

## A HITELMINŐSÍTŐK CSAPDÁJÁBAN?

*Az amerikai jelzálogpiacról kiinduló és – többek között – Európát is romba döntő pénzügyi válság bővelkedik a meglepetésekben. Nemcsak a válság méreteit, a pénzügyi rendszer leépülésének gyorsaságát, vagy a kibontakozással kapcsolatos globális tanácstalanságot mondhatjuk sokkolónak. Legalább ilyen súlyos bizonytalanságok forrása, hogy a bankok mellett azok a pénzügyi intézmények is jogos kritikák céltáblájává váltak, amelyek feladata éppenhogy a rendszer biztonságának, megbízható működésének őrzése lett volna.*

### 1. A PÉNZÜGYI VÁLSÁG ÉS A HITELMINŐSÍTŐK

A válság okairól szóló, ma már bőséges szakirodalomban előkelő helyen szerepelnek a nagy hitelminősítő intézetek is. Az indulatosabb kommentátorok szerint a válság révén vagyonokat keresők egyszerűen „kilóra” megvették őket, más magyarázata ugyanis aligha lehet az értéktelen pénzügyi termékek tömeges felminősítésének. A korrupción túli összefüggéseket is kutatók viszont inkább arra kíváncsiak, vajon milyen jogi szabályozási környezet tette egyáltalán lehetővé, hogy a nevezetes „ingatlanalapú származékos értékpapírok” megkaphatták a legmagasabb megbízhatóságot jelentő AAA minősítést?

Ezek a nem elsőrendű adósok tartozásaira épülő, de a pénzintézetek által „újracsomagolt” (például kötvények formájában nagy tömegben forgalmazott) termékek voltak ugyanis *a bankválság közvetlen kirobbantói* az Egyesült Államokban. 2007-ben a „subprime” jelzálogadósok már olyan sokan nem tudták törleszteni kölcsöneiket, hogy az amerikai ingatlanpiac a hitelezők tömeges ingatlaneladásai miatt összeomlott. Ezáltal megszűnt a tényleges fedezete az ingatlanalapú származékos értékpapíroknak is. Azok a bankok, amelyek nagy mennyiségben fogadtak el hitel-fedezetként ilyen „mérgezett értékpapírokat” (toxic assets), kénytelenek voltak a hiteleiket veszteségként leírni. A „derivatívabuborék” kipukkadása így először az amerikai bankrendszernek okozott sok ezer milliárdos veszteséget (lásd a Lehman Brothers csődjét). A bankválság – az elektronizált pénzügyi rendszerben villámgyorsan végrehajtható tőke kivonások miatt – a tőzsdék, majd egyes reálgazdasági ágazatok gyors összeomlásához vezetett, *s földrajzilag is globálissá vált*. Így Európa bankrendszere sem kerülte el a „fertőzést”, ahol a tömeges csődöket a tehetősebb tagállamok sokszáz milliárdos kormányzati mentőcsomagokkal próbálták megakadályozni<sup>1</sup>; ezzel viszont maguk váltak a mára kezelhetetlenné vált költségve-

<sup>1</sup> Egyes banki becslések szerint a veszteségek már 2009-ben elérték az 50 000–60 000 milliárd dolláros nagyságrendet. Ez a pénz azonban nem elpárolgott, hanem sajátos szempontú „újraelosztására” került sor a globális pénzügyi világháló transzfermechanizmusain keresztül. A témaköréről lásd Forgács Imre: *Az ezredforduló politikai gazdaságtana* (előszó J. E. Stiglitz: A globalizáció és visszasságai című könyvéhez, Napvilág Kiadó, Bp. 2012).

tési hiányok és államadósságok előidézőivé. Ráadásul a mentőcsomagok többnyire csak a likviditási problémák átmeneti kezelésére voltak alkalmasak, a gazdasági növekedés újraindítására láthatóan nem maradt erő.

Jóllehet a legújabb, s a történelem mindeddig legnagyobb pénzügyi válsága vitathatatlanul az Egyesült Államokból indult ki, 2011-ben a nemzetközi sajtó mégis szinte kizárólag Európa és az euróövezet összeomlásával foglalkozik. Erről szól például a New York Times is, amikor arról értekezik, hogy az európai gondok az amerikai gazdaság biztonságát veszélyeztetik.<sup>2</sup> De más elemzők is egymásra licitálva írják az újabb és újabb forgatókönyveket az Európai Unió, de legalábbis az euróövezet széteséséről. Ugyanakkor inkább csak a napi hírek között szerepelt az Egyesült Államok hosszú távú adósbesorolásának a Standard and Poor's általi 2011-es leminősítése, illetve ugyanez a lépés, amelyet néhány hónappal később a Fitch Ratings is kilátásba helyezett.<sup>3</sup> Láthatóan jóval kevesebb a drámai kommentár az *amerikai költségvetési deficit kezelhetetlenségével* kapcsolatban is, pedig az jó kétszerese az euróövezet GDP-arányos átlagának, és a jelenlegi „legproblémásabb gyerekével”, Görögországéval áll azonos szinten.<sup>4</sup> Ez vélhetően nem csak a globális média sajátos viszonyaival, hanem azzal is magyarázható, hogy a szövetségi kormány sokkal nagyobb válságkezelő potenciál mozgósítására képes, mint a köztudottan szerény pénzügyi eszközök felett rendelkező Európai Unió.<sup>5</sup> Nem is említve a dollár töretlen kulcsvaluta-szerepét, amellyel az amerikai csillagászati méretű deficit könnyebben finanszírozható – igaz megint csak Európa és más, főleg (fél)periféria országok rovására.

Az európai válságpszichózis terjesztésében ugyanis a válság előidézésében is jelentős szerepet játszó hitelminősítők sem tétlenkednek. Ma már alig van olyan uniós tagállam, amellyel kapcsolatban ne került volna szóba a leminősítés lehetősége. Naponta látható, hogy akár a „negatív kilátások” listájára való kerülés is növeli egy-egy ország finanszírozásának költségeit (például az állampapírok megemelkedő kamatszintje miatt). De ilyenkor romlanak az ország pénzügyi termékeinek az árfolyamai, s csökkenhetnek akár egész régiók befektetésbefogadási esélyei is. Mindezen összefüggések miatt azonban még nem kell egyetértenünk azokkal a kifogásokkal, amelyeket a „szuverén adósnak” nevezett, leminősített országok kormányai általában hangoztatnak. De ennek az – elvben szolgáltató – tevékenységnek az óriási gazdasági és politikai jelentősége miatt mégis indokolt felvetni, hogy a nemzetközi pénzügyek e nagy hatalmú szereplői közül mindössze három, a *Moody's*, a *Standard and Poor's* és a *Fitch Ratings* uralja a hitelminősítői piacok mintegy 95 százalékát. Ezek egyike például az – az Európai Bizottság által csak említett, de meg nem nevezett – világcég is, amelynek a sokasodó válságjelek miatt

2 Az euró válsága világszerte visszafogja a hitelezést. Idézi az MTI 2011.12.04.

3 Az USA hosszú távú adósbesorolását 2011. augusztus 5-én a Standard and Poor's AAA-ról AA pluszra rontotta, illetve 2011. november 28-án a Fitch Ratings is bejelentette, hogy ugyanezt a besorolást az eddigi stabilról, az általa történő leminősítés lehetőségét is kilátásba helyező negatívra rontja.

