súlyértékeket az irányelv kidolgozói 95%-os megbízhatósági tartományra, 10 napos tartási periódust feltételezve számították ki a volatilitásokat (statistikailag „szórások”-at) egy ötéves időszak adatain mérve. A kilencvenöt százalékot azzal indokolják, hogy valószínűtlennek találtak olyan szituációt, amikor egy intézmény mind az öt piaci kockázati osztályban (részvény, kamat, deviza, fizetési és nagy hitel) veszteséget szenvedjen.⁷⁶ A lebegő kamatozású hiteleszközök nagyon kicsi vagy zero kockázati súlyt jelentenek ebben az eljárásban. Az általános piaci kockázatok felfedezésére szolgáló tőkekövetelményből nagyon nagy engedményt tesz lehetővé a CAD, ha a long és a short pozíciók egymást kioltják.

A CAD az ellenüzletekkel fedezett (nettó) pozíciókra is megállapít tőkekövetelményeket, noha ennek szükségességét és mértékét sokan vitatták. A követelmény a báziskockázat fedését célozza, hiszen még az egyes sávokon belül sem mindig pontosan azonos a két pozíció lejárata; rendszerint csak közel esnek egymáshoz. A tőkekövetelmény kiszámításához meg kell állapítani sávonként a long és a short pozíciók mennyiségét. Minden sávhoz tartozik egy kockázati súly, amellyel meg kell szorozni az előbbi értékeket, így megkapjuk a súlyozott long és short pozíciókat. A sávon belüli súlyozott long és short pozíciók közül a kisebb lesz a fedezett („matched”) pozíció, a fennmaradó pedig a fedezetlen („unmatched”) long vagy short pozíció az adott sávban. Ezután ki kell számítani az összes súlyozott fedezett pozíció értékét.

Ezt követően az intézmény kiszámolja a zónánkénti (azaz több sávra együtt) fedezetlen long pozíciók értékét, majd a fedezetlen short pozíciók értékét is. Most a zónán belül végzik el a long és short pozíciók összehasonlítását, és megállapítják a zóna fedezett és fedezetlen pozícióját. Ezt követően az első és a második zóna között is elvégzik a fedezett és a fedezetlen pozíciók kiszámítását, majd ugyanígy a második zóna fedezetlen pozíciója és a harmadik zóna fedezetlen pozíciója között is (ez a sorrend felcserélhető). Ha mindezek után marad fenn az első zónában, illetve a harmadikban fedezetlen pozíció, akkor ezek között is el lehet végezni a fedezett és fedezetlen pozíciók kiszámítását.

Ezen értékek kiszámításával már meghatározhatók a tőkekövetelmények. Minden sávban a súlyozott fedezett pozíciók 10%-a a tőkekövetelmény. Az első zónán belüli súlyozott fedezett pozíció 40%-a, a másodikban és a harmadikban pedig 30–30%. Az első és a második, illetve a második és a harmadik zóna közötti súlyozott fedezett pozíció 40%-a, az első és a harmadik zóna között 150%. Végül a még mindig fennmaradt – fedezetlen pozíció 100%-a. Egy jól kiegyensúlyozott portfólióban 10%-os teher a legnagyobb, amely a bázis kockázatot hivatott fedezni. (Ha azonban valamely cég az alább ismertetendő *duration módszer*t alkalmazza, akkor ugyanez 2%-ra csökkenhet. E követelmény zero % is lehet a kamatláb-érzékenység modellezést alkalmazó cég származékos adósságpapír eszközei

⁷⁶ Dale and Wolfe in: Steil (1996), 237. o.

esetében. A direktíva tehát erőteljesen preferálja az első módszerrel szembeni alternatívát. A modellek alkalmazásával kapcsolatos EU-álláspontot lásd alább.)

2. Az alternatív „hátralévő átlagos lejáratú idő” (*duráció*, „*duration*”) eljárás alkalmazásakor a CAD Annex I(26)-ben meghatározott képlettel kiszámítják a kamatérzékenységet⁷⁷, majd három lejáratú zónába sorolják a papírokat⁷⁸. Mindkét eljárás esetében a direktíva a lejáratú zónák és sávok között, illetve azokon belül meghatározza a nettó pozíciók kiszámításának szabályait és ezek kockázati súlyait, amivel a portfólió egészének tényleges piaci kockázatait kívánják megközelíteni.

Az *egyedi kockázatok (specific risk) kiszámításához* három csoportba osztják a papírokat a kibocsátó szerint. A központi kormányzat papírjai nulla, a minősített papírok a hátralévő lejáratuktól függően 0,25%, 1%-os, illetve 1,6%-os súlyt kapnak (rendre 6 hónapig terjedő, 6-24 hónap közötti és 24 hónapot meghaladó hátralévő lejáratok esetén). Minden más hiteleszköz 8%-os súllyal szerepel a lejáratától függetlenül. Látható, hogy a minősített és az egyéb papírok között igazán nagy a tőkekövetelmény eltérése, ezért nagy jelentősége van a besorolás kritériumának. A minősített eszközök („*qualifying instruments*”) meghatározása a következő:⁷⁹

1. legyenek egy tagállam szabályozott piacán jegyezve vagy egy tagállam által elismert harmadik ország tőzsdéjére bevezetve.

2. a szóban forgó intézmény tekintse eléggé likvidnek, és

3. a fizetőképességi kockázata az SRD Article 6(1)(b) szerinti eszközökéhez legyen hasonló vagy azoknál kevesebb (azaz 20%, ami az összes OECD-bankra vonatkozó kockázati súly).

⁷⁷ A *duration* módszer a három árfolyam-meghatározó tényező – lejárat, lejáratig hátralévő hozam és a pénzáramlások időbeni eloszlása hatását egyetlen mutatóban foglalja össze, amit kamatérzékenységi, vagy az ár kamatrugalmasságát kifejező értéként is felfoghatunk. A mutató kiszámításakor figyelembe vesszük, hogy a végső lejárat előtt mikor és mennyi pénzáramlást biztosít a papír. Mivel a lejárat előtt teljesített fizetések újra kamatozó befektetésre adnak lehetőséget, a kamatozó papírok jelenérték-számítás révén kapott „kalkulált” vagy „tényleges lejáratú” rövidebb a névleges (a kötvényen feltüntetett) lejáratnál: azaz, a pénzbefektetés a névleges lejáratnál „hamarabb” megtérül. Ha a papír által ígért pénzáramlások jelenértékét összeadják és egységnyiinek tekintik, akkor az egyes pénzáramlások jelenértéke súlyként kezelhető. Ha a kötvény fix kamatánál magasabbra emelkedik a piaci kamat, akkor ennek két ellentétes irányú hatása eredőjeként változik a befektetés értéke. Egyrészt a piaci kamat növekedése leértékeli a kötvény árfolyamát (az ígért kamatból és a tőke visszafizetéséből származó pénzáramlás jelenértékét), másrészt azonban növekszik az a kamatjövődelem, amely a lejárat előtt teljesített kamatfizetések újrabefektetéséből nyerhető. (A piaci kamatcsökkenés hatása éppen fordított.) A két hatás eredőjeként alakul ki a befektetés tényleges hozama. A kötvény élettartama alatt van egy időpont, amikor a két ellentétes hatás éppen kioltja egymást: ezt az egyensúlyt nevezik átlagos megtérülési időnek, „*duration*”-nek. Egy nem kamatozó (diszkont) papír *duration*-je és névleges lejáratú értelemszerűen megegyezik. A *duration* időegységben (pl. évben) fejezi ki a befektetett pénz megtérülési idejét, és ez természetesen a piaci kamatok változásával változik. (A kiszámításhoz szükséges képletet és a besorolás négy zónáját szintén a 93/6/EEC egyes számú függelék tartalmazza, amely jelen dolgozat függelékében is megtalálható). A mutató módosított változata százalékosan fejezi ki a kötvény árfolyamának kamatérzékenységet (rugalmasságát).

⁷⁸ A képletet és a táblázatot lásd a Függelékben.

⁷⁹ CAD Article 2(12).

A besorolását a nemzeti hatóságok ellenőrzik, amelyek minősítettnek fogadják el a papírt, ha az első nem, de a második és a harmadik feltétel teljesül. Az elfogadás feltétele az is, hogy két elismert hitelminősítő cég a megfelelő besorolást adja a kibocsátónak, vagy csak egy hitelminősítő, de nem adott annál rosszabbat egy másik elismert minősítő cég. Ettől a követelménytől is eltekinthetnek a hatóságok, ha alkalmazásuk nem megfelelő „a piac, a kibocsátó vagy a kibocsátás jellege vagy ezek valamely kombinációja fényében”.⁸⁰ E bonyolult kivételek célja az, hogy lehetőséget adjanak arra, hogy azokra a nagy „blue chip” adósokra is alkalmazhassák a kedvezményes tőkeelőírásokat, amelyeknek nincs hitelminősítésük.

Ezek a kritériumok mind *vitathatók*. A tőzsdei jegyzéstől eltekinthetnek a hatóságok, tehát ez nem igazán korlátozó feltétel. Az elégséges likviditásnak nem adtak objektív meghatározást, míg az OECD-bankok besorolása nagy mozgásteret enged, mert ezek a valóságban AAA-tól a nem befektetési kategóriáig terjednek.⁸¹ Ezért fennáll az irányelv alkalmazásakor az egyenlőtlen kezelés veszélye. Továbbá vitákra adhat alkalmat az, hogy ugyan független hitelminősítők megítélését kell alapul venniük a nemzeti hatóságoknak, de magukat a *minősítőket* a *hatóságok minősítik* azzal, hogy *elismertnek* tekintik azokat.

Összefoglalva: a hiteleszközökre vonatkozó direktívák nagy teret adnak a tagállamok között a szubjektív megítélésből fakadó eltérésekre. Emellett azzal, hogy a nem befektetési minősítésű („junk bond”) papírokat kivéve – amelyek esetében közömbös az, hogy melyik könyvbe sorolják az egyformán 8%-os tőkekövetelmény miatt – nagy különbség adódhat a tőkekövetelmények terén a besorolástól függően. A direktíva *ösztönzi az értékpapíron alapuló hitelezést és diszpreferálja a bankhiteleket*, ami nem mindig indokolható közgazdasági érvekkel. Ez torzíthatja a bank- és értékpapírpiacok közötti erőforrás-allokációt, illetve az egyes szereplők közötti versenyt.

Részvények

A részvényekkel a helyzet viszonylag egyszerű. Minden országportfólióban

- a) az egyes nettó (a long és a short pozíciók különbsége) *részvényt* *pozíciók* 8% tőkekövetelményt vonnak maguk után. Ez az *általános piaci* kockázatot hivatott kompenzálni, miközben
- b) az *egyedi kockázat* fedezésére minden eszköz esetében a bruttó pozíció (azaz az összes long plusz összes short pozíció) minimum 4%-át kitevő további tőkét kell képezni.⁸² Ez a 4 % 2 %-ra csökkenthető, ha

⁸⁰ CAD Article 2(12).

⁸¹ Dale (1994), 339. o.

⁸² Annex I(32)

1) a részvényportfólióba tartozó papírok a minősített papírokra vonatkozó szabályok szerint nem követelnek 8% tőkét,

2) az illetékes hatóságok a papírokat „nagyon likvid”-nek minősítik⁸³ és a portfólión belül egy papír aránya nem haladja meg az 5%-ot (ez 10%-ra növekedhet, ha az ilyen részvény-pozíciók aránya együtt nem éri el a portfólió 50%-át).

Ez utóbbi kritériumok a „jól diverzifikált” portfólió meghatározását jelentik.⁸⁴ Szakértők az engedményt lehetővé tevő körülmények ilyen körülírását túlságosan lazának, szubjektívnek tartják. Egy másik kifogás szerint – amely vonatkozik a hiteleszközök kezelésére is – maga az építőkocka módszer tökéletlen: szükségtelenül nagy tőkekövetelményt támaszt, miközben a tényleges kockázatokkal szemben nem ad elég védelmet. Ugyanis a portfólióelmélet elemi felismerését, miszerint az egyes papírok egyedi kockázatai egy portfólióban részben ki is olthatják egymást (diverzifikáció) nem érvényesíti a szabályozásban. Egy empirikus kutatás visszaigazolta, hogy az Egyesült Királyságban alkalmazott portfóliómódszer jól korrelál a tőkekövetelményekkel, miközben az EU-építőkocka eljárás követelményei nem.⁸⁵ Ez a tőke nem hatékony allokációját eredményezi, miközben nagyobb kockázatokat jelent a rendszer egésze számára.

Értékpapír-jegyzési garanciavállalás

Mind a hiteleszközökkel, mind pedig a részvényekkel kapcsolatos jegyzési garanciavállalás a követelmények megfogalmazásakor abból indul ki, hogy az ilyen pozíciók átmenetiek. Ezért csökkentő tényező alkalmazását teszi lehetővé az irányelv nettó pozícióra (azaz a teljes garanciapozíció csökkentve a második helyen valamely vevő által már hivatalos megállapodás keretében lejegyzett pozícióval) a következők szerint: a nulladik munkanapon 100%-kal, a másodikon 90, a harmadikon 75, a negyediken 50, az ötödiken 25%-kal. Ezt követően nincs engedmény.⁸⁶ A nulladik munkanap meghatározása fontos: nem azt a napot jelöli, amelyen a jegyzési garanciát az intézmény aláírta, hanem *azt a napot, amelytől fogva a garancia feltétlenül fennáll a papírok ismert mennyiségére egy előre megállapított áron*. Tehát a szerződés aláírásától a kötelezettség érvényesüléséig tartó periódusban nincs tőkekövetelmény. Dale és Wolfe ezt az engedményt az európai forgalmazók és bankok jó érdekképviselőének tudja be, akik korábban nem voltak kötelesek a garanciavállalásból eredő pozícióik tőkével való fedezésére.

⁸³ Az angol hatóságok ezt úgy értelmezik, hogy az eszköz egy fontosabb tőzszeindexnek elemét alkossa.

⁸⁴ Az USA hatóságai és a BIS kevesli ezeket a követelményeket és 8%-ra javasolják növelni az egyedi kockázatokra vonatkozó tőkét. Csak likvid és diverzifikált portfólióra engedélyeznék a 4%-ot. Az angol hatóságok is fontolgatják, hogy az alapkövetelményt 4%-ra emeljék, és hogy az EU-n illetve a G-10 országokon kívüli részvényekre megduplázzák az előírásokat. Többen vitatják, hogy helyes-e az országgkockázatokat is építőkocka elven kezelni, és vizsgálják a tőzsdék integrációjának szintjét tükröző korrelációk elismerésének lehetőségét.

⁸⁵ Dale and Wolfe in Steil (1996): 241. Az idézett kutatás, Dimson és Marsh (London Business School) végezte, és nagy publicitást kapott. Megjegyzendő, hogy az USA SEC által alkalmazott bruttó módszer még nagyobb tőkekövetelményt támaszt, mert még az egymást kioltó long és short pozíciókra sem engedélyez kisebb tőkekövetelményt, még kisebb korrelációt mutatva a tényleges kockázatokkal. (Lásd az eredeti cikket: Dimson, E. and P. Marsh (1995).

⁸⁶ CAD Annex I(39).

Fizetési kockázat

E szabályozás nem vonatkozik a visszavásárlási megállapodásokra és az értékpapír-hitelezésre, csak az értékpapír-átutalásokra. Ha valamely intézmény partnere a megállapodott határidőre nem fizette ki az értékpapír árát, akkor ki kell számolnia az árváltozásból eredő lehetséges kockázatot. Ennek során a megállapodás szerinti ár és az aktuális piaci ár különbségét kell meghatározni, amelyet a tőkekövetelmény kiszámításához egy, a késedelemtől függő tényezővel kell megszorozni.⁸⁷

Partnerkockázatok

A *fedezetlen átutalások* („free delivery”) esetében tőkét kell képezni:

1. ha az intézmény pénzt utalt át egy papírért, de azt még nem kapta meg, vagy átutalt egy papírt, mielőtt az ellenértékét megkapta volna,
2. határon túlnyúló fizetés vagy papíráttutalás esetén, ha több mint egy nap eltelt a tranzakció óta. A tőkekövetelmény az értékpapír vagy az átutalt pénz 8%-a, szorozva a partnerre vonatkozó kockázati súllyal.

A *visszavásárlási megállapodások és az értékpapír-hitelezés* kockázatának kiszámításához a fedezetül szolgáló értékpapír piaci értékét és a hitel pozitív különbségét kell kiszámítani (figyelembe véve, hogy milyen irányú volt a visszavásárlási megállapodás és hogy értékpapírhittel nyújtott vagy kapott az intézmény). A tőkekövetelmény a különbözet 8%-a, szorozva a partner kockázati súlyával. Az illetékes hatóságok eltekinthetnek a tőkekövetelménytől, ha biztosítva van, hogy a fedezet a partner csődje esetén visszakérül a szóban forgó intézményhez.

Nagy piaci kockázat

A szabályozás nagyjából azonos a bankok nagy kockázataira vonatkozó az EU-előírásokkal. Ezek ismertetését és a magyar szabályozással való összehasonlítását lásd Horváth és Zsámboki idézett tanulmányában.⁸⁸ Az eltéréseket a CAD Annex VI. tartalmazza.

5.5 AZ EU DEVIZAKOCKÁZATOKRA VONATKOZÓ RÉSZLETES TŐKEKÖVETELMÉNYEI

Az EU-direktívák minden olyan nyitott devizapozícióra vonatkoznak, amelyek az intézményt érintik, függetlenül attól, hogy azok a kereskedési (trading book) vagy a bankkönyvbe (banking book) tartozó eszközhöz kapcsolódnak. Az egyedüli kivétel a *strukturális po-*

⁸⁷ Ha a késés 5–15 nap, akkor 8%, ha 16–30 nap, akkor 50%, ha 31–45 nap, 75% és 46 nap fölött 100%. Az illetékes hatóság engedélyével ugyanezen késedelmi periódusokra vonatkozóan az eredetileg kialakított ár rendre 0,5%; 4,0%; 9,0%-a, 46 napon túl pedig az árkülönbözet 100%-a, ugyanúgy mint az első esetben.

⁸⁸ Horváth és Zsámboki (1997), 10–11. o.

zíción (lásd alább). Minden különbség ellenére, ami a BIS és az EU javaslata között fennáll, mindkettő a kezdetektől fogva engedélyezi *modellek* használatát a devizakockázat mérésére.

Az EU kétféle módszer közül teszi lehetővé a választást a devizaárfolyamok változásából eredő kockázatok kezelésére:

a) Az egyszerűsített „shorthand” módszer 8%-os minimális tőkekövetelményt szab meg a „nyitott pozíciók”-ra, egy *de minimis*⁹⁹ kivétellel. A nyitott pozíció: short és a long deviza-pozíciók összege közül a nagyobb.⁹⁰

A tőkekövetelmény kiszámításához ki kell számolni a devizánkénti *nettó pozíciókat*, a következőképpen:

1. azonnali nettó pozíció (azaz minden eszköztétel mínusz minden forrástétel, beleértve az adott devizában felhalmozódott kamatokat);

2. nettó határidős pozíció (azaz az összes határidős követelés mínusz összes határidős tartozás, beleértve a tőzsdei és tőzsdén kívüli tranzakciókat, és az azonnali pozíciókba bele nem foglalt swap tőkeösszegét;

3. a valószínűleg vissza nem vonható és bizonyosan lehívható garanciavállalások;

4. a nettó jövőbeni jövedelmeket/kifizetéseket, amelyek még nem esedékesek, de már teljesen fedezettek (ha ezt a szóban forgó intézmény választotta);

5. nettó delta (vagy delta alapú) egyenérték az összes devizaopciók esetében;

6. bármely más tétel, amely profitot vagy veszteséget képvisel devizapozíció tekintetében (ezek az egyes országok számviteli és más szabályozási különbségei miatt különbözhetnek);

7. nem kell belefoglalni a nettó devizapozícióba a „strukturális pozíciót”, azaz az olyan devizapozíciót, amelyet tudatosan azért vállal a jelentő intézmény, hogy a tőkemegfelelési arányokra potenciálisan hátrányos devizaárfolyam-mozgást fedezze. Követelmény, hogy az

⁹⁹ A BIS javaslat szerint a nemzeti hatóságok kivételt adhatnak ez alól, a szabály alól három *de minimis* teljesülésekor, azaz ha:

a) a bank nem vállal devizakockázatot saját számlára,

b) ha a devizaüzletág mérete nem haladja meg a szavatoló tőkéje („eligible” tőke) 100 %-át,

c) a bank nettó devizapozíciója nem haladja meg a szavatoló tőke 2 %-át.

Az EU azonban csak a legutolsó, c) pontban említett *de minimis* engedményt alkalmazza. Ebben viszont alacsonyabb tőkét követel, mert a 8%-os követelményt csak a szavatoló tőke 2%-át meghaladó nettó pozícióra írja elő, míg a BIS a teljes nettó pozícióra, ha az a tőke 2%-át meghaladja. Megjegyezzük, hogy a vetítési alapul szolgáló „tőke” nem teljesen azonos az EU és a BIS definíció szerint (lásd ott).

⁹⁰ Ezt a BIS javaslatai szerint az előjel nélküli teljes nettó aranypozícióhoz hozzá kell adni. Az aranyat a BIS devizaként, nem pedig áruként („commodity”) kezeli az árfolyama alakulásának tulajdonságai miatt. Az EU nem foglalta bele az irányelveibe egyik nemesfém sem.

ilyen pozíció „strukturális legyen”, azaz *nem kereskedelmi célú*. A levonást a hatóságoknak engedélyezniük kell. Emellett a levonásnak „konzisztens”-nek kell lennie és az összeg nem lehet nagyobb annál, amennyi a tőkearány fedezéséhez szükséges. A fedezetnek a fedezendő eszköz vagy tétel élettartama alatt azonosnak kell maradnia.

A *határidős nettó pozíciókat* rendszerint az *azonnali devizaárfolyamokon* kell kiszámítani. A határidős árfolyamok bizonyos fokig ugyanis tükrözik a kamatkülönbségeket. Azok a bankok azonban, amelyek a rendes üzletvezetésükben *nettó jelenértéket* alkalmaznak, a hatóságok beleegyezésével ezt az eljárást a devizapozíciók kiszámításához is használhatják. A diszkontáláshoz az *azonnali kamatokat* kell használni, amelyeket a határidős pozíciók mérésénél az *azonnali árfolyamokon* kell értékelni.

A *kosárválutában* fennálló pozíciók értékelése vagy önálló valutaként kezelhető, vagy felbontható az alkotó valutákra (konzisztens módon).

Az EU továbbá – szemben a BIS-sel – megengedi, hogy olyan devizákban fennálló pozíciók, amelyek között az árfolyammozgást kormányközi, jogilag kötelező erejű egyezmények korlátozzák (pl. az EMU második szakasza, a „kígyó”), a tőkekövetelményt az alábbiak szerint számítsák:

1. az azonos lejáratú pozíciók (matched positions) a kormányközi egyezmény által megengedett *lebegési sáv felével megegyező* tőkét igényelnek, de az EMU második szakaszában a hatóságok 1,6%-ra csökkenthetik azt⁹¹

2. minden nem azonos lejáratú pozíció a többi devizához hasonló nagyságú tőkét vonz.

Az EU – hasonló szellemben – engedékenyebb a *szoros múltbeli korrelációt* mutató devizák kapcsán is. Eszerint a fenti tőkekövetelményeknél kevesebbet kell alkalmazni olyan nettó valutapozíciók esetén – a nemzeti hatóságok engedélyével – amelyeknél az egyenlő és ellentétes pozíciók 4%-os veszteségének valószínűsége (a jelentő devizában kifejezve) – az elkövetkező tíz munkanap (két hét) során, a megelőző három vagy öt év napi árfolyamadatai alapján számítva rendre 99% vagy 95%. Ekkor azonos lejáratú pozíciók esetén 4%-os a tőkekövetelmény, nem azonos lejáratúaknál a rövid vagy hosszú pozíciók közül a nagyobbik 8%-a, az azonos lejáratú pozíciók levonása után.

⁹¹ Ez az engedmény még az EMS 1992 őszén bekövetkezett szétesését megelőzően került a szövegbe. Azóta várható, hogy szigorítanak e téren, de mindeddig nincs tudomásunk ezen engedmény eltörléséről vagy egyéb változtatásáról. A Bank of England által 1996. január 1. hatállyal bevezetett CAD például változtatás nélkül említi ezt az engedményt.

b) A hatóságok engedélyezhetnek az EU CAD alapján egy *alternatív módszert* is⁹² az egyszerűsített módszer helyett, ha az azzal kapott tőkekövetelmény⁹³:

1. meghaladja azt a veszteséget, amely az előző öt év bármely összefüggő tíz munkanapján 95%-os valószínűséggel, vagy az előző három év egymást követő tíz munkanapból álló periódusában bekövetkezett volna, ha az intézmény rendre ennyivel korábban vállalta volna a devizapozíciót, vagy
2. ha a megelőző öt évben 95%-os és a megelőző három évben 99%-os valószínűséggel minden tíz munkanapos periódusra számított árfolyammozgásból eredő veszteséget, amely a rákövetkező tíz munkanapos periódusban felmerült volna, meghaladja, vagy
3. az előző két kalkuláció nagyságától függetlenül meg kell haladnia a tőkekövetelménynek a nettó devizapozíció 2%-át.

