

# Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszáinak összevetése\*

Biedermann Zsuzsánna – Orosz Ágnes

*Ennek a tanulmánynak a célja az Atlanti-óceán két oldalán adott szabályozói változások összevetése. A nem megfelelő szabályozói környezet a pénzügyi és gazdasági válság kialakulásának egyik oka volt, ezért a válság utáni szabályozás célja a korábbi hiányosságok kiküszöbölése és a válság során kialakult problémák kezelése. A tanulmány az Atlanti-óceán két oldalán nemrégiben elfogadott pénzügyi szabályozói kezdeményezéseket hasonlítja össze, és értékeli az EU-ban illetve az Egyesült Államokban tapasztalható, egymástól eltérő irányú szabályozói megközelítéseket hat kiemelt területen: javadalmazás, a banki tőkekövetelmények, származtatott eszközök, hitelminősítő ügynökségek, a fedezeti alapok szabályozása és fogyasztóvédelem. A szabályozásban meglévő alapvető különbségek kihívást jelentenek azoknak a cégeknek, amelyek mindkét környezetben működnek, a harmonizálás pedig továbbra is nehezen megoldható. Ugyanakkor bizonyos területeken a szabályozó hatóságok az Atlanti-óceán mindkét oldalán hajlandónak mutatkoznak arra, hogy széles körben elfogadják a külföldi joghatóság szabályait a sajátjaik helyett. Az Egyesült Államok és az Európai Unió közötti rendszeres párbeszéd a helyes irányba mutatnak, de ahogyan a cikk kiemeli, még nagyon sok téren kell módosítani a szabályokat ahhoz, hogy olyan konszenzust lehessen elérni, amely a pénzügyi résztvevők és a szabályozó hatóságok számára egyaránt elfogadható.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** G28, G29

**Kulcsszavak:** pénzügyi szabályozás, javadalmazás, tőkekövetelmény, hitelminősítő ügynökségek szabályozása, származtatott eszközök szabályozása

\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Az eredeti tanulmány angol nyelven íródott, a magyar nyelvű változat a Hitelintézeti Szemle által készített fordítás. Biedermann Zsuzsánna és Orosz Ágnes tudományos munkatársak a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézeténél.

E-mail: [biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu](mailto:biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu); [orosz.agnes@krtk.mta.hu](mailto:orosz.agnes@krtk.mta.hu).

# 1. Bevezetés

A visszatérő válságokra adandó megfelelő szabályozói válaszok a kapitalizmus egyik makacs problémáját jelentik. A mostani válságot megelőző gazdasági fellendülés során a fejlett országok pénzügyi látszólag hihetetlen hatékonysággal működtek. Ez teremtette meg a dereguláció morális alapját. A recesszió réme nem tűnt reálisnak, a szabályozási környezet szigorúsága pedig enyhülni kezdett az általános optimizmus közepette. Ugyanakkor a válság bebizonyította, hogy az elmúlt évtizedek folyamatai, a pénzügyi piacok egyre fokozódó összetettsége nem hozta el a csökkenő kockázatok melletti növekvő profitokat, ahogyan a pénzügyi szakértők jóslata nyomán elvártuk. A válság két fő oka a piacok átláthatatlanná válása a pénzügyi innovációk elszaporodása miatt és a nem megfelelő szabályozási környezet (*Biedermann, 2012a*).

A válság utáni szabályozás alapvetően különbözik attól, amely egy kiegyensúlyozottabb pénzügyi és gazdasági korszakot jellemez. Mivel 2007 után a pénzügyi intézményekben és a piacokban vetett közbizalom gyorsan apadni kezdett, a politikai döntéshozóknak újra kellett értékelniük a globális gazdasági zavarokban játszott szerepüket. Bár a globális pénzügyi piacoknak más, egyre fontosabbá váló szereplői is vannak, ebben a cikkben különös figyelmet szentelünk az Európai Unió (EU) és az Egyesült Államok (USA) szabályozási változásainak. A mostani pénzügyi válságra adott válaszként számos joghatóságban, így főként az USA-ban és az EU-ban, illetve nemzetközi szinten általánosságban jogalkotási kezdeményezéseket dolgoztak ki. Ez gyakran együtt járt a meglévő intézmények, például a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (BCBS) átszervezésével vagy olyan új szervezetek létrehozásával, mint a Pénzügyi Stabilitási Bizottság (*Chatzistavrou et al., 2013*).

