

BANK & TŐZSDE

FÜGGETLEN PÉNZÜGYI,
ÜZLETI ÉS GAZDASÁGI HAVILAP

XI. évfolyam

2003. augusztus

Ára: 2000 Ft

K&H-botrány

Vesztő helyzetek

Tizenegy gyanúsított, Kulcsár Attila július 17-i őrizetbe vétele óta két-három hét leforgása alatt még tízen váltak büntetőeljárás alanyává sikkasztás, okirat-hamisítás, pénzmosás miatt – közöttük a K&H-ügy meghatározó fordulatként Rejtő E. Tibor vezérigazgató. És miként kezdettől fogva, körülbelül tízmilliárdos elkövetési érték. Szeptember második hetéig bezárólag ennyiben lehetett összegezni a politikai hevületében a „választási Magyarország” hangulatát idéző pénzügyi botrány bűnügyi statisztikáját, amelyet a kormányzat és a PSZÁF elnöke között egyre mélyülő konfliktus súlyosbított mindeddig. Miközben a nyomozás nyilvános információi

alapján mindinkább kirajzolódik a történetek mechanizmusa is, és fölsejlik, hogy az események alighanem két fő szálon „futottak”, a kényesebb kérdések válasza várnak – némelyik a dolgok természetéből fakadólag alighanem még sokáig, mások pedig talán örökre. Főként az, hogy hova kerültek a milliárdos tételekben mozgott pénzek, vagy például az, hogy kik viselik majd az igazi felelősséget azért, hogy a K&H brókercégnél az 1998-ban kipattant botrány és a milliárdos veszteségek elkönyvelése után még 2003-ban is ugyanazon módszerekkel, a szabályozott rendszerből kiemelve kezelték a „VIP-portfóliókat”.

Folytatás a 6. oldalon

A tartalomból

Értékpapírosítás – Rejtelmek és gyakorlatok

Az értékpapírosítási konstrukció a kilencvenes években rendkívül fajsúlyossá vált az Egyesült Államokban. E pénzügyi termék jóvoltából a tőkepiac számára hozzáférhetővé váltak az egyébként nehezen megfogható eszköz-, illetve követelésfajták – a Lehman Brothers kötelékében szerzett többéves tapasztalattal rendelkező szerzőnk szerint az állami, illetve az önkormányzati szektor eszközeinek ily módon történő hasznosítása kulcsfontosságú lehet az Európai Unióhoz történő csatlakozáshoz szükséges alapok előteremtésében. Írásaink az értékpapírosítás üzleti és jogszabályi hátterét igyekeznek megvilágítani. (27–32. oldal)

Harmonizált európai paragrafusok

Alig telt el néhány hónap azóta, hogy mind a hitelintézeti, mind a tőkepiaci törvényben megjelentek az összevont alapú felügyeletre vonatkozó új szabályok, újabb változások várnak a hazai pénzügyi piacra. Szabályozási specialista szerzőnk az Európai Unió „konglomerátumdirektíváját” ismerteti. (32–35. oldal)

Nyomás alatt – Már csak két AAA

A világ vezető biztosítói – az Allianz, a Hannover Re, a Munich Re és legutóbb a Swiss Re – sorra a leértékelési trend áldozatául estek. Napjainkban már csak az AIG és Berkshire Hathaway mondhatja el azt magáról, hogy a besorolása AAA. (38–39. oldal)

Makrogazdaság

Itt az adóbéke, vagy csak fegyverszünet?

Miközben egyre inkább arra utalnak a jelek, hogy a világgazdaság vezető hatalmai „kikászálódóban” vannak az utóbbi két évben tapasztalt, olykor már válság néven emlegetett receszsióból, addig Magyarország mintha csak mostanában haladna a maga ciklusának mélypontja felé. Legalábbis erre engednek következtetni a közelmúltban publikált GDP-adatok, amelyek még az elemzők visszafogottnak hitt várakozásaiban foglaltak is rosszabb képet tártak elénk. Akárcsak az államháztartás, amelynek a

2003-as éve minden bizonnyal sokkal rosszabb lesz a vártnál, ráadásul a jövő évet az adóról folyó koalíciós vita miatt rendületlenül lassan oszló homály övezi. Ebből pedig az a következtetés adódik, hogy miközben jövőre az állami elvonás (mindegy, milyen adó formájában) nálunk bizonyosan nagyobb lesz, addig a környező országok fokozatosan zsugorodó közterhekkel versenyeznek a befektetők kegyeiért. Persze adódik a kérdés: mi lesz így a versenyképességgel és azzal

Folytatás a 4. oldalon

Bank & Tőzsde – havi mutatók (VII. 31.–VIII. 31.)

