

Szép karácsonyt és békés, boldog új esztendőt kívánunk minden kedves olvasónknak!



BANK & TŐZSDE

FÜGGETLEN PÉNZÜGYI,
ÜZLETI ÉS GAZDASÁGI HAVILAP

X. évf. 2002. december (49–52. hét) Ára: 2000 Ft

Évzáró körkérdésünk

Visszaesés fellendüléssel?

A pár nap múlva véget érő esztendő fordulatokban gazdag és ellentmondásokkal terhes minősítést érdemel. Recesszió a világgazdaságban, választási fejlemények, egyensúlyi problémák a hazaiban. Az a sokk, amely 2001. szeptember 11-én érte a világot, számos egymással összefüggő és ezt az évet is meghatározó folyamatot indított el világszerte. Ugyanakkor a magyar kereskedelmi banki szektor hitelezési aktivitása változatlanul élénk volt. A tőzsdei termékek ebben az évben több örömet szereztek a befektetőknek, hiszen november végéig a BUX több mint 11 százalékos hozamot termelt – ezeket a megállapításokat válogattuk ki abból a „gyűjteményből”,

amelyet a lapunk szokásos év végi körkérdésére adott válaszok képviselnek.

Miként egy éve ilyenkor, a pénzügyi szektor különböző posztjain tevékenykedő topmenedzserek, specialisták és kutatók berkeiben érdeklődve ezúttal is azt kérdeztük: mely folyamatok voltak a meghatározók az elmúlt évben, és vajon melyek lesznek azok a következőben? S minthogy a piacgazdaság jegyeit mind markánsabban magán viselő szektor nagyobbik felét egy ideje a nagy leépítések is jellemzik, megint véleményeket gyűjtöttünk arról: vajon a személyes boldogulás útján milyen év vár a szakma képviselőire?

(Összeállításunk a 23–28. oldalon)

A tartalomról

Csalóka osztalékhozamok – Évtizedes összehasonlításban alacsony szinten vannak a tengerentúli osztalékhozamok. Klasszikus tankönyvekre épülő megközelítéssel a részvénytőzsdék túlértékeltségére is következtethetnénk, ám ehhez napjaink túlszofisztikált befektetési környezetében – a megfelelő értékelés érdekében – indokolt néhány korrekciós tényezőt is figyelembe venni. (7–8. oldal)

Piaci összefoglalók – Izgalmas évet zárt a tőkepiac. A honi eseményeket alapvetően a forint erősödése határozta meg, ám a pénzügyi szektor életét nagyban befolyásolta a makrogazdasági egyensúlymutatók felborulása is. A honi részvénytőzsde ennek ellenére is jobban teljesített, mint a fejlett piacok – igaz, ezt a teljesítményt pusztán stagnálással érte el. (12–22. oldal)

Pénzügyek & jog (Kormány, kezesség, garancia) – Szerzőnk összefoglalja az állami kezességvállalás érvényességének és érvényesíthetőségének jogszabályi hátterét. A téma aktualitását az adja, hogy miközben az állam gazdasági – és ezzel összefüggésben kezességvállalási – aktivitása az elmúlt években rég nem látott mértékben fokozódott, a kezességvállalásról szóló, a bankok számára nyilvánvalóan kitüntetett fontosságúnak ígérkező jogszabály még ma is csak készülődésben van. (43–45. oldal)

Márvány helyett gránit

Interjú Kisbenedek Péterrel,
az Erste Bank vezérigazgatójával

A lakossági bankszolgáltatások mind nehezebb versenytereppe váló piacán az osztrák Erste Bank leányintézménye a későn érkezők, ám nagy ugrást hirdető csoportjának tagjaként az elmúlt időszakban felzárkózott a piaci átlagot meghaladó ütemű növekedést produkáló bankok közé – az év első felében másfélszeresére növelte hitelportfólióját. A hazai bankkonszolidációk keretében sok milliárd



forintos állami tőkeinjekciókkal támogatott, a 90-es évtized derekára mégis a tönk szélére jutó egykori Agrobank, valamint a valamivel sikeresebb Mezőbank egyesítésével és újabb állami tőketámogatással összehozott, majd az osztrák Erste-csoportnak eladott intézményt több éven át láthatóan lefoglalták az átalakítás feladatai. A 2000 őszén megújított

Folytatás az 5. oldalon

Bank & Tőzsde – havi mutatók (XI. 18.–XII. 6.)

