
Kihívások az árnyékbankrendszer jogi szabályozásában^{*}

Kecskés András^{**}

1. Bevezető

Az *árnyékbankrendszerek* alig néhány éves múlttal rendelkeznek, ennek ellenére hamar az érdeklődés középpontjába kerültek. Elnevezésük különösen baljósan cseng, ha egy pénzügyi válság körvonalai sejlenek fel a tőkepiacok horizontjain. De vajon miért ilyen kedvezőtlen a megítélése az árnyékbankrendszer intézményeinek? A szerző e tanulmányban erre a kérdésre is válaszokat keres. Ezzel párhuzamosan törekszik általános meghatározást alkotni az *árnyékbankrendszer* fogalmáról, de mindeközben igyekszik szem előtt tartani azt a körülményt, hogy a fejlett és a fejlődő országok *árnyékbankrendszerei* nagymértékben különböznek egymástól.

Emiatt a tanulmány kitekintést tesz a legfontosabb pénzügyi rendszerek *árnyékbankrendszerei* közti különbségekre és áttekinti a rájuk vonatkozó jogi szabályozási háttérrel is. Ennek során különösen az *Egyesült Államok*, az *Európai Unió*, valamint a *fejlődő országok* – kerülnek az elemzés fókuszába (a magyar szabályozás külön nem kerül vizsgálatra, mivel az már önmagában egy teljes tanulmány lenne). Végül, az *árnyékbankrendszerek* jövőben várható szabályozási tendenciái képezik vizsgálat tárgyát, szem előtt tartva, hogy e szabályozás arculata más és más lehet az egyes gazdasági szuperrégiók jogalkotóinak megközelítése függvényében.

2. Korábbi kísérletek az árnyékbankrendszer meghatározására

Az *árnyékbank* elnevezést *Paul McCulley*,¹ pénzügyi szakember használta első alkalommal egy, a *Federal Reserve*² által rendezett konferencián. Az *árnyékbank*

^{*} AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK MINISZTERIUMA ÚNKP-16-4-VII-1 KÓDSZÁMÚ ÚJ NEMZETI KIVÁLÓSÁG PROGRAMJÁNAK TÁMOGATÁSÁVAL KÉSZÜLT.

^{**} Egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem, Állam- és Jogtudományi Kar, Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék.

¹ *Paul McCulley* (1957-) keynesianus közgazdász az Egyesült Államokban. A *Columbia Business School*-on szerezte meg *MBA* fokozatát. Ezt követően a *UBS Warburg*, befektetési bank vezető közgazdásza volt 1996-1998 között. 1999-től 2010-ig a *PIMCO* (*Pacific Investment Management Company LLC*), az egyik legnagyobb, 1,5 billió USD vagyoni eszközt befektető, globális vagyongazdálkodási társaság ügyvezető

fogalmát mindazon nem-banki pénzügyi intézmények összességéként határozta meg, melyek *lejárati transzformációt* végeznek. A *lejárati transzformációt* pedig úgy határozta meg, mint olyan *pénzügyi közvetítői folyamatot*, melynek révén sor kerül a jellemzően rövid lejáratú források hosszú lejáratú eszközökké történő átalakítására.

Az *árnyékbank* kifejezés találó metafora, mert az így kialakult pénzügyi rendszer a hagyományos kereskedelmi bankrendszerre vet *árnyékot* – alternatív lehetőségek formájában –, melynek kiterjedése és kontúrvonalai nem határolhatók körül pontosan.

A szerző e korábbi meghatározása szerint³ *árnyékbankrendszer* nem más, mint vegyes – tehát *kereskedelmi*⁴ és *befektetési banki*⁵ jellegű – szolgáltatási portfólióval működő pénzügyi intézmények összessége, amelyeknek működési struktúrája nem különíti el e két klasszikus banki tevékenység folyamatait és eredményeit, sőt azokat *keresztfinanszírozás* útján összekapcsolja. A tőkeallokáció jellemzően *értékpapír kibocsátás*, de semmiképpen *nem betétgyűjtés* útján valósul meg. Így a *transzformált hitelviszonyok*⁶ esetén a forrásgyűjtés, a forráskihelyezés és a megtérülés is befektetési tevékenység útján megy végbe.

A szerző a fent említett tanulmányban úgy fogalmazott, hogy *az árnyékbankrendszer a pénzügyi rendszer a) közelmúltban jelentőssé vált szegmense, amely b) alternatív kereskedelmi banki szolgáltatásokat kínál c) a*

igazgatójaként dolgozott. 2010-es nyugdíjba vonulását követően a *Global Interdependence Center* kutatóközpontcsatlakozott. Lásd

<http://merage.uci.edu/EventSites/GlobalConfs/PaulMcCulleyBio.html> (2016.12.14.)

² A *Federal Reserve (FED)*, vagy más néven *Federal Reserved System* az *Amerikai Egyesült Államok* jegybankja. A *Federal Reserve Act* hozta létre 1913. december 23-án, az 1907-es sorozatos bankpánikokat követően. E törvény rendelkezései alapján a *FED* működése során *három fő célt* valósít meg: az *árfolyam-stabilitást*, a *hosszú távú kamatok csökkentését* és a *foglalkoztatottság maximalizálását*. Lásd <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/history> (2016.12.14.)

³ Lásd KECSKÉS András: *Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén*. In: Az Unió jog és a magyar jogrendszer viszonya (szerk.: Tilk Péter), Pécsi Tudományegyetem, Pécs, 2016. 334-336. old.

⁴ A *kereskedelmi bankok* jellemzően számlavezetési, betétgyűjtési és hitelezési tevékenységet folytatnak önkormányzati, vállalati és lakossági ügyfelek számára. A *kereskedelmi bankok* e tevékenységük során, ügyfél szinten, a betétek viszonylatában meghatározott összességük betétbiztosítási rendszer által védettek. A pénzügyi vállalkozást a *monetáris hatóság* felügyeli. Bankpánik esetén a *monetáris hatóság* pótlólagos likviditás biztosításával tudja a *rendszerszintű kockázatok* kialakulását megelőzni.

⁵ A *befektetési bank* működése kiterjed a tőkeerős magánügyfelek és intézményi befektetők megtakarításainak megbízási vagy vagyonkezelési jogviszony formájában történő gyarapítását célzó tevékenységre, illetve a tőkepiaci tranzakciók (felvásárlások, nyilvános kibocsátások) során végzett tanácsadói és jegyzési garanciavállalási tevékenységre és a társaság saját vagyonának kezelésére, melyre az úgynevezett *saját számlás tevékenység* keretein belül kerül sor.