4 Az euróövezet 2011-es GDP-arányos deficitjének átlaga: -4,0 százalék (ezen belül Olaszországé pl. -3,7 százalék), szemben az USA és Görögországé egyaránt -9,1 százalékos szintjével (The Economist, 2011. november 12., 88. o.).

5 A tagállamok 40-50 százalék körüli GDP-redisztribúciós szintjéhez képest az EU költségvetése az unió GDP-jének alig 1 százalékáa felett rendelkezik.

2006-ban az esetek 83 százalékában kellett lefelé módosítani az említett jelzáloghitel-alapú értékpapírokra általa korábban adott AAA-minősítést.<sup>6</sup>

A fentiekkel is összefügg, hogy a „nagy hármas” (Big Three) tevékenységét az elmúlt években egyre élesebb kritikák kísérik annak ellenére, hogy mindegyikük évszázados, igen sikeres cégtörténetre tekinthet vissza.<sup>7</sup> A cégek a befektetőknek nyújtott, egyre szélesebb körű gazdasági információszolgáltatás révén ugyanis idővel megkerülhetetlen piaci szereplőkké váltak. Az intézményesülés fontos állomása volt például, hogy 1975-ben – nagyjából a digitális forradalom kezdetekor – az amerikai Értékpapír- és Értéktőzsde Bizottság (US Securities and Exchange Commission) mindhármukat *nemzeti statisztikai kockázatelemző szervezetként* (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) vette nyilvántartásba. A pénzügyi világhálón ma már mindenki számára elérhető információk így annak ellenére ölthetnek sajátos „közjogi jelleget”, hogy valójában a hitelminősítői tevékenység napjainkig piaci szereplők tisztán magánjogi szerződéses kapcsolataira épül.

Ebben is komoly változást hozott azonban az elmúlt három évtized, amikor – a piac mindenhatóságát hirdető neoliberális kurzus térhódításával párhuzamosan – a hitelminősítők tevékenységüket egyre inkább kiterjesztették a „szuverén” adósok, vagyis államok, önkormányzatok adóbsorolására is.<sup>8</sup> Ez persze azzal is magyarázható, hogy a szuverén adósok eladósodásuk mértékétől függően egyre inkább rákényszerültek arra, hogy deficitjeik finanszírozásával a nemzetközi kötvénypiacokon próbálkozzanak. A hitelminősítők tevékenységének felértékelődése azonban mégis inkább arra vezethető vissza, hogy az utóbbi évtizedekben a globális tőke összetétele alapvetően megváltozott. Az ösztökén belül ugyanis jelentősen megnőtt a spekulációs tőke aránya, ami jól látható például a származékos pénzügyi termékek piacának a kilencvenes évektől bekövetkezett robbanásszerű fejlődésében.<sup>9</sup>

A származékos termékek piaci forgalma mára már jelentősen meghaladja a „hagyományos” részvényeket vagy kötvényeket, ami többféle következménnyel járt. Egyrészt azzal, hogy a befektetések és a befektetők egyre jobban elszakadnak/tak a reálgazdasági folyamatoktól, így a befektetési döntések egyre kevésbé a gazdasági folyamatok elemzésén nyugvó várakozásokat, sokkal inkább a szerencsejáték-bizniszben szokásos kockázatvállalást tükrözik.<sup>10</sup> Másrészt az is tény, hogy a származékos pénzügyi termékekkel való kereskedés rendkívüli mértékben megnöveli a befektetési kockázatokat, miként azt az amerikai pénzpiaci összeomlás története is

6 Forrás: *Frequently asked questions: legislative proposal on credit rating agencies (CRAs)* Press Releases: MEMO/11/788 Brussels, 15 November 2011

7 Alapítási évek: Standard and Poor's 1860; a Moody's 1900; a Fitch Ratings 1913.

8 A Moody's például 1975-ben még csak három, 1990-ben harminchárom és 2000-ben már száz ország adóminősítését végezte rendszeresen. Forrás: Wikipedia: Moody's History

9 Származékos terméknek nevezünk minden olyan pénzügyi eszközt, amelynek értéke egy másik, mögöttes termék árfolyamváltozásától függ. Ebbe a körbe tartoznak a különböző határidős, swap (csere) és opciós ügyletek, vagy az árfolyamkülönbségekre kötött kontraktusok. (CFD – Contract For Difference). A témakörrel lásd részletesen: Buró Szilárd–Czoboly Márton: CFD kereskedés és stratégiák, *Portfolió.hu Füzetek* 2011.

10 A játékelmélet, a matematikai-számítógépes befektetési modellek, a mennyiségi kockázatkezelés szerepéről és kudarcáról lásd Scott Patterson: *The Quants – How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed It*. Crown Business, New York, 2010.

bizonyítja.<sup>11</sup> A hitelminősítői piac gyors globalizálódását a bonyolult pénzügyi termékek nehezen áttekinthető mivolta, illetve az a körülmény segítette, hogy egy átlagos befektető aligha tudhat bármit is egy távoli ország gazdaságáról annak állampapír-hozamain (CDS-felárán)<sup>12</sup> kívül. Vagyis rendkívüli mértékben *megnőtt a befektetői igény* a hitelminősítők – látszólag mindig elfogulatlan és kizárólag szakmai szempontokon alapuló – mutatói iránt.

A hitelminősítők tevékenységével kapcsolatos bírálatok az amerikai jelzáloghitelpiaci válság idején betöltött, időnként valóban szélsőséges szerepük miatt váltak globálissá. Ma már közhismertek azok a történetek, amelyek a „mérgezett” származékos értékpapírok, vagy a Bear Stearns és a Lehman Brothers összeomlás előtti AAA-minősítéséről szólnak. De nem tett jót a „nagyok” hitelességének az sem, amikor a Standard and Poor’s súlyos, ezermilliárdos számítási hibát vétett az amerikai államadósság 2011-es leminősítésekor. Ugyanígy élesen tiltakozott a francia kormány is adóbsbesorolásának 2011. novemberi „véletlen” leminősítése miatt. Hasonlóképpen az Európai Unió vezetői sem fogadták örömmel, hogy egy közjogi legitimitációval nem rendelkező magáncég lényegében ultimátumot adott Európának. A Moody’s ugyanis 2011. november 28-ai közleményében arra figyelmeztetett, hogy ha nem lát azonnal „nagy politikai kezdeményezéseket”, újragondolja az egész euró-zóna, sőt, az egész EU besorolását. Ez akár a ma még stabilnak mondott AAA-országok leminősítését is jelentheti.<sup>13</sup> A Standard and Poor’s 2011. december 5-ei bejelentésével ennél is továbbment, amikor az euróövezet 15 tagjának (ideértve a leg-erősebb európai államokat is) hosszú távú adóbsbesorolását az eddigi „stabilról” „negatívra” változtatta.<sup>14</sup>

Különösen ez utóbbi lépés utal arra, hogy a hitelminősítők tevékenysége talán mégiscsak eltér attól az idealizált képtől, amit a legtöbb tankönyvszerző a múltban a piacgazdasági szereplőkről általában rajzolt. A tőkejavakért folyó világversenyben – az elmúlt évtizedek jogi nihilizmusának is köszönhetően – ma már minden eszköz igénybevétele megengedhetőnek látszik. Vagyis a hitelminősítői tevékenység szabályozási hiányosságai a jelek szerint egyre inkább arra ösztönzik a „forró pénzek” tulajdonosait, hogy a válságkezelésre fordított ezermilliárdos állami forrásokat viszonylag egyszerű pénzügytechnikai eszközök segítségével (pl. az államkötvények magas kamataival, shortolási ügyletekkel stb.) magánbefektetői zsebekbe juttassák.