	Záróérték XII. 6.	Havi változás Érték	Sházalék
Dow Jones Industrial Average (pont)	8573	87.00	1.03
Euró-dollár árfolyam (USD)	1.0077	0.00	-0.07
Brent-olaj hordónként (USD)	25.60	2.40	10.34
A Budapesti Értéktőzsde Indexe (pont)	7842	241.29	3.17
A forint árfolyama a sávban (%)	14.40	0.44	3.15
Euró-forint árfolyam (Ft)	236.35	-1.00	-0.42
Dollár-forint árfolyam (Ft)	234.83	-0.52	-0.22
Egy éves ÁKK-referenciahozam (%)	7.76	-1.43	-15.56
Folyó fizetési mérleg, aug. (M EUR)	-264.00	87.00	-24.79
Fogyasztói árindex, szept. (év/év, %)	4.9	0.3	6.5
Ipari termelés, aug. (év/év, %)	3.3	4.2	-466.7
Államháztartási hiány, szept. (Mrd Ft)	-154.5	-108.9	238.8

Forrás: Bank & Tőzsde-gyűjtés

Felügyelők a háromnegyedévről

Spekulációs hatásokkal

A 2002. szeptember utolsó napjával lezáruló háromnegyedéves időszakban a kereskedelmi bankok nyeresége reálértékben is nőtt – igaz, a bankrendszer nyereségszámait a Magyar Fejlesztési Bank olyannyira rontja, hogy a forintban számolt összesített profit csupán a fele lett a 2001. szeptember végének. A biztosítótársaságok lendülete kitartott, díjbevételeik és nyereségük növekedése reálértékben is impozáns.

A nyugdíjpénztári szektort stabil, de lassúbb növekedés, az egészségpénztári kört pedig a megelőző negyedévek tendenciájába illeszkedő gyors növekedés jellemezte. A pénzügyi szektor alrendszerei biztonságosan működtek. A szektor által kezelt 15 179 milliárd forintos eszközállományban tovább nőtt a pénzügyi csoportok súlya.

(Összeállításunk a 43–52. oldalon)

ISSN 00-1216-8122



www.bankestozsde.hu

Jogászok az ügyletekről

A treasury-ügyletekre vonatkozó jogi szabályozás számos formai és tartalmi kiigazításra vár annak ellenére is, hogy napjainkra kialakultak már a „keretszabályok”. Ennek jeleként például kérdésesnek tekinthető, hogy a külföldi befektetési bankok által magyar vállalatok számára kínált származékos ügyletek mennyiben tartoznak a tőkepiaci törvény területi hatálya alá. A hatályos szabályozás következményének értékelhető, hogy itthon leánybankkal rendelkező külföldi házak nem magyarországi érdekeltségük által, hanem elsősorban londoni központjukból kötik a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket magyar ügyfelekkel – többek között ezeket a véleményeket kaptuk az általunk megkérdezett nemzetközi jogi irodák tőkepiaci specializációjú munkatársaitól a hazai treasury-üzlet jogi hátterét firtatva. Kérdésünkkel visszatérünk arra az összeállításra, amelyet novemberi lapszámunkban közöltünk a hazai tőzsdén kívüli piac legnagyobb szegmenséről.

A specifikus szakmai kérdésekben szerkesztőségünk által rendszeresen kérdezt jogi irodáktól ezúttal azt kérdeztük:

- hogyan látják, a hazai szabályozás a különféle treasury-ügyletek kapcsán például miben szenved hiányt?
- mi történt és miben maradt el a szabályozás az elmúlt időszakban ebben a vonatkozásban?
- hogyan tapasztalják, ügyfelek körében milyen üzleti aktivitást fékez, netán akadályoz meg szabályozási természetű probléma?



Lengyel Zoltán,
Allen & Overy

– Számomra a legnagyobb gondot ebben az összefüggésben is a határon átnyúló befektetési szolgáltatások szabályozása képviseli. Tőzsdén kívüli származtatott termékekkel – amelyek sorába természetesen beleértem a határidős devizaügyleteket és a devizaopciókat is – Magyarországon csak a PSZÁF engedélyével lehet üzletszerűen kereskedni. A tőkepiaci törvény (Tpt.) teljesen egyértelművé teszi, hogy ez akkor is így van, ha az adott tevékenységet határon átnyúló szolgáltatásként folytatják. A határon átnyúló szolgáltatást a hitelintézeti törvény (Hpt.) határozza meg – igaz, csak a pénzügyi szolgáltatások vonatkozásában. Egyéb jogszabályi definíció hiányában azonban nyugodtan támaszkodhatunk erre a meghatározásra a befektetési szolgáltatások körében is. A Hpt. azt mondja: ha a szolgáltatás nem az azt nyújtó intézmény székhelyével, telephelyével, főirodájával vagy fióktelepével azonos országban történik, és a szolgáltatást igénybe vevő ügyfél telephelye, állandó lakóhelye sem abban az országban van, amelyben a szolgáltató intézmény székhelye, telephelye, főirodája vagy fióktelepe, akkor határon átnyúló szolgáltatásról beszélünk. Azaz ha egy német vagy angol bank magyar vállalatokkal köt üzletet származtatott, repó- stb. – tehát a treasury tevékenységi körébe tartozó – tranzakciókra, akkor határon átnyúló befektetési szolgáltatást nyújt.