Modellek használata felügyeleti célra:

A CAD – mint említettük – bizonyos körülmények között megengedi *modellek használatát*, ám az elmarad a Bázisban már kidolgozás alatt álló *kockázat szerinti érték* (value-at-risk) modellezéstől. A modellek használatának korlátját jelenti, hogy az eredményeket végül az építőköcska módszer keretei közé kell illeszteni. Csak kétféle eljárás alkalmazható. Az egyik, a *kamatláb-érzékenység modellezése* lehetővé teszi derivatív adósságeszközök nettó pénzáramlásokra bontását az általános kockázat tőketerhének megállapításához. Így az ellentételezett pozíciók nem igényelnek tőkét. Ugyanakkor nem modellezhetők önmagukban az egyszerű *cash (azonnali) pozíciók*, amit a bírálók nem tartanak logikusnak.

A BIS által 1996 januárjában vitára bocsátott tervezet már lehetővé tenné – bizonyos szigorú feltételek mellett – a modellek használatát a piaci kockázatok kezelésére, és a Bizottság 1997 áprilisában már elkészítette a CAD-módosítás⁹⁴ változatát, amely a BIS ezen engedményének átültetését célozza, de a Tanács egyelőre⁹⁵ nem fogadta el.

⁹² A módszer neve *Value at Risk*, azaz VAR.

⁹³ A BIS nem írja elő valamely adott modell használatát, hanem csak azt írja körül, hogy milyen feltételeket kell teljesíteniük az alkalmazott modelleknek. Az is különbség, hogy a BIS nem csak a devizaalapú, hanem más (pl. kamatkockázatokra is) engedélyezi modellek alkalmazását.

⁹⁴ EC (1997).

⁹⁵ 1997 szeptemberében még nem fogadták el. Az angol szabályozásban a VAR (azaz „value at risk” modellek) használatát lásd a Függelék 3. táblázatban. Angol szempontból azért volt lényeges a modellek használatának rendezése, mert az angol bankok a direktíva átültetése előtt már kiterjedten alkalmazták azokat. Csak annyit jelent az átmenti szabályozás, hogy amíg az EU át nem ülteti a BIS által már 1998. január 1-től javasolt modellek használatát, addig se kelljen a már alkalmazó bankoknak a rendszereiket használaton kívülre helyezni. Az 1998. január 1-jei engedélyezéssel annyiban változik majd a helyzet, hogy nem a jelenlegi CAD alapján számított tőkekövetelménnyel kell összevetni a modell eredményét, hanem a BIS/EU minimális követelményekkel, illetve a szorzótényezővel kell megszoroznia. Ezért a bankok saját modelljei csak feltételek mellett lesznek használhatók 1998-tól is. A témáról egy másik, a derivatívák prudenciális szabályozásáról szóló anyagban térünk ki bővebben. A Függelék 4. táblázatban látható azoknak a szituációknak az angol szabályozása, amelyekben a CAD nem adott világos eligazítást. Ezek elsősorban a kereskedési és a bankkönyv közötti kapcsolatokra vonatkoznak.

Az *opciók árazása* a másik terület, ahol használhatók a modellek, de megint csak a *deltával* (azaz az opciónak az alapul szolgáló eszköz egységnyi árváltozása hatására várhatóan bekövetkező árfolyamváltozásával) súlyozott pozíciók kiszámításához, amit megint csak be kell foglalni az építőkocka módszerbe.

Csak a *devizapozíciók* esetében engedélyezett a modellek teljes körű alkalmazása. A 8%-os alapteher helyett az intézmény nettó devizapozíciójára alkalmazható egy „történelmi szimulációs” modell, amellyel egy intézmény devizaportfólióját két hétre visszamenőleg tesztelik, vagy három év és 99% konfidenciaintervallum, vagy öt év 95% feltételezésével. A minimális tőkekövetelmény azonban ez esetben sem lehet 2%-nál kisebb.

A devizapozíciót leszámítva tehát azok a cégek, amelyek már alkalmazták a kockázat szerinti érték modellezésének módszerét, a *direktívák bevezetése után* vagy *visszalépnek a már meghaladott szintre, vagy kettős értékelési rendszert működtetnek: egyet a hatóságoknak, egyet pedig maguknak*. Ezt a hátrányt némileg ellensúlyozza, hogy a modernebb technikákat még nem alkalmazó cégeket erőteljesen ösztönzi ezek használatára. A CAD modellek használatát megengedő irányelvének elfogadását követően ez a probléma megoldódik. Szem előtt kell azonban tartani, hogy modellek használata csak a legfelkészültebb cégek számára gyakorlati lehetőség. A kisebb, kevésbé felkészült cégek vagy nem lesznek képesek alkalmazni a szükséges rendszereket, vagy egyenesen az üzletük méretéhez képest esetükben nem fogja megérni a használatuk. Számukra az ismert egyszerűbb módszerek jelentik az alternatívát. Láttuk, hogy ezek alkalmazása viszonylag nagyobb tőkét igényel, ami a versenyhelyzetüket befolyásolhatja.

Összefoglalva a tőkekövetelményekről mondottakat elmondható, hogy kompromisszum eredményeként alakultak ki, ezért csak korlátozottan teremtik meg az egyenlő versenyfeltételeket az egyes szereplők között. Ugyanakkor a kiinduló adottságok korlátai mellett hozzájárulhatnak a minimális biztonság megteremtéséhez egy olyan piacon, amelyen sokban eltérő szabályok érvényesek az egyes szereplőkre. A tőkekövetelményeknek lépést kell tartaniuk a rohamosan változó kockázatkezelési módszerekkel, ezért megfogalmazódott az a lehetőség is, hogy ne hosszadalmas európai tanácsi eljárással elfogadott irányelvek és nemzeti törvényhozások által bevezetett törvények szabályozzák a tőkekövetelményeket, hanem rugalmasabb jogi procedura rendelkezze róluk.

Magyarországon még nem fogadtak el, és egyelőre nem dolgoztak ki a piaci kockázatokra szabályozói tőkekövetelményeket. Az MNB saját hatáskörében „nyitott pozíció” szabályozást vezetett be a kereskedelmi bankok devizapozíciói kockázatának maximálására, amit 1997. január 1-jétől az ÁPTF hatáskörébe adott. Ennek értelmében a banki szavatolótőke nyújtja a fedezetet a devizakockázatokra, de ez részben illuzórikus, mert nincs biztosíték arra, hogy ugyanaz a tőke egyszer már ne szolgáljon hagyományos bankhitel kockázatának fedezetéül. Az egyéb piaci kockázatokra egyelőre nincs megfelelő szabályozás. Az értékpapír-befektetési szolgáltatók számára a legutóbbi törvénymódosításkor a bankokéhoz hasonló 8%-os tőkekövetelményeket írtak elő 1997. január 1-jétől. A hazai banki szavatolótőke-számításra emlékeztet az, hogy az alárendelt kölcsöntőke-elem eredeti lejáratának el kell érnie az 5 évet és hogy a járulékos tőkeelemek nem haladhatják meg

az elsődleges elemek 100%-át. A korábbi szabályozáshoz képest, amelyben mind a mérték, mind a megfelelés időtartama, mind a tőkébe beszámítható elemek körének meghatározása elégtelen volt, a mostani növeli a rendszer biztonságát. Ez a tőkekövetelmény azonban túlzottan magas az európai uniós szabályozással összehasonlítva, így a CAD szerint működő cégekkel szembeni versenyben ez hátrányt jelent. Ugyanakkor nem szavatol hasonló biztonságot az egyes cégek és a rendszer egésze szempontjából. A törvénymódosítás ezenkívül előírta az ügyfelek eszközeinek elkülönített kezelését, ami korábban szintén hiányzott. A hatóságok már az idén érvényes módosításban jelezték, hogy a jövőben a CAD-nak megfelelő szabályozást fognak kidolgozni a tőkekövetelményekre, aminek bevezetéséhez nem kell törvényhozási eljárás: ehhez elegendő lesz egy pénzügyminiszteri rendelet is.

6. VÁLLALATIRÁNYÍTÁS ÉS ÉRTÉKPAPÍRPIAC

A vállalatirányítás és a piacok likviditásának problémája az utóbbi évtizedben sokat kutatt témává vált, de a legutóbbi évekig meglehetősen elszigetelten tárgyalták.⁹⁶ A vállalatirányítás⁹⁷ tág témaköréből azonban itt csak az értékpapírpiacon szempontjából legfontosabb kérdésekre összpontosíthatunk. *A legtöbb kutató feltételezi, hogy egy gazdaságban összefüggés van a vállalatirányítás, illetve a vállalatfinanszírozás strukturája és az értékpapírpiacon mérete, működése között.* A vállalatirányítás értékpapírpiacon aspektusai emellett szorosan összefüggenek a vállalatfinanszírozás⁹⁸ számos problémájával, ami önmagában fontos tényezője az értékpapírpiaconoknak. A vállalatirányítás mind a volt szocialista, mind pedig a fejlett és fejlődő országokban rendkívül aktuális témává vált.⁹⁹ A privatizáció, a részvényesek mind gyakoribb beleszólása a vezetési döntésekbe, a tőkepiacok likviditásának, az intézményi befektetők arányának növekedése és más fejlemények mind összefüggenek a vállalatirányítással kapcsolatos vitákkal: mind felvetik a hatékonyabb vállalatirányítás iránti igényt.

Nincs azonban egyetértés a közgazdászok között abban, hogy mi a legjobb intézményi megoldás a *hatékony vállalatirányítás* biztosítására. A fejlett, ezen belül az EU-tagállamokban történetileg eltérő megoldások alakultak ki, amelyek gyakran mélyen gyökereznek a társadalmi sajátosságaikban, ezért nehezen megváltoztathatók. Megváltozásuk esetén pedig sok más területen idézhetnek elő problémákat, alkalmazkodási kényszereket. Noha az összetett társadalmi finomsrendszerek nem egy átfogó elgondolás megvalósulásai, az évtizedek alatt a csiszolódás eredményeként egyre inkább belső logikát mutató rendszerekké váltak, amelyekben az elemek külön-külön nem változtathatók meg tetszés szerint.

Az EU-ban – hasonlóan az európai és Európán kívüli országokhoz – nincs olyan irányelv, amely az irányítás problémáját átfogóan szabályozná. Ám számos EU-irányelv alapvetően befolyásolja a vállalatirányítás működését, lehetőségeit. Ezek tárgyalása előtt az irányítás és

⁹⁶ Berglöf (1996), 154. o.

⁹⁷ Ebben az írásban a vállalatirányítás az angol nyelvi irodalomban elterjedt „corporate governance”, az irányítási piac a „market for corporate control” helyett áll. Egyelőre nincs elterjedt magyar fordítása e kifejezéseknek.

⁹⁸ A vállalatfinanszírozás itt a „corporate finance” helyett áll.

⁹⁹ Olyan nemzetközi fórumok is komolyan kezdtek foglalkozni a témával, mint az OECD (lásd OECD, 1995), a BIS (pl. Prowse, 1994, Dittus, 1994) amelyek korábban nem foglalkoztak a témával. Az EU-ban például az „európai vállalatirányítás”, a „munkástanácsokra”, a „munkavállalókkal való kötelező konzultációra” a „vállalati átvételekre” stb. vonatkozó tervezett direktívák kapcsán ezek a kérdések folyamatosan napirenden vannak. Az egyes nemzeti gazdaságpolitikai és akadémiai körök szintén intenzíven vizsgálják a vállalatirányítással kapcsolatos kérdéseket. A legutóbbi, 1996–1997-es brit választási kampányban a „stakeholder capitalism” jelszava révén, jelenleg pedig a német kampány előszeleként a „népi részvénykapitalizmus” szlogenje kapcsán találkozhattunk a témával.

az értékpapírpiacon kapcsolatának vizsgálatához érdemes az elméleti irodalom és a nemzetközi tapasztalatok alapján egy egyszerű fogalmi keretet előre bocsátani.

A vállalatirányítás fogalmának megjelenése az elméletben a neoklasszikus vállalatelmélettel¹⁰⁰ való növekvő elégedetlenséggel hozható kapcsolatba. A *neoklasszikus* elméletben rendszerint tulajdonos-vállalkozót feltételeztek, amelyik profitmaximalizálást folytatva nem hasonul meg e két funkcióban.¹⁰¹ A vállalatok *menedzseri* elmélete azonban már abból a realitásból indul ki, hogy a tulajdonos és a vállalatvezetés személye a nagy, korlátozott felelősségű, nyilvános társaságok megjelenésével elválik¹⁰², a két funkció nem esik egybe és a tényleges vezetők nem feltétlenül szolgálják a részvényesek érdekeit: nincs biztosítva, hogy profitmaximalizálásra vagy a cég értékének maximalizálására törekednének. Ezzel megjelenik a „corporate governance” problémája, ami a tulajdonosok (mint részvényesek) és az általuk fizetett menedzserek közötti viszonyt vizsgálja, rendszerint az „ügynök-megbízó” elméleti keretben. A megoldandó probléma itt az, hogy milyen intézményi, ösztönzési megoldással hozható összhangba a menedzserek érdeke a tulajdonosokéval.¹⁰³

A közgazdaságtani elméletek még egy érdekes szempontból irányították a figyelmet a tőkepiacokra. Az árupiaci tökéletes verseny feltételeit egyre gyakrabban helyettesítették a hatvanas–hetvenes évek során a monopol vagy az oligopol piacok valamilyen változatával. Mivel ezekről a piaci formákról azt tartották, hogy korlátozzák a versenyt, egy olyan mechanizmusra volt szükség, amely egy másik oldalról visszahozza a versenyt a rendszerbe. Természetesen a tőkepiacok kézenfekvő megoldásnak tűntek: a közgazdászok szemében a tőkepiacok közelítették meg a leginkább a tökéletes verseny ideálját. A történet most már úgy módosult, hogy ugyan az egyes vállalatok tökéletlenül versenyeznek az áru (és munka)-piacon, a tőkepiacokon azonban nincsenek tökéletlenségek.¹⁰⁴ A rosszul vezetett, a potenciálisnál alacsonyabb teljesítményt produkáló vezetést/tulajdonosokat a tőkepiaci átvételekkel kiszorítják és nagyobb teljesítményt biztosító tulajdonosok kezére adják a versengő befektetők. A versenynek ez az elképzelése olyan szerepet szán a tőkepiacoknak, amelyet a valóságban ezidáig még megközelítőleg sem töltöttek be.

¹⁰⁰ „The theory of the firm”.

¹⁰¹ Ezt nevezhetjük a cég „termelési függvény szemléleté”-nek is.

¹⁰² A „nagyvállalat” megjelenését Berle és Means 1932-ben megjelent munkájukban a modern nagyvállalat óriási tőkeigényére vezette vissza. Eszerint a tipikus vállalkozó-menedzser erőforrásait meghaladó tőkeigény miatt volt szükség a külső finanszírozás igénybevételére. Ezt nevezhetjük *technológiai magyarázatnak*. Ezzel szemben Roe (1993, 1994) a korabeli törvényhozásban (állami és szövetségi egyaránt) még erőteljesen érvényesülő populizmusban látja a végső okot. Eszerint a gazdasági és pénzügyi hatalom koncentrációjától való félelem miatt fogadtak el olyan törvényeket, amelyek meggátolták a pénzügyi befektetések koncentrációját azzal, hogy kötelező diverzifikációt írtak elő a biztosítási, a befektetési és a nyugdíjalapokra, egyúttal passzivitásra is kötelezték azokat. Gátolták az államokon túlnyúló befektetések koncentrációját. Ezen *politikai magyarázat* szerint a diverzifikált portfóliótulajdonlás amerikai gyakorlata nem prudenciális magatartásra, hanem a törvényhozás döntésére vezethető vissza. Lazonick (1992) *gazdaságtörténeti* (business history) munkájában kimutatta, hogy a likvid másodlagos részvény- és kötvénypiac kialakulása az USA-ban nem a forrásbevonás célját szolgálta, hanem az alapító tulajdonos menedzserek „nyugdíjazását”-t finanszírozta. Az alapítók e magyarázat szerint nem likvid piacokon, hanem zárt körben kibocsátott és szorosan tartott papírokkal – türelmes befektetők pénzével – finanszírozták az ipari kapacitások kiépítését. A vitatott probléma és aktuális következményei önálló tárgyalást igényelnének egy másik dolgozatban.

¹⁰³ Egy tágabb értelemben e mechanizmus vizsgálható a vállalaton belüli kapcsolatokra gyakorolt hatása szempontjából is (a vezetők és a különféle munkavállalói csoportok, a munkapiac, sőt a vállalat vevői és szállítói kapcsolatai szempontjából), de e dolgozat keretei között ennek tárgyalásáról le kell mondanunk.

¹⁰⁴ Gowland (1983).

A vállalatirányítás kérdése szorosan kapcsolódik a *vállalatfinanszírozás* és a tőkepiacok problémájához: a neoklasszikus vállalatelméletet a Modigliani és Miller nevével fémjelzett „közömbösségi tétel” egészítette ki annak kimondásával, hogy tökéletes piacok mellett a finanszírozás eszközei (kötvény vagy részvény) közötti választás közömbös. Ez a tétel mára nagy mennyiségű irodalmat eredményezett, amely a valóságban tapasztalható eltéréseket a finanszírozási szerkezetekben különböző elméletek és feltételezések segítségével kívánja magyarázni, az eltérések makrogazdasági viselkedésre, növekedésre gyakorolt hatását felbecsülni (azaz igazolni vagy cáfolni akarják a közömbösségi tételt). Az elvont vizsgálódások logikailag kimutatták az egyes finanszírozási eszközök megválasztása pénzügyi kritériumait, a döntéshozó személyével, státusával való összefüggésüket, és ezeket tesztelték is a valóságos adatokon. Hamar kiderült azonban, hogy a finanszírozási döntések *nem tisztán a pénzügyi logika vagy a vezetői érdek alapján* születnek. Számos szabályozási, történelmi, kulturális és egyéb tényező befolyásolja azokat. E vizsgálódások során kialakulni látszik egy elfogadott fogalmi keret, amely ma már a gazdaságpolitikusok és a szabályozó hatóságok szótárának is részévé vált. Eszerint megkülönböztetnek *belső és külső irányítási rendszereket*¹⁰⁵ a döntéshozó tulajdonosi és finanszírozási státus alapján. Az alábbiakban elfogadjuk ezt az osztályozást, annak ellenére, hogy számos *fontos különbség* mutatható ki az egy csoportba sorolt nemzeti gyakorlatok között is. Néhány ilyen különbségre fel is hívjuk a figyelmet. Ezt a fogalmi keretet használják kutatók az átalakuló gazdaságok vállalatirányítási rendszereire is.¹⁰⁶

A *külső rendszerekben* rendszerint egyszintű a vezetés, amelyben helyett kapnak a tényleges vezetéssel megbízott menedzsment tagjai és a részvényesek érdekeit képviselő nem menedzsment tagok. Rendszerint szétszórt részvénytulajdonosok sokasága a tulajdonos. E tulajdonosok nem szakmai, hanem tipikusan pénzügyi vagy portfólió befektetők, akik nem tudják és nem is akarják gyenge teljesítmény esetén a vállalatot árszervezni. Elégedetlenség esetén inkább eladják a részvényeiket, ami az árfolyam eséséhez és ellenséges – azaz a menedzsment akaratával ellentétes – vállalatfelvásárláshoz is vezethet. Ez a rendszer olyan információs és számviteli megoldásokat feltételez, amely lehetővé teszi a külső befektetők számára a teljesítményértékelést. Ez a rendszer szigorú szabályokat igényel a papírok kereskedésére, és likvid részvényt piacok mellett működőképes. A tőzsdei értékelés lesz a vezetők javadalmazásának alapja, amivel a részvényesek és a vezetés érdekei közötti konfliktust csökkenthetik. Külső rendszerű országok hagyományosan az USA és az Egyesült Királyság, de vannak csatlakozó országok (pl. Hollandia, Svédország, Svájc).¹⁰⁷

A *belső rendszerek* főként az egyéb kontinentális európai és japán vállalatokra jellemzők. Ebben a vezetés feletti ellenőrzést valamely erős, domináns, belső érdekelttségű partner jelenti, miközben egyéb csoportok is hatást gyakorolnak a vezetésre. Ez utóbbiak a „stakeholder”-ek, akik formálisan nem mindig tulajdonosok, de valamilyen fontos érdeküket alapvetően befolyásolja a vállalat működése. Ilyenek a munkavállalók, a bankok és egyéb pénz-

¹⁰⁵ OECD (1995), 13. o. Egy lehetséges jellemzés összefoglaló tábláját a kétféle rendszerre vonatkozóan lásd a függelék 6. ábráján. A pénzügyi és tulajdonosi szerkezetek összehasonlítását néhány fontosabb fejlett ország esetében lásd a függelékben a 7., 8. és 9. ábrákon.

¹⁰⁶ Lásd például Frydman, R. és munkatársai (1993).

¹⁰⁷ OECD (1995), 13. o.

ügyi befektetők, helyi közösségek, a kormány és az ügyfelek (vevők és eladók). Az értékpapírpiacon gyakran nem játszanak fontos szerepet sem az ellenőrzésben, sem a vállalatfinanszírozásban. A vezetéssel szembeni elvárás nem kizárólag a részvényárfolyam emelése – gyakran nincs megfelelő likviditású piac, nincsenek szigorú kereskedési és bennfenteségi szabályok, vállalatátvételi szabályok, az árfolyam-alakulás információtartalma alacsony, vagy az érdekeltek egyszerűen alárendelt kérdésként kezelik –, hanem a különböző érdekek közötti egyensúly, a konszenzus megtalálása. Gyakori a koncentrált részvénytulajdonlás és -birtoklás, vagy a koncentrált hitelezés, a vállalatok közötti részvény-keresztulajdonlás. Az ellenséges tőzsdei vállalatfelvásárlások szinte teljesen ismeretlenek.

6.1 A VÁLLALATVEZETÉS SZERVEZÉSÉNEK KÉT RENDSZERE

6.1.1 Vezetés a belső rendszerekben

Európában az egyik legkidolgozottabb *belső rendszer a német*. A német vállalatok vezetése kétszintű, a felügyelőbizottság („Aufsichtsrat”) nevéből is következően az igazgatóság („Vorstand”) felett felügyeletet gyakorol és kijelöli a tagjait. Az igazgatósági tagok kinevezéséről és elbocsátásáról is csak az fb-nek van joga dönteni. Elbocsátás azonban kizárólag igen alapos okkal történhet¹⁰⁸. Ugyanakkor nem vesz részt a vállalatvezetés napi vezetési munkájában: időnként jelentéseket kap az igazgatóságtól és néhány kivételes tranzakciót az igazgatóság csak az fb kifejezett engedélyével végezhet. A német bankok egyrészt hitelezők (a bankhitel egyúttal rendszerint koncentrált hitelezést is jelent, szemben a tipikusan diverzifikált kötvényhitelezéssel), másrészt a kisebbségi részvényeseket is képviselik („proxy”) a társaságok részvényesi közgyűlésén, azok felhatalmazása alapján, miközben saját tulajdonukban is vannak vállalati részvények, így tulajdonosként is jogosultak a beleszólásra (a német bankok tulajdonában lévő részvények aránya viszonylag nem nagy, az 1960-as 6 százalékról 1990-ben 10%-ra nőtt).¹⁰⁹ A közvetlen banki részvénytulajdonlás láthatóan nem elegendő ahhoz, hogy megmagyarázza azt a befolyást, amelyet rendszerint a német bankoknak tulajdonítanak a vállalatok felett.¹¹⁰ A kisértvényesi felhatalmazás már jóval nagyobb beleszólást ad a bankoknak. Emellett a bankok képviselői gyakran tagjai/elnökei a vállalati fb-nek, akik ily módon bennfentes információkhoz juthatnak.¹¹¹ Noha széles körben elterjedt, hogy a német bankok a hozzájuk szorosan kapcsolódó vállalatokat a pénzügyi nehézségeken átsegítik, ha szükséges átszervezik azokat, ezt újabban többen vitatják ugyanúgy, mint a felügyelőbizottsági hely mint fontos információforrás jelentőségét.¹¹² Mivel a német modellben a tőkepiacnak nincs valódi tőkeallokációs és vállalati eredményességet mérő funkciója, a részvénytulajdonlás likviditása a külső rendszerekben tapasztaltak-

¹⁰⁸ Prowse (1994) 42. o.

¹⁰⁹ Deutsche Bundesbank (1991).

¹¹⁰ Edwards, J. és Fischer, K. in: Dimsdale and Prevezer (1994), 271–272. o.