⁶ A *hiteltranszformációs folyamatok* azon pénzügyi tranzakciók összességét jelentik, melyek során a jellemzően *rövid lejáratú* (egy éven belüli) *megtakarítások* *hosszú lejáratú hitelek* (elsősorban magánszemélyeknek nyújtott jelzáloghitelek vagy társaságoknak folyósított beruházási hitelek) vagy *értékpapírokká* (államkötvény vásárlás, részvénybefektetés) kerülnek átalakításra. A *transzmisszió* során megváltoznak a megtakarítás *likviditási* és *lejárati* jellemzői is. A legfőbb kockázatot az jelenti, amikor a betétesek pánik hatására a betéteik jelentős részét felmondják és készpénz formájában szeretnének hozzájutni azokhoz. Ezek azonban a magas készpénzraktári költségek és üzleti tényezők miatt nem állnak azonnali rendelkezésre, ami fokozhatja a pánikot. Ez – megfelelő *jegybanki védőháló* hiányában – a pénzügyi rendszer csődjét eredményezheti.

megtakarítások és hitelviszonyok összekapcsolásával d) atipikus eszközökkel történő transzformáció útján e) és intézményi rendszer szinten korábban nem szabályozott keretek között.

Ehhez lényegében hasonló következtetésre jutottak a témával foglalkozó nemzetközi pénzügyi szervezetek is. A *Financial Stability Board (FSB)*⁷ például a 2007-ben kezdődött *amerikai másodlagos jelzálog hitelpiaci összeomlás* kapcsán definiálta az *árnyékbankrendszert*. Meghatározásuk szerint az *árnyékbankrendszer* nem más, mint egy olyan *hitel-transzformációs rendszer*, amely azokat a piaci szereplőket és tevékenységeiket foglalja magába, amelyek a *hagyományos bankrendszeren kívül* esnek.

Mindazonáltal, a *Financial Stability Board (FSB)* az *árnyékbankrendszer* szereplőit alanyi és tárgyi körben is meghatározza.

Alanyi oldalról ezek a szereplők olyan pénzügyi intézmények, melyek az alábbi tevékenységeket végzik:

- Betét-jellegű forrásgyűjtés
- Lejárat, és/vagy likviditási transzformáció⁸
- Hitelezési kockázat áthelyezése⁹
- Közvetett vagy közvetlen tőkeáttétel használata

Tárgyi oldalról az *árnyékbankrendszer* működését a *Financial Stability Board (FSB)* úgy definiálja, hogy kibontja az alanyi oldalról meghatározott pénzügyi intézmények által végzett tevékenység tartalmát. Erről, mint összességében egy *nem banki jogalanyok* számára biztosított finanszírozásról beszél. Részletezve három finanszírozási formát határoz meg:

- Értékpapír-kibocsátás
- Értékpapír-kölcsönzés
- Értékpapír-visszavásárlási megállapodás használata (*repo ügylet*)¹⁰

A *Financial Stability Board (FSB)* vizsgálati fókuszja mögött az az elgondolás húzódik meg, hogy meghatározását minden olyan piaci szereplőre rávetíthesse, amelyek működése rendszerszintű kockázatot jelenthet.¹¹

⁷ A *Pénzügyi Stabilitási Tanács (Financial Stability Board – FSB)* 2009-ben alakult a *Pénzügyi Stabilitási Fórum (Financial Stability Forum FSF)* utódszervezeteként. Az intézmény székhelye a *svájci Basel*. Az elődszervezetet, a *német jegybank*, vagyis a *Bundesbank* akkori elnöke *Hans Tietmeyer* javaslatára, a *hét legfejlettebb ország (G-7) pénzügyminiszterei és jegybankvezetői* alapították. A *Pénzügyi Stabilitási Tanács* célja a *pénzügyi stabilitás* elérése a *legfejlettebb húsz nemzetgazdaságban (G-20)*, a résztvevő államok pénzügyi vezetőinek és *monetáris hatóságai* vezetőinek a bevonásával. A szervezet a fenti célt a *nemzetközi sztenderdek* létrehozó szervezetek és a nemzeti pénzügyi hatóságok munkájának *összehangolásával és koordinálásával*, valamint a *pénzügyi szektor szabályozásával* kívánja elérni. Lásd <http://www.fsb.org/about/history/> (2016.12.14.)

⁸ Bővebben lásd a 7. lábjegyzetben.

⁹ A hitelezési kockázat áthelyezése során az eredeti hitelező, például a *kereskedelmi bank* átadja az adós *nemfizetési kockázatát* a hitel új tulajdonosának, jellemzően a *jelzáloghitellel fedezett értékpapír* tulajdonosának. A *jelzálog hitellel fedezett értékpapír* ugyanis megtestesíti a *fedezetétül szolgáló jelzáloghitelek*ből származó összes jogot és kötelezettséget.

¹⁰ A *repo ügylet (repurchase agreement)* során egy befektetési szolgáltató *értékpapír fedezet* mellett nyújt hitel típusú finanszírozást egy másik piaci szereplőnek.

¹¹ Lásd SCHWARCZ, Steven, L.: *Lawyers in the Shadows: the Transactional Lawyer in the World of Shadow Banking* 63 Am. U. L. Rev. 157 2013-2014 160. old.

Ebből a szempontból határozott meg egy – nem teljes körű – listát azon jogalanyok vonatkozásában, amelyeket vizsgálat tárgyává és szabályozás alanyává kíván tenni. E felsorolás szerint az érintett jogalanyok körébe tartozhatnak az alábbiak:

- Lejáratú és/vagy likviditási célú *transzformációt* végző *speciális célú jogalanyok* (*SPE*¹² és *ABCP*)¹³
- Pénzpiaci alapok és olyan befektetési alapok, amelyek betét-jellegű forrásgyűjtéssel foglalkoznak, mely erőteljes visszaváltási kockázattal jár;
- Befektetési alapok, amelyek hitelt nyújtanak és/vagy tőkeáttételt használnak (beleértve az *ETF* fogalomkörét is);¹⁴
- Pénzügyi intézmények, amelyek hitelt nyújtanak, vagy hitelgaranciát vállalnak, vagy likviditási és/vagy lejáratú transzformációt végeznek pénzügyi jogosítványok nélkül;
- Biztosítók és viszontbiztosítók,¹⁵ melyek hiteltermékeket bocsátanak ki, vagy garantálnak.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a *Financial Stability Board (FSB)*, ha körülményesen is, de eljut azoknak a jogalanyoknak a köréhez, melyek az *árnyékbankrendszer* szereplői és a pénzügyi gazdaság szisztematikus kockázatainak jelentős tényezői.