Ennek a „shortolási biznisznek” ma láthatóan Európa az egyik fő célpontja, még akkor is, ha maga az Egyesült Államok sem kerülte el a leminősítést. Miközben az EU

11 A származékos termékekkel való kereskedés fő vonzereje, hogy – pl. a CFD esetében – bármilyen részvény, kötvény árfolyamváltozására lehet határidős megállapodásokat kötni úgy, hogy a mögöttes termék árát nem kell kifizetni, csak egy kisebb letétet kell a brókercégnél elhelyezni. Ez nagy tőkeáttételt tesz lehetővé, vagyis a befektetett összeg hozama megsokszorozható, igaz a veszteség mértéke is rendkívüli lehet.

12 A CDS (Credit Default Swap) – biztosítási jellegű, hitel-nemteljesítési csereügylet, amelyben a vásárló díj ellenében átvállalja az eladótól annak kockázatát, hogy egy hitelügylet adósa fizetéseképtelenné válik. A szuverén adós államok esetében az állampapír vásárlója vételi döntése előtt az ígért hozamot a biztosítási felárral is összeveti. A CDS a másodlagos értékpapírpiacoknak önmagában is kedvelt terméke, így a CDS-kereskedés is befolyással van az államadósság finanszírozhatóságára.

13 Elit klubként mentené meg az eurót a hat AAA minősítésű EU-tagállam. *Origo* 2011. november 28.

14 *Standard and Poor’s Ratings On Eurozone Credit With Negative Implications* 05 December 2011

tagállamai gigantikus költségvetési forrásokat mozgósítva, újabb és újabb erőfeszítéseket tesznek „a piac” bizalmának visszaszerzése érdekében, joggal érezhetik úgy, hogy törekvéseik hiábavalóak a „három nagy” Európát sújtó kijelentései miatt. Illusztrációként idézhetjük a Moody's legújabb, sommás közleményét, miszerint a 2011. december 9-ei európai tanácsi értekezlet nem adott átfogó megoldást az adósságválságra, így az Európai Unió további sokkok kockázatának van kitéve.<sup>15</sup> E megnyilatkozás akkor is önbeteljesítő jóslatként működhet, ha adott esetben semmi köze nincs a valósághoz, s a minősítők még csak nem is próbálkoztak az elemzés fáradságos munkájával. Nehezen hihető ugyanis, hogy a Moody's az Európai Tanács jelenleg rendelkezésre álló, mindössze hétoldalas közleményének elmélyült elemzéséből vonta le nagyívű következtetéseit, s azt is mindössze egyetlen hétvége alatt. Az a tény, hogy ezt mégis megtehetette, nyilván magyarázatot igényel. Ilyen magyarázat lehet, hogy jelenleg még annak sincs jogi következménye, ha egy hitelminősítő rosszhiszeműen, a piacbefolyásolás szándékával okoz nyilatkozatával ezermilliárdos veszteségeket a „minősítetteknek”.

Mindazonáltal nem kell az összeesküvés-elméletek hívévé válnunk annak belátásához, hogy ezek a globális piacgazdaság természetes velejárói. A nagy regionális szereplők a forráshiányos válsághelyzetekben egymás rovására is próbálnak pozíciókat szerezni, a kérdés inkább az, hogy ezt milyen eszközökkel tehetik. Hiba lenne azonban, ha ezúttal – a „mohó bankárokról”, vagy a „felelőtlen bankokról” szóló populista érvek analógiájára – csupán a hitelminősítőket tekintenénk a jelenlegi pusztító válság előidézőinek. Ők ugyanis jóllehet meghatározó szereplői a pénzügyi piacoknak, de mint minden szereplő, csak az adott jogi keretek között fejthették/fejthetik ki tevékenységüket. A folyamatok jobb megértése érdekében ezért – a „gonosz hitelminősítőkkal” szembeni hangulatkeltés helyett – inkább a tágabb szabályozási környezet múltbeli és jelenkori változásait kellene szemügyre vennünk.

A „pénzügyi világháló” elszabadulása a reálgazdasági folyamatoktól ugyanis nem ma, és nem is 2008-ban kezdődött. *Ronald Reagan*, néhai amerikai elnök már a múlt század nyolcvanas éveiben megpróbálta gazdaságpolitikai gyakorlattá tenni azt a nem túl szakmai, de sokak képzeletét megragadó tételt, miszerint minden gazdasági baj forrása a túlzott mértékű állami beavatkozásban keresendő.<sup>16</sup> Eszerint az államot ki kell vonultatni a gazdaságból, különösen a pénzügyi területek deregulációja, liberalizációja szükséges. Mindez évtizedeken keresztül a bank- és tőkepiaci felügyelet hatáskörének drasztikus csökkentését, a szavatoló tőkekövetelmények enyhítését és a bankbetéteseket védő ún. *prudenciális jogszabályok* nagy részének eltörlését jelentette. A „pénzcsinálás” a pénzügyi ellenőrzés kiiktatásával nagyipari méreteket ölthetett. Amíg néhány évtizede például a világgazdaságban mozgó pénz mintegy 70 százaléka még a kereskedelmi forgalmat, a reálgazdasági igényeket közvetítette és „csak” 30 százalék volt a spekulációs tőkehányad, mára ez az arány megfordult, ami önmagában is jelzi, hogy a rendszer alapjaiban változott meg.<sup>17</sup>

15 A „shortolási biznisz” létezését látványosan dokumentáló hírt a Business Week tudósítása alapján az *Origo* közölte 2011. december 12-én.

16 A témakörrel lásd részletesebben: Forgács Imre: *Neokonzervatív fordulat az Egyesült Államokban*, Kossuth Kiadó, Bp., 1987.

17 Idézi: D. Meadows: Nem hiszek a fenntartható fejlődésben. *Népszabadság* 2011. szeptember 15.

A másik alapvető változás, hogy a digitális technológiai forradalom talán a leglátványosabban a pénzügyi szektor működését alakította át. Az online banki kapcsolatok, a hitelkártya, a home-banking mind-mind az ügyfelek kényelmét szolgáló korszakos vívmányok. Eközben azonban felépült egy új, átfogó szabályozással egyáltalán nem rendelkező „pénzügyi világháló” is, ami országhatároktól és főleg a nemzeti hatóságoktól függetlenül vált a pénzügyi folyamatok irányítójává. Maga a közvetítő mechanizmus lett globálissá azáltal, hogy a szereplők (bankok, tőzsdék, befektetési alapok, spekulánsok, hitelminősítők) egymástól is függve kötik tranzakcióik százmillióit a folyamatosan, napi 24 órában működő elektronikus világhálón.<sup>18</sup> Ehhez képest a tagállami bank- és tőkepiaci felügyeleteknek nincsenek igazán eszközeik a közérdek védelmére, a pénzügyi folyamatok ellenőrzésére.