¹¹¹ A nagyvállalatok esetében a munkavállalói képviselet aránya nagyobb: a 2000 főnél többet foglalkoztató részvénytársaságok fb-jét fele-fele arányban adják a munkavállalók, illetve a részvényesek képviselői. A 2000 főnél kevesebbet foglalkoztató rt.-k fb-jében a munkavállalói képviselet csak egyharmadot tesz ki, míg 500 főnél kevesebbet foglalkoztatók esetében nem kötelező fb-t felállítani. Bizonyos iparágakban különleges szabályok érvényesek (pl. szén-, vas- és acélipar). Az fb. elnökét kétharmados többséggel választják, aki rendszerint a részvényesek képviselője, az elnökhelyettes pedig a munkavállalóké. Ugyanaz a személy nem lehet tagja az fb-nek és az igazgatóságnak is. Az is tiltott, hogy egy vállalat igazgatósági tagja egyidejűleg egy másik vállalatnál is igazgatósági tag legyen.

¹¹² Edwards, J. és Fischer, K. in: Dimsdale and Prevezer (1994), 281–282. o.

hoz képest kisebb, a kereskedés szabályozása kevésbé kidolgozott, a bennfentes információk felhasználásának korlátozása nem hangsúlyos és gyakran értelmetlen.¹¹³ A felügyelőbizottság összetétele azt tükrözi, hogy *a vállalat célja nem kizárólag a részvényesek vagyosnának (a részvények árfolyamának) növelése*, vagy akár a profitmaximalizálás, hanem a „stakeholderok” közötti konszenzus kialakítása.¹¹⁴ Ennek a vezetési struktúrának *előnyeként* említik, hogy 1. a vezérigazgatónak nincs beleszólása az fb-tagok kiválasztásába, 2. a vezérigazgató nem vehet részt az fb-üléseken, és még kevésbé uralhatja azt (ellentétben az angolszász vezérigazgatóval).

Kétszintű vezetési rendszer található a régebbi tagállamok közül még Dániában és Hollandiában is, ahol a munkavállalók is helyet kapnak az fb-ben. Választható kétszintű vezetési forma Spanyolországban, Franciaországban és Portugáliában is.¹¹⁵ A kontinentális európai országokban gyakori, hogy a vállalat alapítói, leszármazottai, vagyonos családok és egyének – pl. Olaszország, Franciaország esetében – a domináns vagy kizárólagos tulajdonosok, vagy más vállalkozások. Ez a két tulajdonosi kategória össze is fonódhat cégeken keresztüli tulajdonlás („piramis”) révén (pl. Olaszország). A cégek között lehetségesek kereszttulajdonosi kapcsolatok, de ezek rendszerint csak kiegészítői a tartós üzleti kapcsolatoknak. Ezekben az eltérő megoldásokban az a közös, hogy általában nem forgatják a vállalatok részvényeit a tőzsdén („closely held companies”), a tulajdonosok egyúttal aktívan vezetik is a céget, nem pusztán pénzügyi befektetők.

6.1.2 Vezetés a külső rendszerekben

A külső – „angolszász” – rendszerekben a vezetés általában egyszintű. A vezetésben csak a részvényesek képviselői foglalnak helyet, a részvények tulajdonlása azonban tipikusan szétszórta, a részvényesek külső pénzügyi befektetőknek tekintik magukat.¹¹⁶ Az angol vállalati törvény¹¹⁷ nem részletezi a vezetők felelősségét. A vezetés elvben minden részvényes érdekét képviseli, ami kifejezésre jut a bennfentes információk felhasználásának tiltásával és a külső tulajdonosok számára a tájékoztatási kötelezettségek gondos körülírásában. A bennfentes szabályok megszegéséért járó szigorú büntetések a portfólióbefektetőket a cégvezetés napi ügyeibe való beavatkozástól elrettentik. Az egyszintű vezetés esetében

¹¹³ A kilencvenes években a német hatóságok részben az EU szabályok kötelező átültetése, részben pedig a meg-növekedett kül- és belföldi igényekre, versenykihívásokra válaszul három törvénycsomagot készítettek a pénzügyi piacok modernizálása céljából. 1994-től érvényben van egy vadonatúj bennfenteséget büntető törvény, ami korábban nem létezett Németországban.

¹¹⁴ A száz legnagyobb német vállalat felügyelőbizottságában a munkavállalók képviselőinek aránya 1992-ben csaknem 50%, az iparági képviselőké 25%, végül a hitelezők aránya 10% volt. Lásd Lannoo (1995) 17. o.

¹¹⁵ Lannoo (1995), 16. o.

¹¹⁶ Az EU tagországok közül a külső rendszerekről adott jellemzésünk természetesen leginkább az Egyesült Királyságra illik. Az USA-ban a portfólióbefektetői szemlélet nem pusztán az egyének ízlését vagy az intézmények kockázatkezelési döntését tükrözi, hanem az intézményi befektetők körében törvények írják elő. Lásd Roe, M. (1993, 1994).

¹¹⁷ Az 1985-ös Company Act előírja, hogy legalább két igazgatója legyen a vállalatnak, de nem tesz jogi és felelősségi szempontból különbséget az executive és a non-executive igazgatók között. A mindennapi szóhasználatban mégis létezik a non-executive, ami létező jelenségen alapul: a nagyon szűkös jogi bázison a gyakorlatban kialakult az igazgatóság, igazgató tanácsok, nem-executive igazgatók, elnök funkciói. Jogilag azonban egyforma felelősséggel tartoznak a vállalatért. Az USA-ban 1978-ban a New York Stock Exchange javaslatára minden bevezetett társaságnak ellenőrző bizottságot (audit committee) kellett felállítania az igazgatóság ellenőrzésére, amelyben a külső igazgatóknak (outside directors) többségben kell lenniük. A NASDAQ és NMS követte az előírást. Ezért minden jegyzett vállalat rendelkezik külső igazgatókkal. (Charkam, 1994, 188-89. és 262. o.)

nagyobb a vezetés mozgástere abban, hogy a vállalat költségére megszerezzék az egyes befektetői csoportok támogatását, szavazati jogát a saját koncepciójuk támogatásához, miközben az alternatív elképzelés(eket) képviselő portfólióbefektetők számára saját költségen kell összegyűjteni a szétszórt tulajdonosok támogatását, amit ráadásul törvények is gátolhatnak.¹¹⁸ Az igazgatóság tagjainak kiválasztásában a vezérigazgatónak döntő befolyása van, az igazgatóság pedig az elnök megválasztására jogosult. Az angolszász országokban hagyományosan a vezérigazgató és az elnök gyakran azonos személy.¹¹⁹ Még a nem végrehajtó, külső igazgatók kiválasztásában is nagy a szerepük. Ebből látható, hogy a vezérigazgató helyzete sokkal erősebb a külső rendszerekben, mint a belsőben. Pontosabban a felette és az igazgatóság feletti ellenőrzés nem a vállalaton belül valósul meg, hanem azon kívül, a tőzsde közvetítésével.

Összefoglalva: úgy látszik, hogy a külső és a belső rendszerek közötti különbség a vállalatvezetés felépítésében, illetve a tőkepiacok szerepében bizonyos logikát mutat, annak ellenére, hogy nem megtervezett folyamat eredményei és országonként jelentős eltérések is vannak az egy csoportba tartozó megoldások között.

6.2 FINANSZÍROZÁSI MINTÁK A KÉT RENDSZERBEN

A vállalatirányítási rendszerek összehasonlító elemzésének egyik ösztönzője a nyolcvanas években a globális verseny során az amerikai és az angol cégek versenyképességének csökkenése, a német és japán cégek gyors növekedése volt. Feltételezték, hogy az eltérő teljesítmények mögött részben a finanszírozás eltérő mintái játszanak szerepet, ezek viszont az irányítási rendszerek eltérésein alapulnak.¹²⁰ A tömegkommunikáció által leegyszerűsítve ez úgy jelent meg, mint az olcsó, barátságos banki finanszírozás által nyújtott versenyelőny a belső rendszerek számára a drága és türelmetlen tőzsdei finanszírozással szemben, amelyre a külső rendszerek a cégeiket kárhoztatják. Ez természetesen a részletes vizsgálódások fényében túlzottan leegyszerűsítő magyarázatnak bizonyult, mégis meggyőzően hangzik. Az első és legfontosabb észrevétel az volt, hogy függetlenül attól, hogy külső vagy belső rendszerű cégről van szó, a legfontosabb finanszírozási¹²¹ forrás a belső források (azaz a cash-flow, ami nagyjából a visszatartott profitot és az amortizációt tartalmazza). Noha a pontos nemzetközi összehasonlítás az eltérő adatgyűjtési módszerek és értékelési eljárások miatt nehéz, az alternatív eljárások nagyjából egybehangzóan azt mutatják, hogy a belső finanszírozás aránya meghatározó minden fejlett országban, legalacsonyabb értéke ötven százalék körül mozgott, míg a legmagasabb akár a száz százalékot is

¹¹⁸ Lásd alább a tőzsdei átvételekről szóló alponban a részvényesek közötti „kommunikáció” kötelező nyilvánosságra hozatalának előírását.

¹¹⁹ Prowse (1994) 41. o.

¹²⁰ Egy példa a témában folyó vitára: a bankorientált finanszírozási rendszerben Berglöf (1990) a vállalatok szisztematikusan nagyobb arányú adósságszintjét feltételezte (Japán, Németország, Olaszország és Franciaország esetében). Rajan és Zingales (1995) nem talált kimutatható kapcsolatot az eladósodottság és a bankorientált rendszer között.

¹²¹ Finanszírozáson itt a cég eszközeinek növelése vagy a cég növekedése finanszírozását értjük.

elérte az utóbbi két és fél évtizedben.¹²² A két rendszer közötti különbségek ezen az *alapvető hasonlóságon túl* mutathatók ki a finanszírozási arányokban.

6.2.1 Finanszírozás a belső rendszerben

A belső rendszerekben a hiteleszközök esetében a bankhitel a tipikus forrás. Ez lehetővé teszi a családi, egyéni tulajdonosoknak, hogy a szorosan tartott tulajdonjogukat ne adják fel. Ugyanez igaz a német kisvállalkozásokra is, amelyek nem szívesen mondanak le a kizárólagos beleszólásukról. A német bankok sajátos szerepet játszanak azzal, hogy miközben bankhitellel finanszírozzák a vállalatokat, a hosszú távú forrásokat ehhez saját kötvényeik kibocsátásával szerzik.¹²³ A hiteleszközök tipikusan koncentrált tulajdonban vannak és piacuk nem likvid. Szabályozási és adórendelkezések is gátolhatják a piaci vállalati hiteleszközök kibocsátását és forgalmát. A rövid és az éven túli vállalati hiteleszközök kibocsátását és forgalmát „nem támogatták” Németországban a kibocsátás engedélyezési eljárásai, illetve az átruházás adóterhe.¹²⁴

A részvényeket *nem finanszírozási* eszköznek és nem is pénzügyi befektetésnek tekintik, hanem a tulajdonlás eszközének. Nem a rövid távú árfolyamnyereségért, hanem a vállalat iránti hosszú távú elkötelezettségért tartják, a részvényes maga vagy megbízottja útján rendszerint aktívan él a jogaival. Nincs nagy, likvid másodlagos részvényt piac, nem jelentős finanszírozási forrás az elsődleges kibocsátás, a részvények tulajdonlása koncentrált. A részvények forgatása is kedvezőtlen elbánásban részesül adószempotból Németországban.

A belső rendszerek finanszírozási szerkezete nem kedvez a likvid értékpapírpiaconak kialakulásának. A piacoknak nincs ellenőrző funkciójuk a vezetés vagy tágabban a vállalat teljesítménye felett. A koncentrációval a finanszírozó kockáztatja az elégtelen diverzifikációból fakadó veszélyek bekövetkeztét. A tőkeáramlás intézményeken, nem pedig „személytelen” piacokon valósul meg. A tőke visszaforgatása, a vállalaton belül tartása mellett erős érdekeltség mutatkozik, még akkor is, ha pusztán pénzügyi szempontból egy más területen hatékonyabb felhasználásra volna lehetőség. A fő cél a vállalat megtartása működő céggént (going concern), a külső érdekek közül a bankoké élvez elsőbbséget.

¹²² Még Japánban is – ahol rendszerint a legalacsonyabbnak tekintik a vezető országok között – eléri az ötven százalékot a belső finanszírozás aránya, noha vannak japán specialisták, akik ezt keveslik. Pl. Corbett, J. in: Dimsdale and Prevezer (1994): 309–310. o. Corbett 1970–1989. között átlagban 69,3%-ra becsüli az új fizikai beruházások belső forrásból való finanszírozásának arányát. A magasabb érték nála a nettó eljárásból adódik, ami definíció szerint a belső forrásokat magasabbnak mutatja. Ezzel gyakorlatilag azonos szintre kerül az USA, Németország vagy az Egyesült Királyság értékével. Egy nagyjából konzisztens adatsor a világ legfejlettebb országaiban 1970–1985 között fennállt arányokra, finanszírozási forrásokra vonatkozóan: a visszatartott profit aránya Kanadában 76%, Franciaországban 61%, Németországban 71%, Olaszországban 52%, Japánban 58%, az Egyesült Királyságban 102%, az USA-ban 86% volt. A brit adat azt mutatja, hogy nem beruházásra: hanem tőzsdei átvételekre bocsátottak ki részvényeket a vállalatok. (Singh, 1993., 15. o.). Az adatok régiek, de ma is széles körben használatosak az irodalomban, mert nincs rendszeres és konzisztens adatgyűjtés a témában. Ez komoly hátrány, mert a finanszírozási szerkezetek időben erősen változnak. Az időszak arra nagyon jó, hogy a vizsgált témánk háttéréül szolgáljon: a nyolcvanas években kiújult vitáknak a vállalatfinanszírozásról és -irányításról.

¹²³ Lásd Kregel (1995b).

¹²⁴ Prowse (1994), 26. o.

6.2.2 Finanszírozás a külső rendszerben

A finanszírozás a külső rendszerekben nagyobb arányban támaszkodik a részvény- és a kötvénypiacokra, mint a belsőknél. A részvényeknek nagy és aktív *másodlagos piacuk* van, a részvényesek gyakran csak portfólióbefektetők. A hazai tőzsdei vállalatok részvényeinek a GDP-hez viszonyított árfolyamértéke százalékban a következő volt 1992-ben: London 88, a német tőzsdék szövetsége 19, Párizs 25, svájci tőzsdék 81, Amszterdam 54, Milánó 9, Belgium 30.¹²⁵ Ezek a számok még nem tartalmazzák az árfolyamértéken számított forgalmat, csak az állományi mutatókat. Ritkább a külső rendszerekben egyetlen nagy részvényes dominanciája.

A hiteleszközök közül az értékpapírok (piaci eszközök) aránya az összes hitelek között nagyobb: 1985-ben például az USA-ban ez 55% volt (bankhitel 36%), az Egyesült Királyságban 23% (bankhitel 69%), Japánban 9% (banki plusz más pénzügyi intézményi/nem piaci hitel 9%), Németországban 6% (bankhitel 88%) volt.¹²⁶

A vállalatok feletti hatékony tulajdonosi ellenőrzéshez szükséges befektetési koncentrációt – ami a belső rendszerekben eleve megvan – a külső rendszerekben a piacon kell felhalmozni.¹²⁷ Szétszórt tulajdonlás mellett ugyanis sem a képesség, sem az ösztönzés nincs meg az ellenőrző akció végrehajtásához. Ha például a menedzsment akarátával szemben egy alternatív stratégiát kívánna valamely tulajdonos érvényesíteni, akkor költséges folyamat révén vagy elegendő mennyiségű részvényt kellene felhalmoznia, vagy a társrészvényesek szavazatát megkapnia. Az előbbi esetben a felvásárlásnak még implicit költsége is van, a diverzifikációról való lemondás; az utóbbi esetben a sikeres stratégia részvényárfolyamot emelő hatásából csak kisebb mértékben, a részvényei arányában részesül.

6.3 A TÁRSASÁGOK ÉS A TŐZSDEI ÁTVÉTELEK SZABÁLYOZÁSA AZ EU-BAN

A finanszírozási és irányítási különbségek a vállalati/társasági törvények különbségeire is visszavezethetők, egyes kutatók szerint részben ezeken alapulnak. Az európai vállalati törvények közötti hasonlóságon túl – nevezetesen a tipikus nagyvállalati forma a korlátozott felelősségű vállalat – az alapvető különbség van a nyilvános vagy a *nem nyilvános korlátozott felelősségű* vállalati rendszerek között.

6.3.1 A társasági törvények különbségei Európában: társasági és vállalati rendszerek¹²⁸

Az alapvető szemléleti különbség abban mutatható ki, hogy míg a „társasági rendszer”-ben (company-based) a vállalatot a *befektetők közötti szerződések* hálójának (nexus of contracts) tekintik, addig a „vállalati rendszerek”-ben (enterprise-based) a vállalkozást mint *fi-*

¹²⁵ Charkam (1994), 301. o. 6.2. tábla.

¹²⁶ Prowse (1994), 31. o. 7. tábla.

¹²⁷ Berglöf, in Steil (1996), 154–155. o.

¹²⁸ Berglöf alapján in Steil (1996) o. 161–168.o.

zikai egységet egyben tekintik alanynak. Természetes, hogy feltesszük: e szemléleti különbségek a társadalmi és gazdasági realitások eltéréseit tükrözik.

A társasági rendszer egy példája: az Egyesült Királyság

A brit vállalati törvény és szabályozások – mint már láttuk – nem részletezik a vállalatirányítás felépítését. A kevés előírás a tulajdonosok közötti kapcsolatokat és a döntésekért a jogi felelősséget rögzíti. A tulajdonosok/vezetés és az alkalmazottak vagy más érintettek és érdekelték („stakeholderek”) közötti kapcsolatokról nem rendelkeznek. A keretek kitöltésében nagy a vállalatok mozgástere és számos területen szükséges az alku és az önszabályozás is. Az angol felfogásban *közvetlenül a piacot szabályozzák, és ez visszahat az intézmények működésére: az intézmények szabályozása közvetett, csak a piacon keresztül történik.*¹²⁹ A vállalat értékelését a piac végzi, és ezzel a vezetés feletti ellenőrzést is gyakorolja. Ehhez szükségesek a piac tisztaságát biztosító szabályok: benfenntesség tiltása, a piaci manipuláció súlyos büntetése. A vállalati törvény egyik legfontosabb „eleme” (valójában önszabályozás) a City Takeover Code rendkívül kidolgozott, és a kisebbségi részvényesek védelmét szolgálja. Nincs részletes szabályozás a vállalatcsoportokra (mint például a német kartelltörvény – lásd alább). A részvényesek között általában nem tesznek különbséget: tipikusan egyféle részvényt bocsátanak ki.¹³⁰ Ez a felfogás a piaci – köztük a pénzügyi piaci – versenytől várja a hatékonyság növekedését és optimális erőforrásallokációt. A piaci folyamatokba vetett bizalom megrendülésekor a hatóságok a piacok szabad működését korlátozzák, közvetlen állami beavatkozással vagy államosítással (pl. a nagy válság és a második világháború utáni két és fél évtized az USA-ban és az Egyesült Királyságban).

A vállalati rendszer egy példája: Németország

A német vállalati szabályozás hagyományosan a pénzügyi piacoknak kisebb szerepet szánt. Noha a német „szociális piacgazdaság” második világháború utáni rendszere általában nem volt piacellenes, de *a piacok pozitív, ösztönző szerepe* mellett figyelembe vette azok *potenciálisan romboló hatását* is, ha azok nem szabályozott keretek között működnek.¹³¹ A szabályozásnak azonban sajátos változatát választották: nem közvetlenül a piacot, hanem a piacon *működő intézményeket szabályozták belülről*. Ebbe a szemléleti keretbe kell helyezni azt, hogy a közvetlen értékpapír-szabályozás és ennek érvényesítése hagyományosan gyenge volt a külső rendszerekkel szemben. Az első forgalomba hozatali feltételeire, a félévente kötelező tájékoztatásra és bennfentes kereskedés nem hatékony tiltására szorítkozott. A nagyobb blokkok megszerzése és a nagy tételes kereskedés nyilvánosságra hozatalának előírására 1994-től kezdődően az EU-irányelvek kötelezték a német hatóságokat egy nagyszabású tőkepiaci reformhullám keretében.

Jelenleg – elfogadott EU-irányelv hiányában – továbbra sincs vállalatátvételi szabályozás Németországban, ami a hagyományos modellben funkciótlan, mert a részvényesek tartós tulajdonosok és ha részesedés eladására került sor, akkor sem valószínű, hogy a „névtelen

¹²⁹ Eatwell, J. (1992).

¹³⁰ Lásd Davis and Lanoo (1997).

¹³¹ Eatwell, J. (1992).

piac"-nak adták el azt, hanem olyan szereplőnek, amelyik tartósan érdekelt a cég működésében a pusztán pénzügyi érdekeltségén túl is.

A német vállalati törvény a munkavállalók és más partnerek – bankok, szállítók, vevők – közötti koordináció fórumait pontosan meghatározza és ezek a vállalat döntéshozó vagy felügyeleti fórumai. A német vállalatcsoportokra vonatkozó törvény kiterjeszti a koordinációt a szoros kapcsolatban álló vállalatokra is.¹³² A koordináció – a német terminológiában „Mitbestimmung”, azaz együttdöntés – tehát nem pusztán piaci: az intézményi koordináció keretek közé szorítja a piaci kimeneteket mind az áralakulásban, mind pedig az erőforrás-allokációban.¹³³

Átmeneti rendszerek az EU-ban

Hollandiában megtalálhatók a társasági elemek, ami főként az angol-holland tulajdonban lévő, nemzetközi tőzsdéken jegyzett világvállalatok holland tőzsdéken való jelenlétének tudható be. Ezeken alapul az értékpapírpia szabályozása. Más tekintetben német befolyás mutatható ki a vállalati rendszer elemeinek jelenlétében. A tulajdonlás tartós, amit különleges jogokat biztosító részvényekkel és más módokon fejeznek ki, de a bankok befolyása a németnél kevésbé intézményesül. A múltban kezdeményezett ellenséges átvételek egyike sem volt sikeres, a bennfentes kereskedést tiltó frissen elfogadott törvény érvényesítése gyenge.¹³⁴ A *svéd* értékpapírtörvény az angolt követi; a vállalatirányítás egyszintű, de van kötelező munkavállalói képviselő a közepes és nagyvállalatokban. A tulajdonlás koncentrált, a bankok jelentős befolyással bírnak a bankrendszer néhány évvel ezelőtti válsága elérére.

A *belga* vállalatok szabályozása a vállalati rendszer irányába mozdult el az utóbbi években: egy angol típusú átvételi törvény bevezetése is a szándékolt hatás ellenkezőjét érte el, mert megerősítette a bent lévők pozícióját az ellenséges kivásárlásokkal szemben. Az álmós brüsszeli tőzsdén kívül zajlanak az átvételek, nem nyilvános piacon.¹³⁵ A hagyományosan vállalati modellt követő *francia* szabályozás 1965 óta tudatosan törekszik a társasági modell elemeinek átvételére. A vállalati ellenőrzés piacának megnyitását a kisebbségi tulajdonosok védelmével indokolják. Az erős és független piacfelügyelet, a részvényforgalom utáni adó csökkentése, a privatizációk a társasági elemek erősödését eredményezték. A hagyományosan erős elnök-vezérigazgató pozícióját újabban az aktivizálódó részvényesek kérdőjelezzik meg, de a funkciók kötelező személyi szétválasztása egyelőre megghiúsult. Számos hagyományos technikát a kormány hatályon kívül helyezett, amelyek a bent lévő vezetés eszköztárát alkották a külső befektetőkkel szemben (kereszt tulajdonlás, az anyavállalat önellenőrzése egy leányvállalaton keresztül stb.). A szabályokat az érintettek igyekez-

¹³² A vállalati csoportokra vonatkozó törvény (Konzernrecht) jelentősége a sajátos német tulajdonviszonyok között nagy: egy tanulmány szerint a részvénytársaságok 90%-a, a zárt társaságok 50%-a tagja valamilyen vállalatcsoportnak. Berglőf, in Steil (1996), 164. o., 28. lj.

¹³³ A törvény (Mitbestimmungsgesetz) az 500 főnél többet foglalkoztató cégekre vonatkozik. A törvény kiterjed a vállalatcsoportokra is: a "függő" cégek alkalmazottai saját képviselőket választhatnak az irányító vállalat vezetésébe csak úgy, mint annak dolgozói. Berglőf, in Steil (1996), 164. o., 29. lj.

¹³⁴ Berglőf in Steil (1996), 164. o.

¹³⁵ Berglőf in Steil (1996), 165. o.

nek megkerülni, és tovább él az a gyakorlat, hogy a vállalatok tulajdonosai között van egy csoport („nouveaux riches”), amely szoros ellenőrzést gyakorol a cég felett, gyakran bennfentes információk birtokában.