¹² A *speciális célú jogalany* (*special purpose entity – SPE*) olyan jogi személy, amely előre meghatározott célra jön létre és többnyire olyan gazdasági társaság alapítja egy személyben, amely az eredeti célt közvetve a *SPE* működésén keresztül kívánja megvalósítani. A speciális cél jellemzően valamilyen befektetéssel, fedezeti ügylettel vagy értékpapír tranzakcióval összefüggő művelet lebonyolítása (például a vállalatcsoport vagyoni érdekeltségeinek kezelése, értékpapír kibocsátása, teljes hozamcserén alapuló ügylet.)

¹³ Az *eszközökkel fedezett kereskedelmi kötvény* (*asset-backed commercial paper – ABCP*) olyan értékpapír, mely a kereskedelmi kötvény rövid lejáratára, magas likviditására és kiváló minősítésére (kiemelkedő minőségű nagyvállalatok) alapozva használja ki a kereskedelmi kötvény nyújtotta előnyöket. Ezt az értékpapír formát azonban, olyan hosszabb lejáratú és kevésbé likvid eszközökkel tölti fel a kibocsátó, amely a hasonló előnyökre apellálva próbál értékesíteni, mint a nagyvállalatok által, fedezet nélkül kibocsátott kereskedelmi kötvények

¹⁴ A *tőzsdén jegyzett befektetési alap* (*exchange-traded fund – ETF*) olyan befektetési alap, mely egy pénz vagy tőkepiaci eszköz mozgását követi le közvetlenül az adott eszközbe fektetve vagy származékos ügyletek megkötésével. Így biztosítja a befektetőik számára a pénz vagy tőkepiaci eszköz mozgásának minél pontosabb és gyorsabb - a tőzsdén keresztül napon belüli árfolyamváltozásokkal történő lekötését. Az ETF-ről részletesen lásd BUJTÁR Zsolt: *Eladó az egész világ? Avagy – az ETF-k szabályozási kérdései*, JURA, 2016. évi 1. szám. 171-181. old.

¹⁵ A *viszontbiztosító* a biztosítók kockázataira vállal fizetési kötelezettséget díj fizetése mellett, amennyiben a káresemény bekövetkezik. A biztosító célja ezzel a *kockázatok csökkentése*. Ez kétféleképpen valósulhat meg egyfelől a *kártérítés* a saját tőke és a kárfizetési tartalékalap terhére történő kifizetési hányadának csökkentésével másfelől a természeti károk okozta kiemelkedő kárfizetések csődöt is eredményezhető kockázatának megelőzésével. A viszontbiztosító egy jól diverzifikált *biztosítási portfólió* mellett az alacsony kárhányaddal növelheti a profitját a befizetett díjából.

3. A fontosabb, működő árnyékbankrendszerek összehasonlítása

A bővített definíció alapján, számos *árnyékbankrendszer* működése azonosítható be világszerte. A legtöbbet az utóbbi években az *Egyesült Államok* és *Kína árnyékbankrendszerével* foglalkozott a szakma és a közvélemény. Ennek oka, hogy a *2007-2009-es pénzügyi válságban* e két országnak kiemelt szerepe volt, hiszen az *árnyékbankrendszernek* a pénzügyi rendszerben betöltött részesedése túlmutatott a nemzetgazdasági kereteken. Azonban e két országot tágabb értelemben, mint a fejlett (*USA*) és a fejlődő (*Kína*) országok csoportjainak meghatározó szereplőit érdemes vizsgálni. A szerző álláspontja szerint *Európában* az eltérő (*univerzális*) *bankrendszeri működés*¹⁶ miatt külön is vizsgálandó az *árnyékbankrendszerek* működése tekintetében.

3.1. A fejlődő piacok árnyékbank rendszereinek jellemzői. A *fejlődő piacok árnyékbankrendszere* és a fejlett pénz- és tőkepiacokkal rendelkező országok *árnyékbankrendszere* között van egy fontos különbség: a fejlődő országok *árnyékbankrendszereiről* kevesebb információ áll rendelkezésre, és az sem teljes körű. Mégis megalapozottnak tűnik ama vélekedés, hogy az *árnyékbankrendszer* aránya a teljes pénzügyi rendszer mérlegfőösszegéhez viszonyítva ezen országcsoportok esetében egyetlen egy esetben sem haladja meg a 39 %-ot.¹⁷ Emellett a fejlett országok esetében a *hagyományos bankrendszer* egyes elemeinek túlzott szabályozása egyfajta *szabályozási arbitrázs*¹⁸ eredményez, ami a lazább vagy kevésbé szigorúan szabályozott területek felé tereli a pénzügyi igények kielégítését biztosító termékfejlesztést. Ez egyidejűleg a *fejlődő országok* esetében a szabályozás hiányosságai vagy alulszabályozottság miatt az *árnyékbankrendszeren belül* alakulnak ki a hasonló *transzformációs megoldások*. Másrészt a fejlett országokban jellemzően – a nagyobb pénz- és tőkepiaci múlt és a részletesebb szabályozás miatt – *bonyolultabb, kevésbé áttekinthető transzformációs folyamatok* alakulnak ki az *árnyékbankrendszerben*, míg a *fejlődő*

¹⁶ Az *univerzális* és *nem univerzális banki működés* alapvetően a *kereskedelmi banki* és *befektetési banki* működési engedélyek oldaláról határozható meg. Azok a bankrendszerek ahol *mindkét banki típusú licenccel* rendelkezhetnek a pénzügyintézetek, *univerzális bankrendszernek* nevezzük, amely európai (vagy kontinentális) modellként ismert. A *nem univerzális modell* az *Egyesült Államokra* jellemző, ahol általában ezt a két tevékenységekört külön pénzügyintézet végzi, bár az *1990-2000-es évek deregulációs időszakában* már *szinte univerzális bankokként* működtek a *pénzügyi holdingtársaságok*, amelyek kereskedelmi bankokat és befektetési bankokat is tulajdonolhattak egyszerre – egészen a *2010-es Dodd-Frank törvény* hatálybalépésig.

¹⁷ Lásd GHOSH Swati, DEL MAZO Inez Gonzalez, ÖTKER-ROBE Inci: *Chasing the Shadows: How Significant Is Shadow Banking in Emerging Markets?* Economic Premise The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network 2012. szeptember 88. szám 4. old.