Az elmúlt évtizedekben ezért egyértelműen *mélyült a szakadék* a nemzetek feletti, online „pénzügyi világháló” és a leépítésekkel sújtott, ideológiailag is elbizonytalanított nemzeti közigazgatások között. Hasonlóképpen nőtt a távolság a globális pénzügyi folyamatok és az Európai Unió pénzügyi rendszere között is, amelynek ráadásul a 27 tagállam eltérő fejlettségéből adódó érdekkonfliktusait is folyamatosan egyeztetnie kell. A deregulációnak és a versenyjogi szabályozás erőtlenségének ugyanakkor országhatárokon „átívelő” kétes eredménye, hogy az ipari konsernek helyébe egyre inkább az óriási tőkéket mozgató nemzetközi pénzügyi holdingok, befektetési és fedezeti alapok léphettek. A bankvezérek, vagy a hitelminősítők menedzserei nem feltétlenül lettek mohóbbá annál, mint amilyenek mondjuk fél évszázaddal ezelőtt is voltak. Inkább az történt, hogy a dereguláció bajnokainak az elmúlt évtizedekben sikerült meggyőzniük a döntéshozókat arról, hogy a „megengedő” szabályozás, vagy a szavatoló tőkekövetelmények enyhítése, netán a kockázatos hitelek „szétterítése” az egész gazdaság érdeke.

E magyarázat szerint például a jelzálog-követelések kötvény formájában való értékesítése a kockázatmegosztás mellett többletforrásokhoz is juttatta a gazdaságot. Ezért pedig a pénzintézeteknek is meg kellett kapniuk a maguk – nem mindig szerény – jutalékát. Annak sem volt jogi akadály, hogy ez utóbbi növelése érdekében tőkeáttételüket akár az 1:30-as vagy 1:40-es rendkívül kockázatos szintre emeljék.<sup>19</sup> Végző soron tehát a jogalkotók legalizálták – többek között – a „kreatív könyvelést”, a mérleg szerinti eredmény lenullázását megengedő számviteli szabályokat, vagy az off-shore tevékenységek zavartalanságát. Emellett a bankok teljes tranzakciós szabadsága következtében maguk a pénzügyi termékek is globálissá válhattak. A nagy pénzintézeteket ugyanis semmi nem korlátozta újabb és újabb, – mint utóbb kiderült – egyre kockázatosabb hiteleszközök létrehozásában. Hasonlóképpen, a nevezetessé vált hitelminősítőket is elsősorban tevékenységük szabályozásának hiányosságai, illetve egyes területeken a szabályozás teljes hiánya tették a 2008-as válság valóban kétes hírű főszereplőivé.

<sup>18</sup> Lásd részletesen: Scott Patterson i. m.

<sup>19</sup> A számok a saját eszközök és a hitelként kihelyezett eszközök arányát mutatják. Idézi: Scott Patterson: i.m.: 203. o.

## 2. AZ EURÓPAI BIZOTTSÁG HELYZETÉRTÉKELÉSE A HITELMINŐSÍTÉSRŐL

Az Európai Unió 2011 novemberében újabb fontos jogszabálytervezeteket tett közzé a pénzügyi válságkezeléssel kapcsolatban.<sup>20</sup> Egyrészt az Európai Parlament állást foglalt arról az európai parlamenti és tanácsi rendelettervezetről, amely a *shortolásra* és a *hitel-nemteljesítési csereügyletekre* (CDS) vonatkozó korlátozásokat tartalmaz.<sup>21</sup> Másrészt az Európai Bizottság is közzétette rendelettervezetét a kapcsolódó irányelv-javaslatokkal, amelyek a hitelminősítőkre vonatkozó jelenlegi szabályok szigorításáról szólnak. Az ez alkalomból kiadott sajtóközleményben *Michel Barnier*, a belső piacért és a szolgáltatásokért felelős biztos tömören összefoglalta az új szabályozás indokait: „A minősítések közvetlen hatással bírnak a piacokra, és a szélesebb értelemben vett gazdaságra, ezen keresztül pedig az európai polgárok boldogulására. A minősítések nem pusztán egyszerű vélemények. A hitelminősítők ráadásul súlyos hibákat követtek el a múltban. Én magam is meglepődtem egyes államadósság-minősítések időzítésén – például, amikor a minősítést az adott országgal nemzetközi támogatási programról folytatott tárgyalások közepette jelentik be. Nem engedhetjük, hogy a minősítések tovább növeljék a piaci volatilitást. Elsődleges célom a minősítésekre való túlzott hagyatkozás visszaszorítása. Ezzel egyidejűleg javítani szeretném a minősítési folyamat minőségét is. A hitelminősítő intézeteknek szigorúbb szabályokat kell követniük, minősítéseiket illetően átláthatóbbnak kell lenniük, hibáikért pedig vállalniuk kell a felelősséget. Nagyobb versenyt is szeretnék látni ezen a piacon”.<sup>22</sup>

Ami a biztos által felvetett „elsődleges célt” illeti, a legtöbb elemző is első számú problémaként említi, hogy döntései során a legtöbb piaci szereplő túlzott mértékben hagyatkozik a „külső minősítő” – mindenekelőtt a „nagy hármas” – értékítéletére. Az Európai Bizottság a jogszabálytervezetek mellett igen terjedelmes hatáselemző munkaanyagot<sup>23</sup> is közzétett, amelyben részletesen értékeli a kialakult helyzetet és a lehetséges döntési alternatívákat. E dokumentum szerint, ha e túlzott függőség nem csökken, akkor a jelenlegi euróövezeti szuverénadósság-válság is súlyosabbá válhat, amelynek terheit és a rendszer szempontjából fontos intézmények (bankok, biztosítók, nyugdíjalapok) megmentésének kockázatát már így is az adófizetők viselik.<sup>24</sup> Emiatt az új szabályozási stratégia egyik célja, hogy lehetőleg csökkenjenek azok a jogi előírások, amelyek az egyes pénzintézetek tőkekövetelménye-

20 Az Európai Unió alapintézményei a válság kirobbanása óta igen aktívak a pénzügyi válság tanulságaiban – jogalkotásban is megnyilvánuló – levonásában. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény hat csomagból álló reformjáról és az egyéb pénzügyi jogi kezdeményezésekről lásd: Forgács Imre: Európai Egyesült Államok – a pénzügyi jogban? *Jogtudományi Közöny* 2011. július-augusztus.

21 European Parliament legislative resolution of 15 November 2011 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps (COM(2010)0482-C7-0264/2010- 2010/0251(COD)).

22 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Brussels, COM (2011) 747/2.

23 Commission Staff Working Paper Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive, European Commission, Brussels, SEC(2011) 1354

24 I. m.: 25–26. o.

it külső hitelminősítői értékelésekhez kötik.<sup>25</sup> Emellett jogi eszközökkel is ösztönözni kívánják a hatékonyabb *saját átvilágítás* (better due diligence) és a *belső kockázatelemzés* (internal risk management) elvégzését. Fokozott elvárás az is, hogy a kibocsátók a bonyolult strukturált pénzügyi termékekkel kapcsolatban részletesebb tájékoztatást adjanak a befektetők számára.