Az *átmeneti rendszerek* tapasztalata azt mutatja, hogy a fő fejlődési irány az egyre nyitottabb irányítási piacok felé halad. Ennek a kereslet oldaláról nagyobb lökést az – önkéntes és nem egészen önkéntes – intézményi megtakarítások súlyának növekedése fog adni a jövőben. Ennek közvetlenül és sok áttételen keresztül is erőteljes hatása lesz arra a közegre, amelybe a vállalatok beágyazódnak (lásd alább az intézményi befektetők szerepénél). Az utóbbi években a német hatóságok is alkalmazták a társasági koncepció elemeit. A kormányprogramok az utóbbi években periodikusan arra törekedtek, hogy meghonosítsák a „részvényesi kultúra”-t Németországban.¹³⁶ Legutóbb a Deutsche Telekom privatizációja során folyt kampány a széles körű részvénytulajdonlás elterjesztésére. Enélkül nem számíthat sikerre az európai pénzügyi központ szerepéért folytatott versenyben az ország, de a lakossági megtakarítások szerkezete, a vállalati struktúra átalakítása és a társadalombiztosítás reformja is csak lassabban haladhat, ami az egész gazdaság versenyképességét alapvetően befolyásolja.

6.3.2 Vállalatirányításra vonatkozó irányelvjavaslatok és az „Európai Társaság”

Az 1970-es években – más területek szabályozásához hasonlóan – a brüsszeli hatóságok szeme előtt egy teljesen harmonizált európai vállalat képe lebegett. A vállalatok belső szervezete szorosan kapcsolódik az adott ország hagyományaihoz, nehezebb a harmonizálás, mint a termékek piacán. A hosszú évekig tartó kötélhúzást e téren is az 1985-ös szemléletváltás hozta meg: teljes harmonizáció helyett a minimális szabályok és a kölcsönös elismerés harmonizálása váltotta fel, a többi a piaci versenyre, illetve a magánszereplőkre bízva.¹³⁷ Az évek során, részben tisztán jogi természetű, részben a számviteli szabványokkal, a konszolidációval és a mérlegek nyilvánosságra hozatalával kapcsolatban fogadtak el EU-irányelveket, amelyek érintik a vállalatirányítást.

Az irányelvek egy másik csoportja a szűkebben vett vállalatirányítási kérdésekre összpontosít: a nyilvános vállalatok vezetése és ellenőrzése, az átvételi ajánlattételek szabályozása és a munkavállalói jogok minimális harmonizálása. A vállalatirányítás szűkebb köre a mai felfogásban az EU-n belül a *szubszidiaritási körbe* tartozik. 1990-ben Bangemann-javaslat¹³⁸ néven kezdeményezés indult a közösségen belüli vállalatátvételek megkönnyítésére, amely az akkor tervezett EU vállalati törvényekre vonatkozó irányelveket egészítette volna ki, „a vállalatátvételek akadályainak megszüntetése” céljából.

¹³⁶ „German Shares. Scanty charms”, *Economist*, 1997. május 24., 82. o.

¹³⁷ Lanoo (1992), 19–20.o.

¹³⁸ A Bangemann-javaslat a brit kereskedelmi és ipari minisztérium által készített tanulmányra válaszolt. A brit tanulmány a határokon túlnyúló átvételek megkönnyítését javasolta azért, hogy a vállalati szektor könnyebben konszolidálódjon és alkalmazkodjon az egységes belső piac és a globális verseny kihívásaihoz. Kimutatták, hogy a strukturális különbségek gátolják az átvételeket: a brit átvételek száma 2,5-szerese volt a többi tagország összes átvételei számának. Ráadásul a brit esetben ezek tipikusan ellenséges – a vezetés ellenére megvalósuló – átvételek, miközben ez a típus teljesen ismeretlen a kontinentális országokban. A britek ezt a kontinentális európai vállalatirányítási és szabályozási megoldások következményének tartották. Lanoo (1992).

a) Ötödik társaságítörvény-irányelv javaslat: a vállalati felépítést harmonizáló irányelv

A javaslat a Bangeman-kezdeményezés egyik következménye. Két megoldást terveznek engedélyezni:

i) egy *kétszintű* megoldás, amelyben az egyik szint felelőssége a napi vezetés, a másik szint pedig a vezetést ellenőrzi,

ii) a másikban *csak egyszintű* a vezetés, az igazgatóság „executive” tagjait a „nem executive” tagok ellenőrzik.

A javaslat a vállalat alkalmazottainak számától, tevékenységi körétől függően alkalmazotti részvétel biztosítására is kötelezi a vállalatot. Tartalmaz a közgyűlés és a szavazás rendjére is előírásokat. A javaslat 1990-es kiegészítése a tulajdonjogok átláthatósága érdekében előírja az egy részvény egy szavazat elvét (a tagországok egy részében alig átlátható, különféle jogokat biztosító részvényekkel szemben). Szavazat nélküli részvények kibocsátásáról csak a közgyűlés – a tulajdonosok, szemben a menedzsmenttel – dönthetne és mennyisége nem haladhatná meg a szavazó részvények 50%-át.¹³⁹

b) Tizedik vállalatitörvény-javaslat: vállalat-összeolvadások követelményei

A vállalatok tőzsdei összeolvadásának megkönnyítését célozza a tagállamok között és meghatározza a közgyűlés szerepét az összeolvadás elfogadásában. Az alkalmazotti/munkás részvételre vonatkozó kitételei miatt megakadt az elfogadása: a tervezet megengedte volna, hogy a tagállamok ne alkalmazzák az irányelvet, ha problémát okozott volna a munkásrészvétel biztosítása.¹⁴⁰

c) Tizenharmadik vállalatitörvény-javaslat: a vállalatátvételi folyamat szabályozása

Az irányelv meghatározná azt a küszöbértéket, amelynél kötelező lenne nyilvános ajánlatot tenni az átvételt kezdeményezőnek a megmaradt szavazó részvényekre (30%-ban ja-

¹³⁹ Lanoo, (1995): 22. o.

¹⁴⁰ Lanoo, (1995): 23. o.

¹⁴¹ Ez a szabály a kisebbségi részvényesek érdekeinek védelmével indokolható. Ha a részvények befolyásoló mennyisége – ami mindig függ a megmaradó mennyiség koncentráltóságától – egy kézben összpontosul, akkor a többi részvény tényleges értéke a beeszlást illetően csökken. Egy jól működő tőkepiacon ez tükröződni fog az árfolyamuk csökkenésében. Ezért ha egy fél meghatározó részesedést szerez, akkor azon az árfolyamon, amelyen ő hozzájutott e részesedéshez, felvásárlási ajánlatot kell tennie a többi részvényesnek, hogy lehetőséget adjon számukra az árfolyamesés kompenzálására, amit vagy elfogadnak, vagy nem. Közgazdaságilag vitatható a szabályozás, hiszen gyakran a részvények árfolyama éppen akkor megy fel, amikor láthatóvá válik, hogy valaki átvételre készül, mert ettől a cég értékének növekedését várják a jövőben. Az egyes részesedési küszöbök elérésekor a felvásárló kilétének kötelező nyilvánosságra hozása is azt a célt szolgálja, hogy a felvásárlási szándék kiderüljön. A felvásárló számára az ilyen szabályok megdrágítják az akciót. A kötelező nyilvánosságra hozatal küszöbértéke döntő: ugyanis árfolyamnyereséget rendszerint csak azokon a részvényeken ér el a saját akciója következtében, amelyeket még „titokban” vásárolt fel; amit azután vesz meg, már tartalmazni fogja azt a felárat, amit saját maga gerjesztett az akció elindításával. A szabályozás rendszerint tiltja, hogy a meglévő menedzsment olyan intézkedéseket tegyen a saját hatáskörében, amelyek meggátolják az átvételt. Például olyan részvény kibocsátása, ami csak bizonyos feltétel bekövetkeztekor ad speciális jogot – pl. átvételi akció esetén – ami megdrágítja az akciót és tárgyalásra kényszeríti az ajánlattevőt a menedzsmenttel („méregpirula”). Az ilyen akciók egy része nem igényel részvényesi hozzájárulást, más része igen. (Bővebben lásd: Burkart, 1996.)

vasolja ezt a határt meghúzni).¹⁴¹ További szabályokat ír elő a többi részvényes érdekeinek védelmére, a velük való kommunikációra, az akció átláthatóságára, és előírja, hogy az átvételi akció megindulása, nyilvánosságra hozatala után milyen védekező akcióktól kell tartózkodnia a menedzsmentnek. Korlátozza az akció előtti védekezéseket is az eltérő jogokat megtestesítő részvények („dual-class shares”) kibocsátásának korlátozásával, vagy az egy kézben lévő részvények szavazati jogának maximálása („capped voting”) tiltásával.

A britek azzal gátolták meg a javaslat elfogadását, hogy kifogásolták: ez olyan kötelező erejű törvényjavaslat volna („statute”), amit szükségtelen ilyen szinten meghozni. Saját gyakorlatukra hivatkozva egy önszabályozó megoldást támogattak.¹⁴² Az írekkel együtt az átvételek szabályozására a szubszidiaritást elvének alkalmazását javasolták. A bizottság jelenleg mérlegeli a brit javaslatot.

d) Az Európai Társaság törvényjavaslat

A javaslat – amely az elvetélt teljes harmonizációra törekvő 1970-es javaslat helyébe lépett – a korlátozott felelősség elvére építene. A vállalat a szervezeti felépítésében egy- vagy két-szintű vezetés között választhatna. A minimális tőkét százezer ECU-ben határoznák meg mind a nyílt, mind a zárt társaságok esetében. Ha egy tagállamban bejegyzik, akkor minden másik államban folytathatná a tevékenységét és lehetnének fiókjai is, de a hazai hatóságok ellenőrzése alá tartozna (home country principle). Megengedné a nem azonos jogokat biztosító részvények kibocsátását és az egy kézben koncentrálódó szavazatok korlátozását. Megszabná a minimális nyilvános jelentési kötelezettséget. A javaslatához tartozik egy kiegészítő javaslat az alkalmazottak jogainak szabályozására.¹⁴³

Az elfogadás valószínűségét szakértők kicsire becsülik. A legnagyobb akadályt az alkalmazotti jogok jelentik. A britek sokallják az alkalmazotti jogokat, a németek pedig keveslik. A németek attól tartanak, hogy a német vállalatok az új európai társasági formát választanák a jelenlegi német helyett. A 1994-es német törvényváltoztatás óta – amikor a kötelező munkavállalói képviselőt biztosítását az fb-ben az 500 főnél többet foglalkoztató vállalatokra módosították (500 főre emelték a küszöböt) – a bizottság optimistább a német álláspont jövőbeni enyhülésével kapcsolatban. A britek és az írek a meglévő nemzeti vállalati törvények minimális harmonizálását javasolják.

A javaslatot a holtpontról a nemzetközi vállalatok is megkísérelték elmozdítani. Számukra a jelenlegi állapot költséges, mert nem tudnak sem az egységes európai piachoz, sem a globális versenyképességi követelményekhez alkalmazkodó, optimális belső szervezetet kiépí-

¹⁴² Az Egyesült Királyságban a *City Code on Takeovers and Mergers* szabályozza a tőzsdei átvételeket, amelyet a tőzsdék rendelkezése értelmében minden bevezetett vállalatra kötelezőek. Ez a szabályozás a világ egyik legjobbjának számít a maga nemében. A másik ilyen kiváló szabályozás természetesen az USA-é.

¹⁴³ Berglöf in Steil (1996), 166 o., Lanoo, (1995), 24. o.

teni. Az elfogadott, 1997-től már érvényes *üzemi tanács* irányelvre¹⁴⁴ hivatkoztak, amely szerintük megoldotta a kérdést. Ez az irányelv – a javasolt európai társasági és a javasolt ötödik vállalati irányelvek mellett – a multinacionális vállalatokra ír elő kötelezettséget a munkások tájékoztatására és konzultációra vonatkozóan. A tanácsot 30 fő alkotja a munkások és a menedzsment képviselői közül. Akkor kell létrehozni, ha a vállalaton belül egy konzultáció három év után kudarcot vall, az alkalmazottak száma meghaladja az 1000-et és ebből legalább 150 egy másik tagállam területén dolgozik. Az irányelv a maastrichti egyezmény szociális fejezetének részeként lépett hatályba, ezért az Egyesült Királyságnak – amely hevesen ellenezte az elfogadást – a saját területén nem kell alkalmaznia.¹⁴⁵

A multik szerint ezzel az irányelvvel az történt, hogy számukra előírták üzemi tanácsok létrehozását (amely teher) anélkül, hogy egy harmonizált vállalati törvényt is elfogadtak volna (ami könnyítés lenne). Azt javasolják, hogy az európai vállalati irányelvet fogadják el úgy, hogy a munkárszövetkezetre vonatkozó javaslatot elhagyják, helyette az üzemi tanácsot alkalmazzák. Ez kevésbé volna terhes a számukra, mint a jelenlegi német részvétel előírása. Kérdéses, hogy a németek hajlandók-e elfogadni a javaslatot?

Összefoglalva: az EU-ban növekszik az igény a vállalatirányítás minimális harmonizálására az egységes piac előnyeinek teljes kihasználása érdekében, mind a termékek és szolgáltatások piacán, mind pedig a tőkeáramlás és a tőkepiacok esetében. Növekszik az igény a vállalatok feletti külső ellenőrzés biztosítására a tőkepiacok, az intézményi befektetők és a globális liberalizálás következtében. A folyamat rendkívül lassan halad, mert a harmonizálendő területeken a tagországokban mélyen gyökerező különbségek, társadalmi és kulturális tényezőkre visszavezethető sajátosságok érvényesülnek, amelyek nehezen változtathatók meg. Azonban a minimális harmonizációt kikényszerítő erők is növekednek, ezért hosszabb távon haladásra lehet számítani az EU-n belül.

Magyarországon jelenleg a társasági törvény jelentős módosításán dolgoznak. Az érvényes törvény kétszintű vezetést ír elő az Rt.-knél, de nem írja elő az elnök és a vezérigazgató funkciójának kötelező szétválasztását. A nemzetközi trend e funkciók szétválasztása, és jó okkal. A módosított törvényben emellett nem kellene mereven csak a kétszintű formát előírni: az EU-javaslat példájára megengedhetnének egy alternatív szervezetet is: egyszintű vezetést, különösen az olyan cégek számára, amelyek „külső irányítású”-ak, azaz amelyeket a tőzsdére bevezettek, a részvényei nyilvánosan forognak stb. Az Rt. funkciója nincs meghatározva a törvényben: Németországban a „stakeholderek” érdekképviselőinek fóruma, és ez helyettesíti a piaci ellenőrzést az igazgatóság felett. Nálunk azonban csak annyit határoz meg a törvény, hogy tagjai nem lehetnek a társaság dolgozói, és „felügyeletet gyakorolhatnak” a társaság működése felett, továbbá javaslatot tehetnek a közgyűlés napirendjére. Ha a „tár-

¹⁴⁴ A „Works Council” szó szerint is, de tartalmilag is inkább üzemi tanácsnak felel meg, nem pedig munkástanácsnak. A munkástanácsok ugyanis történelmileg a munkások osztályhatalmának üzemi szintű szervei voltak, amelyek mellett nem voltak más – magán – tulajdonosok. Gazdasági és politikai funkcióik egyaránt voltak. A magántulajdonban lévő vállalatok üzemi tanácsai viszont konzultatív szervek voltak a tulajdonosok és a munkavállalók között, gyakran a szakszervezetek mellett vagy azokkal versengve. Ez utóbbi tekinthető az irányelv előfutárának, ezért akkor is üzemi tanácsnak nevezem, ha angolul pontatlanul „workers council”-ként is említik. Például Lanoo (1995), 26. o.

¹⁴⁵ Becslések szerint 450 német, 250 USA-beli, 220 francia és 100 brit vállalatot érint (ha az Egyesült Királyság területén is alkalmazni kellene, akkor ez a szám 300-ra emelkedne). Lanoo (1995), 26. o.

saság érdeke” úgy kívánja, akkor közgyűlést hívhatnak össze, de *nem tudjuk meg, hogy pontosan mely szereplőkkel esik egybe a társaság érdeke* (lásd fentebb a „shareholder vs. stakeholder” felfogások különbségét). Továbbá Magyarországon is vannak már üzemi tanácsok, amelyek nem együttdöntési szervezetek, hanem az alkalmazottak informálásának és a velük való konzultáció fórumai. Ennyiben hasonló a szerepük az EU üzemi tanácsaihoz.

Az fb mint intézmény funkciójának tisztázatlansága oda vezethetett, hogy az annak révén adható pozíciók, jövedelmek és információk olyan szolgálatokért járó jutalmakként, alkuk tárgyaként szolgálnak, amelyeket a törvényhozó nem szándékolt. Hiszen eredetileg a törvényesség és a közérdek valamilyen módon való képviselését várták el az fb-tagoktól. Ma viszont fennáll a veszély, hogy a hazánkban elterjedt, nehezen átlátható kereszttulajdonlás eszközeivé, érdekszövetségek közötti alku tárgyává váltak, minden világosan meghatározott és nyilvánosan kimondott felelősség és funkció nélkül. A nyolcvanas években az állami vállalatok államigazgatási jellegű irányításának oldására a vállalatoknál vállalati tanácsokat hoztak létre. Ezeket a rendszerváltással feloszlatták, az fb nem vette át ezek alkalmazotti-munkás részvételi vagy konzultációs funkcióját. A nagyobb vállalatoknál az fb-ben helyet kapnak az alkalmazottak képviselői is, és ha a véleményük a felügyelőbizottságtól eltér, akkor azt a közgyűlésen ismertetni kell. Mivel az fb-nek nincs ügyvezető funkciója, a munkavállalók képviselői a vállalatirányításba nem szólhatnak bele.

Ezért elmondhatjuk, hogy a német rendszer együttdöntési mechanizmusával semmilyen szempontból nem hasonlítható össze az fb hazai szerepe. A nemzetközi tapasztalatok alapján várható, hogy a nem ügyvezető igazgatósági tagok szerepe felértékelődik az ügyvezetők ellenőrzésében. A nem ügyvezetők minden igazgatósági ülésen részt vesznek, és ugyanazokat az információkat megkapják, amit az ügyvezetők. Ezért a német felügyelőbizottsági tagokkal szemben gyakran elhangzó vád (ami a magyar fb-tagokkal szemben is elhangozhatna), hogy nem elég informáltak és ritkán üléseznek ahhoz, hogy a mai komplex követelményeknek megfelelően tájékozottak legyenek a „nem executiv-ok”-kal szemben, nem érvényes. Az igazgatóság funkcióját is pontosítani kellene és a felelősségét egyértelműbben meghatározni pl. csőd esetén. Szigorítani kellene azt is, hogy azok az ügyvezetők, akiknek a cége csődbe ment vagy felszámolták, milyen feltételekkel tölthetnek be újra hasonló funkciót.

Az EU-javaslatok fényében ki kellene dolgozni nálunk is a kisebbségi részvényesek védelmét és a tőzsdei átvételeket szabályozó törvényeket vagy alacsonyabb szintű szabályokat, mert ezek még hiányoznak. Az intézményi befektetők súlyának gyors növekedésével aligha halasztható tovább e területek szabályozása, annak ellenére, hogy az EU-ban sem fogadták el azokat közösségi szinten.

A csődeljárás és a számvitel szabályozásának hatása

A magyar számvitel nem kedvez a külső vállalatvezetési modellnek. A számvitel a múltbeli/beszerzési értékre építve, illetve a rejtett tartalékok képzésére adott lehetőségek révén inkább a német számvitel jegyeit viseli magán, amennyiben a hitelező – tipikusan a hitelező bank – számára kedvező. A részvényesek nem érdekeltek abban, hogy nem-hatékony

módon a cég olyan vagyontárgyakat halmozson fel, amelyek egy felszámolás esetén a hitelek fedezetéül hasznosak lehetnek, de még hasznosabb lehetne, ha másutt a gazdaságban befektetve többletjövedelmet hozna. Ilyen mérlegelésben a hitelező és a belső irányítású vállalat döntéshozói nem érdekeltek. Ezért a részvényesek és a hitelező bank közötti érdekellentétben a magyar vállalatirányítási rendszer és a számvitel a hitelező bank érdekét jobban képviseli. A módosított csődtörvény viszont az amerikai megoldást szem előtt tartva elvben – különösen a legutóbbi módosítása óta – lehetőséget biztosít a cég talpra állítására pénzügyi nehézség esetén. Ezzel szemben a hagyományos kontinentális európai törvények a hitelező érdekét képviselve kevesebb lehetőséget adnak a cég egyben tartására. Így kisebb esélyt ad arra, hogy a csődtömeg elemeinek együttesen potenciálisan nagyobb értékét realizálhassák ahelyett, hogy elemenként e potenciális értéken alul kellene eladni azokat a felszámolás keretében.

Az EU-ban jelenleg dolgoznak egy európai konvención¹⁴⁶, amely a „fizetéseképtelenségi eljárások” – népszerűen „csődeljárások” – esetére fogalmaz meg ajánlásokat, de nem törekszik harmonizációra. Az ajánlás nem határozza meg a kielégítés sorrendjét a követelések között, a nettósítás kérdésében nem foglal állást és nem határozza meg az alárendelt kölcsön kezelésének módját sem. Elismeri viszont a felszámoló hatóság kijelölésében a hazai hatóság elvét, az eljárásra nézve pedig a hazai törvényt fogadja el. A hazai partnerek (nem pénzügyi vállalatok, bankok és értékpapír-forgalmazók, illetve tőzsdék/elszámolóházak) és a befektetők számára a partnerkockázatuk mérlegeléséhez szükségük lesz a különböző európai országok fizetéseképtelenségi eljárásainak, illetve az erre vonatkozó európai konvenciónak az ismeretére.

A számviteli szabályozások minimális értelemben vett globális harmonizálása már hosszabb ideje folyik, de még nem jutottak el a résztvevő hatóságok végső egyetértésig. E tárgyalásokon az EU, illetve a tagországok is képviseltetik magukat. A magyar számviteli törvényt egy globális megállapodás létrejötte után módosítani kell. A számviteli harmonizálás előtt ugyanazok az akadályok állnak, amelyek a vállalatirányítással és más területekkel kapcsolatban már felmerültek: a számviteli elvek eltérő nemzeti realitásokat tükröznek, ezért a számvitel pusztán megváltoztatása nem fogja elérni a kívánt hatást, mert nem azt fogja tükrözni, amit várnak tőle: nem segíti elő a piacok integrációját. A vállalatok nehezen fogadnak el a meglévő mellé alternatív számviteli elvek alapján való párhuzamos könnyítést, de kiegészítő információk nyújtására Európában hajlandónak mutatkoznak. Ezért az ilyen kiegészítő információk előírása gondosan kidolgozva csökkentheti a piacok integrációja előtt álló akadályokat.¹⁴⁷

A magyar vállalatirányítási rendszer és környezete – az értékpapír-, a hitelintézeti, a számviteli és csődtörvények stb. – eltérő felfogású rendszerek elemeit tartalmazza. Noha nem Magyarország az egyetlen eklektikus hely e tekintetben Európában, a vállalatirányítási kezeknek legalább a főbb alternatívák – külső vagy belső rendszerek – közötti választás lehetőségét biztosítania kellene.

¹⁴⁶ Dermott, T. (1996).

¹⁴⁷ Choi, F. in. Steil (1996), 298–299. o.

7. GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS UNIÓ (GMÜ): AZ EURÓ HATÁSA AZ ÉRTÉKPAPÍRPIACOKRA¹⁴⁸

Az európai értékpapír- és tőkepiacokat a közös valuta bevezetése alaposan át fogja alakítani. Mivel még számos kérdés nyitott az euróval kapcsolatban, ezért nehéz felmérni hogy milyen hatással lehet a hazai tőkepiacokra. Az alábbiakban feltesszük, hogy az ismertetett és érvényben lévő irányelvek hatnak, az euró pedig ezek mellett további integráló tényezőként hat. A valutaárfolyamok kockázatának megszűnésével a többi kockázati elem fontossága megnő.¹⁴⁹

7.1 AZ ÁLLAMPAPÍRPIACOKRA, ELSŐDLEGES FORGALMAZÓKRA ÉS MÁS SZEREPLŐKRE GYAKOROLT VALÓSZÍNŰ HATÁS

Az euróövezet országaiban az állampapírok piaca integrálódni fog abban az értelemben, hogy azonos valutában fogják az állampapírokat kibocsátani, ami a megszűnő valutájú országok között olcsóbbá teszi a határokon túlnyúló tranzakciókat mind a kibocsátó, mind a befektető részére. Az állampapírokat jóval nagyobb piacon bocsátják majd ki, mint korábban. A papírok hozam és kockázat szerinti összehasonlítása könnyebb lesz, ami két ellentétes tendenciát fog eredményezni: a hasonló szervezésű piacok (árfeltárás, nyilvánosság stb.), a hasonló preferenciákat követő befektetőket célzó kibocsátások esetében erős lesz a nyomás a költséghatékony megoldások alkalmazására. Ebben a körben megfigyelhető lesz a párhuzamos piacok szorosabb együttműködése vagy összeolvadása.¹⁵⁰ A másik tendencia pedig az lesz, hogy a különböző piacszervezési megoldással működő, eltérő befektetői igényeket célzó piacok között határozottabb munkamegosztás alakuljon ki.