	Záróérték VIII. 31.	Havi változás érték	százalék
Dow Jones Industrial Average (pont)	9374	169.76	1.84
Euró/dollár-árfolyam (USD)	1.0968	-0.04	-3.56
Brent-olaj hordónként (USD)	29.75	1.65	5.87
A Budapesti Értéktőzsde Indexe (pont)	9060	813.15	9.86
Dollár/forint-árfolyam (HUF)	234.63	2.65	1.14
Euró/forint-árfolyam (HUF)	257.42	-6.35	-2.41
Három hónapos referenciahozam	9.28	0.17	1.87
Egyéves ÁKK-referenciahozam (%)	8.98	0.20	2.28
Folyó fizetési mérleg, jún. (M EUR)	-567.00	-262.00	85.90
Fogyasztói árindex, júl. (év/év, %)	4.7	0.4	9.3
Ipari termelés, jún. (év/év, %)	2.8	-1.3	-31.7
Államháztartási hiány, júl. (Mrd Ft)	-0.8	191.6	-99.6

Forrás: Bank & Tőzsde-gyűjtés



www.bankestozsde.hu

Standard biztosítóknak

Új nemzetközi számviteli standard a biztosítási szerződésekre

Igen szűkös határidővel és komoly kiadásokkal kell számolniuk a biztosítóknak annak érdekében, hogy alkalmazni tudják a biztosítási szerződésekre vonatkozó, napjainkban még formálódó új nemzetközi számviteli standardot. A rendelkezésre álló idő rövidsége és a tervezetet övező rendkívül éles viták miatt a szabvány kidolgozását két fázisra osztották. Az első fázis tervezetét július 31-én hozta nyilvánosságra a Nemzetközi Szám-

viteli Standardok Bizottsága. Figyelembe véve, hogy az Európai Unió 2005-től kötelezi a tőzsdén jegyzett uniós vállalatokat arra, hogy a konszolidált beszámolójukat a nemzetközi standardok alkalmazásával állítsák össze, a mindeddig hiányzó láncszemet képező biztosítási standard kidolgozói igencsak sürgéti az idő.

(Cikkünk a 35–37. oldalon.)

ÉVTIZEDEK
SZÁZJÁNOSSAL

Pénzügyi konstrukciók

elsődleges „eszközteremtőként” lép fel. Ennek keretében felállít egy rendkívül alaposan kidolgozott és részletes kritériumrendszert. Ha kisebb eszköztulajdonosok értékesíteni kívánják egyes, éppen feldolgozás alatt lévő eszközeiket, vagy egyszerűen eleve a conduitba kívánják szervezni újabb eszközeiket, akkor azoknak csak ennek a standard kritériumbázisnak kell megfelelniük. Ezenkívül a conduit más szervezőktől függetlenül önmaga is létrehoz eszközöket (folyósít hiteleket) a saját mérlege terhére, mégpedig mindig azzal a kifejezett szándékkal, hogy az így létrehozott eszközcsoportot néhány hónappal később egy portfólióban értékpapírosítsa.

A ritkábban alkalmazott módszer keretében a conduit más szervezőktől vásárol homogén eszközöket, eszközcsoportokat – például lízing- vagy jelzálog-követeléseket –, amelyeket azután a hagyományos értékpapírosítási folyamatban értékesít.

A két módszer között az alapvető különbség az, hogy az első keretében még nem létező eszközportfóliók létrehozásának paramétereit szabja meg a conduit, a másodikban létező eszközportfólió eszközöiből válogat, a kritériumrendszerének megfelelő eszközök után kutatva. Mivel létező eszközök paramétereit nehezen módosíthatók, ennek a módszernek a homogén eszköztípusok felelnek meg leginkább. Természetesen mindkét módszer elősegíti a kisebb eszköztulajdonosoknál lévő, illetve rajtuk keresztül elérhető eszközök felszabadítását és értékpapírrá formálását.