A Tpt. 85. paragrafusának 5. bekezdése lehetővé teszi, hogy az Európai Unióban székhellyel rendelkező befektetési szolgáltatók határon átnyúló szolgáltatás keretében kínáljanak treasury-szolgáltatást magyar vállalatoknak. Ez a rendelkezés azonban csak Magyarország EU-csatlakozásával fog hatályba lépni. Addig kizárólag a megfelelő PSZÁF-engedély birtokában folytathatják ezt a tevékeny-

séget. Ehhez pedig fióktelepet kellene alapítaniuk, amihez a felügyelet engedélyét kell kérniük. Ez irreális. Nemzetközi bankok nem fognak befektetési szolgáltatókat alapítani Magyarországon csak azért, hogy az itteni ügyfelekkel ilyen tranzakciókat folytathassanak. Sőt az is megfigyelhető, hogy magyar leánybankkal rendelkező külföldi házak sem magyarországi érdekeltségeiken, hanem elsősorban londoni központjukon (vagy ezért az üzletágért felelős leányvállalatukon) keresztül kötik a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket a magyar végfelhasználókkal.

A vázolt példában alapul vett német vagy brit bankok tehát megsértik a tőkepiaci törvényt. A külföldi piaci szereplők egy része figyelmen kívül hagyja a problémát, a másik része pedig vagy olyan megoldást keres, amellyel mérsékelni tudja ezt a jogi kockázatot, vagy egyszerűen elkerüli a magyar piacot. A külföldi bankok azon munkatársai, akik mégis eljönnek Magyarországra, és bankjuk ilyen jellegű szolgáltatásait kínálják, a Btk. alapján elvileg szabadságvesztésre is számíthatnak. A büntetőjogi szankció miatt az adott ügyletre a magyar bíróság akár úgy is tekinthet, mint amelyik a magyar közrendbe ütközik. Ezért, amikor egy külföldi bank a tranzakció vonatkozásában hozott, számára kedvező külföldi polgári ítéletnek idehaza érvényt kíván szerezni, akkor előfordulhat, hogy a magyar bíróság megtagadja annak végrehajtását.

A kérdés felvetésekor a hivatalos szervek (a PSZÁF, a PM) a homokba dugják a fejüket, és úgy tesznek, mintha az nem létezne. Ennek újabb jeleként értékelhető, hogy a Tpt. módosítására vonatkozó javaslat változatlanul hagyta az idézett szabályokat.

A másik fontos problémát az egységes treasury-dokumentáció hiányában látom. A tőzsdén kívüli határidős ügyletekhez a magyarországi bankközi piacon már elterjedt az International Swaps and Derivatives Association Inc. (ISDA) által kiadott keretszerződés használata. Van olyan bank is, amelyik a PSZÁF által jóváhagyott üzletszabályzatának részévé tette ezt a szerződést. A hazai repó- és értékpapír-kölcsönzési piacon azonban ennyire elterjedt standard dokumentációval még nem találkozunk. Nemzetközi viszonylatban a repózáshoz a The Bond Market Association és az International Securities Market Association által kiadott Global

Master Repurchase Agreement különböző évjáratú verzióit vagy az Európai Bankszövetség által kiadott European Master Agreementet (EMA) alkalmazzák. Az utóbbi a magyarországi civil jogi környezethez közelebb álló keretszerződés, nem beszélve arról, hogy értékpapír-kölcsönzési ügyletek dokumentálására is alkalmas. Egyik ügyfelünk számára például éppen ezért készítettük el az EMA magyar változatát. Azt hiszem, hasznos volna, ha egy ilyen professzionális dokumentáció terjedne el a magyar repó- és értékpapír-kölcsönzési piacon is.