A fiskális/költségvetési politikák nemzeti hatáskörben maradnak, de a monetáris hatósági funkciót központosítják. Érvényesül a „ki nem segítés elve” (no bail-out): az egyes államok papírai a kibocsátó kockázatát fogják tükrözni. Hogy a szereplők mennyire tekintik reálisnak azt, hogy egy eladósodott államot a régió belül ne húzzon ki a többi állam vagy a központi bank a potenciális rendszerkockázat miatt, azt egyelőre nehéz megítélni, de befolyásolni fogja a hitelkockázatot.¹⁵¹ Az államok közül az fog a legolcsóbban hitelhez jutni, amelynek a papírja irányadó (benchmark) kibocsátás lesz. Ezek a kibocsátások a likvid piacokon a legolcsóbbak a kibocsátó számára széles körű elfogadottságuk miatt (repo, fede-

¹⁴⁸ E dolgozatban nem térünk ki a derivatív piacok EÜ-szabályozására, így az euró azokra gyakorolt hatására. A derivatívák EÜ- és BIS-szabályozásának összehasonlításáról egy másik MNB-publikáció készül. Az alapul szolgáló kézirát az érdeklődők számára a szerzőnél rendelkezésre áll.

¹⁴⁹ IMF (1997), 27. o.

¹⁵⁰ Az összeolvadás és együttműködés a modern technológia mellett fizikailag távollevő piacok és szereplők között is megoldható: a koncentráció földrajzilag mást fog jelenteni mint korábban.

¹⁵¹ IMF (1997), 45. o.

zeti ügyletek, nagy kibocsátási mennyiség stb.). A verseny már megindult a valószínű euróövezeti tagországok között a *benchmark kibocsátás és -papír* státusért: a franciák kijelentették, hogy az euró bevezetésekor azonnal minden állampapírt euróra konvertálnak, ezzel máris keresletet támasztva a papírjaik iránt azok körében, akik fedezni akarják 1999 utáni eurókötelezettségeiket.¹⁵² Az euró korszakra való felkészüléssel, a befektetői igényeknek való jobb megfelelés érdekében a *francia hatóságok megelőzték a németeket* a kamatszervények és a tőkeszervény elválasztásának és külön forgatásának („strip”) engedélyezésével.¹⁵³ A franciák egyéb technikai jellemzőkben is megelőzték legesélyesebb versenytársat: egyenletesebben fedik le a kibocsátások a lejáratok spektrumot és minden lejáraton likviditást a papírok, ami simább hozamgörbét eredményez (a német kibocsátások a 10 évet meghaladó lejáratokon nem követnek nyilvános kibocsátási tervet, a likviditás pedig a spektrum különböző szakaszain változó), átláthatóbb az európiac (a német papírok európiaca egyelőre Londonban összpontosul, nincs kormány által jóváhagyott, általánosan elfogadott szerződési formula és a kötvénytulajdonosok inkább tartják a papírokat forgatás helyett), és a kibocsátási naptár is már hosszabb ideje előre láthatóvá teszi a befektetők számára a francia állampapír-piaci fejleményeket. Ezeket a technikai előnyöket elszántság esetén gyorsan tudják más piacok is – köztük a német – biztosítani, így illékonyak.¹⁵⁴ A német piac potenciálisan sokkal nagyobb a franciánál, és az EKB frankfurti székhelye is előnyt jelenthet a németek számára.

Mivel viszonylag integrált gazdaságok fogják az eurót először bevezetni, ezért lehet, hogy a rövid lejáratú szegmensben az egyes állampapírok hozama, kockázata nem fog nagyon eltérni: különbségek a *hosszabb lejáratokon valószínűbbek*.¹⁵⁵ A jelenlegi hitelminősítési gyakorlat a belföldi valutában fennálló államadósságot magasabbra – alacsonyabb kockázatúnak – értékeli, mint a valutában fennállót.¹⁵⁶ A nemzeti hatóságok az euró sajátos szerkezete miatt nem lesznek monetáris hatóságok a saját hivatalos valutájuk tekintetében (sem), ezért a Standard and Poor's hitelminősítő a résztvevő államok által euróban kibocsátott adósságokat úgy minősíti majd, mint ahogyan jelenleg a külföldi valutában fennállót,¹⁵⁷ az európai vállalatok pedig kaphatnak a székhely szerinti országnál jobb kockázati besorolást is. Mivel a valutaadósságok tekintetében a résztvevő országok közötti hitelkoc-

¹⁵² Risk (1997), 10. o. A konverziót nehezíti néhány technikai probléma: nem minden állampapír dematerializált Németországban – a franciák ebben is előnyben vannak – és vannak kereskedési, átruházási és számítási különbségek is. IMF (1997), 50. o.

¹⁵³ A francia hatóságok 1991-től engedélyezik az állampapírok strippelését. A német hatóságok 1997. folyamán döntenek a kérdésben. (IMF, 1997, 52. o.). A mérvadó európai kockázatmentes hozamgörbe vagy a jelenlegi német, vagy a francia állampapírok alapján fog meghatározódni. A függelék 10. táblázat mutatja a két állampapírpiac jellemzőit.

¹⁵⁴ Rendszerezett és tömör összehasonlítás található a két piacról: IMF (1997), 50–52. o.

¹⁵⁵ Ez a különbség is szigorúan meghatározott keretek között marad: a maastrichti szerződés a hosszú lejáratú kamatok konvergenciáját is megköveteli a csatlakozáshoz, amelynek értelmében a három legalacsonyabb inflációt felmutató ország hosszú távú kamatait nem haladhatja meg az euróövezetbe bekerülő ország hosszú lejáratú kamata 2%-ot meghaladó mértékben. (lásd Horváth és Szalai (1997). 58–59. o.)

¹⁵⁶ Ezt a gyakorlatot több tényezővel magyarázzák: 1. a valutában fennálló hitel nem fizethető vissza egyszerű pénznyomtatással, 2. politikailag egyszerűbb a külföldi adósság visszafizetésének felfüggesztése, mint a túlnyomóan belföldiekkel szemben fennálló, hazai valutában fennálló adósságé, 3. a költségvetés a hazai adók emelésével vagy a kiadások csökkentésével könnyebben tud többletpénzhez jutni hazai valutában a visszafizetéshez. Ezek az érvek vitathatók, de a hitelminősítésben fennálló különbséget a hazai és valutaadósságok között nem szüntetik meg.

¹⁵⁷ IMF (1997), 43–45. o. A Moody egyedileg fog dönteni a besorolásról (Uo.)

kázati különbségek nagyobbak, mint a saját valutában fennállók esetében, az euró állampapírok hitelkockázati különbségei nagyobbak lesznek a jelenlegi különbségeknél.¹⁵⁸

Az euró bevezetését megelőzően saját valutában kibocsátott állampapírok euróra konverztálásáról a kibocsátók döntenek. Ha egyszerűen a hivatalos konverziós arányon való átváltás mellett döntenek, akkor az átszámított összeg általában nem ad egész értéket, így kerekítésre lesz szükség, aminek szabályait irányelvtervezetként a Bizottság már elkészítette. Az ECU-ben kibocsátott papírokkal egyszerűbb az eset: a dublini csúcs egyértelművé tette, hogy az euró/ECU arány egy az egyhez lesz. Ez a határozat lökést adott az ECU kötvénykibocsátásokra.¹⁵⁹ Az eurókötvény-piac a világ egyik legnagyobbika lehet, noha a maastrichti egyezmény és a nyomában elfogadott Stabilitási és Növekedési Egyezmény csak a GDP növekedésével lépést tartva engedi meg az állampapírok állományának növekedését. Rövidebb távon még szűkülhet is a piac, hiszen még a valószínű tagok között is van olyan ország, amelynek a deficitje jelenleg meghaladja a belépés feltételeként szabott értéket.¹⁶⁰

Az EKB és az euróövezet közös *fizetési rendszere* (TARGET) is a működésükhöz alacsony kockázatú papírokat igényelnek, így további keresletet támasztanak az állampapírok iránt. A nem banki intézményi befektetők – amelyek súlya növekedni fog egyebek mellett a hagyományos banki megtakarítási formákkal szembeni sikeres térnyerésük, illetve a tőkésített társadalombiztosítási rendszerekre való áttérés miatt is – szintén keresletet támasztanak majd az állampapírok iránt. Egyáltalán a *tőkepiacok* súlyának növekedése növeli az állampapíroknak mint referenciaeszközöknek a jelenlétét. A jelenleg országonként eltérően szervezett bankközi pénz- és állampapírpiacokra gyakorolt hatás még nem látható előre. Az EKB biztosítani kívánja azt a lehetőséget, hogy valamely tagország egy bankja egy másik országban is ajánlatokat tehessen az EKB-val való műveletekben, de e kérdésben még vita folyik. Azonban a másik ország egynapos – „overnight” – bankközi piacán is megjelenhet egy bank mint eladó vagy vevő, továbbá az EKB tenderekre is azonos eséllyel pályázhatnak. Ezek az intézményi keretek segítenek abban, hogy egyetlen kamatszint alakuljon ki az egész valutaövezetben, de ennek hatása az, hogy megváltoztatja a nemzeti bankközi piacok működését, a szereplők körét. A pénzpiacokon növekszik az értékpapír-fedezet mellett nyújtott rövid távú hitelek szerepe („magán repo”), ahol az állampapír az egyik legnépszerűbb fedezeti eszköz, így szintén keresletet támasztanak az állampapírok iránt.

¹⁵⁸ Egy összehasonlító táblázatot közöl az IMF (1997), 45. o. Az EU állampapír hiteleire vonatkozó kamatfelárait lásd a függelék 15. táblázatában. Az EU-államok államadósságán belül a devizaadósságok arányát lásd a függelék 16. táblázatában.

¹⁵⁹ Risk (1997), „Building a benchmark”, 8-10. o.

¹⁶⁰ A folyó hiány a GDP-hez viszonyított 3 %-os értéket rendszerint nem haladhatja meg. Ha mégis, akkor az SNE értelmében csak indokolt esetben mentesülhetnek a pénzbüntetés alól, ha igazolják, hogy a GDP visszaesése magyarázza a hiányt. Még fontosabb, hogy már az euró indulásának kezdetén minden tagszágnak be kell mutatnia a középtávú költségvetési tervét, amelynek kiegyensúlyozottnak kell lennie vagy némi többletet kell mutatnia. (lásd Horváth és Szalai (1997), 53-58. o. és az ott hivatkozott irodalmakat). A két szabályozás tehát alapvetően befolyásolja majd az állampapírok mennyiségét az euróövezeten belül.

Egy másik állampapír-piaci terület, amelyet gondosan szerveztek a legtöbb EU-tagországban, a monetáris és költségvetési hatóságok, az *elsődleges állampapír-forgalmazók piaca*. Az állampapírok nem tartoznak az EU befektetési szolgáltatási irányelve hatálya alá¹⁶¹, habár a forgalmazókra egyébként vonatkoznak ezek a direktívák. A tagországok között jelenleg nagy eltérés van a piac szervezetében, és nem látható még, hogy az egyetlen valuta bevezetésével ez hogyan változik majd. Az bizonyos, hogy az állampapírok piaca jelentősen átalakul az euróval, mert az főként bankközi, nem tőzsdei piac amelynek működését befolyásolja az is, hogy a mindenkor központi bank mely intézményeket tekinti műveleti partnereinek. A nemzeti állampapírpiacon viszonylagos elszigetelődése és párhuzamos létezése ellen hathat viszont az a tény, hogy a papírok – a devizákhoz hasonlóan – sokkal könnyebben szabványosíthatók, ezért a távolból való kereskedés, a piaci koncentrációra való nyomás erősebb lehet, mint például a részvények esetében, ahol a csak helyben rendelkezésre álló információk fontosabbak.

7.2 A RÉSZVÉNY-, A KÖTVÉNY- ÉS A DEVIZAPIACOKRA GYAKOROLT HATÁS¹⁶²

A közös valuta a *vállalati kötvények és részvények* piacán is eltünteti a valutaárfolyamok kockázatát, ami közvetlenül összehasonlíthatóvá teszi két ország vállalati papírjainak teljesítményét. Frankel¹⁶³ empirikusan igazolta, hogy a devizakockázat eltűnése kimutatható ösztönzést ad a határokon túlnyúló tranzakcióknak. Hasonlóan az állampapírok piacához, a nemzeti piacok konszolidálódására, a gyakorlatok egységesítésére nagy lesz az ösztönzés, ha ezek csak a devizakockázat létének köszönhetik létezésüket, vagy annak, hogy a nemzeti hatóságok gátolják a – főként intézményi – befektetők nemzetközi diverzifikációját, illetve a hazai kibocsátású papírok külföldi bevezetését, forgalmazását. Azok a különbségek azonban, amelyek a kereskedés technikájára, az árfeltárás különbségeire és az ezek mögött meghúzódó eltérő befektetői igényekre vezethetők vissza, több európai vállalatikötvény- és részvényt piac fennmaradását is indokolhatják. A részvények kiválasztásában a befektetők a vállalatok teljesítményére összpontosítanak a figyelmüket, a kötvények esetében pedig a hitelkockázat válna a fő befektetési tényezővé. Az IMF megítélése szerint Európában a hitelkockázat értékelése még nem vált olyan elterjedt gyakorlattá, mint az

¹⁶¹ Pontosabban az ISD megengedi, hogy a nemzeti hatóságok ne alkalmazzák az állampapírokra az irányelveket. Ez azt tükrözi, hogy az állampapíroknak kiemelt fontosságuk van a monetáris politika és költségvetés finanszírozása szempontjából, és sok még a nemzeti sajátosság ezeken a területeken. Az OECD-országok rendszeresen egyeztetik a tapasztalataikat az állampapírpiacon és elsődleges forgalmazói rendszerek működésével kapcsolatban. A legtöbb fejlett ország kialakította vagy éppen kialakítja a saját elsődleges forgalmazói körét, és a forgalmazók számára az általános értékpapír- és banktörvényeken túl külön követelményeket fogalmaznak meg és az ezeknek való megfelelést ellenőrzik. A közös valuta bevezetése az államok adósságkezelését közvetlenül nem érinti, de közvetve annál erőteljesebben. Az EU-irányelvek érvényesek azokra a cégekre, amelyek elsődleges forgalmazók, ez tehát egy közvetlen hatás, de az állampapírpiacon nem szabályozzák közvetlenül.

¹⁶² Az EU tőkepiacának összehasonlítását az USA és Japán tőkepiacával lásd a függelék 11. táblázatban. A nemzetközi kibocsátású kötvények valuták és országok szerinti megoszlását lásd a 12. táblázatban. Az egyes EU- és más fontosabb valuták használatát a nemzetközi tranzakciókban lásd a 13. táblázatban. A nemzetközi tőkepiacokon a nem pénzügyi vállalatok általi tőkebevonást lásd a 14. táblázatban.

¹⁶³ Frankel, J. A. : „Exchange Rates and the Single Currency”, in. Steil (1996), 389. o. Ugyanő felhívja a figyelmet arra, hogy bármilyen meggyőző legyen is intuíción alapján az a várakozás, hogy a valutaárfolyam kockázatának eltűnésével a határon túli befektetések fennállnak, ez az elméleti és gyakran az empirikus irodalomban sem általános fel fogás. Hagyományosan az elméleti közgazdászok inkább arra hajlottak, hogy az árfolyam hatása nem jelentős, olcsó árfolyamfedezeti eszközökkel pedig még ez is csökkenthető. Ez az ún. „semlegességi nézet”. U. o. 360. o.

USA-ban, ami kezdetben versenyelőnyt biztosítana az amerikai befektetőknek az európai piacokon, de ez nagy ösztönzést adhat az európai szereplők számára hasonló készségek gyors kifejlesztésére.¹⁶⁴

A *vállalati kötvénypiacok* Európában még kicsik az USA-éhoz, de még a brithoz képest is: csak a kormányok utóbbi években barátságosabb adó- és szabályozási intézkedései hatására indultak gyors fejlődésnek, főleg az intézményi befektetők kereslete nyomán. Az európai vállalatok kötvénykibocsátásának kb. negyede nemzetközi piacokon történt, és főként pénzügyi vállalkozások, bankok voltak a kibocsátók.¹⁶⁵ A vállalatikötvény-kibocsátásoknak – mint fentebb láttuk – ösztönzést ad a CAD azzal, hogy a bankhitelhez képes sokkal alacsonyabb tőkekövetelményt támaszt minden, a befektetési kategóriát elérő kibocsátó esetében.¹⁶⁶ A hitelkockázat mérésének kifejlődő gyakorlata szintén ösztönzést ad majd a piacnak, miközben a kibocsátók is fokozódó mértékben fordulnak majd a kötvénypiacok felé, ha nő a befektetői kör egy európai méretű piacon.

A kontinentális európai *részvénytőzsdék*¹⁶⁷ az 1990-es évek elején visszaszerezték a nyolcvanas években London javára elveszített forgalmuk egy részét azzal, hogy *technikailag* is és a *kereskedés szervezését* tekintve is modernizáláson mentek keresztül. Továbbra is London a blokk-kereskedés európai központja a kontinentális papírokból, és vezet az európai részvénytőzsdék között a bevezetett vállalatok száma, a forgalom és a kapitalizáció tekintetében egyaránt. A nagy tőkeerejű vállalatok papírjainak kereskedéséhez nem feltétlenül szükséges a tőzsdei infrastruktúra, és a tőzsdéknek a PTS-ek¹⁶⁸ is éles versenyt támaszthatnak. A tőzsdék fennmaradása nagyrészt azon múlik majd, hogy tudnak-e megfelelő mennyiségben kisebb tőkeerejű, kevésbé ismert vállalatokat a tőzsdékre csábítani, amelyek esetében a helyismeret fontosabb mint a nagyvállalatok papírjai megítélésekor.

A közös valuta bevezetésétől várható *kettős trend* már a bevezetés előtt jól kirajzolódik a részvénytőzsdén: a kontinentális piacok a kis tételes, folyamatos elektronikus kereskedésben visszaszerezték vezető helyüket Londontól és megindult a francia és a német tőzsdék között a szorosabb együttműködés, hiszen lényegében hasonló a szervezetük és a befek-

¹⁶⁴ IMF (1997) 53. o.

¹⁶⁵ A hazai piacokon az USA nem pénzügyi vállalatai 1995-ben 154 milliárd USD értékben bocsátottak ki kötvényt, míg a japánok 77 milliárd USD, a britek 20,7 milliárd USD a franciák 6,4 milliárd USD a németek pedig szerény 0, 142 milliárd USD értéknél. Forrás: OECD, idézi IMF (1997), 53–54. o. A brit adatokat körültekintéssel kell kezelni, mert a hazai és a nemzetközi piac nem különböztethető meg.

¹⁶⁶ Lásd fentebb a 5. fejezet 4. pontjában, a kereskedési könyv tőkekövetelményeinél a hiteleszközök egyedi kockázatainak kezelését.

¹⁶⁷ Az európai részvénytőzsdéknak az USA és Japán részvénytőzsdéjaival való összehasonlítást lásd a függelék 17. táblázatban.

¹⁶⁸ „Proprietary trading systems” – a végső befektetők közvetlen kereskedését teszik lehetővé egymással; főleg intézményi befektetők használják. Lásd az európai Piacközi Kereskedési Rendszer (ITS) ismertetését a 4. fejezetben. Lehet olyan piaci szervezete, amely saját árfeltárási folyamat nélkül egy nyilvános piacon kialakult áron, de annál olcsóbban teszi lehetővé a kereskedést. Lehet azonban önálló árfeltárási algoritmus is, így teljes értékű tőzsde lehet (pl. Arizona Stock Exchange). Végül a potyautazás és az árfeltárási keveredhet: egy nyilvános piac árát alapul veheti – kiinduló referenciaként –, majd egy meghatározott algoritmussal egy másik ár alakul ki a PTS-ben a kereskedés során. A potyautazás egy trade-offot takar: ha egy papír összes forgalmában nő azoknak az üzleteknek az aránya, amelyeket csak összepárosítanak, akkor maga a tőzsdei piaci ár minőségileg romlik, mert a forgalom viszonylag kis hányada mellett alakult ki. Ez belső korlátot jelent a saját árfeltárási algoritmus nélküli kereskedési rendszerek arányának növekedésére a tőzsdékkel szemben.

tetői körök is. London viszont tartja vezető helyét a dealer-kereskedésben a kontinentális papírokból; a londoni dealerek növekvő mértékben a kontinentális tőzsdéken keresztül hajtják végre a megrendeléseiket, miközben csökkentik a saját számlás forgalmukat. Amennyiben a határon túlnyúló forgalom gyorsan nő, megnövekszik a letétkezelés és kereskedés partnerkockázata, ami eltérően érinti a dealer- és az aukciós piacokat: előbbiek-nél növelni kell majd az ársávot a kockázat kompenzálására, míg utóbbiak esetében a tőzsde (vagy az elszámolóház) koncentrálja majd ezeket a kockázatokat.¹⁶⁹ Az ISD kapcsán említett, még fennálló, de idejélmúlt kitételek – mint a „koncentráció” vagy a „szabályozott piac” – gátolhatják a tőzsdék integrációját. Hasonlóképpen, a megmaradó számviteli különbségek, az értékpapír-elszámolásokban és az ünnepnapokban fennálló eltérések mind gátak lehetnek az egységes piac kialakulása előtt.

7.3 INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK (UCITS, BIZTOSÍTÓK, NYUGDÍJALAPOK)

Az intézményi befektetők súlya, szerepe az EU-n belül (ahogyan Magyarországon is) növekedni fog, és mint e dolgozat bevezetőjében bemutatjuk, lényegesen befolyásolhatják a tőkepiacok viselkedését. Most csak röviden tudunk kitérni három fontos intézményi szereplőre, kizárólag a tőkepiaci szerepük szempontjából: az európai befektetési alapokra (UCITS), a nyugdíjalapokra és a biztosítókra.

7.3.1 Az európai befektetési alapok (UCITS)

Ezeket az alapokat¹⁷⁰ jelenleg két elfogadott tanácsi irányelv¹⁷¹ szabályozza, egy további tervezett, de még el nem fogadott irányelv pedig jelentős alternatívát tartalmaz. Ezek az alapok a direktívák szerint meghatározott vezetéssel, információszolgáltatási kötelezettséggel, befektetési szabályokkal működnek. A szolgáltatásaikat a hazai piacon kívüli másik EU-tagállamban csak az ott illetékes felügyeleti hatóság engedélye alapján nyújthatják. Az egyes tagállamok szabályozása szigorúbb lehet az irányelvben minimálisan megkövetelt-nél, így egy másik tagországban bejegyzett alpnak vagy alapkezelőnek előírhatja az illetékes hatóság az ezeknek való megfelelést is. Az irányelvek azonban megkövetelik a nem diszkriminatív elbánást.¹⁷²

Az irányelvek előírásai az alapok magyarországi szabályozásához nagyon hasonlóak. Egy nagyobb különbség az, hogy UCITS csak nyílt végű alap lehet, miközben a hazai szabályozás megenged zárt végű alapot, sőt ingatlanalapot is. *Ebben a kérdésben azonban nincs mit harmonizálni nálunk, hiszen a UCITS nem az egyetlen megengedett befektetési alap az EU-ban: e téren is megengedik a nemzeti és egyedi megoldások versenyét.* Sőt, az irányelvek maguk rögzítik, hogy az első öt év tapasztalatai alapján visszatérnek az EU hatóságai a szabályozás újragondolására, és ha szükséges, változtatnak azon (lásd alább a módosító javaslat ismertetésénél).

¹⁶⁹ IMF (1997), 56. o.

¹⁷⁰ A UCITS betűszó a „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities” név rövidítése. Az EU befektetési alapjainak az USA és Japán alapokhoz viszonyított nagyságát lásd a függelék 18. táblázatban.

¹⁷¹ EC (1985) és (1988).

¹⁷² EC (1985), Article 44.

Az *információszerzési kötelezettség* kiterjed a tájékoztató készítésére, a féléves és egy-éves jelentés készítése kötelező, részletesen meghatározott tartalommal, a befektetők számára elérhető, érthető és ingyenes formában.¹⁷³

Ez lényegében megegyezik a befektetési alapok számára hazánkban előírt kötelezettségekkel.¹⁷⁴

A *befektetési szabályok* lényegi vonásai: elsősorban tőzsdei papírokba fektethetnek be, mert a UCITS-ok eszközeiknek csak 10%-ot meg nem haladó részét fektethetik be nem szabályozott tőzsdei eszközökbe (vagy olyan újonnan kibocsátott eszközökbe, amelyeket egy éven belül biztosan bevezethetnek egy ilyen tőzsdére).¹⁷⁵

Ez is hasonló a hazai előírásokhoz.¹⁷⁶

Ez alól bizonyos feltételek megléte esetén a hatóságok felmentést adhatnak, de korlátokkal. Az ingóságokba és ingatlanokba való befektetést csak a tevékenység ellátásához szükséges mértékben engedélyezi az irányelv, ami nálunk is hasonlóképpen van szabályozva (természetesen az ingatlanalpokat kivéve, amelyek nem jelentenek összehasonlítási alapot a UCITS-okkal). Az EU-irányelv – csakúgy mint a magyar – diverzifikációt ír elő: egy kibocsátótól nem tarthat az alap saját eszközei értékének 5%-ánál többet¹⁷⁷, habár ettől el lehet térni: maximum 10%-os lehet a befektetés és az összes ilyen befektetés, az eszközök maximum 40%-a lehet. Egy kibocsátó szavazati jogot, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírját és befektetési jegyét annak 10%-át meghaladó mértékben nem birokolhatja egy UCITS.¹⁷⁸ Ez intézményesíti az európai alapok portfólióbefektető voltát, akik így aligha lehetnek aktív befektetők a vállalatirányítási irodalom fogalmai szerint.