¹⁸ A *szabályozási arbitrázs* során az egyes befektetési szolgáltatók a kedvezőbb, vagy enyhébb szabályozási környezetet biztosító országot választják működési székhelyükként, mely döntésnek lehet ugyan költség-vonzata is, de az elsődleges szempont az egyszerűbb és kevesebb teherrel járó működés. Ezzel a módszerrel a szolgáltatók az olcsóbb működést választják. Az *arbitrázs* eredetileg azt a piaci szituációt foglalja magába, amikor egy pénzügyi eszköz több, de legalább két pénzügyi piacon is kereskedhető és a piaci szereplő az olcsóbb piacon megvásárolja és a drágább piacon ezzel egyidejűleg eladja a terméket. Erre csak akkor kerül sor, ha tranzakciós költségeknél nagyobb a különbség a két piaci ár között.

piacokon a hiányzó szabályozások területeit fedik le az *árnyékbankrendszer* újonnan kialakuló pénzügyi innovációi.

3.2. A fejlett országok árnyékbankrendszerei

3.2.1. Az Egyesült Államok árnyékbankrendszere. Az *Egyesült Államokban* az *árnyékbankrendszer* működése három fő tényező hatására alakult ki. Egyik részről hozzájárult, hogy az állam a *kereskedelmi banki tevékenységet* gazdaságpolitikai eszközökkel korlátozta. Másik részről a *deregulációs folyamatok* felerősödése hatott közre, melynek hatására és egyben harmadrészben egy jelentős pénzügyi innovációs folyamat vette kezdetét.

Az *Egyesült Államokban* a *XX. században* során végig napirenden volt a *kereskedelmi és befektetési banki tevékenység* szétválasztása. Az első lépésre az *1929-33-as* gazdasági világválság után került sor, miáltal a szabályozás teljesen elkülönítette a *kereskedelmi és a befektetési bankokat*.

Az *1933-as Universal Banking Act*, közismert nevén a *Glass-Steagall Act*¹⁹ alapján a *kereskedelmi bankoknak* értékesíteniük kellett a *befektetési banki tevékenységet* végző vállalati részlegeiket. A törvény ugyanis kimondta, hogy a szövetségi bankok – az állampapírok kivételével – nem végezhetnek értékpapír kereskedelmi tevékenységet, mint ahogy az egyes állami bankok sem.

A *neoliberális gazdaságpolitika* az *1970-es évektől* indulva egyre nagyobb teret nyert az *Egyesült Államokban* a gazdasági irányítás meghatározó szereplői között²⁰. A deregulációt alapjaiban meghatározó filozófia *Ronald W. Reagan* elnöki időszakától datálható. A *neoliberális* megközelítés *Adam Smith* metaforájához nyúlt vissza, mely szerint a piacgazdaságot egy láthatatlan kéz irányítja tökéletesen, így a piac teljes önszabályozásra képes. Erre alapozta nézőpontját a *neoliberális közgazdasági áramlat* is, hangsúlyozva, hogy kevesebb szabályra van szükség. Az *Egyesült Államok* jogalkotásában ez *intenzív deregulációs időszakot* eredményezett a rákövetkező 20-25 évben. A folyamat töretlen maradt, egészen a *2007-2009-es pénzügyi válság* kiterjedéséig. *George H. Bush, Bill Clinton és George W. Bush* nem kis részben járultak hozzá ehhez, de igazán meghatározó alakja *Alan Greenspan*, a FED korábbi elnöke volt.

A *dereguláció* jelenségekörét azonban egész más megvilágításban tüntetik fel és súlyos kritikai nézőpont tárgyává teszik a *2002* óta folyamatosan jelen lévő *tőkepiaci válságtünetek*. Emiatt az *Egyesült Államokban 2008-10 szabályozási hullámaikat*²¹ követően – *Kínával* ellentétben – inkább korlátozni próbálták az

¹⁹ Glass – Steagall Act az 1933-as Banktörvény (Banking Act of 1933) 4 fő része, melyek korlátozzák a kereskedelmi bankok és leányvállalataik értékpapírkereskedelmi tevékenységét. Azonban a teljes 1933-as Banktörvényt is nevezik Glass – Steagall törvénynek a két előterjesztő Carter Glass szenátor és Henry B. Steagall képviselő nevei alapján. Lásd <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/25> (2016.12.14.)

²⁰ Lásd SCHWARCZ, Steven, L.: *The Governance Structure of Shadow Banking: Rethinking Assumptions about Limited Liability* 90 Notre Dame L. Rev. 1 2014-2015 12.old.

²¹ A 2008-as Problémás Eszközmentő Program (TARP - Troubled Asset Relief Program) mely a 2008-as Rendkívüli Gazdasági Stabilizációs Törvény (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) keretében valósult meg értékpapírosított követelések megvásárlásával pumpált többlet likviditást a bankrendszerbe. A 2010-es Dodd-Frank Wall Street Reform és Fogyasztóvédelmi törvény (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010) pedig az hedge fundok a swap ügyletek és

árnyékbankrendszer mozgásterét. E korlátozások azonban még így sem tekinthetők különösebben jelentősnek, figyelemmel arra, hogy a korábbi – több mint *ötven éven* keresztül tartó – *deregulációs politika* túl sok garanciális korlátot számolt fel a *bankrendszer* működése tekintetében

3.2.2. Az európai árnyékbankrendszer. Az *európai árnyékbankrendszer* – mint ahogy az *Európai Unió* is – plurális arculatot mutat. A *pénzügyi rendszeren* belül a banki mérlegek *eszköz oldalán* az *Egyesült Államokénál* alacsonyabb *árnyékbankrendszeri* részesedés jellemző.²² Ez az átlagosan *30 %-os* érték azonban jelentős szórást²³ mutat. *Hollandiában* például ez az érték *45 %*, míg az *Egyesült Királyságban* mindössze *20 %*. Az *árnyékbankrendszer* az *Európai Unióban* jellemzően a *hagyományos bankrendszerrel* szoros kapcsolatban fejlődött ki. Az *univerzális bankrendszer* ugyanis a hagyományos bankok számára kínált új lehetőséget a forrásgyűjtésre az *értékpapírosítás*, a *pénzpiaci alapok*,²⁴ valamint az *értékpapír formában történő hitelkihelyezés* segítségével.

Az *európai bankrendszer* eddig kevésbé ismert jellegzetességére világított rá az európai bankok jelentős kitétsége a *2007-2009-es pénzügyi válságban*. A nagy európai bankok ugyanis olcsó forrásokat gyűjtöttek²⁵ az *amerikai pénzpiaci alapjaikon keresztül*, amelynek jelentős részét magasabb hozamot tűzve ki célul, a *new-yorki* és *londoni* irodáik segítségével kihelyezték az értékpapírosított *jelzáloghitel-piaci* eszközökbe. Ennek folyamánya, hogy a válság kitörésekor egyszerre kellett likviditási problémákat kezelni a *pénzpiaci alapok* miatt, valamint jelentős *tőkevesztéseket* elkönyvelni a *toxikus jelzálogpiaci eszközökkel* fedezett értékpapírokon. Érdekes különbség *Európa* és az *Egyesült Államok* között, hogy míg az *USA*-ban egy év alatt, tehát már *2008-ra* radikálisan visszaesett az

értékpapírosítás keretében hozott az árnybankrendszert működését korlátozó új jogi szabályozást. Lásd <https://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx> (2016.12.14.)