Horváth S. Attila,
Martonyi és Kajtár,
Baker & McKenzie
Ügyvédi Iroda

– A közelmúltban felgyorsuló törvényalkotási munka eredményeként létrejött „keretszabályok” ellenére a treasury-ügyletekre vonatkozó jogi szabályozás számos formai és tartalmi kiigazításra vár. Így például már a tőkepiaci törvény (Tpt.) bevezető rendelkezéseit vizsgálva felmerül az, hogy a mai napig nem sikerült egyértelmű módon normatív alapon tisztázni a Magyar Köztársaság területén folytatott befektetési szolgáltatási tevékenység fogalmát. Ezért kérdéses például, hogy egy külföldi befektetési bank által magyar vállalatok (vagy a tőkepiac szabályozott szereplői) javára kötött fedezeti vagy egyéb származékos ügyletek mennyiben tartoznak a Tpt. területi hatálya alá. Amennyiben az adott ügylet alapvető elemeinek többsége külföldön valósul meg, a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének irányadó eseti értelmezései fényében elvileg elfogadható az egyébként jellegénél fogva befektetési szolgáltatásnak tekinthető tevékenység extraterritoriális jellegére történő hivatkozás. A kötelező erejű és általános érvényű jogszabályban rögzített értelmezés hiánya azonban nem kívánatos bizonytalanságot kelt, és ezzel a jogi kockázatok, valamint a költségek szükségtelen növekedéséhez vezethet.

Szintén probléma, hogy a Tpt. azt a személyt tekinteti befektetőnek, aki/amily a befektetési szolgáltatóval vagy más befektetővel kötött szerződés alapján saját vagy más pénzt, egyéb vagyontárgyat részben vagy egészben a tőkepiac, illetve a tőzsde határaitól teszi függővé, illetve kockáztatja. Ugyanakkor a Tpt. kiveszi az alkalmazásának hatálya alól a befektetési szolgáltatónak nem minősülő befektető által kizárólag saját számlára, a saját vagy kockázatára folytatott befektetési tevékenységet anélkül, hogy a befektetési tevékenységet külön definiálta volna, ezzel is utat nyitva a kreatív jogértelmezések lehetőségének.

A Tpt. hatálya alóli kivétel tárgyát képezi a kizárólag az anya- és a leányvállalatok között, illetve az anyavállalatok más leányvállalatai javára folytatott befektetési szolgáltatási és kiegészítő befektetési szolgáltatási tevékenység is. Sajnos ezen kivétel megfogalmazása, amennyiben az anyavállalat más

Folytatás a 38. oldalon

Folytatás a 37. oldalról

leányvállalatai javára folytat befektetési szolgáltatást, nem utal a tevékenység végzőjére. Így a szöveg értelmezéséből az is kiolvasható, hogy a leányvállalatok egymás közötti tevékenysége, de az is, hogy harmadik felek által a leányvállalatok javára folytatott tevékenység kerül ki a Tpt. hatálya alól. Ennek a kérdésnek természetesen a multinacionális vállalkozásoknál a treasury központosítását célzó törekvések kapcsán van kiemelkedő jelentősége.

A banki és vállalati treasury-ügyletek dokumentálása szempontjából okoznak gondot és kockázatot azok a hiányosságok, amelyek a pozíciólezáró nettósítás intézményének a tőkepiaci törvénybe és más jogszabályokba való bevezetését jellemzik. Ez különösen igaz a felszámolási eljárás rendjére, amelyben a pozíciólezáró nettósítás nem kap önálló értelmezést és elismerést, azzal együtt, hogy a szabályozás normatív alapú értelmezése is aggályosnak tekinthető. Ez főként a Tpt. hatálya alá valamely okból nem tartozó, de a nettósítás kínálta lehetőséggel élni kívánó (gyakran külföldi befektetési szolgáltatónak minősülő vagy a multinacionális vállalati csoportok körébe tartozó) felek számára okoz nehézségeket.