A pénzügyi piacok összefonódását a mostani pénzügyi és gazdasági válság fényében vizsgálták, ezért számos, a pénzügyi piacokra vonatkozó szabályozói kezdeményezés került előtérbe a globális gazdasági együttműködési programokban (G20, Nemzetközi Fizetések Bankja vagy a Pénzügyi Akciócsoport) a politikai alapelvek szintjén (*Véron, 2014*). A gazdasági válság globális pénzügyi szabályozásra gyakorolt hatása arra kényszerítette az Egyesült Államok és az Európai Unió szabályozó hatóságait és politikai döntéshozóit, hogy módosítsák a szerepüket az eddigieknél jobban összefonódó globális gazdasági színtéren. Ugyanakkor ezek a korrekciók nem voltak kiegyensúlyozottak. Az Atlanti-óceán két oldalán tevékenykedő politikai döntéshozók kénytelenek voltak újragondolni a pénzügyi szabályozás eszközeit, és megállapítani, hogy „a nemzeti érdekek már nem dominálhatnak, sokkal inkább arra van szükség, hogy harmonizáljuk azokat” (*Stoltenberg et al., 2011:578–579*). Nem elegendő azonban levonni ezt az elméleti következtetést, gyakorlati intézkedésekre és jogi folyamatok elindítására van szükség, hogy harmonizált környezetet hozzanak létre az EU-ban és az USA-ban működő pénzügyi vállalkozások számára.

A szabályozó testületek úgy próbálják meg elkerülni a szabályozási arbitrázst, hogy következetességet sürgetnek a G20 reformjának végrehajtásában és egyéb területeken is.

Ugyanakkor azonos vagy hasonló követelmények bevezetése a különböző joghatóságokban azt eredményezheti, hogy bizonyos szereplők több egymást átfedő szabályozási rendszer hatálya alá kerülnek. Ez a következő hatásokkal járhat: a szabályozó hatóságok rendelkezésére álló információ minőségének vagy hasznosíthatóságának csökkenése; szükségtelenül megkettőzött követelmények bevezetése és a verseny torzulása; a gazdasági szereplők ösztönzése arra, hogy a tevékenységüket oda helyezték, ahol el tudják kerülni a bonyolult adminisztrációt; valamint a megfelelési teher, vagy a megfelelési költségek emelkedése a szabályozás alá eső szereplőknél bármilyen többletelőny nélkül (GFMA, 2012).

A cikk az Atlanti-óceán két oldalán nemrégiben elfogadott pénzügyi szabályozási kezdeményezéseket hasonlítja össze, és bemutatja az EU és az Egyesült Államok egymástól eltérő szabályozói megközelítéseit. A szabályozásban megmutatkozó alapvető különbségek kihívást jelentenek azon cégek számára, amelyek mindkét környezetben működnek, és bár a mostani átalakítás egyedülálló lehetőséget kínálna egy egységes globális pénzügyi szabályozás megteremtésére, ez egyelőre elérhetetlen.