Az elmúlt években ugyan sor került bizonyos pozitív változásokra a szuverénadós-minősítések területén. A hitelminősítők – önkéntes alapon – esetenként hajlandók például közzétenni minősítéseik módszertanát, ez azonban nem elegendő mértékű és nem is harmonizált. Vagyis a befektetők továbbra sem rendelkeznek megfelelő transzparens információkkal, ezért gyakori a leminősítésekkel kapcsolatos „túlreagálás”. Mindez a Bizottság véleménye szerint gyakran vezet a pénzpiacokat „bedöntő”, gyorsan terjedő *pánikreakciókhoz* (negative spill-over effects) is.

Ezért az új szabályozás egyik fontos követelménye lenne, hogy a hitelminősítők a szuverén adósságok értékelésekor kötelesek legyenek a teljes kutatási jelentés mellett az elemzést végző szakértők listáját is közzétenni. Ez utóbbi ugyanis arról tájékoztatná a piaci szereplőket, hogy az adott minősítő valóban biztosította a szükséges személyi kapacitást a vizsgálat elvégzéséhez, ezzel is alátámasztva értékelése minőségét és megbízhatóságát.

A tapasztalatok szerint további problémák forrása lehet a szuverén adósságok leminősítésével kapcsolatos bejelentések *időzítése*. Ennek kirívó példája, hogy a Standard and Poor's által december 5-én közzétett, az egész euró-övezetnek szóló „fenyegetés” például alig néhány nappal előzte meg az Európai Tanács sorsdöntőnek minősített ülését, amely valóban jelentős döntéseket hozott a valutaövezet megmentése érdekében. Így nem csoda, hogy Európa vezetői a diplomáciában meglehetősen szokatlan élességgel reagáltak a bejelentésre.<sup>26</sup> A Bizottság az időzítéssel kapcsolatban azt javasolja, hogy a szuverénadós-besorolások változtatásának bejelentésére *csak az európai pénzügyi piacok zárása után* kerülhessen sor. Ezzel az érintett államok kaphatnának némi időt arra, hogy maguk is értékeljék a bejelentésben elhangzottakat. Emellett csökkenne az esélye az olyan piaci pánikreakcióknak is, amelyek például a piacok zárását csupán néhány órával, vagy az államkötvény-aukciót közvetlenül megelőző bejelentés esetén könnyen előfordulhatnak.

A kétségkívül méltányolható szabályozási célok azonban a gyakorlatban igen nehezen kivitelezhetőnek látszanak. Még ha sikerülne is egyezsége jutni mondjuk az európai piacokra vonatkozó korlátozó szabályozásban, mindez azonban csekély mértékben lenne eredményes a 24 órás „üzemmódban”, folyamatosan működő „pénzügyi világháló” egészét tekintve. Így – globális problémáról lévén szó – értelemszerűen *csak globális szabályozási és intézményi szintektől* (pl. ENSZ, IMF, G20 stb.) várható, akárcsak részleges eredmény. Mindezzel persze egyúttal szembe-

25 Már ennek szellemében fogadta el például a Bizottság a tőkekövetelményekkel kapcsolatos ún. *negyedik irányelv* (Capital Requirement Directive IV) vonatkozó módosító javaslatot 2011. július 20-án.

26 Még *Angela Merkel* volt a leginkább visszafogott azzal a kijelentésével, hogy a hitelminősítők saját felelőssége, hogy mit csinálnak. *Jean-Claude Juncker*, az eurócsoport vezetője már megdöbbenőnek, igazságtalannak és vad túlzásnak nevezte a bejelentést. De még a napi politikától általában tartózkodó osztrák és francia jegybankelnökök is úgy vélekedtek, hogy valójában nem gazdasági, hanem politikai akcióról volt szó.



sülünk a hitelminősítói tevékenység szabályozhatóságának egyik legnagyobb nehézségével is.

### 3. EGYÉB JAVASLATOK A SZUVERÉNADÓS-MINŐSÍTÉSEK ÉSSZERŰSÍTÉSÉRE

A szabályozási javaslatok között szerepel az is, hogy a tagállamok adóbsbesorolását a jelenlegi éves gyakoriság helyett *legalább félévente* végezzék el. Ettől azt várnák a bizottsági javaslat kidolgozói, hogy a tagállami gazdaságpolitikák viszonylag szoros, csaknem folyamatos figyelemmel kísérése elkerülhetővé tegye a túl váratlan, túl gyors reakciókat. A befektetőket sokszerűen érő hirtelen leminősítések ugyanis gyakran vezetnek szélsőséges piaci kilengésekhez, a szereplők „nyáj-öszöne” (herd behaviour) által vezérelt pusztító árfolyammozgásokhoz. Természetesen ez a szabályozás sem korlátozná a hitelminősítőket abban, hogy az általuk alkalmazott módszertan szerint eljárva, bármikor végezhesék felülvizsgálati tevékenységüket. A javaslat árnyoldala inkább az, hogy – hasonlóan bármilyen egyéb szervezeti kontroll erősítéséhez – a gyakoribb minősítés nyilvánvalóan többletköltségekkel is jár. Ezek telepítése további megfontolásokat igényel, tekintettel arra, hogy ez esetben az „ügyfelek” az Európai Unió tagállamai, illetve a végső finanszírozók maguk az adófizetők lennének.

Ugyancsak szervezeti többletkapacitást igényel az a javaslat is, amely szerint a 2011. január óta működő európai felügyeleti hatóság (konkrétan az Európai Értékpapírpiac Felügyeleti Hatóság – European Securities Markets Authority, ESMA)<sup>27</sup> kapjon felhatalmazást a minősítési eljárások módszertanának felülvizsgálatára. Ez a gyakorlatban azt jelentené, hogy bármilyen új eljárás bevezetését csak akkor lehetne jogszerűen alkalmazni, ha az átesne az ESMA *előzetes értesítési eljárásán* (prior notification). Egy másik – ugyancsak az ESMA-hoz kapcsolódó – javaslat viszont már a bizottsági előterjesztési fázisban sem kapott kellő támogatást. Ez utóbbi a majdani rendeletben meghatározott rendkívüli körülmények között átmeneti időre megtiltotta volna egyes szuverén adósok minősítését. A fentiekben idézettek miatt ennek az elképzelésnek talán még lenne is ésszerű gazdasági indoka, de itt nem csupán a technikai megvalósítás nehézségei okoznak problémát (lásd a „pénzügyi világhálóról” elmondottakat). A hitelminősítési tevékenység ilyen mértékű korlátozása ugyanis már az üzleti tevékenységek folytatásának szabadságát is veszélyeztetné, ami pedig az Európai Unió Alapjogi Kartájában is rögzített alapelv.