További kapcsolódó problémaként jelenik meg „az adott pénzügyi termék piacán elfogadott elszámolás” önálló értelmezése a gyakorlatban, különös tekintettel arra, hogy milyen módon teremtik meg a Tpt. által megkívánt és a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) által „elfogadott módon” kötött pozíciólezáró nettósításra vonatkozó megállapodás feltételeit. A befektetési szolgáltatók kereskedési könyvéről szóló szabály alapján a pozíciólezáró nettósításra vonatkozó megállapodást a PSZÁF akkor fogadja el, ha az adott szerződés vizsgálatával meggyőződött arról, hogy a követelések és a kötelezettségek automatikus és azonnali beszámításának semmilyen jogi akadálya nincs, valamint arról, hogy a megállapodás jogi feltételeinek folyamatos figyelemmel kísérése a befektetési szolgáltatónál biztosítva van a belső szabályzatok, eljárási rend szerint. A szabály következetes alkalmazása azonban bizonytalanságot okoz, hiszen az még nem ismert, hogy a PSZÁF elfogadási eljárása előzetes vagy utólagos vizsgálatot feltételez, és mi a jogi hatása (például módosítási kényszer, a felszámolási eljárásban az elismerés megtagadása) annak, ha nem fogadja el az egyedi megállapodást. Nyilvános és kötelezően alkalmazandó jogszabályban megfogalmazott irányelvek hiányában nem segít az egyes szakmai szövetségek által kialakított és széles körben használt nemzetközi keretszerződések (ISDA, PSA/ISMA) alkalmazása sem. Ugyanígy azé az Európai Keretmegállapodásé (EMA) sem, amelyet néhány német és francia bank belső keretszerződése alapján nemzeti ügyletek dokumentálására dolgoztak ki, és amely immár három bankszövetség ajánlása ellenére sem tudott eddig a piacokon elterjedni. Ráadásul a szerződéses keretek az érdekelt felek által nagymértékben módosíthatók, azaz keretjelleük ellenére egyedi vizsgálatot feltételeznek. A keretszerződések és a kapcsolódó dokumentációs csomag elemei önmagukban is számos olyan problémát vetnek fel és veszélyt hordoznak az alkalmazhatóságuk tekintetében, amelyek szükségessé tették a PSZÁF elfogadási eljárásának a bevezetését. Így például a kapcsolódó információs rendszer és szerződéses követelmények tisztázására várnak, ideértve többek között a számos önálló szervezeti egységet

felöllel (multibranch), a több jogrendszerre kiterjedő (multi-jurisdictional) kérdéseket is.

A piaci innovációkra és a globalizálódó termékszerkezetekre érzékenyen reagáló jogalkotók sajnos adósaink maradtak a modern kockázatkezelésben kiemelkedő jelentőséggel bíró illetett hitelkockázat-átruházási módokra vonatkozó jogi háttér kidolgozásával. Így például elmaradt a swap- és az opciós megállapodások elemeit magában hordozó, szinte biztosításként működő, derivatív hiteltermékek (például az úgynevezett teljes cserés swap, a hitel-default termékek) önálló elfogadása. Ugyanakkor a bankszektor számára ezek bevezetése a nyilvánvaló kockázatok mellett számos előnyt is tartogat, ideértve a hitelkockázatok nemkívánatos koncentrációjának csökkentését, az egyedi hitellimitek felszabadítását és a szavatolótkére kifejtett jótékony hatást. Ebbe a sorba tartozik végül az értékpapírosítás (adott bank bizonyos eszközeinek meghatározott szabályokat követő eljárásban történő átruházása egy az átruházás ellenértékét olykor kötvénykibocsátással fedező céltársaság részére), amelynek tekintetében a megfelelő jogi háttér rendelkezésre állása a hitelderivatívákhoz hasonló előnyökkel járó ügyletek előkészítését tenné lehetővé.

A gyakorlatban felmerülő problémák mindegyike persze nem kezelhető (s ez nem is volna kívánatos) jogszabályba foglalt új rendelkezésekkel vagy a keretként szolgáló Tpt. ismételt módosításával. Ezért az elkövetkező időszak egyik legfontosabb feladata a PSZÁF jogosítványainak és lehetőségeinek kiszélesítése (akár a költségvetési támogatás növelésével is) annak érdekében, hogy az intézmény a jövőben is aktívan tudja elősegíteni a piac fejlődését és a jogkövető magatartás elterjedését a jogalkalmazók és a piac által örömmel fogadott nyilvános gyakorlati útmutatók és értelmezések kibocsátásával.