²² JEFFERS Esther, PLIHON Dominique: *Universal Banking and Shadow Banking in Europe* lásd <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2014/10/jeffers-plihon-european-shadow-banking4.pdf> 12. old. (2016.09.12.)

²³ A szórás az átlagtól való átlagos eltérést mutatja statisztikai mutatószámként. Ezzel a mutatóval az adott számhalmaz elemeinek értékeik átlagától való távolságának mértékét jelölik. Nagy szórás esetén az átlagos értéktől jelentősebb távolságra helyezkednek el az adott számors egyes értékei, mint alacsony szórásnál, ahol az egyes értékek az átlaghoz közelebb helyezkednek el.

²⁴ Pénzpiaci alap éven belüli eszközöket vásárolnak az alap által összegyűjtött tőkéből és a betétekkel versenyeznek az ügyfelek rövid távú megtakarításaiért, ezzel ellentétben a kötvényalapok hosszú lejáratú állami, önkormányzati és vállalati kötvényekbe fektetik az összegyűjtött tőkéjüket. Az első pénzpiaci alapot Bruce R. Bent and Henry B. R. Brown hozta létre 1971-ben az Egyesült Államokban. Az 1940-es Befektetési társaságokról szóló törvény (The Investment Company Act of 1940) alapján a pénzpiaci alapokat az Amerikai Értékpapír és Tőzsd felügyelet (SEC) felügyeli. A pénzpiaci alap portfóliójában csak 13 hónapnál rövidebb futamidejű értékpapír lehet és az alap eszközeinek átlagos súlyozott futamideje nem haladhatja meg a 60 napot. Az alap egy értékpapír kibocsátó által piacra bocsátott értékpapírba maximum az alap befektetéseinek csak 5 %-át teheti, kivéve az állampapírok és határidős visszavásárlási megállapodások (repo ügyletek). Lásd http://www.nytimes.com/1973/01/07/archives/overnight-mutual-funds-for-surplus-assets.html?_r=0 (2016.12.14.)

²⁵ JEFFERS Esther, PLIHON Dominique: *Universal Banking and Shadow Banking in Europe* lásd <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2014/10/jeffers-plihon-european-shadow-banking4.pdf> 14. old. (2016.08.14.)

értékpapírosítás nagyságrendje (az előző évi egyötödére, azaz 400 milliárd USA dollárra),²⁶ addig Európában egészen 2010-ig bár alacsonyabb bázisról, de folyamatosan nőtt az újonnan kibocsátott *jelzáloggal fedezett értékpapírállomány*. Ebben a folyamatban élen járt az *Egyesült Királyság, Hollandia, Spanyolország és Olaszország*. Ezekben az országokban az ingatlanpiaci növekedést is részben ez az *értékpapírosítási folyamat* táplálta, amit a jelzálogpiacok összeomlásakor az érintett *bankrendszereknek* csak hosszabb idő alatt – vagy azóta sem – sikerült kiheverniük.²⁷ *Európa* esetében egyértelműen megállapítható hogy az árnyékbankrendszer terjeszkedését egy olyan *szabályozási arbitrázs* határozta meg, amely az értékpapírosítást a tartalék képzésének elkerülésére használta fel, így a vonzóbb hozamok elérésével magasabb megtérülést biztosított a *hagyományos bankrendszer* részvényesei számára.²⁸ Ez éppen ellentétes a betéti és a hitelkamatlábak szabályozásának oldaláról kiinduló *árnyékbankrendszeri* expanzióknak, amely az *Egyesült Államokra* és a *fejlődő piacokra* – különösen *Kínára* – volt jellemző a *2000-es évek* elejétől egészen napjainkig.

4. Az árnyékbankrendszerek jogi szabályozása a 2007-2009-es pénzügyi válságot követően

4.1. Az Egyesült Államok. Az Egyesült Államok esetében a három nagy szabályozási terület hiányosságaira hívta fel a figyelmet a *2007-2009-es másodlagos jelzáloghitel-piaci válság*.

Az egyik ilyen szabályozási terület közvetlenül az *árnyékbankrendszer* részét képező pénzügyi intézmények, a *fedezeti alapok (hedge fundok)* működési szabályainak újragondolása volt²⁹. A második jelentős – és szintén közvetlenül az *árnyékbankrendszer* részét képező – szabályozási terület a tőzsdén kívüli *származtatott ügyletek* beteretelése volt a *Commodities Trading Futures Commission – CFTC*³⁰ felügyeleti autoritás hatáskörébe.

A harmadik jelentős szabályozási terület, mely kapcsolódik az árnyékbankrendszerhez, a túlduzzasztott *pénzügyi intézmények* szabályozása.³¹ Erre a szabályozási hiányosságra *2013. március 8-i beszédében* hívta fel ismételt

²⁶ *Bázeli Bizottság Bankfelügyeleti jelentése: Jelentés az eszköz értékpapírosítási ösztönzőkről* Report on Asset Securitisation Incentives, 2011. július lásd <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf> 9.old. (2016.09.12.)

²⁷ The heavy load Italy's latest attempt to stabilize its banking system. The Economist 2016. április 16. Lásd <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21696996-italys-latest-attempt-to-stabilise-its-banking-system-heavy-load> (2016.09.10.)

²⁸ Lásd ATIK Jeffery: *EU Implementation of Basel III in the Shadow of Euro Crisis* 33 Rev. Banking & Fin. L. 283 2013-2014 319. old.

²⁹ Lásd KANE Edward J.: *Shadowy Banking: Theft by Safety Net* 31 Yale J. on Reg. 773 2014 781 old.

³⁰ *Határidős Árutőzsdei Ügyletek Felügyelete (Commodities Trading Futures Commission – CFTC.) Az 1974-ben alakult kormányzati szervezet az Egyesült Államokban a tőzsdei határidős és opciós ügyletek piacát felügyeli.* Lásd <http://www.cftc.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm> (2016.12.14.)