Nem tűnik reálisnak az a bizottsági elképzelés sem, hogy egy teljesen új, európai hitelminősítő ügynökség (European Credit Rating Agency) létrehozásával próbálják meg a „nagyok” egyeduralmát megtörni. A jelentős költségek mellett egy ilyen új intézmény nemzetközi piaci elfogadottságát vélhetően csak több év elteltével

<sup>27</sup> A 2011. január 1-je óta működő európai pénzügyi felügyeleti rendszer szervezeti szempontból a makrofelügyeletért felelős Európai Rendszerkockázati Tanácsból (European Systemic Risk Board), a mikrofelügyeletért felelős bank-, biztosítási és értékpapírpiac-felügyeleti hatóságokból, valamint a tagállamok felügyeleti szerveit is egyesítő Európai Felügyeleti Hatóságok Egyesített Bizottságából áll. Lásd részletesen Forgács Imre: Európai Egyesült Államok – a pénzügyi jogban? *Jogtudományi Közlöny* 2011. július–augusztus.

lehetne megszerezni. Az viszont ésszerű és jogszerű törekvés, hogy már a jelenlegi szabályozás is nyilvános regisztrációhoz kötötte a tevékenység folytatását, és ösztönözní kívánja a piaci szereplők számának növelését is.<sup>28</sup> Hasonlóképpen segíthetné a befektetők önálló tájékozódását és véleményformálását, ha a tagállamok bővítenék az általuk rendszeresen publikált, standardizált gazdasági adatokat. Ennek már csak azért sincs akadálya, mert az EUROSTAT keretében minden tagállamra kötelező adatszolgáltatási tevékenység már ma is jelentős,<sup>29</sup> a nehézség azonban itt is inkább az értékelési módszertan és speciális szakismeret hiányából adódik.

Az Európai Bizottság javaslatai valójában az eddig ismertetteknel jóval szélesebb körben mozognak – ez talán a szuverénadós-besorolási problémakörből is látható. Nem kevésbé fontos például a hitelminősítőkkel összefüggő összeférhetlenségi szabályok újraalkotása, vagy a nem megalapozott minősítésekkel – szándékosan vagy súlyos gondatlanságból – okozott károkért való polgári jogi felelősség kérdése. A területi korlátok miatt azonban a továbbiakban inkább azt vizsgáljuk meg röviden, hogy milyen következtetéseket vonhatunk le abból, ha összehasonlítjuk a hitelminősítői tevékenység szabályozására irányuló amerikai és európai törekvéseket.

#### 4. A HITELMINŐSÍTŐKRE VONATKOZÓ EGYES SZABÁLYOZÁSI ELVEK AZ EU-BAN ÉS AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN

Ahogy az elöbbbieken láttuk, a hitelminősítő ügynökségek a folyamatosan működő, nemzetek feletti „pénzügyi világháló” meghatározó magánintézményei, s mint ilyenek a nemzeti jogalkotás eszközeivel nem, vagy alig szabályozhatók. Ezért tanulságos lehet, hogy a világ két legnagyobb „gazdasági föderációja”, az Európai Unió és az Egyesült Államok jogalkotói milyen fontosabb szabályozási területeken és elvekkel próbálják meg a hitelminősítői tevékenységet a közérdek védelme érdekében jogi keretek közé szorítani.<sup>30</sup>

##### A) REGISZTRÁCIÓS ÉS SZERVEZETI KERETEK

Mint utaltunk rá, az Európai Unióban közösségi jogszabályba foglalt előfeltétel, hogy *a hitelminősítő szerepeljen az Európai Értékpapírpiac Felügyeleti Hatóság nyilvántartásában*. Az Egyesült Államokban nincs ilyen jogi előírás, de a nem regisztrált hitelminősítők értékelései nem alkalmazhatók olyan esetekben, amikor a hitelminősítést jogszabály írja elő (például egyes pénzügyintézetek tőkemegfelelési követelményeinek megállapításához). Tekintettel azonban arra, hogy az amerikai

28 Az ESMA 2011. október 31-ei adatai szerint jelenleg Európában 28 bejegyzett hitelminősítő ügynökség működik. Ezek nem csekély része azért valójában a „három nagy” által alapított európai „leánycégek” jelenti. Lásd: List of registered and certified credit rating agencies ESMA/2011/247.

29 Az európai statisztikai rendszerben már ma is közzéteszik a legfontosabb európai gazdasági indikátorokat (Principal European Economic Indicators – PEEI).

30 A tételes összehasonlítást az Európai Bizottság szakértői végezték el a már idézett munkaanyagban: Commission Staff Working Paper Impact Assessment, Annex III. International Context, 5. Comparison of the existing regulatory frameworks for CRA in EU and US, 90–99. o. Az idézett dokumentumból csak az általunk fontosabbnak ítélt, elvi jelentőségű elemeket emeltük ki.

pénzpiacokon jóval kiterjedtebb az ilyen jellegű szabályozás, ez komoly ösztönzést jelent arra vonatkozóan, hogy egy cég mielőbb elnyerje a *nemzeti statisztikai közközvetítő szervezet* státuszát.<sup>31</sup> Az amerikai Értékpapírpiac- és Értéktőzsde Bizottság viszont – akárcsak az európai ESMA – pénzügyi felügyeleti hatósági jogokat gyakorol a hitelminősítők tevékenysége felett. Ez kiterjed a minősítési módszerrel kapcsolatos belső ellenőrzési és közzétételi kötelezettségekre is.

## B) ÖSSZEFÉRHETLENSÉGI SZABÁLYOK

A hitelminősítő tevékenységgel kapcsolatos összeférhetlenséget azonos elvek alapulvételével szabályozzák. Vagyis ezeket a lehetséges eseteket maguknak a hitelminősítőknek kell azonosítaniuk és kiküszöbölniük, vagy megfelelő módon kezelniük, ideértve a közzétételi kötelezettséget is. Egyes esetekre pedig kifejezett jogszabályi tilalom vonatkozik. Így például mindkét szabályozás tiltja, hogy az értékelést végző, vagy a minősítést elfogadó személy tulajdonosi részesedéssel, vezetői, felügyeleti megbízatással rendelkezzen a minősített szervezetben. Az európai szabályozástól eltérően viszont az USA-ban nincs kifejezett tilalom arra vonatkozóan, hogy a hitelminősítő konzulense, tanácsadója legyen a minősített szervezetnek. E korlátozó szabály hiánya tette lehetővé, hogy számos esetben ugyanaz a hitelminősítő volt a „tanácsadója” egy-egy bonyolult származékos pénzügyi termék megalkotójának, mint aki később ugyanarra a termékre megadta az AAA-minősítést. Ehhez képest nem tűnik túl jelentősnek, hogy például az amerikai minősítő nem fogadhat el ajándékot (25 dollár feletti értékben), illetve nem kötheti az értékelést ahhoz, hogy a kibocsátó a hitelminősítő valamely más szolgáltatását is igénybe vegye. A hitelminősítéssel összefüggésbe nem hozható „mellékszolgáltatások” (pl. piaci előrejelzés, ármozgások, gazdasági trendek elemzése és hasonló) viszont főszabályként mindkét rendszerben megengedettek.