Király S. Gábor,
Ormai és Társai CMS
Cameron McKenna
Ügyvédi Iroda

– A 2001-ben meghozott új szabályok (devizaliberalizáció, tőkepiaci törvény) képviselte változások ellenére a treasury-ügyletek jogi háttére több szempontból nem tekinthető maradéktalanul rendezettnek. A megoldásra váró szabályozási kérdések két csoportba sorolhatók. Az elsőbe tartoznak azok, amelyek nem a pénzintézeti, befektetési szolgáltatói körre vonatkozóan specifikusak. Itt indokolt megemlítenünk, hogy például jogszabályaink nem rendelkeznek a mark-to-market alapon kifizetett vagy átadott eszközök sorsáról, így ezek vonatkozásában a felszámolási eljárásokban szóba jöhet az általános óvadéki szabályok alkalmazása is. A nettósítási megállapodás definícióját már ismeri jogunk, azonban ennek kapcsán egy magyar bíróság vagy felszámoló polgári jogi alapokon nem feltétlenül tudna mit kezdeni a „Single Master Agreement” koncepciójával azaz a körülménnyel, hogy egyazon nettósítási szerződés alapján kötött ügyle-

tek nem önálló szerződésnek minősülnek, hanem csupán önálló részelemeknek.

A második kérdéskörbe a pénzintézeti prudenciális szabályok tartoznak. Ebben a körben kiemelésre érdemes, hogy a hitelderivatívák dinamikusan fejlődő piaci szegmenséről ezek a szabályok nem vesznek tudomást. (Sőt nem csak a prudenciális szabályozás hiányos, mivel a szóban forgó ügyletekkel kapcsolatos kérdéseket még a tőkepiaci törvény sem kezeli minden tekintetben.) Ezzel összefüggésben a nagy intézményi befektetők, biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak a rájuk vonatkozó befektetési előírások alapján meglehetősen korlátozottan használhatják a derivatív ügyleteket.

Az üzleti aktivitást a jelen körülmények között – meglátásom szerint – a legnagyobb mértékben a prudenciális szabályok hiánya (elsősorban a hitelderivatívák vonatkozásában), illetve az intézményi befektetők kezét megkötő korlátozások akadályozzák. Azon termékek kapcsán, amelyek beilleszthetők a hagyományos kategóriákba (például a leggyorsabb árfolyam- vagy kamatkockázati ügyletek, határidős tranzakciók, vagy opciók) az elmúlt évben erőteljesen megnőtt a piaci szereplők – elsősorban a vállalati végfelhasználók – aktivitása.

Az intézményi befektetők közül a legfontosabbakra – a biztosítókra és a nyugdíjpénztárakra – vonatkozó szabályok 2001 folyamán olyan elemekkel bővültek, amelyek vagy megszüntették a derivatív eszközökbe való befektetés lehetőségét, vagy nagymértékben korlátozták azt. Az ebbe az irányba mutató tendencia a devizasabályokban bekövetkezett liberalizáció következményének tekinthető. Míg azelőtt a tőkeüveletekre vonatkozó szigorúbb devizális korlátozások gátolták a derivatív ügyletek befektetésként történő alkalmazását, addig mostanra a szabályozás a „helyére került” ugyan, és közvetlenül befektetőket érintő normák rendelkeznek erről a kérdéssről, de a restriktív szellem nem változott.

Így például a biztosítótársaságokra vonatkozó törvény módosítása 2002. január elsejét követően ebből a szempontból kifejezetten rosszabb helyzetet teremtett, mivel a jogszabályba iktatott változtatás értelmében a biztosítóintézetek meghatározott tartalékaik terhére nem köthetnek ilyen ügyleteket, illetve már kiépített derivatív pozícióikat 2003. január 1-jéig le kell zárniuk. A magánnyugdíjpénztárak vonatkozásában is visszalépést hozott az új szabályozás a derivatívákba történő befektetések lehetőségeit tekintve, mivel kifejezetten csak a tőzsdei szabványosított derivatívákba történő befektetést engedi meg a pénztáraknak.

Ebből a szempontból a befektetési alapok jobb helyzetben vannak a két másik típusú intézménnyel. A tőkepiaci törvény lehetővé teszi, hogy – bizonyos megszorításokkal – befektetési céllal is kiépíthessenek derivatív pozíciókat. Mindezeket túl sokkal szélesebb körben (fedezeti vagy arbitrage-céllal, portfólióoptimalizálás kapcsán...) alkalmazhatják ezeket az ügyleteket. Indokolt megemlítenünk azt is, hogy a törvény lehetővé teszi derivatív alapok felállítását is. A szabályozás által megteremtett új lehetőség azonban még kihasználatlan, és nem mozdítja elő kellően a piac fejlődését.

Szabályozásunk tehát komoly lépéseket tett már meg a piac fejlődésének előmozdítása érdekében, ám még sok technikai kérdés rendezése és ma is álló korlát lebontása szükséges ahhoz, hogy az üzleti aktivitás ezen a piaci szegmensen is kiteljesedhessen.