Az európai gyakorlat

Bár az értékpapírosítás az Egyesült Államokból indult hódító útjára, 1999 óta Európa több országában

is rendkívüli aktivitás figyelhető meg. A legaktívabb Olaszország, ahol a specifikus értékpapírosítási törvény elfogadása után az állam számos többmilliárdos tranzakciót bonyolított le. Az egyik ilyen az úgynevezett SCIP 2 volt, amelynek alapjául egy hatalmas állami ingatlanportfólió szolgált. A periodikus kifizetéseket az ingatlanok folyamatos, diszkontált értékesítéséből fizették. A tranzakció értéke 536 millió euró volt, a kötvények átlagosan EURIBOR + 60 bázispont kamattal keltek el. Olaszországban nagyvállalatok is rendkívül aktívak. Az Italia Telecom például 21 millió lakossági előfizetését értékpapírosította 700 millió euróért. A Baa minősítésű cég a tranzakció struktúrája jóvoltából AAA minősítésű értékpapírt hozott létre, és rendkívül kedvező – átlagosan EURIBOR + 27 bázispontos – áron jutott forráshoz.

Az értékpapírosítás egyik leghagyományosabb eszközfajtája, az autólízing ugyancsak gyorsan hódít Európában. Tavasszal lépett piacra egy osztrák bank a Lehman Brothers szervezésében 211 millió eurónyi autólízinget értékpapírosítva átlagosan EURIBOR + 66 bázispontos áron.

Kockázatok

Az értékpapírosítási folyamat rendkívül sok előnnyel jár, amennyiben az értékpapírosító megfelelő szakértelemmel jár el a tranzakció struktúrálasakor. A kellő know-how hiányában szinte mindig értékpapírosításra specializálódott szervező cégeket alkalmaznak, aminek az az egyik fő oka, hogy az értékpapírosítás szerkezete több szereplő kritériumainak kell hogy megfeleljen, és nagyon ritka az a vállalat vagy bank, amelyik mindegyikük

érdekeit egyformán ismeri. Melyek ezek az alapvető érdekek?

- A tranzakciónak rentábilisnak kell lennie az eszköztulajdonos számára.

- A tranzakció jogi szerkezetét szakértő ügyvédekre kell bízni, máskülönben hiányos vagy alkalmatlan lesz.

- A tranzakciónak jó minősítést kell kapnia valamelyik minősítőügynökségtől, amely a szerkezetet minősíti a hitelkockázati, a jogi, a likviditási, az átláthatósági és az operációs paraméterek alapján a kötvényvásárlók szempontjából. Jó minősítés nélkül a tranzakció aligha jut el a végrehajtásig.

- A kötvénynek egy vagy több befektetői réteg számára előnyös kockázat-hozam profilt kell mutatnia. Ha ugyanis nincs kereslet a papír iránt, akkor azt vagy a profit jelentős csökkenése árán vagy csak veszteséggel lehet eladni;

Jól látható tehát, hogy afféle multidiszciplináris szakértelem nélkül az értékpapírosítás kockázatai könnyen meghaladhatják a kínálkozó előnyöket.

Az értékpapírosítás rohamos elterjedése Európában egyértelmű jele az európai tőkepiacok és befektetők fejlettségének, egyszersmind bizonyítja a tranzakcióban rejlő előnyöket. Bár a magyar piac kicsi, az állami, illetve önkormányzati szektor eszközeinek értékpapírosítással történő hasznosítása kulcsfontosságú lehet az Európai Unióhoz történő csatlakozáshoz szükséges alapok előteremtésében. Ráadásul, mivel a magyar fogyasztói és vállalati kölcsönök, illetve lízingkihelyezések számottevően túl vannak árazva az eszközökben rejlő kockázatokhoz képest, az értékpapírosítás egyértelmű eszköze lesz az árazásban rejlő arbitrázslehetőség kiaknázásának.

Hild Imre

Pénzügyi szabályozás – jogharmonizáció

Értékpapírosítás

Kérdések paragrafusok híján

Az értékpapírosítás a származékos ügyletek és a strukturált finanszírozás mellett egyike azoknak az új termékeknek, amelyek a pénzpiac teret nyerve a befektetői kockázattaláláshoz, valamint a releváns pénzáramok nagyságához és időzítéséhez igazodva hoznak létre finanszírozási struktúrákat. Az ügylettípus hazai jogszabályi alapjainak maradéktalan kidolgozása ugyanakkor még várat magára – írja szerzőnk, a Martonyi és Kajtár, Baker & McKenzie Ügyvédi Iroda munkatársa, akit arra kértünk fel, hogy az értékpapírosítás hazai elterjedését szem előtt tartva a fontosabb jogi összetevőket tegye vizsgálat tárgyává.