A UCITS-okra vonatkozó befektetési szabályok merevebbnek bizonyultak a piaci szereplők befektetési igényeihez képest, ezért a *módosító javaslat* e téren javasol elsősorban változtatást úgy, hogy a régi szabály – így a régi UCITS-ok is – megmaradhatnak. A merevséget az jelentette, hogy megjelentek olyan alapok, amelyek kisebb vagy nagyobb mértékben másik alapok befektetési jegyeibe, bankbetétekbe és pénzügyi eszközökbe fektettek be.¹⁷⁹ A módosítás elfogadása esetén ezen eszközök mellett a derivatív eszközökbe való befektetést is engedélyeznék, de csak minimális felső korlát mellett és a portfóliójuk átmeneti átrendezése céljából.

¹⁷³ EC (1985), Article 27–37.

¹⁷⁴ Az 1991. évi LXIII. törvény a befektetési alapokról, 24. és 25. paragrafusok.

¹⁷⁵ Ez az irányelv – mivel 1985-ben fogadták el – még nem hivatkozhatott az 1993-ban elfogadott és fentebb ismertetett ISD definíciójára, ezért csak annyit mond, hogy az ilyen tőzsde „rendszeresen működik, elismert és nyitva áll a közönség számára” 85/611/EEC, Article. 19(1). Ez egy újabb példa arra, hogy az ISD vitatott „elismert tőzsde” vagy „szabályozott piac” definíciója befolyásolja az eszközök és piacok relatív versenyképességét.

¹⁷⁶ A magyar alapok befektetési szabályait az 1991. évi LXIII. törvény a befektetési alapokról, 12. és 13. paragrafusok tartalmazzák. Hazai sajátosságaink egyike a kárpótlásijegy-befektetés engedélyezése az alapok számára.

¹⁷⁷ EC (1985) Article 22(1).

¹⁷⁸ EC (1985) Article 25(2).

¹⁷⁹ Lásd az EC (1993c) preambulumban az indoklást. A pénzügyi és bankbetét-befektetések tiltásának egyik oka lehetett az, hogy egyes országok sokáig kifejezetten tiltották a pénzügyi alapok működését saját országukban. A legismertebb példa Németországé, ahol a Bundesbank az éven belüli kamatok stabilitása érdekében tiltotta a pénzügyi alapok működését.

A hazai alapok számára ezek a befektetési lehetőségek nem állnak rendelkezésre.¹⁸⁰ Harmonizációs kötelezettségünk nincs e téren sem, de versenyszempontból megfontolandó, hogy olyan alapok működését is engedélyezzük Magyarországon, amelyek kínálhatják ezeket a befektetéseket az ügyfeleknek. Ez esetben ezek az új kiadású európai alapok ugyanúgy nyújthatnák a szolgáltatásaikat Európa-szerte, ahogyan jelenleg a régiek.

Az euró bevezetésével, a rugalmasabb befektetési szabályokkal ez az új európai befektetési alap népszerű lehet az euróövezet egészében mind a befektetők, mind a kibocsátók és tőzsdék körében. Hasonlóképpen, a régi UCITS-ok mozgástere is megnőhet az árfolyamkockázatok eltűnésével, különösen ha meggondoljuk, hogy ezek számára a derivatívák által nyújtott olcsó és rugalmas kockázatkezelési eszköz nem állt rendelkezésre. Ennek a hátrálynak a jelentősége az euró bevezetésével csökken majd, habár nem tűnik el (pl. a megmaradó kamatkockázatok fedezésére sem használhatnak olcsó fedezeti eszközöket).

7.3.2 A biztosítók

A biztosítók mint tőkepiaci befektetők szerepét szintén alapvetően befolyásolják a portfóliójuk összetételére vonatkozó előírások, illetve a szolgáltatás nyújtására vonatkozó korlátozások. Az EU biztosítási irányelveit három generációba szokás sorolni: az első generációt a szabad megtelepedést és fiókalapítást szolgáló irányelvek képviselik az 1970-es évek-ből, a második generáció az 1990-es években záródott le és a nagy, illetve tömeges kockázatok megkülönböztetését jelentette a nem élet üzletágban, illetve az aktív és passzív díj megkülönböztetését az élet üzletágban; előbbit a hazai, utóbbit pedig a kockázati ország hatásainak felügyelete alá helyezte. A harmadik generációs irányelvek a szolgáltatás nyújtásának szabadságát jelentik az EU-n belül és 1994-től érvényesülnek.¹⁸¹

A hazai liberalizálás kiteljesedésével a biztosítók számára is engedélyezni kell a fióknyitást, a szolgáltatásnyújtás szabadságát és a befektetési szabályok kötöttségeit is enyhíteni kell. Közismert, hogy a hazai biztosítási szektorban magas a külföldi tulajdonú cégek aránya, tehát nagy átrendeződést a liberalizálás – legalábbis kezdetben – nem fog okozni. A nagyobb változások a befektetések nemzetközi áramlására vonatkozó korlátozás enyhítése válhat ki, ami egyrészt – a forint és a külföldi valuták közötti, kockázattal módosított relatív hozamoktól függően – a hazai biztosítók külföldi befektetéseinek növekedése miatt a hazai tőkepiacon csökkentheti a keresletet, másrészt azonban biztonságosabb kockázatmegosztást tesz lehetővé a nemzetközi diverzifikációval.

A biztosítók a befektetési portfóliójuk összetételét hagyományosan a rögzített kötelezettségeik várható lejáratának megfelelően alakították ki. Mivel kevésbé alkalmazhatták a modern kockázatkezelési eszközöket, a fő kockázatkezelési technika a lejáratilag megfelelés volt. A nemzeti hatóságok és gyakran maguk a biztosítók is kerülték az idegen valutában fenn-

¹⁸⁰ Az 1991. évi LXIII. törvény a befektetési alapokról nem sorolja fel a korlátozás nélküli – azaz a 10%-os korlátba nem ütköző – befektetési eszközök között a bankbetétet, a pénzügyi eszközöket (ha nincsenek tőzsdére bevezetve) és a derivatívák legalábbis részleges tiltásként foghatjuk fel a hazai felfogás szerint a törvény 12(4) következő rendelkezését: „Az alapkezelő csak az értékpapíralap tulajdonában lévő értékpapírt adhat el, és csak az eladó vagy megbízottja tulajdonában lévő értékpapírt vásárolhat meg.”

¹⁸¹ Lanoo (1992), 36. o.

álló befektetések arányának növelését, ha a kötelezettségeiket nem abban a valutában kellett teljesíteniük.

Ezért, és mivel a modernebb és olcsóbb – pl. derivatív – kockázatkezelési technikák alkalmazása még nem általános a biztosítók esetében, *az euró megjelenésével megszűnő árfolyamkockázatok potenciálisan nagy portfólióátrendezést indíthatnak el a biztosítóknál az euróövezeten belül, minden befektetési vagy devizaliberalizációs lépés nélkül is.*

A biztosítók közül az életbiztosítók tipikusan hosszú távú befektetők a tőkepiacokon, így növekedésük és befektetési politikájuk befolyásolja a tőkepiacok és a vállalatirányítás működését. A pénzügyi innovációk lehetővé teszik számukra a befektetőkért folyó versenyben a részesedésük növelését, és befektetéseikben az olcsó és gyors portfólióátrendezést. Az intézményi befektetők csoportját növelve az értékpapírpiacokon, a blokk-kereskedés növekedéséhez járulhatnak hozzá, a vállalatirányítás terén pedig a külső rendszerek térnyerését segíthetik elő, különösen ha passzív befektetőből aktív tulajdonossá válnak.

A biztosítók – és a nyugdíjalapok – esetében a külföldi befektetésekkel szembeni hatósági korlátozások, amelyek nem igazolhatók prudenciális követelményekkel, kettős jogi alapon támadhatók meg az EU-ban: egyrészt a szabad tőkeáramlásra vonatkozó irányelvekbe ütköznek, másrészt gyakran a közületi (központi, helyi és egyéb közületi) szektor privilegizált hitelhez juttatását jelentik – mert gyakran a prudenciálisan igazolhatónál nagyobb arányú állampapír-vásárlásokat írnak elő számukra –, ami pedig a maastrichti egyezmény szerint tilos.

A magyar biztosítási törvény előírja, hogy a „biztonságos befektetés érdekében a biztosítónak egyidejűleg több befektetési formát kell választania”, amin belül is törekednie kell a „kockázatok megosztásával a kockázatok mérséklésére”. A tíz százalékot meghaladó részesedést más – nem biztosító – vállalatban azonnal jelentenie kell a felügyeletnek. A portfólió elemek esetében a törvény a biztonsági és a matematikai tartalék *30%-át írja elő* éven belüli állampapírban, éven túli állampapírban, illetve belföldi kibocsátású MNB-értékpapírban tartani. *A biztosítók külföldi befektetéseinek korlátozását a Bizottság negatívumként említette a kérdőívre adott válaszok értékelésében.* [lásd EC (1997b), 30. o.].

7.3.3 A nyugdíjalapok

Minden fejlett országban, így az EU-n belül is potenciálisan a legnagyobb tőkepiaci befektetők a nyugdíjalapok. A következőkben a járulékot fogadó, a magyar terminológiában 2. pillérnek nevezett alapok/pénztárak megfelelőivel foglalkozunk. A nyugdíjalapok befektetéseinek szabályozásáról¹⁸² nagyjából elmondható mindaz, amit fentebb a biztosítókról elmondtunk. A nyugdíjalapok befektetéseiben csakúgy, mint minden intézményi befektetőben, a hosszabb távú és bizonytalanabb – azaz kockázatosabb – befektetések aránya magasabb, mint az egyénekében vagy a háztartásokéban, noha egyelőre nagy a különbség or-

¹⁸² Az EU nyugdíjpénztárainak befektetési és finanszírozási szabályozására vonatkozó összefoglaló táblázatát lásd a függelék 19. táblázatában.

szágonként a befektetések összetételében: részvénybefektetések aránya az angol 80%-tól a svéd 2%-ig terjedt 1992-ben.¹⁸³

A külföldi befektetések terén is igaz, hogy az alapok az egyéni befektetőknél nagyobb mértékben diverzifikálják külföld felé a kockázatokat.¹⁸⁴ Az európai nyugdíjalapokra vonatkozó idézett adatokból egyértelműen kitűnik az is, hogy szoros kapcsolat áll fenn a nyugdíjalapok viszonylagos súlya (pl. a GDP-hez viszonyított aránya) és a részvényt piac fontossága (pl. árfolyamértéken számított relatív nagysága a GDP-hez viszonyítva) között. 1993 végén a nyugdíjalapok eszközeinek értéke a GDP arányában kifejezve a következő volt: Egyesült Királyság 82, Németország 6, Hollandia 85, Írország 44, Dánia 19, Olaszország 1, Franciaország 3. A külföldi eszközök aránya az alapok eszközein belül az Egyesült Királyság esetében 31%, Hollandia 21%, Írország 41%, Belgium 37%, Franciaország 2%, Olaszország 4%.¹⁸⁵ E különbségek legegyszerűbben az alapok és az egyének befektetési horizontja közötti eltéréssel, a hatékonyabb diverzifikációval magyarázhatók. Ezért az alapok súlyának növekedése változatlan nagyságú megtakarítások mellett növelheti a hosszú távú megtakarítások arányát, tehát a tőke kínálatát a nemzetgazdaság szintjén. Az EU-tagországok többségében a tőkésített magánalapok csak nemrégiben alakultak meg, és még növekedésük elején tartanak. Mindenesetre ilyen alapok már működnek az Egyesült Királyságban, Németországban, Hollandiában, Dániában, Belgiumban, Írországban és Svédországban. A nagyobb tagállamok közül Franciaország és Olaszország¹⁸⁶ a közeljövőben valószínűleg a jelenlegi felosztó-kirovó rendszereik növekvő nehézségeivel szembeesülve csatlakoznak a magán, tőkésített rendszerekhez már bevezető tagországokhoz.¹⁸⁷

A nyugdíjalapok befektetési portfóliójának összetétele – hasonlóan a biztosítókéhoz – kockázat/hozam szempontjából jelenleg tipikusan nem optimális, habár a kötelezettségek lejáratára és jellege szintén befolyásolja a befektetéseiket.¹⁸⁸ Az alapok portfólióválasztását befolyásolhatják adómegfontolások is, ha eltérően érintik a különböző eszközöket. Végül a befektetések nemzetközi/EU-n belüli diverzifikázója mellett szól az egy országgal kapcsolatos kockázatok (üzleti ciklus, alacsonyabb növekedési ütem stb.) mérséklése. E megfontolások a nemzetközi befektetések terén nagyobb kockázatvállalást tennének lehetővé több EU-tagállam nyugdíjalapjai számára anélkül, hogy az óvatosság követelményét megsértenék. Az utóbbi években fokozatosan enyhültek a portfólió korlátozások az EU-ban, de néhány országban még mindig jelentősek maradtak.

¹⁸³ Az adatok forrása: European Federation for Retirement Provision/EU Committee. Idézi Davis in: Steil (1996), 188. o.

¹⁸⁴ Lásd Davis, in: Steil (1996) 187. o. A külföldi befektetések aránya: ír alapok esetében 41%, az Egyesült Királyság-beliében 31%, a belgáknál 37%, a hollandoknál 21%, a németeknél 8%, a két ibériai ország esetében 10-10 %. U. o. 186. o. táblázata.

¹⁸⁵ Az adatok forrása: European Federation for Retirement Provision/EU Committee. Idézi Davis in Steil (1996), 188. o. táblázata.

¹⁸⁶ Olaszországban már működnek tőkésített nyugdíjalapok, de hatósági engedélyezésük és ellenőrzésük még hiányzik. Erre a tényre Erdős Mihály hívta fel a figyelmemet.

¹⁸⁷ Davis in Steil (1996), 185-186. o.

¹⁸⁸ Davis in Steil (1996), 187. o.

Németországban a 10%-os önbefektetési¹⁸⁹ korlát mellett a külföldi befektetések nem haladhatják meg a 20%-ot, a részvények aránya a 36%-ot, az ingatlanoké pedig a 25%-ot. Ezek a korlátok lazultak az utóbbi években, de nem alapvetően. Ráadásul a német alapok kötelesek az inflációval indexálni kötelezettségeiket az ügyfelek felé. A korlátozásokat úgy kerül meg, hogy az alapok olyan befektetési társaságokon keresztül fektetnek be, amelyekre a korlátozások nem vonatkoznak. A svéd nyugdíjalapok hagyományosan kötelesek voltak eszközeik nagyobb részét tőzsdei kötvényekben és a szponzoroknak nyújtott hitelekben tartani. Újabban kismértékű részvény-, külföldi és ingatlanbefektetést engedélyeztek a számukra.¹⁹⁰ Dániában korábban az eszközök 60%-át kellett hiteleszközben tartaniuk, újabban 20%-ot külföldi eszközben is tarthatnak. A belga alapok gyakran az eszközeik felét is külföldi eszközben tartják, de 15%-ot államkötvénybe kell fektetniük. Franciaországban az állampapírok minimálisan kötelező aránya 34%, az ingatlanoké legfeljebb 40% és legfeljebb 5% lehet a külföldi részvényeké. Görögországban 80%-ot állampapírban tartanak vagy a jegybankon vagy a kereskedelmi bankokon keresztül. Portugáliában az állampapírok aránya 30% körül alakul, a külföldi befektetések nem haladhatják meg a 40%-ot. Az Egyesült Királyság és Hollandia és Írország a példák olyan országokra, ahol nincsenek határozott mennyiségi korlátok a befektetésekre. Ezekben az esetekben a hatóságok „prudent magatartást” várnak el („prudent man principle”), ami általában megfelelő *portfóliódiverzifikációt* jelent.¹⁹¹

A felosztó-kirovó rendszerek növekvő hiánya nemcsak az EU-n belül, hanem szélesebb körben, az OECD-ben is gyakori vitatéma, és a megoldások azonos irányba mutatnak: a tőkésített alapok növekvő szerepe felé. Ez a lakossági szektor pénzügyi vagyonának növekedését, ezenbelül a hosszabb távú eszközök irányába való eltolódását eredményezheti. Ez önmagában is az értékpapírok iránti kereslet tartós emelkedésével fog járni. *Ugyanakkor a prudenciális szabályozásnak jobban kell igazodnia az optimális befektetési összetételhez, mint jelenleg, az alapok nagyobb biztonsága érdekében. Az euró bevezetése a nyugdíjalapok külföldi befektetéseire vonatkozó korlátozásokat hatástalanná teszi minden további hatósági liberalizálás nélkül is.*

A tőkeáramlás liberalizálásának és a személyek szabad költözésének¹⁹² szellemében az EU hatóságai kidolgoztak egy nyugdíjalap irányelvet, amely az európai tőkésített alapokat szabályozná és minden tagországban lehetővé tenné a szolgáltatás nyújtását illetve az eszközei befektetését. A javasolt szabályozás nem túl részletes, és összhangban van a „prudent man” elvvel.

¹⁸⁹ Az önbefektetési korlát a nyugdíjpénztár mögött álló vállalatba, intézménybe való befektetést korlátozza.

¹⁹⁰ Érdekeség, hogy Svédországban hagyományosan azzal az érveléssel tiltották a részvényvásárlást, hogy az kerülőutas lehetőséget adott volna az államosításnak és a munkásellenőrzésnek. Davis in Steil (1996), 195. o.

¹⁹¹ A „prudent man” elv a „túlzott kockázatok kerülésé”-nek követelményét jelenti, a biztonság, a jövődelmezőség és a likviditás elveinek kiegyensúlyozott követésével. A fogalmat legkönnyebb a vagyonkezelési üzletágra utalva megmagyarázni. A vagyonkezelő a nem hivatásos és nem informált befektető („kisbefektető”) érdekében választja meg a befektetés összetételét. A megbízó megszabhatja a preferenciáit, a főbb befektetési irányelveket, de ezeken belül a vagyonkezelőnek döntenie kell a tényleges befektetésről és annak változtatásáról.

¹⁹² A társadalombiztosítás, ezen belül a nyugdíj eltérő európai rendszerei a személyek szabad áramlásának egyik legfontosabb gátló tényezői az EU-n belül.

A javaslat a befektetési korlátozásokon szenvedett hajótörést. Az irányelv a tagállamoknak csak bizonyos százalék erejéig tette volna lehetővé, hogy kötelezően hazai eszköz tartását írják elő a hazai valutában fennálló kötelezettségekkel szemben. Az Egyesült Királyság, Hollandia és Írország maximum 60%-ot fogadott volna el (ami a külföldi befektetések 40%-os arányát engedte volna meg), de inkább semmiféle korlátozást nem kívántak bevezetni, miközben más országok a biztosítónál előírt 80%-ot javasolták alkalmazni. A korlátozásokat mellőzni vagy minimalizálni kívánó országok nem meglepő módon azok voltak, amelyeknek már érett és liberálisan szabályozott rendszerük volt, és amelyek már eleve túllépték a mások által javasolt 20%-os határt, miközben főként azok azok az országok ragaszkodtak a merevebb szabályokhoz, amelyeknek felosztó-kirovó nyugdíjrendszerük volt. E javaslat kudarcát követően egy másik irányelvről kezdődött konzultáció. Ez is a szabad szolgáltatásnyújtás alapján állna, a hazai ellenőrzés alá tartozna, és minden tagállam polgára egyénileg csatlakozhatna hozzá. Az alapok finanszírozása és az adózások eltérései miatt a minimális harmonizálás nehezen halad.¹⁹³

A magyar nyugdíjrendszer reformja az adott kiinduló helyzet korlátai között biztosítani fogja a tőkésített alapok növekedésének feltételeit. Elfogadott EU-nyugdíjalap-irányelv hiányában nincs közvetlen harmonizálási feladatunk Magyarországon. A legutolsó javaslat nem irányoz elő harmonizálást a rendszerekben, de elfogadása esetén biztosítanunk kellene az ezen irányelv alapján működő alapoknak a szolgáltatásnyújtás szabadságát hazánkban is, amivel versenyt támasztana a majdan létrejövő és már létező hazai nyugdíjpénztáraknak. A hazaiak versenyképessége részben attól függene, hogy a rájuk vonatkozó előírások a biztonságos működés garantálásán túl nem rónak-e felesleges terhet a hazai alapokra. A nyugdíjalapok portfólió-összetételére nincsenek harmonizált EU-előírások. A magánnyugdíjpénztárakra vonatkozó törvényjavaslat a külföldi befektetések arányát 30%-ban maximalta, ami éppen a liberális EU-tagországok 40%-os és a szigorúbb szabályozást követők 20%-os aránya között helyezkedik el. Az önkéntes pénztáraknál 20% a külföldi befektetések engedélyezett legnagyobb aránya. A nagyobb probléma a tőkeáramlás-liberalizálási kötelezettségünk kapcsán az, hogy ez a 30%-os arány csak 2002-től érvényes, 2002–2001 között 20%, 2001–2000 között 10% és előtte nulla százalék. A portfólió összetételét alacsonyabb szintű szabályozás¹⁹⁴ határozza meg, amely már nem tartalmaz minimum előírást. Az előírt minimális állampapír-vásárlás a közületi szektor számára kivételezett finanszírozás előírásának minősülhetett volna.

7.4 A KÖZÖS MONETÁRIS POLITIKA MŰKÖDÉSÉNEK VÁRHATÓ HATÁSAI

A közös monetáris politikának az értékpapírpiacon gyakorolt lehetséges hatásainak felmérése itt csak röviden tárgyalható. A számos bizonytalanság a működési keretekre vonatkozóan csak általánosságok megállapítását teszi lehetővé.

Egy másik MNB-tanulmány¹⁹⁵ ismerteti a már elfogadott intézményi kereteket és a szóba jöhető két monetáris stratégia (monetáris cél, illetve inflációs cél követése) jellemzőit. Rész-

¹⁹³ Davis in: Steil, 1996. 219-220. o.

¹⁹⁴ A nyugdíjpénztárakról szóló törvényt és a befektetéseikre vonatkozó szabályozást a kézirat lezárta után fogadták el.

¹⁹⁵ Horváth és Szalai (1997).

letesebben bemutatja a transzmissziós mechanizmus működésének lehetséges problémáit, amelyek az egyes szektorok országoként eltérő finanszírozási szerkezeteiből fakadnak. Ezeket itt nem sorolhatjuk fel.

Az euró önmagában mint *befektetés* a legfontosabb alternatívája lesz a dollárnak a valuták globális versenyében. A piac potenciális mérete mind a lakosság, mind a GDP alapján számítva az USA-val összemérhető, Japánnál pedig jóval nagyobb.¹⁹⁶ Ezért valószínű, hogy az euró külső árfolyama nem lesz a monetáris politika elsődleges megfontolása a belső célokkal szemben. Ennek ellenére nem hagyható figyelmen kívül a globális versenyképesség fontossága miatt. Emellett az első időben, amikor az EKB/KBER még nem halmoz fel hitelességet és még nagy a bizonytalanság az euró pénztartást illetően, a legegyszerűbbnek az euró külső árfolyamának figyelemmel kísérése kínálkozik.

Az európai irányelvek a pénzügyi innovációkat és az ezeknek megfelelő kockázatkezelési technikákat jutalmazza a hagyományossal szemben. Ez különösen Németországban fog alapvető változást kikényszeríteni, mert a régi megoldások azon alapultak, hogy a Bundesbank gátolta az innovációk kialakulását és a pénzpiacokon új szereplők megjelenését. Az éven belüli kamatokat intézményi megoldások rendszerével biztosították. Az EKB/KBER számára ezek az eszközök nem vagy kevésbé fognak rendelkezésre állni, de fontosabb, hogy a szándék sincs meg e hagyomány folytatására. Ennek eredményeként a rövid távú kamatok a jelenlegi némethez képest változékonyabbak lesznek, hasonlóan a jelenlegi brithoz. A nagyobb szereplők erre korszerű kockázatkezelést fognak válaszul alkalmazni.

A változékonyabb kamatok mozgását azonban be fogja határolni az alacsony infláció, ami az EKB által követendő monetáris politikából fakad. Ennek ellenére várható, hogy növekszik a változó kamatozású papírok és más hiteleszközök aránya, beleértve a lakossági lakásvásárlásokat is.