A minősítések *visszamenőleges ellenőrzését* (look-back reviews) az európai szabályozás előírja mindazokban az esetekben, amikor a hitelminősítők alkalmazottja tevékenységét valamely minősített cégnél folytatja. Az amerikai szabály a visszamenőleges ellenőrzést és közzétételt akkor írja elő, amikor a vizsgált szervezet alkalmazottja lesz a hitelminősítő munkatársa, és részt vesz korábbi cége minősítésében. Csak az európai szabályozás teszi viszont kötelezővé az értékelést végző stáb *rotációját*, nevezetesen azt, hogy például a vezető elemzők tevékenységüket ugyanazon cégre vonatkozóan nem folytathatják négy évet meghaladóan.

## C) MINŐSÉGI KÖVETELMÉNYEK A HITELMINŐSÍTŐI TEVÉKENYSÉGGEL KAPCSOLATBAN

Mindkét szabályozás elvi kiindulópontja, hogy a hatóságoknak nincs direkt beavatkozási joga a módszertan és az egyes minősítések konkrét folyamataiba, de elvárás a minősítések időszakonkénti felülvizsgálata és közzététele. Az európai szabályozás előír bizonyos betartandó eljárási szabályokat a hitelminősítők számára, ha azok változtatnak a módszertanon. Ilyen esetekben például közzé kell tenniük, hogy a vál-

<sup>31</sup> Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, amelyek nyilvántartását az Értékpapír- és Értéktőzsde Bizottság vezeti.

toztatások melyeket érintik a hatályos minősítések közül, illetve hat hónapon belül felül kell vizsgálniuk és újra kell értékelniük az érintett minősítéseket. Az amerikai szabályozás csak a regisztrált hitelminősítők esetében tartalmaz hasonló előírásokat. Ugyanakkor részletes követelményeket fogalmaz meg mindkét rendszer a minősítés alapjául szolgáló információk minőségével kapcsolatban. A hitelminősítőknek nyilatkozniuk kell a felhasznált információk forrásáról, és arról is, hogy azok milyen mértékben kielégítőek és igazoltak a minősítés szempontjából. Csak az uniós szabályok fogalmazznak meg azonban külön elvárásokat a „strukturált pénzügyi eszközökkel” kapcsolatban, amelyek – mint utaltunk rá – meghatározó szerepet játszottak a 2008-as válság kialakulásában. Például kifejezetten tiltják a hitelminősítést olyan esetekben, ha nem áll elegendő adat rendelkezésre, vagy azt az új eszközök (túlzott) komplexitása indokolja.

#### D) AZ ÁTLÁTHATÓSÁG ÉS A KÖZZÉTÉTEL SZABÁLYOZÁSÁNAK ELVEI

A számos rendelkezés közül érdekességként említhető, hogy jelenleg csak az amerikai szabályozás szerint kell közzé tenni a 2007 utáni hitelminősítések *teljes történetét* (100 percent requirement). Ugyancsak a válság tapasztalatai indokolják, hogy – igaz egyelőre csak Európában – a minősítés közzététele során *külön jelezni kell* (additional symbol) a befektetők számára, hogy speciális származékos pénzügyi eszközről van szó. Európában és az Egyesült Államokban is viszonylag szigorú közzétételi szabályok vonatkoznak a minősítések során alkalmazott módszertan és (pl. matematikai) modellek elveire, beleértve azt is, hogy egy konkrét minősítéssel kapcsolatban milyen módszertant alkalmaztak.

#### E) A KÜLSŐ HITELMINŐSÍTÉSSEL KAPCSOLATOS „TÚLZOTT FÜGGÉS” MÉRSÉKLÉSE

Az amerikai jelzáloghitel-piaci válság közvetlen tanulságai nyomán az eltelt egy-két évben nemcsak az európai, hanem az amerikai szabályozás is rendkívül nagy hangsúlyt helyezett erre a kérdésre. Számos fontos pénzügyi jogszabályt módosítottak (pl. a szövetségi betétbiztosítási törvényt, a befektetési társaságokról szóló törvényt, az értéktőzsdetörvényt). Ez a törekvés elsősorban arra irányul, hogy a szövetségi felügyeleti hatóságok (pl. bankfelügyelet, Értékpapír- és Tőzsdefelügyeleti Bizottság – SEC) a hitelképesség olyan alternatív sztenderdjeit dolgozzák ki, amelyekkel kiválthatók a külső hitelminősítők. Az intézményi befektetők piacán ugyan csak a SEC például olyan szabályozást javasol, ami nem köti hitelminősítői értékeléshez, hogy a pénzügyi alapok számára milyen értékpapírok vásárlása megengedett. Ehelyett az alapok igazgatósága határozhatja meg, hogy mely értékpapírok jelentenek minimális befektetői kockázatot. Hasonlóképpen a sok bajt okozó ingatlanalapú jelzálog-követelések értékpapír-forgalmához sem előfeltétel már a hitelminősítői vélemény. Helyette a Biztosítási Biztosok Nemzeti Szövetsége<sup>32</sup> szabályozási modelljei, illetve az általuk bevont szolgáltatók segíthetik a kockázat felmérését.

32 National Association of Insurance Commissioners – a szabályozási joggal rendelkező szövetségi államok képviselőiből álló nem kormányzati szerv, amely szabályozási modellekkel segíti az állami szabályozó hatóságok munkáját.

## F) A SZUVERÉN ADÓSOK MINŐSÍTÉSE

Az előző alpontokban viszonylag nagy terjedelemben idéztünk az Európai Bizottságnak azokból a javaslataiból, amelyek a szuverénadós-besorolás jelenlegi problémáit, feszültségforrásait igyekeznek feltárni és részben orvosolni. Talán az eddig leírtak egyik konklúziójaként is levonható, hogy az uniós törekvéseknek ma legfőbb akadálya, hogy az amerikai szabályozás a 2010-ben elfogadott fontos változtatások ellenére sem tartalmaz kifejezett korlátozó rendelkezéseket e globális következményekkel járó területen.

## 5. ÚJ KORSZAK AZ AMERIKAI PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁSBAN: A DODD–FRANK KERETTÖRVÉNY

A törvény<sup>33</sup> korszakos jelentőségére utal, hogy az 1929–1933-as világgazdasági válság óta nem született ilyen terjedelmű átfogó gazdasági kerettörvény, amely lényegében *a teljes pénzügyi rendszer átalakítására* kiterjed. Emellett számos olyan rendelkezést is tartalmaz, amely – gazdaságfilozófiai tartalmát tekintve – egyértelmű fordulatot jelez a jó három évtizede uralkodó neoliberais államellenességhez képest. A szkeptikus kommentárok szerint már részben emiatt is komoly kételyek támadhatnak a törvény végrehajthatóságával kapcsolatban. Csak a válság okozta sokkal magyarázható ugyanis, hogy a jogalkotók támogattak például olyan felhatalmazást, amely feljogosítja a Szövetségi Tartalékbankok Igazgatóságát (Federal Reserve Board), hogy minősített többségi szavazással egyes nagy komplex vállalatok holdingjainak felszámolását kezdeményezze – igaz csak végső esetben –, ha azok tevékenysége súlyos veszélyt jelent az Egyesült Államok pénzügyi biztonságára. Az új törvény véget kíván vetni annak a – tegyük hozzá ma világszerte alkalmazott – gyakorlatnak is, hogy a kormányok az óriási méretű pénzügyi vállalatok (too big to fail) csődjét az adófizetők által finanszírozott mentőcsomagokkal próbálják meg elkerülni. Ennek érdekében a törvény például jóval szigorúbb tőkeegfelelési és tőkeáttételi követelményeket fogalmaz meg a „túlméretes” és nagy rendszerkockázatot hordozó pénzügyi vállalkozások számára.