³¹ Lásd WILMARTH, Arthur, E., Jr: *Refoming Financial Regulation to Adress the Too-big to-fail Problem* 35 Brook. J. Int'l L. 707 2010 754. old.

a figyelmet *Richard W. Fischer* a *Federal Reserve Bank of Dallas* elnöke. Azzal a meglepő javaslattal élt ugyanis, hogy a *túl nagyra nőtt pénzüzeteket* célszerű lenne feldarabolni, sőt még azt is megfontolás tárgyává tette, hogy ezektől a *pénzüzetektől* szükséges lenne megvonni az *FDIC*³² *betétbiztosítási védelmét* és a *FED átmeneti likviditást biztosító eszközét*³³ is. E védőelemek hiányáról, a javaslat alapján a *pénzüzetek* kötelesek lettek volna ügyfeleiket is tájékoztatni. Ezt – az inkább kifakadásnak, mint szakmailag megalapozott javaslatnak tekinthető – beszédet két nappal előzte meg a hivatalban lévő legfőbb ügyész, *Eric Holder* beszéde az *Egyesült Államok Szenátusának Jogi Bizottsága* előtt,³⁴ melyben gyakorlatilag azt állította, hogy a legnagyobb *pénzügyi konglomerátumok* vezetői az *Egyesült Államokban de facto immunitást élveznek az ügyészségi vizsgálat alól* és az *ügyészségi vizsgálatok száma* ezen pénzüzetekkel szemben a húsz éves minimumára esett vissza *2012-re*.

Bár *2010. július 20-án* hatályba lépett a *Dodd – Frank Wall Street-i Reform és Fogyasztóvédelmi Törvény (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – Dodd-Frank Act)*,³⁵ amelynek célja kifejezetten az adófizetők által finanszírozott beavatkozások elkerülése volt, bátran kijelenthető, hogy a jogalkotónak nem sikerült megvalósítania a kitűzött célokat.³⁶ A *pénzüzetek* méreteikkel továbbra visszaélhetnek, fenntartva amorális kockázatokat³⁷ a *pénzügyi rendszer* egészére nézve. *Kockázatkezelésük és üzleti stratégiájuk* során a továbbiakban is többletkockázatot vállaltak, tapasztalva, hogy a pénzügyi rendszerben betöltött súlyuk okán a *FED* – és szükség esetén akár a *többi jegybank* is – a segítségükre siet.

Négy olyan terület említhető csupán, amelyen lehetséges ezt az attitűdöt visszafogni. Az első és legradikálisabb megoldás a *Federal Reserve Bank of Texas* elnöke által említett kiemelkedően nagy bankok feldarabolása a fentiek szerint; a második a kockázatok csökkentése szigorúbb szabályozással; a harmadik egy

³² A Szövetségi betétbiztosítási társaság (FDIC Federal Deposit Insurance Company) 1933. június 16-án alakult az Egyesült Államok 1933-as Banktörvénye alapján (Banking Act of 1933) miután az 1929-33 hatására a bankok közel egyharmada csődöt jelentett. A betétbiztosítás létrehozására a másik okot a sorozatosan előforduló bankpánikok megelőzése szolgáltatta. A betétbiztosítás 2500 USD-ről indult a betétbiztosítás 1933-as létrejöttékor és a 2010-es Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act alapján 250 ezer USA USD-re emelkedett. Lásd <https://www.fdic.gov/exhibit/> (2016.12.14.)

³³ Ez az eszköz a *discount window*, amely egy olyan átmeneti hitelforrás, melyet *bankpánik* esetén a *FED* nyújt, és amely kellő likviditást biztosít az átmenetileg megnövekedett készpénz-igény esetére. *Európában az Európai Központi Bank* hasonló *rendelkezésre állási eszközt (Standing Facility)* biztosít a *likviditási csapdába* esett pénzüzeteknek.

³⁴ HOLDER, Eric (March 2013). "*Testimony to the Senate Committee on the Judiciary*". video. United States Senate. https://www.youtube.com/watch?feature=player_embedded&v=tpjFn7B4D5g (2016.09.12.)

³⁵ A törvény teljes elnevezése tartalmazza azon célt is, hogy „*a túl nagy ahhoz, hogy megbukjon*” elv ("too big to fail") alkalmazásának korszaka véget érjen.

³⁶ Lásd GAO Siming – WANG Qianyu: *Chasing Shadow in Different Worlds: Shadow Banking and its Regulation in th US and in China* 11 Manchester J. Int'l Econ. L. 421 2014 438.old.

³⁷ A *morális kockázat* azt jelenti, hogy az egyik szerződő fél a szerződés létrejöttét követően visszaél a helyzetével. A *pénzügyi intézmények* esetében ez a *prudens működés hiányát* jelenti.

speciális adónem kivetése az okozott károk és költségek fedezetéül; és végül a *felügyeleti monitoring tevékenység* szigorítása és kiterjesztése.

A *nagy pénzintézetek* bukása azért gyakorolna kritikus hatást a pénzügyrendszer egészére, mert eszközeik volumene akár *az ország éves GDP-jének 50 %-át is kiteheti*. Amennyiben az egyes nemzetgazdaságok az *éves GDP-t* megközelítő vagy az azt meghaladó szinten adósodnak el, különösen veszélyes lehet a nagy pénzintézetek bedőlése, hiszen a *GDP 100 %-át* meghaladó államadósság csak nagyon lassan csökkenthető le újból az *50 %* közeli szintre. Ezért ezekre a pénzintézetekre nézve egy *külön betétbiztosítási rendszer* vagy a *jelölt adó* lehetne a megfelelő megoldás.

A *kockázati tényezők szabályozásában* érdemi eredmény, hogy a *Dodd–Frank Act* érdemben tudta csökkenteni a tőkeáttételt *a korábbi hússzoros szintekről a tízszeres szint környékére*. Szintén üdvözölhető a jogalkotó ama tilalma, melyet a *sajátszámlás tevékenységek*³⁸ vonatkozásában hatályosított a kereskedelmi bankok működési körében. *Sajátszámlás kereskedés* esetén ugyanis a tranzakciók során elszenvedett veszteségek közvetlenül terhelték a bankot, felemésztve a *nem teljesítő hitelek* és a *betétek* garanciáját képező saját tőke egy részét. Ezzel ellentétben, az ügyfelek megbízásából végrehajtott tranzakciók *jutaléka* a bankot illeti meg minden esetben, az esetleges veszteségek kockázata pedig az ügyfelek megtakarításait terheli.