Az értékpapírosítás lényege: bizonyos követelésekhez tapadó kockázatok konverziója az érintett eszköz jellegéhez igazodó szerződéses és üzleti struktúrában. Ennek megfelelően jogi szempontból az értékpapírosítást felfoghatjuk előre meghatározott tulajdonságú eszközök átruházásaként egy „csődbiztosnak” tekintett céltársaság (special purpose vehicle, SPV) számára készpénzfizetés ellenében. A vételárat az SPV teremti elő, rendszerint kötvény vagy más értékpapír (például befektetési jegyek) kibocsátásával, és az értékpapír alapján teljesített ki-

fizetések az ügylet egyedi jellemzőit követő struktúrázásban kapcsolódnak az eszköz teljesítménye alapján kialakuló pénzáramhoz. Az így átruházott eszközök bizonyos feltételekkel (például visszakereset hiányában) az átruházást kezdeményező eszköz-tulajdonos (originator) mérlegéből kikerülnek.

A valódi átruházás

A kiválasztott eszközök átruházására választott jogi megoldással és a kapcsolódó szerződéses

rendszer tartalmának meghatározásával számos tranzakcióspecifikus kockázatot kell kezelniük a résztvevőknek. Ezt az átruházást a helyi jogban rögzített értelmén túlmutatóan, főként a hitelminősítők és a nemzeti felügyelő hatóságok elvárására utalva, valódi átruházásnak (true sale) hívják. A valódi átruházás célja az átruházott eszközök lehető legteljesebb leválasztása attól a kockázattól, amit az eszköz tulajdonosának az átruházást követő esetleges fizetéseképtelensége képvisel, azaz annak megakadályozása, hogy az eszköztulajdonosok adott esetben hitelezői igényt támaszthassanak az eszközökre.

Az átruházás módja

Az egyik alapkérdés a valódi átruházás céljára szolgáló jogi technika megválasztása. Amennyiben az eszközök és az adott ügylettől függően esetleg járulékos jelleggel kikötött biztosítékok jogi minősítése megengedi vagy szükségessé teszi (például a Magyarországon elhelyezkedő ingatlanokon a magyar jog szerint alapítható jelzálogjog), a felek közötti jogviszonyokra vonatkozóan akár külföldi, akár a magyar jog is kiköthető irányadóként.

A magyar jog napjainkban nem ismeri el önálló jogügyletnek a készülőben lévő új polgári törvénykönyv nyilvános koncepciója által egyébként már megelőlegezett szerződéses pozíció tel-

Folytatás a 30. oldalon

Folytatás a 29. oldalról

jes átruházását és a nemzetközi finanszírozási gyakorlatban oly elterjedt bizalmi kezesség (trust) használata sem lehetséges. A szerződés megújítása (nováció) alkalmazása (ellentétben az angol jog azonos névvel létező, de eltérő tartalmú jogintézményével) pedig nem célszerű, hiszen az nemcsak új feleket feltételez, hanem a jogviszonyt is megváltoztatja. Ezért nálunk leginkább az engedményezés intézménye terjedt el követelések átruházását eredményező jogi megoldásként. Azonban az engedményezés önmagában számos (a valódi átruházásra vonatkozó dokumentáció kialakításakor feltétlenül kezelendő) jogi és tényleges teljesítési kockázatot rejt magában: például az engedményezett követelés kötelezettje meghatározott körben kifogásokkal élhet az engedménnyessel szemben. Ezt a problémát mélyítette az, hogy megváltozott a Legfelsőbb Bíróság ítélezési gyakorlata a felszámolási eljárásban alkalmazott engedményezés minősítése kapcsán (*Bank & Tőzsde*, 2003. január).

A teljesség kedvéért jelezzük, hogy szóba jöhet még átruházási formaként a faktorálás és a csereügylet (swap) is, amennyiben az érintett eszközök tulajdonságai azt lehetővé teszik.