A monetáris politika hatása egy ilyen irányban változó környezetben azt eredményezheti, hogy a kamatok változására a gazdaság gyorsabban fog reagálni. Ha az új környezethez alkalmazkodnak a cégek, akkor a gazdasági teljesítményben kisebb lesz a visszaesés egy esetleges kamatváltozás esetén, mint ma a német gazdaságban.

Az intézményi befektetők súlyának növekedésével a pénzügyi szektorban koncentrálódnak a lakossági befektetési döntések. Ezek az intézményi befektetők a méretük és a szakértelmük miatt az arbitrázslehetőségeket sokkal hamarabb kihasználják, mint az egyéni kisbefektetők, és érzékenyen, gyorsan fognak reagálni az EKB akcióira.

Mivel a német márka megszűnik, megszűnik az a jelenleg népszerű befektetési stratégia is, hogy amikor a dollár népszerűtlenné válik a befektetők szemében, akkor a márkába mene-

¹⁹⁶ A számítást megnehezíti, hogy egyelőre bizonytalan a résztvevő országok köre. Az összes 15 tagország lakossága 371,8 millió, az USA-é 263, Japáné 125 millió. A GDP-k rendre 8427 milliárd USD, 7253 milliárd USD és 5134 milliárd USD. Ha az eurót csak 11 ország vezetné be, akkor e számok rendre 289 millió és 6804 milliárd USD, ha pedig csak 8 ország, akkor 183 millió és 5055 milliárd USD. (IMF, 1997, 7. o.).

külnek, ezzel megváltoztatva a márka és a többi valuta árfolyamát, ezek keresztül az érték-papír-piaci hozamokat.

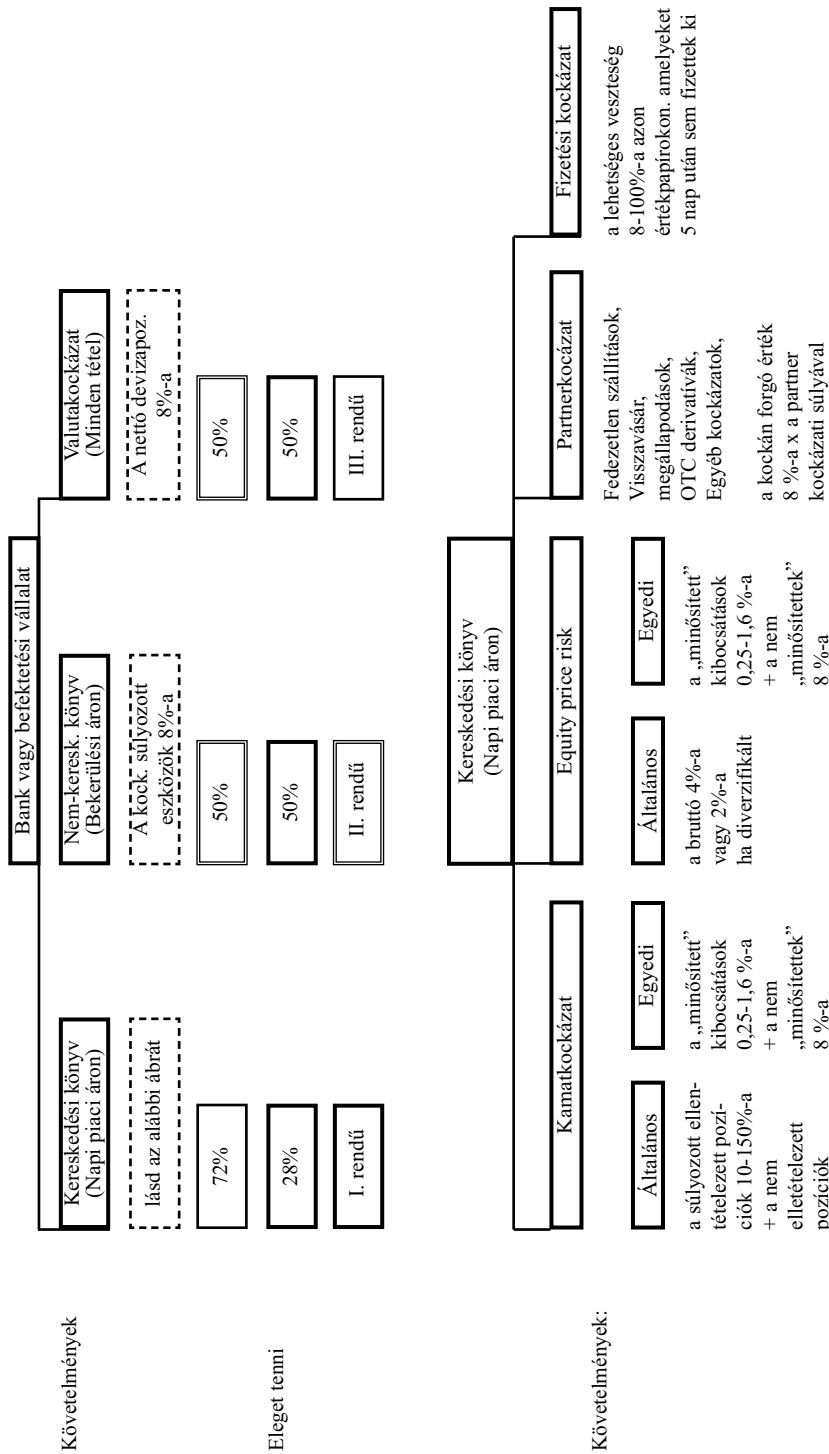
Az EKB/KBER várhatóan nagy figyelmet fog fordítani az értékpapírpiacokra a monetáris politika kialakításakor. Ez megfelel annak az általános irányzatnak a fejlett országok monetáris politikájában, hogy a hagyományos mutatószámok (monetáris aggregátumok) illetve a csak utólag rendelkezésre álló reálgazdasági mutatók (GDP, foglalkoztatás stb.) mellett egyre nagyobb figyelmet fordítanak a pénzügyi piacok jelzéseire, amelyek természetüknél fogva előretekintőek. Bármilyen korlátai is vannak ennek a stratégiának, alkalmazása elkerülhetetlen a jelenlegi szerkezeti adottságok mellett. A megbízható piaci jelzések előfeltételezik a jól működő piacokat. E piacok azonban egyre összetettebbek, gyorsan változik a struktúrájuk, és a piaci szereplők kockázatkezelési technikája is fejlődik. Ezek mind befolyásolják a piaci árjelzések minőségét, jelentését. A piacok működésének megismerése ezért kitüntetett fontosságú lesz az EKB/KBER számára.

A támaszkodás a pénzügyi piacokra megköveteli a megfelelő kommunikáció kialakítását. Ennek kevés európai országban van hagyománya, de még ha lenne is, kérdéses, mennyire volna átmenthető az eurókorszakra, hiszen alapvető strukturális változások fognak lejátszódni e piacokon. A monetáris politikai lépések kivitelezésénél a piacok várható reakciójának figyelembevétele, befolyásolása fontos lesz a szükségtelenül nagy költségek elkerülése érdekében, amit a helytelen reakciók válhatnak ki a piaci szereplőkből. Ezért a hazai szereplőknek – beleértve a monetáris és a gazdaságpolitika alakítót is – érdekük fűződik mind az európai, mind pedig a hazai pénzügyi piacok működésének megismeréséhez. Az integráció előfeltétele a piacokkal való kommunikáció kialakítása, a piacok megfelelő működésének biztosítása.

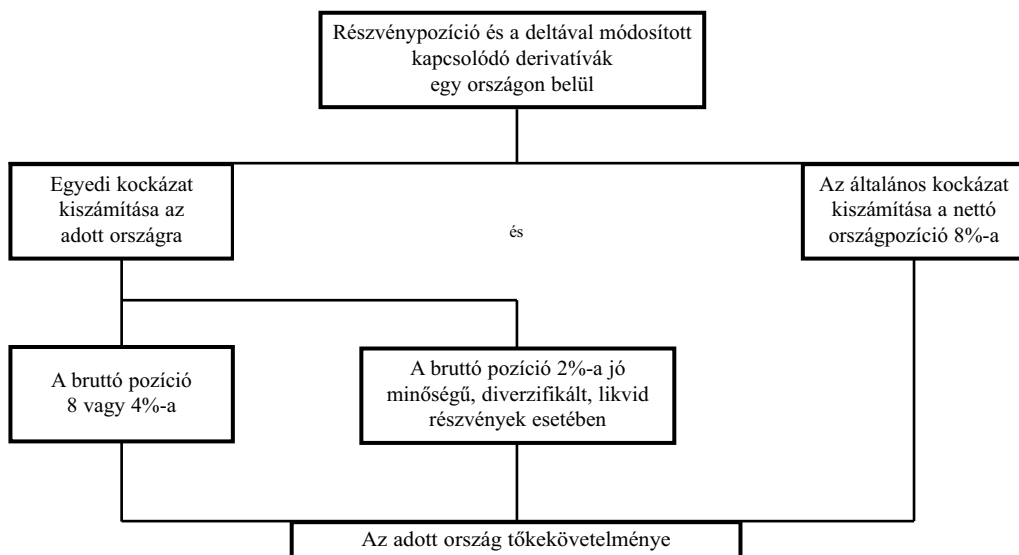
1. ábra

Tőke megfelelési direktíva

(Capital adequacy directive)



Forrás: Dale in: Steil (1996) 238–239. o.

2. ábra**A részvénytőzingszítés kockázatának sémája**

Forrás: Coopers & Lybrand (1995:28) id Dale in: Steil (1996) 240. o.

1. táblázat**A lejáratí módszer időszíjai, zónái és a kockázati súlyok**

(BIS és EU)

3%-os vagy azt meghaladó	3%-nál alacsonyabb	Kockázati súly	Zóna	Zónán belül	Szomszédos zónák között	Az 1. és 3. zóna között
1 hónapig	1 hónapig	0,00%	1. zóna	40%	40%	100%
1-3 hó	1-3 hó	0,20%				
3-6 hó	3-6 hó	0,40%				
6-12 hó	3-12 hó	0,70%				
1-2 év	1,0-1,9 év	1,25%	2. zóna	30%	40%	
2-3 év	1,9-2,8 év	1,75%				
3-4 év	2,8-3,6 év	2,25%				
4-5 év	3,6-4,3 év	2,75%	3. zóna	30%		
5-7 év	4,3-5,7 év	3,25%				
7-10 év	5,7-7,3 év	3,75%				
10-15 év	7,3-9,3 év	4,50%				
15-20 év	9,3-10,6 év	5,25%				
20 éven túl	10,6-12 év	6,00%				
	12-20 év	8,00%				
	20 éven túl	12,50%				

Forrás: BIS (1995) „Planned Supplement” 12-13. o.

2. táblázat**A kamat/hozamkockázat kezelése duration módszerrel**

(EU, BIS)

Zóna	Feltételezett hozamváltozás
1. zóna	
1 hónapig	1,00
1-3 hó	1,00
3-6 hó	1,00
6-12 hó	1,00
2. zóna	
1,0-1,8 év	0,90
1,8-2,6 év	0,80
2,6-3,3 év	0,75
3. zóna	
8,6-9,9 év	0,60
9,9-11,3 év	0,60
11,3-16,6 év	0,60
16,6 év felett	0,60

Zóna	Módosított duration (években)	Feltételezett hozamváltozás (%-os változás)
Egy	$> 0 \leq 1,0$	1,0
Kettő	$> 1,0 \leq 3,6$	0,85
Három	$< 3,6$	0,75

$$\text{Módosított duration} = \frac{\text{duration}(D)}{(1+r)}$$

$$D = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{tC_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^m \frac{C_t}{(1+r)^t}}$$

r = lejáratig esedékes hozam
 C_t = pénzáramlás a t időpontban
 m = a teljes lejáratú idő

Forrás: BIS (1996), „Amendment to...” 14. o. és EC CAD (1993), 15-16. o.

3. táblázat**A VAR modellek használata a CAD-ban**

VAR modellek a napi tőkekövetelmények kiszámítására használhatók.

Az intézményeknek továbbra is ki kell számítaniuk hat havonta a CAD tőkekövetelményeket.

Ennek az ellenőrző számításnak az időpontját a felügyelő állapítja meg minden évben.

Az intézményeknek a szokásosnál tovább tart e tőkekövetelmény kiszámítása.

A tőkekövetelmény az alábbiak közül a nagyobb:

az ellenőrző CAD követelmény

az ellenőrző CAD követelmény *

$$\frac{\text{az aktuális portfólió VAR-ja}}{\text{az ellenőrző portfólió VAR-ja}}$$

a VAR értéke x a BIS szorzótényezője

A VAR modell parametereit a BIS állapítja meg.

(Ezeket az irányelveket a Bank of England dolgozta ki, az SFA-nak jóvá kell hagynia.)

Forrás: LIBA id. Dale in: Steil (1996) 253.o.

4. táblázat**A Bank of England szabályai a fedezetekre és a „belső ügylet”-ekre**

Szituáció	Szabály és alapvető kezelés
Kereskedési könyvbeli kockázatot nem pénzügyi eszköz fedez (pl. bank-hitel vagy -betét)	A nem-pénzügyi eszközöket általános piaci kockázat szempontjából a kereskedési könyvbe kell foglalni, de az egyedi kockázatéból nem alkalmazni kell a partnerkockázati súlyt
Banki könyvbeli kockázatot közvetlenül egy pénzügyi eszköz fedez egy külső partnerrel	A pénzügyi eszközt ki kell venni a kereskedési könyvből és a banki könyvre vonatkozó szabályokat kell alkalmazni (pl. partnerkockázati tőkekövetelményt)
Banki könyvbeli kockázat átadása „belső ügylet” keretében a kereskedési könyvbe (pl. egy FRA-tel vagy swappal)	A „belső ügylet” kereskedési könyvbeli lábát a kereskedési könyvben kell nyilvántartani az általános piaci kockázati tőkekövetelmény céljára, de az egyedi kockázati nem. A „belső ügylet”-nek nincs partnerkockázata. A banki könyvi tőkekövetelmény változatlan.

Forrás: LIBA id. Dale in: Steil (1996) 247.o.

5. táblázat**A részvények egyedi kockázati súlyai**

Nem minősített országbeli részvények	8%
Minősített országokbeli részvények	4%
Nagyon likvid részvények diverzifikált portfólióba ágyazva	2%

Forrás: LIBA id. Dale in: Steil (1996) 247.o.

6. táblázat**Pénzügyi rendszerek és tőkeszerkezet**

	A pénzügyi rendszer típusa	
	Kontroll-orientált	Távolságtartó
Kontroll-orientált finanszírozás aránya	magas	alacsony
Pénzügyi piacok	kicsik, kevésbé likvidek	nagyok, erősen likvidek
Tőkepiacon jegyzett vállalatok részaránya	kicsi	nagy
Adósság- és részvénytulajdonlás	koncentrált	szétszórt
Befektetői irányultság	kontroll-orientált	portfólió-orientált
Az ellenőrző pakettek (részvényblokkok) forgalma	alacsony	magas
A kontroll és a tőkebázis elkülönítésére szolgáló mechanizmusok használata	gyakori	korlátozott, gyakran szabályozók által
A legfontosabb ügynök-probléma	Az ellenőrző és a kisebbségi tulajdonosok között	A tulajdonosok és a management között
A külső igazgatók szerepe	korlátozott	fontos
Az ellenséges átvételek szerepe	nagyon korlátozott	potenciálisan fontos

Forrás: Berglöf in: Steil (1996) 159.o.)

7. táblázat**Tulajdonosi koncentráció a jegyzett vállalatokban**

(a legnagyobb tulajdonos részesedése)

%

A legnagyobb tulajdonos részesedése	(1) Franciaország (1982)	(2) Németország (1985)	(3) Olaszország (1993)	(4) Spanyolország (1990)	(5) Svédország (1987)	(6) Egyesült Királyság (1990)	(7) Japán (1983)	(8) Egyesült Államok (1981)
>50	55	66	89	49	42	5	5	9
30–50	42	23	9	49	31	29	70	29
25–30								
20–25								
15–20								
10 és 15 között								
5 és 10 között	2	12	2	2	4	9	25	23
<5								

Forrás: Berglöf in: Steil (1996) 151.o.

8. táblázat**A részvénytulajdonlás szerkezete néhány kiválasztott országban**

(a teljes tulajdon százalékában, év végén)

%

	Németország	Franciaország	Olaszország	Egyesült Királyság	Egyesült Államok	Japán
	1990	1992	1993	1993	1992	1992
1. Intézményi befektetők (2+3+4)	22	23	11,3	59,3	31,2	48,0
2. Ebből: bankok	10		9,9	0,6	0,3	26,7
3. nyugdíjalapok/ biztosítók	12		0,8	51,5	23,9	17,2
4. egyéb			0,6	7,2	7,0	4,1
5. Háztartások	17	34	33,9	19,3	48,1	22,6
6. Magánvállalkozások	42	21	23,0	4,0	14,4	24,8
7. Közhatalóságok	5	2	27,0	1,3		0,7
8. Külföldi befektetők	14	20	4,8	16,3	6,6	3,9

Megjegyzés: Az adatok nem feltétlenül adják ki a 100%-ot az adatszolgáltatók által használt definíciók és a szabályozók különbözősége miatt.

Forrás: Lanoo (1995), 13. o.

9. táblázat**A tőzsdére bevezetett vállalatok aggregált részvénytulajdonlása**

%

	Németország				
	1960	1970	1980	1985	1990
Ipar	44	41	45	43	42
Háztartások	27	28	19	18	17
Külföldi befektetők	6	8	11	13	14
Biztosítótársaságok	3	4	6	9	12
Bankok	6	7	9	8	10
Kormányzat	14	11	10	9	5

Megjegyzés: A banki adatok tartalmazzák a bankok kereskedelmi könyveiben szereplő, vagy brókerek/dealereknél lévő értékpapírokat is; a biztosító társaságok magukban foglalják a magánnyugdíjpénztárakat is.

Forrás: Deutsche Bundesbank, id. in Lanoo (1995) 14.o.

%

	Egyesült Királyság					
	1963	1969	1975	1981	1989	1993
Nyugdíjalapok	6,4	9,0	16,8	26,7	30,6	34,2
Biztosítótársaságok	10,0	12,2	15,9	20,5	18,6	17,3
Unit trustök	1,3	2,9	4,1	3,6	5,9	6,6
Bankok	1,3	1,7	0,7	0,3	0,7	0,6
Befektetési társaságok és egyéb	11,3	10,1	10,5	6,8	2,7	3,1
Háztartások	56,1	49,5	39,8	30,4	22,9	19,3
Közületi szektor	1,5	2,6	3,6	3,0	2,0	1,3
Ipar és kereskedelem	5,1	5,4	3,0	5,1	3,8	1,5
Külföldi befektetők	7,0	6,6	5,6	3,6	12,8	16,3

Forrás: Central Statistical Office, U. K. id. in: Lanoo (1995), 15. o.

%

	Franciaország	
	1977	1992
Ipar	20	21
Magánbefektetők	41	34
Külföldi befektetők	12	20
Bankok / biztosítók	24	23
Kormányzat	3	2

Forrás: CREP, France, id. in Lanoo (1995), 15. o.

10. táblázat**Az euro benchmark hozamgörbe: Németország versus Franciaország**

Németország			Franciaország		
1. Instrumentumok					
	Lejárat	Kibocs. menny.		Lejárat	Kibocs. menny.
BUBILL	csak 6 hó	3,2 Mrd ECU	BTF	egy évig terjedő (minden csütörtökön)	átlagosan 2,8 Mrd ECU
SCHATZ	2 év	az első kibocs.: 5,2 Mrd ECU volt	BTAN	rendszerint kettő és öt év	átlagosan 8–11 Mrd ECU
OBL	5 év	4,2–6,8 Mrd ECU	OAT	30 évig terjedő	átlagosan 15,5–17 Mrd ECU
Államkötvények	10 és 30 év	5,2–13 Mrd ECU kibocsátási nagyság	TEC10	változó kamatozású OAT	
Kincstárjegyek		a kibocs. 1995 közepén megszűnt	Állam- kötvények	kibocsátás megszűnt	
Treuhand kötvény	5 év	csak 1993-ban és 1994-ben volt kibocs.	Stripek	0-30 évig, kibocsátás hathavonta	

2. A kibocsátási eljárás

A Szövetségi Kötvény Konzorciumban a Bundesbank a kibocsátás-szervező. Jegyzői és terítői szindikátusként működik. 1992 óta a tagság nyitott külföldi cégek jogilag nem önálló németországi fiókok számára. 1995 végén 95 intézmény tartozott a konzorciumba, ebből 48 külföldi tulajdonú bank volt.

1990. augusztus óta a szövetségi kötvények többségét kombinált módszerrel bocsátják ki: egy részüket a szindikált, más részüket tender formában. A Bund-ok és az OBL-ok esetében a kibocsátott mennyiség egy részét paici műveletek céljára elkülöníti a Bundesbank, majd később fokozatosan adja el azokat a tőzsdén.

Egy aukciós tervet hoznak nyilvánosságra minden negyedév kezdetét két héttel megelőzően. A két- és öt-éves lejáratú kötvényeket most már rendszeresen negyedévenként bocsátják ki.

A 10 és több, körülbelül 30 éves lejáratú papírok kibocsátási naptárai továbbra is találgatások középpontjában maradnak. Emellett miközben a kibocsátási mennyiség növekedett, a likviditás a hozamgörbe mentén változó.

Elsődleges forgalmazói rendszer, 20 taggal (ebből 7 külföldi).

Követelmények: a másodlagos piac ösztönzése, a kincstári tájékoztatása a piaci fejleményekről, aktív részvétel a tendereken. Bármilyen pénzügyi intézmény kérhet és kaphat elsődleges forgalmazói státuszt, egy rövid megfigyelési időszakot követően, amit jelentő dealerként kell eltöltenie. Az elsődleges forgalmazói státusz előnye (i) tendereken részt vehet (ii) nem versengő ajánlatot tehet, ami lehetővé teszi, hogy a marginális áron több értékpapírt vásároljon tender során (iii) ... engedélyezett az OAT-ok kuponjainak leválasztása és újraösszeállítása és (iv) a kereskedői státuszok vevők felé való közvetítésének képessége.

A kincstári BTA és OTA kibocsátási terveit az év elején közzé teszi.

Majdnem minden forgatható állampapírt holland tender keretében bocsátanak ki.

A kibocsátási terv nagyon rendszeres. BTF hétfőnként, havi OAT tenderek, minden hónap első csütörtökönként és rendszerint egy tízéves lejáratú, havi BTAN tender rendszerint a két- és öt éves benchmarkra alapul.

A kibocsátási mennyiséget két nappal a tender előtt állapítják meg, az elsődleges forgalmazókkal történt egyeztetés után.