4.2. Nemzetközi szabályozási tendenciák. A *2007-2009-es globális pénzügyi válságot* követően a *G-20*³⁹ *2010-es szöuli konferenciáján* kezdődött el az a folyamat, melynek keretében a legfejlettebb országok pénzügy hatóságait és jegybankjait képviselő *Pénzügyi Stabilitási Testület*, vagyis a *Financial Stability Board (FSB)* kapott megbízást az *árnyékbankrendszer* átfogó vizsgálatára és a szükséges szabályozási intézkedésekre vonatkozó javaslatlételre.

A *FSB 2015 novemberének elején* elfogadott javaslata alapján *2019. jan. 1-től* a világ harminc legnagyobb pénzintézetének egy *új szabályozásnak* kellene megfelelnie⁴⁰. A javaslat szerint a *2019. év elejére*⁴¹ először *16 %-ra* majd egy

³⁸ *Sajátszámlás tevékenység* (proprietary trading) esetén a társaság a saját tőkéjét megforgatva próbál folyamatos nyereséget elérni, ha azonban a piac ellentétes irányban mozdul el, mint amilyen irányba a társaság pozíciót vett fel, a társaságnak ezen a módon is keletkezhetnek veszteségei, különösen származtatott ügyletek esetén. Ez a tevékenység, ezért a társaság tőkéjét közvetlenül veszélyezteti, ellentétben a bizományosi tevékenységgel, mely esetén az ügyfél megbízása alapján az ügyfél tőkéje van csak kitéve a piac változásainak.

³⁹ A *G-20* a világ *20 legfejlettebb* államának kormányát és központi bankját tömörítő szervezet. *1999-ben* alakult és *Argentína, Ausztrália, Brazília, Kanada, Kína, Franciaország, Németország, India, Indonézia, Olaszország, Japán, Dél-Korea, Mexikó, Oroszország, Száúd-Arábia, Dél-Afrika, Törökország, az Egyesült Királyság az Egyesült Államok és az Európai Unió (EU) a tagjai*. A világ összes kibocsátásának *85 %-át* képviseli a szervezet. A kormányfők és államfők évente találkoznak, de a pénzügyminiszterek és jegybanki vezetők külön is összeülnek évente. Az *Európai Uniót* az *Európai Bizottság* és az *Európai Központi Bank* képviseli. Lásd <http://www.oecd.org/g20/about.htm> (2016.12.14.)

⁴⁰ L. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-15/end-of-too-big-to-fail-banking-era-endorsed-by-world-leaders> (2016.09.14.)

⁴¹ Három érintett – részben állami – *kínai bank* esetében ez a határidő a *2025. év* illetve a *2028. év* első napja.

évvel később már *18 %-ra* kell emelniük a kockázattal súlyozott eszközök arányában a *veszteségfelszívásra (bail-in)*⁴² alkalmas források nagyságát. Ez a közel *1,2 billió USD* értékű tőkebevonás⁴³ jellemzően átváltható kötvények kibocsátása útján valósul meg, amelyek után a kamat meg nem fizetése sem fog csődeseménynek számítani. Ennek eredményeképpen a pénzügyi intézményekben megvalósul a *belső tőkekonzolidáció*, mivel a kötvények átváltása folyamán a tőkeemelés automatikusan megvalósul *külső forrás bevonása nélkül*. Ettől azt várják az *Egyesült Államokban* és az *Európai Unióban*, hogy az állami mentőövre ne legyen szükség a továbbiakban. Míg a *2007-2009-es pénzügyi válság előtt* az állami – elsősorban jegybanki – beavatkozások voltak jellemzőek, addig a válságot követő új szabályozási javaslatok valóban a *részvénytulajdonosokra* és a *kötvénytulajdonosokra* terhelnék a *veszteségek felszívásának* kötelezettségét. A *többszintű, prudenciális védőháló* kialakításával és a *növekvő tőkekövetelményekkel*, valamint a *korlátozottan magas kockázatú* tevékenységekkel az állam és a jegybank szerepét világszerte minimalizálni szeretnék a jogalkotók.

Ennek a folyamatnak is lehetnek azonban káros hatásai. Ezzel a megoldással ugyanis a *kötvényalapok* is bankpánikok⁴⁴ potenciális elindítóivá és rendszerszintű kockázattá válhatnak az *árnyékbankrendszer* kiemelt elemeiként,⁴⁵ közvetlenül a pénzügyi alapok mellett.

Az *Európai Unió a 2009/111/EK irányelvében (III. Tőkekövetelményi irányelv)* rendelkezett a *bankok* és *biztosítók* szabályozásán keresztül az *árnyékbankrendszeri* tevékenységek *közvetett szabályozásáról*. Ennek keretein belül az *EU* megelőző lépéseket tett annak érdekében, hogy a *pénzügyintézetek (bankok és biztosítók)* ne tudják kikerülni a *tőkekövetelményekre vonatkozó* (már meglévő) szabályozást a kibocsátások során. Az *irányelv* így végső soron azt határozta meg, hogy *csak a saját tőke megfelelő arányában* bocsátható ki értékpapír, amivel összefüggésben a pénzügyintézeteknek megfelelő arányban további garanciális tőkeelemeket kell képezniük. Emellett az *irányelv* a meglévő *prudenciális szabályokat*⁴⁶ is kiterjesztette az *árnyékbankrendszer* intézményeire.

⁴² A *veszteségfelszívás (bail-in)* a belső forrásból történő kimentést jelöli, eltérően a korábbiakban általánosnak tekinthető külső segítségtől (*bail-out*), melyet jellemzően a jegybankok nyújtottak válsághelyzetben.

⁴³ L. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-15/end-of-too-big-to-fail-banking-era-endorsed-by-world-leaders> (2016.09.14.)

⁴⁴ A *bank-pánik* egy olyan rendkívüli eseményre (vagy eseménysorozatra) használt szakkifejezés, amikor a *pénzügyi vállalkozás* ügyfelei vélt vagy valós okok miatt egyszerre nagy számban kívánják érvényesíteni a *pénzügyintézettel szemben fennálló követeléseiket*. A magyar gazdasági élet emlékezetes *bank-pánik jellegű eseménysorozata* az *1997-ben* kirobban *Postabank-pánik* volt, melynek során betétesek tízezrei álltak sorban a bankfiókok bejárat előtt, hogy hozzájussanak megtakarításaikhoz.

⁴⁵ Lásd European Securities and Markets Authority Reports on Trend, Risks and Vulnerabilities 2015. év 2. szám 37. old.

⁴⁶ A *prudens* szó eredeti jelentése óvatos körültekintő. A *pénzügyi gazdasági szférában* azt jelenti, hogy az egyes tranzakciók csak akkor kerülnek a pénzügyi és számviteli rendszerben is rögzítésre, ha azok pénzügyileg is teljesítésre kerültek, azaz a szerződő fél már kifizette a szerződés ellenértékét. A *pénzügyi intézmények* esetén pedig a *prudens működés* olyan üzletpolitikát foglal magába, mely nemcsak biztosítja a jövedelmezőséget, de ezzel egyidejűleg a folyamatos rövid távú likviditást (*fizetőképességet*) és hosszú távú likviditást (*szolvenciát*) is.