Kockázatok

A tranzakcióhoz tapadó jogi kockázatok többek között az eszközök jellegétől és a választott átruházási módtól függenek. Az engedményezés vonatkozásában kiemelést érdemel a jövőbeni követelések engedményezhetőségének vitatott volta, valamint az a bizonytalanság, ami az engedményezéshez kapcsolódó, úgynevezett kötelezett értesítések joghatásához kötődik a Legfelsőbb Bíróság sajátos joggyakorlata következtében.

A valódi átruházással a választott jogi technikán messze túlmutatóan a felek arra törekednek, hogy minden olyan létező üzleti, szerződéses vagy egyéb kapcsolatot feltárjanak és megfelelően kezeljenek, amellyel összefüggésben az eszköztulajdonos (veszteségének) kockázata megmarad és átszáll az SPV-re. Az ilyen előre nem látott többletfelelősség nemkívánatos hatással lehet az SPV által kibocsátott értékpapírokat megvásárló tulajdonosok jogaira és ezzel az értékpapírosítási struktúra pénzügyi stabilitására. Ebben a körben merülnek fel többek között bizonyos, piaci veszteséggel kapcsolatos garanciák, szavatosságok, megtérítési kötelezettségvállalások a követelések behajthatóságára, az eszközök teljesítményéhez kötött szavatossági vagy megtérítési kötelezettségek, illetve ide sorolható a feltételes visszavásárlási kötelezettségek megítélése is.

A csődbiztos SPV

A csődbiztos SPV-hez (bankruptcy remote) kapcsolódó kritériumok megfogalmazásának célja annak biztosítása, hogy a valódi átruházással érintett, így az értékpapírosításba bevont eszközök ne képezzék jogi értelemben az eszköztulajdonos vagyonának részét egy ellene esetlegesen indított csőd- vagy felszámolási eljárásban. Ez a befektetői érdekek védelmének egyik alapvető feltétele.

Kiegészítésként a „csődbiztoság” elvárásai közé szokás sorolni azt is, hogy a felek tege-

nek meg mindent az SPV fizetéseképtelenségi kockázatának kiszűrése érdekében. Az általánosságban elmondható, hogy a jól kialakított társasági struktúrának és szerződéses rendszernek köszönhetően egy értékpapírosítás céljára létrehozott SPV fizetéseképtelenségi kockázatát a minimumra lehet szorítani. Tipikus, bár önmagában a magyar jognak nem minden tekintetben megfelelő befektetővédelmi lehetőséget ad az SPV által folytatható bármilyen típusú gazdasági és egyéb tevékenység teljes leszűkítése, valamint a tranzakcióval és az SPV létevel kap-

A tranzakció fő elemei

- jövedelemtermelő eszközök (például hitel) megszerzése;
- jövedelemtermelő eszközök átruházása az SPV-re;
- az SPV értékpapír-kibocsátása;
- az eszközök minőségét javító belső vagy külső eszközök (például hiteljavító eszközök, garanciák, likviditást elősegítő eszközök, derivatívák) használata;
- hitelminősítés;
- a másodpiac megszervezése;
- lebonyolítás és szervezés.

csolatos feladatok kitelepítése harmadik felekhez. A szintén gyakran használatos módszer keretében az SPV érdekében eljáró tisztviselők felelősségét és döntéshozói jogosultságát specifikusan, a szokásos társasági gyakorlattól eltérően határozzák meg (például az SPV érdekétől függetlenül eljáró és a befektetők érdekeit védő igazgatók kinevezésével).

Kockázatok

• Azoknak a jelentős kockázatoknak az egyike, amelyeknek elkerülésére az értékpapírosításra vállalkozó felek a legtöbb gondot fordítják, az átminősítés kockázata. Mivel az érdekelt kinyilvánított szándéka és a dokumentációban foglalt ügylet elnevezése együttesen sem akadályozza meg az esetleges bírói átminősítést (például amennyiben az ügylet kölcsön- vagy lízingportfólióhoz kötődik), szükségessé válhat a hitelminősítői, valamint az értékpapírosítás kapcsán már nagyobb gyakorlattal rendelkező jogalkalmazói tapasztalatok hasznosítása is.