A komplex vállalkozások, vagy egyes pénzügyi termékek, tevékenységek által okozott kockázatok kivédésére a pénzügyminiszter elnökletével egy szövetségi szintű *pénzügyi stabilitási felügyeleti tanács* (Financial Stability Oversight Council) is alakul, amely a FED és a SEC képviselőin kívül valamennyi szövetségi pénzügyi szabályozó hatóságot egyesíti, a kockázatok azonosítása és megelőzése érdekében. A válság előtt ugyancsak nehezen lehetett volna elképzelni, hogy a világ legliberálisabb piacgazdaságában a jogalkotók törvényi szinten foglalkozzanak egyes „egzotikusnak” nevezett pénzügyi termékekkel. 2010 óta ugyanis meg kívánják szüntetni azokat a menekülési útvonalakat, amelyek lehetővé tették a kockázatos és visszaélésekre alkalmas „tőzsdén kívüli” származékos pénzügyi eszközök forgalmazását, a

33 Teljes címén: Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Obama elnök 2010. július 21-én írta alá a törvényt, amely nevét kezdeményezőiről, *Barney Frank* képviselőről és a szenátus banküggyekkel foglalkozó bizottságának elnökéről, *Chris Dodd*ról kapta.

*hedge fundok* és ingatlanbrókerek szabályozatlan, súlyos károkat okozó tevékenységét. A válság által felszínre hozott – de terjedelmi korlátok miatt itt nem részletezett – fontos szabályozási témák között szerepel még a származékos eszközök piacainak szorosabb felügyelet alá vonása, a jelzálog-reform, a vállalati menedzsment javadalmazásának kérdései, vagy a bankokra és takarékinstitúciókhoz vonatkozó új szabályok.

Témánk szempontjából azonban főleg a *hitelminősítőkre vonatkozó új előírások* érdemelnek figyelmet, különös tekintettel arra, hogy az Egyesült Államok jogalkotói maguk is meglehetősen súlyos szavakkal minősítik e piaci szereplőket.<sup>34</sup> A kongresszus álláspontja szerint ugyanis a hitelminősítők kérdése *nemzeti ügyé* vált (matters of national public interest). Jóllehet tevékenységük alapvetően kereskedelmi jellegű, de a hitelpiacokon betöltött kritikus „kapuőri” szerepük mindenképpen indokolja, hogy rájuk is a könyvvizsgálókéval, az értékpapír-elemzőkkel és a befektetési bankárokkal azonos felelősségi és felügyeleti szabályok vonatkozzanak. A kongresszusi értékelés szerint a hitelminősítők a pénzügyi válságban a strukturált pénzügyi termékekkel kapcsolatban nem megfelelően jártak el. Hibáik jelentős mértékben járultak hozzá ahhoz, hogy a pénzügyi intézmények és a befektetők rosszul mérték fel a kockázatokat, mindez károkat okozott az Egyesült Államok és a világ gazdaságának.

A legfontosabb változások közé tartozik például, hogy az Értékpapír- és Értéktőzsde Bizottság (Securities and Exchange Commission – SEC) az eddigieknél erőteljesebb hatósági felhatalmazásokat kap a hitelminősítés folyamatos ellenőrzésére. A SEC-en belül önálló *hitelminősítő iroda* létesül, amelynek évente legalább egyszer minden regisztrált hitelminősítő tevékenységét felül kell vizsgálnia. Mindezt a SEC által előírt szempontok szerint, s megállapításait nyilvánosságra kell hoznia. A SEC jogosítványai kiterjednek arra is, hogy szabályozó hatóságként maga állapíthat meg tényállásokat mindazon esetekre vonatkozóan, amikor a jogsértő hitelminősítő magatartását szankcionálni kell. A szankciók között szerepel a bírságolás és – tartósan megalapozatlan minősítések, vagy jogsértések esetén – *akár a regisztrációból való törlés is*. A szabályozó hatóság felhatalmazása arra is kiterjed, hogy a SEC a regisztrált hitelminősítők közzétételi kötelezettségének szakmai tartalmát és a közzététel módját is részletesen meghatározza (akár adósok, értékpapírtípusok, pénzügyi eszközök szerint). Ennek célja, hogy a felhasználók tájékozódása ne a hitelminősítői elhatározástól függjön, s a standardizált adatok szélesebb körű összehasonlítására is lehetőség nyíljon. Az új szabályozás emellett deklarálja a hitelminősítők *magánjogi felelősségét is* a befektetőkkel szemben azokban az esetekben, ha a cégek szándékosan vagy gondatlanul hibáznak a tények, vagy a független forrásoktól átvett adatok vizsgálata során.

## 6. VAN-E MENEKÜLÉS A CSAPDÁBÓL?

A világgazdaság globalizációjáról ma már könyvtárnyi szakirodalom szól. Talán nem túlzás azt állítanunk, hogy a környezeti erőforrások, az energia, vagy az ivóvíz szű-

<sup>34</sup> Dodd-Frank Act Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies SEC. 931. Findings.

kössége mellett a világnak 2008 óta egy *újfajta veszélyforrással* is szembe kell néznie. Azzal, hogy a dereguláció évtizedeiben kiépült „pénzügyi világháló” ma már az államok, integrációk, nemzetközi szervezetek által alig befolyásolhatóan, a saját logikája szerint működik. Az elektronizált nemzetközi pénzpiacok napi sok ezermilliárd dolláros forgalma mellett a világ jövője szempontjából anakronizmusnak tűnnek azok a viták, amelyek a – lényegében XIX. századi – nemzetállami alkotmányos rendszerekről szólnak. A világ gazdasága, amint az a 2008-tól napjainkig terjedő összeomlásból és ezen belül a hitelminősítők szerepéből is látható, e jogi kereteket és szereplőket már régen túlhaladta.

*Joseph E. Stiglitz*, Nobel-díjas közgazdász, egykori elnöki tanácsadó legújabb könyve ugyancsak a pénzügyi válságról szól, amelynek a sokat mondó *Szabadesés*<sup>35</sup> címet adta. A szerző egyik végkövetkeztetése, hogy a válság magukat a játékszabályokat változtatta meg globális méretekben. De még mindig megvan a lehetőségünk egy új pénzügyi rendszer létrehozására. Ennek az lenne a feladata, ami miatt az embereknek általában szükségük van a pénzügyi rendszerre: segítse egy olyan gazdasági rendszer működését, amely munkahelyeket teremt, és amelyben a javakkal rendelkezők és a nincstelenek közötti különbségek nem növekszenek, hanem inkább csökkennek.

A mostani pénzügyi rendszer köztudottan nem ilyen. A hitelminősítők tevékenységének ésszerű jogi keretek közé szorítása talán csak egy, de fontos lépés lehet ahhoz, hogy Európa és a világ kijusson a jelenlegi csapdahelyzetből.

---

35 Joseph E. Stiglitz: *Freefall – America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, W.W.Norton and Company, New York–London 2010