Végül fontos eleme az európai jogi szabályozásnak az *alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv (2011/61/EK) irányelv*, ismertebb nevén az *Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM Directive)*. Az *irányelv* ugyanis kimondja, hogy a vagyonkezelőknek a likviditási kockázatokat folyamatosan figyelemmel kell kísérniük és ezzel párhuzamosan egy *likviditási menedzsment-rendszert* is üzemeltetniük kell.

Az *AIFM irányelv* új garanciális célokat⁴⁷ jelölt meg az alternatív befektetési alapokat kezelő ágazat tekintetében. Az első és legfontosabb a *makroprudenciális kockázatok*⁴⁸ kezelése. A *makroprudenciális* megközelítés a pénzügyi rendszer egy adott alszegmensének *rendszerszintű kockázatát* igyekszik csökkenteni azzal, hogy az alrendszerek közötti tovaterjedést megakadályozó szabályozásokat ír elő az érintett alszegmens szereplőinek. Az új szabályozás célja tehát a *makroszintű kockázatok* kialakulásának megelőzése⁴⁹, amelynek eszköze az összehangolt adatgyűjtés⁵⁰. A *prudenciális hatóságok*⁵¹ ezután a határokon átívelő együttműködés keretében dolgozzák fel a begyűjtött adatokat⁵².

5. Konklúzió

Az *árnyékbankrendszer* kialakulásának legfontosabb tanulsága az, hogy a túlzottan szigorú jogszabályi környezet – amely a *kereskedelmi banki* tevékenység kereteit szűkíti – hosszabb távon az árnyékbankrendszer térnyerésének a mozgatórugója lehet. Ugyanez igaz viszont a nem megfelelően szabályozott piaci ágazatokra is – akár a dereguláció hatásai által, ahogyan az *Egyesült Államok* esetén történt.

Jól látható, hogy a *szabályozási arbitrázs* jelensége nemcsak új pénzügyi eszközöket hozhat létre, de meg is nehezítheti azok összehangolását a központi, monetáris eszközökkel a hiányosan rendelkezésre álló információk miatt.

A legnagyobb kockázatot mégis az *árnyékbankrendszer* azon elemei jelentik, amelyek a saját piaci szegmensükön túlterjedő hatást váltanak ki, *rendszerszinten* veszélyeztetve a pénzügyi rendszer egészét. Ebből a szempontból hátrányos lehet a *pénzpiaci alapok* új amerikai szabályozása, mely szerint az alapoknak megnövekedett tőke és likviditási feltételeknek⁵³ kell megfelelniük. Így ugyanis – a likviditás jelentős szűkülése esetén – a *pénzpiaci alapok* sem tudnak megfelelő *többlet-likviditást* pumpálni a pénzügyi rendszerbe. Eppen ellenkezőleg a saját

⁴⁷ Lásd Commission Staff Working Document – Impact Assessment – Accompanying the document – Commission Delegated Regulation implementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision – SWD (2012) 386 final. Elérhető: http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/20121219-directive/ia_en.pdf 14-15. old. (2016.09.12.)

⁴⁸ 2011/61/EU Irányelv Preambulum 49. szakasz

⁴⁹ 2011/61/EU Irányelv Preambulum 51. szakasz

⁵⁰ 2011/61/EU Irányelv Preambulum 49. szakasz

⁵¹ A *prudenciális hatóságok* a tőkepiaci felügyeletet ellátó hatóságok körét jelentik.

⁵² 2011/61/EU Irányelv Preambulum 49. szakasz.

⁵³ Lásd LEWIS Craig M.: *The Economic Implications of Money Market Fund Capital Buffers* U.S Securities and Exchange Commission Division of Economic and Risk Analysis 34-35. old.

likviditási előírásaik teljesítése érdekében rövidtávon erősíthetik a likviditási problémákat.

Emellett két további fontos változásra is fel kell készülnie a jogalkotóknak és felügyeleti szerveknek. Az egyik a technológiai alapú pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó ágazat (*FinTech*)⁵⁴ betétgyűjtési és hitel-kihelyezési (*P2P*) tevékenységének összefonódása a *hagyományos* és a későbbiekben akár az *árnyékbankrendszer* egyes elemeivel. A másik kockázat a *Transzatlanti Kereskedelmi Megállapodás* (*Transatlantic Trade and Investment Partnership – TTIP*) aláírása az *Egyesült Államok* és az *Európa Unió* részéről. Ratifikálását követően ugyanis – ha azt a jelenleg ismert formájában fogadják el – a pénzügyi válságot követő – elemeiben biztató – szabályozási folyamat amerikai eredményei elveszhetnek, amivel a *2007-2009-es pénzügyi válság* előzményeiként ismert kockázatok újból megjelenhetnek.

A különböző államok és szuperrégiók szabályainak eltérő jellege és mélysége önmagában is veszélyeket hordozhat magában. Ez a jelenség az *árnyékbankrendszer szabályozási arbitrázs jellegét* erősítheti a túlzottan szigorú szabályozási környezetben működő *pénzügyi rendszerek* esetében.

Végül meg kell válaszolni a tanulmány első és alapvető kérdésfelvetését: vajon az *árnyékbankrendszerek rossz konnotációja* tartósan fennmarad-e? Egyrészt újabb és újabb veszélyzónák kerülhetnek azonosításra, mint új *árnyékbankrendszeri* intézmények, másrészt az *árnyékbankrendszer* egyes veszélyforrásainak megszüntetése újabb veszélyforrásokat keletkeztethet a rendszer belső kapcsolódási pontjai és összetett jellege miatt. Ezért az *árnyékbankrendszer* továbbra is baljós árnyat vet a *hagyományos bankrendszerre*. Így kevés sikerrel kecsegtetnek azok az álláspontok, melyek úgy vélik, hogy alternatív megoldásaival és dinamizmusával az *árnyékbankrendszer* a *hagyományos bankrendszert* megújító, annak likviditását növelő szisztéma lehetne.

⁵⁴ Azon technológiai innovációk összessége, melyeket a kereskedelmi és befektetési bankok működésük során használnak. A korábbi csak adminisztratív feladatokra (back office) vonatkozó meghatározás napjainkra már a teljes bankműveleti spektrumra, így a betétgyűjtés mellett a hitelezésre is kiterjed.