• Az átminősítési kockázat kiszűrése a tranzakció felépítésekor azt a logikát kell követnünk, amelyik egy adott ügylet eljáró döntéshozót arra vezethet, hogy esetleg ne fogadjon el az általunk létrehozott csődbiztosnak tekintett konstrukciót. Ebben a körben külön figyelmet kell fordítani például az esetleges visszkereseti (a valódi átruházást is akadályozó) kapcsolatok meglétére (például a hitelkártyaigények kapcsán tipikus eszköztulajdonosi vállalkozás az úgynevezett lényeges hátrányos változás bekövetkeztére szóló visszavásárlási kötelezettség). Ugyanígy figyelmet kell szánni ezeknek a kapcsolatoknak az erősségére, valamint arra, hogy az eszköztulajdonos az eladás után bármilyen céllal ellenőrzést gyakorolhat-e az eszközök vonatkozásában. Ide tartozó kérdés az eszközökért cserébe kapott vételár piaci megítélése is.

Az angolszász joggyakorlat alapján már az is megtörtént, hogy magát a struktúrát is megkérdőjelezték túlzott mértékű visszkereseti kapcsolat és a felek magatartása miatt. (Az eseményt Major's Furniture Assets ügy néven örökítette meg a szakirodalom)

• Bár az értékpapírosítás alapvető kritériuma, hogy az eszköztulajdonos nem gyakorol ellenőrzési jogokat sem tulajdonosként, sem más módon (ilyen az igazgatók kinevezésének joga) az SPV működése felett (az egész ügylet jellegéből adódóan erre szüksége sincs), az átminősítésen kívül számottevő kockázatot rejt magában az úgynevezett lényegi konszolidáció (substantive consolidation) lehetősége is. Ennek jegyében a formális jogi elkülönülés ellenére a tranzakcióban részt vevők (így az eszköztulajdonos és az SPV) elkülönülését csak jelképesnek vagy jelentéktelennek tekintik utólag. Ez azt vonhatja maga után – bár releváns magyar bírói gyakorlat még nem ismert ebben a kérdésben –, hogy különböző cégek eszközei a tranzakció aprólékosan megtervezett és minősített struktúrája és a jogi, valamint gazdasági elkülönültség ellenére kielégítési lehetőséget nyújtanak egymás hitelezőinek. Különösen a határon túlnyúló tranzakciókban (például az SPV-t adózási előnyök végett külföldi jog hatálya alatt jegyzi be) érdemes kitüntetett figyelmet fordítani a pénzeszközök elkülönült adminisztrálására, illetve az olyan apróságnak tűnő körülményekre, mint a közös irodabérlet vagy az azonos tagokból álló igazgatóság megválasztásának mellőzése.

• Ebbe a kockázati körbe tartozik a túlzott függőség (excessive entanglement) miatti kapcsolódás utólagos megállapításának veszélye is, amivel összefüggésben az alapvető kérdések közé sorolhatjuk annak tisztázását, hogy ki birtokolja az eszközöket, ki gondoskodik az eszközökkel kapcsolatos teendők ellátásáról, valamint az irodai, pénzügyi nyilvántartásról.

Felügyeleti funkció

A PSZÁF-nak az európai szabályozó hatóságok együttműködésében közreműködő tőke- és pénzügyi szabályozó és felügyelő intézményként jelentős a szerepe az értékpapírosítás folyamatában.

• Az egyértelmű, hogy a felügyelet közreműködése az értékpapír-kibocsátás engedélyezésével meghatározó. A befektetők védelme érdekében arra kell különös figyelmet fordítani, hogy a pénzáramlás alapjául szolgáló eszközkezelés teljes átruházási hatályú legyen, és hogy a felek feltárják a direkt, valamint az indirekt visszkereseti lehetőségek – például az úgynevezett megtérítési vállalkozások (imdemnity) és szavatosságok – körét.

• A kockázatokat és a kötelezettségeket teljesen világosan kell feltárni a felek között, illetve meg kell győződnie azok megfelelő telepítéséről, hiszen az értékpapírosítás egyik funkciója a kockázatok hathatós kezelése. Különös tekintettel arra, hogy a szabályozott piac résztvevői különböző elsődleges és másodlagos szerepeket lehetnek részesei az értékpapírosítás folyamatának (például ügyfelek saját eszközeinek bevonásához tanácsot nyújtó, befektetési szolgáltató, jegyzési

Pénzügyi szabályozás – jogharmonizáció

garanciavállaló, fizető ügynök, eszköztulajdonos, likviditást vagy kockázati besorolást javító, adminisztrátor, befektető).