Az euro benchmark hozamgörbe: Németország versus Franciaország

3. A STRIP piac

1996. június 13-án Bundesbank bejelentette azt a tervet, hogy 1997 során bizonyos 10 és 30 éves szövetségi kötvényeknél bevezetik a kamat- és a tőkeszelvény elkülönített kereskedését.	1991 óta minden április 25-én és október 25-én lejáró OAT (összesen 13 kötvény) stríppelhető. Minden stríppelhető kötvénynek van tőkeszelvény-igazolása, de minden azonos lejáratú kuponigazolás helyettesíthető egymással, ezzel lehetővé téve az OAT-ok újraképzését más kibocsátású kuponokkal. Az eredményesen stríppelhető kötvény 17%-át teszik ki, és az összes francia frankban fennálló adósság 4,75%-a (amíg az USA stripek rendre 25 és 4,35%-ot képviselne).
---	--

4. Repopiac

A német repopiacot két alapvető tényező veti vissza: (i) a kormány által jóváhagyott univerzális repodokumentáció hiánya, (ii) az a tény, hogy sok hazai intézmény nem teszi lehetővé a kötvényei kölcsönzését. Ez a DM repokereskedés nagy részét offshore területekre terelte, főként Londonba.	A francia frank repopiaci messze a legkifinomultabb Európában, fejlődése az USA-modellt követte. A kincstár jogilag kötelező repodokumentáció elkészítését kezdeményezte, ami a piac működési alapját képezi. A piac rendkívül átlátható és likvid, 20 elsődleges forgalmazóval, amelyeknek el kell juttatniuk az árakat a Reutershez, aminek alapján bármely intézmény kereskedhet.
---	--

11. táblázat

Európai Unió (EU), Észak-Amerika és Japán: A tőkepiacok méretére vonatkozó mutatók, 1995

	Népesség (millió fő)	GDP	Tartalékok (arany nélkül)	Részvény- tőzsdei kapitalizáció	Hiteleszközök ¹ (milliárd USD)		Bankok eszközei ²	Kötvények, részvények és banki eszközök ³	Kötvények, részvények és banki eszközök ³ (a GDP százalékában)
					nyilvános	magán			
EU (15) ⁴	371,8	8427,6	376,4	3778,5	4809,9	3863,5	14818,2	27269,9	323,58
EU (11) ⁵	289,0	6804,0	284,5	2119,4	3903,8	3088,6	11971,6	21083,4	309,87
EU (8) ⁶	182,7	5035,4	199,2	1693,8	2324,2	2613,6	9456,0	16087,6	318,23
Észak-Amerika	383,1	8105,7	106,6	7314,6	7339,5	4439,2	5652,4	24745,7	305,29
Egyesült All.	263,0	7253,8	74,8	6857,6	6728,0	4322,6	5000,0	22908,2	315,81
Kanada	29,6	565,6	15,0	366,3	580,8	93,1	515,8	1556,0	275,11
Mexikó	90,5	286,3	16,8	90,7	30,7	23,5	136,6	281,5	98,32
Japán	125,2	5134,3	183,3	3667,3	3447,7	1877,1	7382,2	16374,2	318,92
EU-országok									
Ausztria	8,5	233,2	18,7	32,5	105,9	105,7	211,6	457,7	701,9
Belgium	10,0	269,2	16,2	105,0	305,4	165,5	470,9	734,2	1310,0
Dánia	5,2	172,7	11,0	56,2	142,1	188,6	330,7	155,5	542,4
Egyesült Kir.	58,3	1105,1	42,0	1407,7	429,9	396,3	826,2	2424,4	4658,3
Finnország	5,1	125,0	10,0	44,1	94,6	49,5	144,1	143,5	331,8
Franciaország	58,0	1538,8	26,9	522,1	681,7	801,2	1482,9	2923,0	4927,9
Görögország	10,5	114,3	14,8	17,1	100,1	5,8	105,9	63,9	186,8
Hollandia	15,5	395,5	33,7	356,5	203,5	183,9	387,4	808,0	1551,9
Írország	3,6	61,9	8,6	25,8	38,5	7,4	45,9	82,3	154,0
Luxemburg	0,4	19,3	0,1	30,4	1,0	15,9	16,9	555,0	602,3
Németország	81,6	2412,5	85,0	577,4	893,6	1284,6	2178,1	3752,4	6507,8
Olaszország	57,2	1087,2	34,9	209,5	1222,0	396,8	1618,8	1513,5	3341,8
Portugália	9,9	102,7	15,9	18,4	56,0	15,6	71,6	161,8	251,8
Spanyolország	39,2	559,6	34,5	197,8	301,6	62,6	364,2	840,2	1402,2
Svédország	8,8	230,6	24,1	178,0	234,0	184,2	418,2	799,0	346,49

Forrás: IMF (1997): International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, 1997. július. 7. o. ¹ Hazak és nemzetközi hiteleszközök a kibocsátó nemzetsége szerint csoportosítva. ² 1994-es adatok, az összes bankra vonatkozóan, kivéve: kereskedelmi- és takarékbankok Dánia, kereskedelmi bankok Kanada (világviszonylatban konszolidálva), Görögország, Luxemburg és Mexikó esetében, belsődon engedélyezett bankok Japánban (kivéve a vagyonkezelési tevékenységet), kereskedelmi, takaré- és szövetkezeti bankok Svédország esetében, valamint kereskedelmi- és takarékbankok és takaré- és hiteleszövetkezetek az USA-ban. ³ Az értéktőzsdéi kapitalizáció, a kötvények és a banki eszközök összege. ⁴ Ausztria, Belgium, Dánia, Egyesült Királyság, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Svédország. ⁵ Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália és Spanyolország. ⁶ Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország.

12. táblázat

**Nemzetközi kötvények állománya valuták és országok szerint,
1997 márciusában**

milliárd USD

	Állomány
Valuták szerinti megoszlás	
USD	1301,4
JPY	499,6
EU országok valutái ²	1107,9
Egyéb ³	331,8
Összesen	3240,7
Országok szerinti megoszlás	
EU-országok	1478,2
Ausztria	64,4
Belgium	50,2
Dánia	32,0
Egyesült Királyság	275,5
Finnország	53,8
Franciaország	211,6
Görögország	20,0
Hollandia	124,4
Írország	17,4
Luxemburg	11,8
Németország	356,4
Olaszország	92,2
Portugália	12,6
Spanyolország	43,7
Svédország	112,2
Észak-Amerika	647,2
Egyesült Államok	418,1
Kanada	183,7
Mexikó	45,4
Japán	344,6
Egyéb	770,7
Összes egyéb ország	3240,7

Forrás: IMF (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, 1997. július 9. o.

¹ Európapírok és nemzetközi kötvények.

² Ausztria, Belgium, Dánia, Egyesült Királyság, Finnország, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Svédország valutái, valamint ECU.

³ Ausztrália, Hong Kong, Kanada, Norvégia, Svájc, Új-Zéland, és egyéb országok valutái.

13. táblázat**Egyes valuták használata a valutáris tranzakciók egyik oldalán, 1989 áprilisában, 1992 áprilisában és 1995 áprilisában¹***(a globális bruttó valutapiaci forgalom százalékában)*

%

Valuta	1989. április	1992. április	1995. április
US dollár	90	82	83
Német márka ²	27	40	37
Japán yen	27	23	24
Font sterling	15	14	10
Francia frank	2	4	8
Svájci frank	10	9	7
Kanadai dollár	1	3	3
Ausztrál dollár	2	2	3
ECU	1	3	2
Más Európai Monetáris Rendszer (EMS) valuták	3	9	13
Más jelentéstevő országok valutái	3	3	2
Egyéb valuták	19	8	8
Összes valuta	200	200	200
Memorandum:			
EMS valuták, ECU-vel együtt	48	70	70

Forrás: IMF (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, 1997. július 10. o.

¹ A jelentő országok száma 1989-ben 21, 1992-ben és 1995-ben 26. Az 1989-es adatok és Finnország adatai 1992-ben az opciókat és a futures ügyleteket is tartalmazzák. Az 1989-es adatok csak a helyi valutakereskedést fedik le, kivéve az US dollárt, a német márkát, a japán yent, a font sterlinget, a svájci frankot és az ECU-t. Az adatok a bruttó forgalomhoz kapcsolódnak, mert 1989-ben nem állnak rendelkezésre összehasonlítható adatok "nettó-bruttó" vagy „nettó-nettó” alapon.

² Az 1989. áprilisi adatok nem tartalmazzák a német márka Németországban törő kereskedelmét.

14. táblázat

A tőkepiacokon a nem pénzügyi vállalkozások által összegyűjtött pénzeszközök néhány kiválasztott ipari országban, 1990–1995 között

(az összes százalékában)

%

	Kötvények ¹	Részesedések	Egyéb ²	Összesen
EU országok				
Hollandia	1,17	42,19	56,64	100
Olaszország	-0,68	25,55	75,13	100
Spanyolország	1,71	29,27	69,02	100
Svédország	-0,88	33,73	67,15	100
Egyesült Államok	50,94	13,22	35,84	100
Kanada	7,14	27,91	64,95	100
Japán	5,48	11,38	83,14	100

Forrás: IMF (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, 1997. július 54. o.

¹ A rövid lejáratú kötvényekre vonatkozó adatok Hollandia, Japán és Olaszország esetében nem állnak rendelkezésre.

² Maradvány, beleértve a banki finanszírozást.

15. táblázat

Becslések az EU állampapír hitelkamat feláaira, 1996. szeptember és 1997. június

(US dollárfelárak a kötvényekre bázispontokban)

%

	Három év		Öt év		Tíz év	
	1996. szept.	1997. jún.	1996. szept.	1997. jún.	1996. szept.	1997. jún.
Belga frank	+6	+5	+15	+9	+28	+26
Dán korona	+6	+5	+13	+8	+27	+26
Finn márka	+6	+6	+16	+10	+30	+29
Ír font	+5	-6	+11	+9	+25	+25
Olasz líra	+10	+9	+22	+12	+34	+30
Osztrák schilling	+4	-3	+10	+6	+24	+23
Spanyol peseta	+8	+8	+19	+11	+32	+30
Svéd korona	+8	+6	+17	+10	+27	+28

Forrás: IMF (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, 1997. július 47. o.

16. táblázat**Valutában fennálló adósság az Európai Unió országaiban, Észak-Amerikában és Japánban 1996-ban**

(az összes államadósság százalékában)

%

Ország	Külföldi adósság	Év ¹
EU-országok		
Ausztria	17,5	1996
Belgium	11,4	1995
Dánia	14,3	1996
Egyesült Királyság	4,6	1996
Finnország	42,9	1996 ²
Franciaország	4,8	1995
Görögország	30,6	1996
Hollandia	0,0	1996
Írország	26,4	1996
Luxemburg	3,5	1995
Németország	0,0	1995
Olaszország	6,1	1996
Portugália	17,7	1996
Spanyolország	7,3	1996
Svédország	28,2	1996
Észak-Amerika		
Kanada	2,6	1996 ³
Mexikó	89,0	1996
Egyesült Államok	0,0	1996
Japán	0,0	1996

Forrás: IMF (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, 1997. július, 46. o.

¹ Az az év, amelyre vonatkozóan a legfrissebb adatok rendelkezésre állnak.

² A központi kormányzatra vonatkozik.

³ 1997. március 31-i adat a szövetségi kormányzatra vonatkozik.

17. táblázat

Részvénytőzsiatok: az Európai Unió (EU) országai, Egyesült Államok és Japán, 1996

	Jegyzett vállalatok		A hazai piaci kapitalizáció		Hazai	Külföldi (Millió ECU-ben)	Összesen	Éves forgalom		
	Hazai	Külföldi	(Millió ECU-ben)	(A GDP százalékában)				Hazai	Külföldi	Összesen
	(Darab)		(Millió ECU-ben)	(A GDP százalékában)				(Az EU összes százalékában)		
EU országok piacai										
Amsterdam	217	216	3 02452	96,1	149587	633	150220	8,96	0,11	6,58
Athén	217	0	18988	19,64	5695	0	5695	0,34	0,00	0,25
Bécs	94	35	25719	14,16	8265	281	8546	0,50	0,05	0,37
Brüsszel	146	145	95752	45,4	17849	2914	20763	1,07	0,47	0,91
Dublin	61	10	27659	52,29	4711	3	4714	0,28	0,00	0,21
Helsinki	71	0	49444	50,41	17538	0	17538	1,05	0,00	0,77
Kopenhága	237	12	57281	41,46	29111	698	29809	1,74	0,11	1,31
Lisszabon	158	0	19706	23,4	5658	0	5658	0,34	0,00	0,25
London	557	833	1 368000	153,61	335644	580777	916421	20,10	94,59	40,13
Luxemburg	54	224	25910	164,53	604	17	621	0,04	0,00	0,03
Madrid	357	4	194681	42,25	63869	18	63887	3,83	0,00	2,80
Milánó	244	4	206997	21,79	82532	18	82550	4,94	0,00	3,61
Németország	681	1290	531553	28,34	621454	18778	640232	37,22	3,06	28,04
Párizs	686	187	472426	38,48	220608	4828	225436	13,21	0,79	9,87
Stockholm	217	12	194045	97,42	106434	5021	111455	6,37	0,82	4,88
EU összesen	3997	2972	3 590613	52,83	1 669559	613986	2 283545	100	100	100
Memorandum:										
New York	2617	290	5 395889	90,23	3 014383	190392	3 204775			50,41
Nasdaq	5138	418	1 192290	19,94	2 505177	98767	2 603944			41,89
Tokió	1766	67	2 374733	64,88	738711	1214	739925			20,18

Forrás: IMF (1997): International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, július 57. o.

18. táblázat**Befektetési alapok, 1996. június**

	Részvény	Kötvény	Pénzpiac	Összesen
Nettó eszközérték (milliárd USD-ban)				
Európai Unió ^{1,2}	366,74	533,94	496,32	1397,00
Egyesült Államok	1532,46	741,78	817,75	3091,99
Japán	119,12	189,39	102,22	410,73
Az alapok száma (darab) ³				
Európai Unió ^{1,2}	7136	4436	1912	13484
Egyesült Államok	2611	2390	995	5996
Japán	4118	2060	15	6193

Forrás: IMF (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, 1997. július 39. o.

¹ Nem tartalmazza Írországot és Hollandiát a részvény, és kötvényalapok oszlopában.

² Nem tartalmazza Ausztriát, Dániát, Írországot és Hollandiát a pénzügyi alapokban.

³ A részvényalapok tartalmazzák a kiegyensúlyozott („balanced”) és az „egyéb” alapokat is.

19. táblázat**A nyugdíjpénztárak eszközeire vonatkozó szabályok összefoglalása**

	Befektetési szabályok	Finanszírozási szabályok
Egyesült Királyság	„Prudent man” koncepció, 5% önbefektetési korlát, koncentrációs limit a határozott járulékos pillérben.	A várható kifizetés vagy az indexált járadék max 5%-os túltőkésítése. Csak a kiszereződött rész tőkésítése kötelező.
Németország	Iránylevek: max. 30% EU részvény, 25% EU ingatlan, 6 % nem-EU részvény, 6% nem-EU kötvény, 20% általános külföldi eszköz, 10% önbefektetési korlát	Tőkésítés a várható kifizetés mértékéig. „Reserve book” tőkésítés választható.
Hollandia	„Prudent man” koncepció, 5% önbefektetés korlát	A várható kifizetést fedeznie kell, a felhalmozott járadék 15%-áig túltőkésíthető, a minimum maga a felhalmozott járadék.
Svédország	A túlnyomó rész jegyzett kötvényekben, jó vállalati kötvényekben (debentures) és a tagi hitelekben.	A tőkésített pénztárban a felhalmozott járadék tőkésítve van. A befizetési arányt 5 évenként kiigazítják az alap kiegyensúlyozása céljából.
Dánia	Ingatlanhitelek, részvények és befektetési társasági részesedések max. 40%-ig, külföldi eszközök max. 20%, min. 60% hazai adósságban. Önbefektetés tilos.	Irreleváns, mivel a hozzájárulást határozzák meg, kívülről kell finanszírozni a kifizetéseket.
Franciaország	A kiegészítő alapok (ARRCO/AGIRC) eszközei 50%-át EU államkötvénybe és kevesebb mint 33%-át a szponzorokba fektethetik. A biztosított pénzek maximum 40%-a ingatlanban és 15%-a kincstári betétben.	Vállalati tőkésített alapok tilosak, számviteli tartalék finanszírozása adózási szempontból hátrányos.

19. táblázat**A nyugdíjpénztárak eszközeire vonatkozó szabályok összefoglalása**

	Befektetési szabályok	Finanszírozási szabályok
Olaszország	Nincs önállóan menedzselt nyugdíjalap törvény. A legtöbb pénztár biztosítva van, a befektetések állampapírban (maximum 90%), bankbetétekben, ingatlanban, jelzálogban, értékpapírban és befektetési alapokban lehet.	Nincs egyénileg menedzselt nyugdíjalap, a törvénytervezet a fizetés 7%-át javasolja. A biztosított alapokat teljesen tőkésíteni kell 15-éves előretékként.
Írország	A pénztáraknak körültekintően diverzifikálniuk kell a portfóliójukat, minden önbefektetést be kell jelenteni.	A felhalmozott kötelezettségeket tőkésíteni, a használt jogokat pedig indexálni kell.
Belgium	Min. 15% legyen államkötvényben, nem több mint 15% szponzorokba fektethető, max. 40 % ingatlan, max. 10% betét.	A felhalmozott kötelezettségek tőkésítése kötelező, a folyó bérek alapján, kamatláb 7%.
Spanyolország	90% részvényekben, kötvényekben, jelzálogban, ingatlanban, betétekben.	A felhalmozott kötelezettségek tőkésítése plusz 4% margin kötelező, max. kamatláb 6%.
Portugália	Maximum of 50% ingatlan, 15% saját befektetés, max. 40% a nem Portugáliában bevezetett részvények és kötvények esetében (de „nagy piacok”-on jegyzettekre korlátozva).	A felhalmozott kötelezettségek tőkésítése kötelező.

Forrás: Davis (1995), és Davis in: Steil (1996) 194.o.

9. HIVATKOZÁSOK

Aghion, Ph. Hart, O. and Moore, J. (1992): The Economics of Bankruptcy Reform, NBER Working Papers 4097

Aglietta, M. (1995): Macroéconomie Financiere, Reperes, Párizs

Aoki, M., Gustafsson, B. and Williamson, O. (szerk.) (1990): The Firm as a Nexus of Treaties, SAGE Publications Ltd, London

Aoki, M. and Patrick, H. (1994) (szerk.): The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Clarendon Press, Oxford

Basle Committee on Banking Supervision (1996): Overview of the Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, Bazel, 1996. január

Blair, M. (1993): The Deal Decade. What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance, The Brookings Institution, Washington

Bordo, M. (1992) „Introduction”, in Bordo (ed): Financial Crises, vol. I.

Britton, E. and Whitley, J. (1997): „Comparing the monetary transmission mechanism in France, Germany and the United Kingdom: some issues and results”, Bank of England Quarterly Bulletin, 1997. május, 152–162. o.

Burkart, M. (1996): Economics of Takeover Regulation, LSE Financial Markets Group Discussion Paper 256, London

Charkam, J. P. (1994): Keeping Good Company. A Study of Corporate Governance in Five Countries, Clarendon Press, Oxford

Dale, R. (1994): „Regulating investment business in the Single Market”, Bank of England Quarterly Bulletin, November

Davis, Ph. E. (1995): Pension Funds. Retirement-Income Security, and Capital Markets. An International Perspective, Clarendon Press, Oxford

Davis, S. and Lanoo, K. (1997): „Shareholder Voting in Europe”, CEPS Review, No. 3. 25–36. o.

-
- Deutsche Bundesbank, (1991): „The Significance of Shares as Financing Instruments”, Monthly Report, 1991. október
- Dimsdale, N. and Prevezer, M. (1994) (szerk.): Capital Markets and Corporate Governance, Clarendon Press, Oxford
- Dimson, E. and Marsh, P. (1995). „Capital Requirements for Securities Firms”, Journal of Finance 50 (1995). pp. 821-851.)
- Dittus, P. (1994): Corporate Governance in Central Europe: The Role of the Banks, BIS, Bázel
- (1996): „Why East European Banks don’t want equity”, European Economic Review 40, 655–662. o.
- Eatwell, J. (1992): „The Development of Labour Policy 1979-92”, in: Michie, J. (szerk.): The Economic Legacy, Academic Press, London and San Diego, 333-339. o.
- EC (1985): Undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), Council Directive 85/611/EEC, 1985. december
- (1988a): Council Directive amending as regards the investment policies of certain UCITS, Directive 85/611/EEC, 1988. március
- (1988b): Council Directive for the implementation of Article 67 of the Treaty, („Capital Movement Directive”) Council Directive 88/361/EEC, 1988. június
- (1989a): Own Funds of Credit Institutions („Own Funds Directive”), Council Directive 89/299/EEC, 1989. április
- (1989b): Solvency Ratio for Credit Institutions („Solvency Ratio Directive”), Council Directive 89/647/EEC, december
- (1993a): Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions („Capital Adequacy Directive”), Council Directive 93/6/EEC, 1993. december (CAD)
- (1993b): Investment Services in the Securities Field („Investment Services Directive”), Council Directive 93/22/EEC, 1993. december (ISD)
- (1993c): Proposed Council Directive amending Directive 85/611/EEC on UCITS, 93/C 59/09
- (1997): „Proposal for a European Parliament and Council Directive amending Council Directive 93/6/EEC on the capital adequacy of investment firms and credit institutions”, 1997. április.

Economist, „German Shares. Scanty charms”, 1997. május 24. 1997, 82. o.

Financial Times (1997): „EU offers to scrap financial services curbs”, 1997. július 2.

Frydman, R., Phelps, E. S., Rapaczynski, A. and Shleifer, A. (1993): „Needed mechanisms of corporate governance and finance in Eastern Europe”, *Economics of Transition*, vol. 1. (2), 171–207. o.

Frydman, R., Pistor, K. and Rapaczynski, A. (1996): „Round Table: Obstacles to the establishment of a market for corporate control. Corporate governance in an insider-dominated economy: a report on Russia.” *Economics of Transition*, vol. 3. (1), 107–121. o.

Gowland, D. H. (szerk.) (1983): *Modern Economic Analysis 2*, Butterworths, London

Gros, D. (1992): *The Integration of Financial Markets in Europe and the Financing of Industry*, CEPS Working Party Report No. 7

Hall, M. J. B. (1995): „The Measurement and Assessment of Market Risk: a Comparison of the European Commission and the Basle Committee Approaches”, *BNL Quarterly Review*, No. 194, 1995. szeptember

Harris, L. (1994): *Financial Fragility in the Transition to Market Economies*, School of Oriental and African Studies, University of London, Dept. of Economics, Working Paper no. 47.

Harris, L., Coakley, J., Croasdale, M. and Evans, T. (eds)(1988). *New Perspectives on the Financial System*, Croom Helm, London

Harris, M. and Raviv, A. (1991): „The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, vol. XLVI. No. 1, 1991. március

L`Hévéder, C. (1996): „The Investment Services Directive and Its Implications for Participants in Europe`s Financial Markets”, 1 JIBFL – *Journal of International Banking and Financial Law*, 1996. január 5-9. o.

Horváth Á. és Szalai Z. (1997): *Gazdasági és Monetáris Unió*, MNB Füzetek 12, Budapest

Horváth Á. és Zsámboki B. (1997): „Az EU-bankdirektívák átültetése a magyar gyakorlatba”, *Bankszemle*, 7. sz. 1–18. o.

International Monetary Fund (1997): *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, Background Material, Part II. Selected Issues, Washington

Jensen, M. (1992): „Market for Corporate Control”, in Eatwell et. al.: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, London and Basingstoke, 657–666. o.

———— (1993) „The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, 1993 július, 831–880. o.

Kregel, J. A. (1988): „Financial Innovation and the Organisation of Stock Market Trading”, *BNL Quarterly Review*, vol. 165. 367–86. o.

———— (1990): „Market Design and Competition as Constraint to Self-Interested Behavior”, in: Groneveld, K. Maks, J. A. H. and Muysken, J. (eds): *Economic Policy and the Market Process. Austrian and Mainstream Economics*, Elsevier, Amsterdam

———— (1992): „Screen trading”, in: Eatwell et. al.: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, London and Basingstoke, 400–401. o.

———— (1993): „Bank Supervision: The Real Hurdle to European Monetary Union”, *Journal of Economic Issues*, 1993. június

———— (1995a): „Neoclassical Price Theory, Institutions and the Evolution of Securities Market Organisation”, *The Economic Journal*, 1995. március, 459–470. o.

———— (1995b): „Market Forms and Financial Performance”, *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena*, vol. 24, no. 3, 485-504. o.

Lazonick, W. (1992): „Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism,” *Industrial and Corporate Change*, Vol. 1. No. 3.

Lanoo, K. (1992): *The Internal Market for Financial Services. What has been achieved and what remains to be done*, CEPS Research Report No. 10., CEPS, Brussels

———— (1995): *Corporate Governance in Europe*, CEPS Working Party Report No. 12., Brussels

Lo, A. (1996) (ed.): *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, Chicago and London

Mayer, C. (1988): „New Issues in Corporate Finance”, *European Economic Review*, 32, 1167–89. o.

OECD (1995): *Financial Market Trends*, No. 62, Párizs, 1995. november, 13-35. o.

Padoa-Schioppa, T. (1990): *Financial and Monetary Integration in Europe: 1990, 1992 and Beyond*, Group of Thirty Occasional Papers 28, New York, London

Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, (1996): „The Stock Market as a source of Capital: Some lessons from initial public offerings in Italy”, *European Economic Review*, 40, 1057–1069. o.

Prowse, S. (1994): Corporate Governance in an International Perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany, BIS, Bazel

Rajan, R. G. and Zingales, L. (1995): „What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, The Journal of Finance, vol. L. No. 5. 1995. december, 1421-1460. o.

Risk (1997): „EMU. Are you converted? A supplement to Risk Magazine”, 1997. június.

Roe, M. (1993): „Takeover Politics”, in: Blair (1993), 321-380. o.

————— (1994): Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton

Rogers, J. and Streeck, W. (1995) (szerk.): Works Councils. Consultation, Representation, and Cooperation in Industrial Relations, The University of Chicago Press, Chicago and London

Singh, A. (1993): The Stock Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock Markets? UNCTAD Review, No. 4. 1–28. o.

Stiglitz, J. E. (1993): Financial Systems for Eastern Europe?s Emerging Democracies, IPR Working Papers 38.

Steil, B. (1996) (ed.): The European Equity Markets. The State of the Union and an Agenda for the Millenium, Royal Institute of International Affaires, London

Toporowski, J. (1993): The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash, Edward Elgar, Aldershot

Turing, D. (1996): „The European Convention on Insolvency Proceedings”, 2 JIBFL – Journal of International Banking and Financial Law, február – 56–59. o.

Értékpapír-befektetés az Európai Unióban
(befektetési tevékenység szabályozása, tőke megfelelési előírások)
MNB Műhelytanulmányok 14.

Nyomda: D-Plus
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