A feleknek fel kell tárniuk az ügylet kapcsán a lényegi üzleti, jogi, eszközspecifikus és egyéb kockázatokat, s lehetőséget kell adniuk arra, hogy a felügyelet mérlegelhesse azokat. Így módot kell adniuk többek között a megfelelő jogi, gazdasági, morális szétválasztásra (például egy banki eszközcsomag értékpapírosításakor felmerülhetnek az ügyfélkapcsolatokhoz fűződő aggályok, ideértve a bank esetleges belépési késztetését – azaz azt a törekvését, hogy az ügyfele érdekében lépéseket tegyen –, vagy a folyamatos kiszolgálási kötelezettségéből fakadó bonyodalmakat). A felügyeletnek meg kell vizsgálnia azt is, hogy az adott piaci szereplő által alkalmazott – s a vállalt feladatához igazodó – kockázatkezelés rendszerszinten és technikai értelemben kielégítő-e. Természetesen mindezen feladatok eredményes elvégzéséhez kívánatos volna a felügyelet jogszabályalkotási kompetenciájának mihamarabbi elfogadása.

Specifikumok

A terjedelmi kötöttségek miatt csak néhány olyan jogi kérdést emelünk ki, amelynek megoldására jogszabály-módosítás keretében vagy a kapcsolódó dokumentáció és a tranzakciós struktúra alapos átgondolásával kereshetünk választ.

A nyilvános piacról történő forrásgyűjtés jogszabályba foglalt kötöttségeire fokozott figyelmet kell fordítani annak a magyar társaságnak, amelyik értékpapírosítási tevékenységbe kezd SPV-ként.

Az SPV kapcsán a gazdasági tevékenység végzésének tilalma nem felel meg teljes mértékben a magyar társasági jogi koncepciónak, hiszen a társaságok alapításának célja pontosan az ilyen tevékenység folytatása. Igaz az SPV által végzendő (passzív) tevékenység definiálása külön szabályozást igényel.

A tranzakcióhoz kapcsolódó adatvédelmi kérdésekkel (például a banktitok, az üzleti titok, a személyes adatok védelme) már az előkészítési folyamatában foglalkozni kell.

Bár a saját tőkét meghaladó nyilvános kibocsátásokat a tőkepiaci törvény (Tpt.) a hitelminősítés elvégzését fejezőbe engedi meg, a gyakorlatban a kibocsátás alapjául szolgáló eszközökön kívül eszközökkel nem rendelkező céltársaságok értékpapírjának kibocsátása számos komplikációval járhat (főként a pénzáramlások adó- és számvitelkonform meg szervezése kapcsán).

Bár a Tpt. az eszközzel vagy eszközcsoporttal fedezett kötvényt kibocsátó társaságok előléte tekintetében nem követeli meg az üzleti működés legalább egyéves folyamatosságát, a minősítés elvi problémákat vethet fel a jövőbeni pénzbevételekre alapozott és a kockázatokat szerződéses technikákkal telepítő ügyletek kapcsán.

Az SPV-t elvileg számos adókötelezettség terheli, amelyek tekintetében magyar viszonylatban a társasági adó, az áfa, a helyi adó (a pénzügyi műveletek bevétele) és a kapcsolódó forrásadó levonásának kötelezettsége (kamat) külön szabályozást igényel. (Még akkor is, ha az SPV-t más állam joga alapján hozzák létre.)

A valódi átruházás elérésére szolgáló jogi lehetőségek korlátozottak (engedményezés és nem átruházás).

Bizonyos eszközcsoportok és az alkalmazott szerződéses jogi megoldások relatív fejletlensége, a kapcsolódó jogszabályok (ingatlan-nyilvántartás, gépjármű-finanszírozás, jövőbeni bevételek, előtörlesztési költségek tilalma, csőd- és felszámolási szabályok) kialakulatlansága megnehezíti a strukturálást, valamint a kockázatok felmérését.

A legfőbb jogi-technikai megoldások, biztosítékformák rendelkezésre állnak, de nincs koherens és előre látható bírósági gyakorlat.

Nincs bizalmi kezesi koncepció (fiduciary agent vagy trustee), amelynek pótlása komoly jogász kreativitást igényel.

Nincs elismert és a fizetésképtelenségi eljárásokban tesztelt biztosítéki ügynöki struktúra, ami végrehajtási kockázatot rejt magában.

Nincs az értékpapírosítási tranzakciónak önálló (sui generis) elismerése, ami adó- és felügyeleti értelmezési kockázatokat hordoz magában.

A kockázatok és az eszközök átruházása széles körben megkérdőjelezhető a jelenlegi magyar csőd- és felszámolási, valamint polgári jogi szabályozás (például a fedezetelvonó ügyletek széles köre) alapján.

Ráadásul első látásra az SPV által a követelések megvásárlása érdekében kifejtett rendszeres tevékenység akár szabályozott, és így PSZÁF engedélyt igénylő tevékenységnek is tekinthető, amennyiben azt üzletszerűen, előre egyedileg nem meghatározott ügyletek megkötésével tesszük. A cikk végére érve azonban az olvasó biztosan sejti már az egyik lehetséges választ: az ilyen ügyletek mind a követelések értéke, mind a szerződések személye, és a lényegi körülmények

szempontjából nem csak hogy előre meghatározottak, hanem ez a meghatározottság egyenesen az értékpapírosítás lélkének számít, ezért még a hitelminősítésnek is a legfontosabb részét képezi. Abban persze csak bízhatunk, hogy ezt a választ a jogot hivataltól értelmezők is osztják majd.

Európai kiforratlansággal

A vázolt kérdések egy részének megfelelő, jogszabályok útján történő kezelése még várat magára Magyarországon. Ráadásul az értékpapírosítás folyamatára vonatkozó nemzeti és nemzetközi szabályozási háttér is „szüntelenül” változóban van, részben az Európai Unióhoz történő csatlakozás következtében. Jó példa erre az európai kiforratlanságra az állami bevételek értékpapírosítása, amelynek segítségével számos ország (például Olaszország, Görögország) állami garanciavállalás keretében tett szert mérlegen kívüli finanszírozásra. Azonban a tagállamok részéről tett bizonyos állami kötelezettségvállalások (például a konvergenciakritériumok) tekintetében figyelembe vett statisztikai adatszolgáltatás felett örködő Eurostat egy 2002-ben hozott döntésével szűkítette az ilyen állami kezdeményezésű tranzakciók lehetőségét. Ennek következtében egyes állami megtérítési kötelezettséggel vállalt ügyleteket átminősítettek. Ez például Ausztria államadósságát 2,6 milliárd euróval növelte meg a Blue Danube néven ismert ingatlanalapú értékpapírosításban vállalt bevétel-kiegészítési kötelezettség miatt. Ám az Eurostat döntése is nyitva hagyta azt az Olaszország által már döngetett kiskaput, amely lehetőséget ad a konkrét eszközökhöz tapadó jövőbeni pénzáramok értékpapírosítására. Ez pedig reményt ad a hasonló megoldáson alapuló magyar ügyletek indítására.

Horváth S. Attila

Értékpapírosítás

Magyarországon még nem

Tanácsadók mondták

Az értékpapírosítási ügyletek kivitelezésére a mai magyar jogi környezet is lehetőséget kínál már, egy speciális törvény azonban felgyorsíthatná a tranzakciók megtervezését és az új megoldás elterjedését – hangzott el többek között azon a nyári szemináriumon, amelyen a KPMG, a Déri & Lovrecz Ügyvédi Iroda, a Moody's Investors Service, a CRA Rating Agency és a Hild & Wirth tanácsadó cég képviselői a konstrukció előnyeit, kockázatait és technikai kérdéseit értékelték. A szeminárium ugyanakkor annak jeleként értékelhető, hogy a potenciálisan érdekelt tanácsadói szektor lehetőséget lát az értékpapírosítási ügyletek hazai térnyerésében. Az elhangzottak sorából külön is figyelmet érdemel, hogy a Moody's csehországi társult vállalkozása Magyarországra is kiterjeszti üzleti aktivitását.

A KPMG által szervezett eseményről kiadott tájékoztató alapján a szemináriumon elhangzott fontosabb megállapítások a következőkben foglalhatók össze:

A Moody's Investors Service adatai azt mutatják, hogy Európában az értékpapírosítás rendkívül gyorsan terjed: 2000-ben a tranzakciók vo-

lumene mintegy 160 milliárd euróra rúgott, 2002-ben viszont már megközelítette a 350 milliárd eurót is.

Ugyancsak a Moody's adatai szerint 1995-ben az európai értékpapírosítási ügyletek az Egyesült Államokon kívüli tranzakciók 54 szá-

Folytatás a 32. oldalon