## 2. A pénzügyi szabályozás elméleti keretrendszere

A pénzügyi szabályozás vizsgálatához mindenképpen szükséges az elméleti keret megértése, feltérképezése, így ebben a részben röviden bemutatjuk a téma elméleti hátterét. A pénzügyi szabályozás heves viták tárgya, többek között a tőkekövetelmények szabályozásával kapcsolatban (Dewatripont–Tirole, 1994; Goodhart et al., 1998; vagy Acharya et al., 2010). Acharya és szerzőtársai (2010) bemutatják, hogy a túlzott mértékű szabályozásnak vannak költségei, ugyanakkor a hatásait, okozzanak bármilyen súlyos katasztrófát is, csak utólag lehet megfigyelni. „Az optimális szabályozás a mérhetetlen és a megismerhetetlen közötti egyensúlyozás művészetét jelenti. Ennek következtében a hatékony pénzügyi szabályozás alapvetően egy „lehetetlen küldetés”, és visszatérő válságokra a jövőben is számítanunk kell” (Šútorová–Teplý, 2014). A pénzügyi szabályozás fontosságát hangsúlyozva ugyanakkor ki kell emelni azt is, hogy a globális szabályozási erőfeszítések önmagukban nem lesznek képesek megóvni a pénzügyi piacokat a jövőbeli válságoktól és pénzügyi zavaroktól (Reinhart–Rogoff, 2009; Acharya et al., 2010).

Céljait tekintve a szabályozásnak egyrészt biztosítania kell a pénzügyi rendszer biztonságát és stabilitását (beleértve a fogyasztóvédelem erősítését is), másrészt elő kell mozdítania a pénzügyi piacok növekedését és fejlődését. Ebből következik, hogy a pénzügyi szabályozás legyen „célzott, elsősorban szabályokon alapuló, és időhöz és helyzethez igazodó (lazább a normál időszakokban, és szigorúbb, amikor rendszerszintű fenyegetettség alakul ki)” (Brunnermeier et al., 2009:59). A pénzügyi piacok globalizációja a pénzügyi szolgáltatók egyre

magasabb szintű összefonódásában és hasonlóságában is tetten érhető, ez pedig az egységes pénzügyi szabályozást még nehezebben megvalósíthatóvá teszi (*Pan, 2011*). Pénzügyi szabályokat sokkal inkább valamilyen korábbi válságra adott válaszként vezetnek be, ahelyett, hogy azokat valamilyen következetes elméleti keretrendszerre építenék. Az aktuális szabályozás mindig is a „gyakorlatias tisztviselők és aggódó politikusok pragmatikus válasza volt az azonnal megoldandó problémákra, ami a 'Nem hagyhatjuk, hogy ilyesmi még egyszer megtörténjen' kijelentést követte.” (*Goodhart, 2010:165*).

A válság hatására a globális pénzügyi szabályozás sarkalatos pontjait is át kell formálni. Úgy tűnik, hogy a politikai döntéshozók a válságot követő időszakban jobban aggódtak a stabilitásért, mint a pénzpiacok versenyképességéért. Ehhez képest a lassú gazdasági fellendüléssel szembesülő kormányok most már próbálnak ügyelni arra is, hogy az egyik cél elérése ne a másik rovására történjen (*Pan, 2011*).

Rendkívül nehéz a pénzügyi lobbis, a közakarat és az újabb globális válság rémképe között egyensúlyozni. A jelenlegi válságra adott pénzügyi szabályozói válaszoknak figyelembe kell venniük a pénzügyi rendszer nemcsak hazai, hanem regionális és globális jellemzőit is. Ez a korábbi szabályozási keretrendszer némileg eltérő változataihoz vezetett Európában és Amerikában, ami további utánkövetést és koordinációt igényel. Mivel a szabályozási arbitrázs hátráltathatja a globális fellendülést, a globális pénzügyi stabilitást szolgáló reformok most fontosabbnak tűnnek, mint korábban bármikor. A szükséges reformok „amelyek csökkentik a rendszerszintű (tehát nem idioszinkratikus) kockázatokat; átalakítják az ösztönző javadalmazási struktúrákat; mérsékelik az ismeretlen faktorok számát, és jobb minőségű adatokat és információkat biztosítanak” függetlenek egymástól, és legyen szó a reformok bármely kombinációjának megvalósításáról is, azok csak kis mértékben képesek a globális pénzügyi stabilitást előmozdítani (*Claessens–Kodres, 2014:15*).

### 3. Az EU és az USA válaszainak összevetése

Nyilvánvaló, hogy az EU és az USA vezető szerepet játszanak a globális pénzügyi rendszerek formálásában, hiszen a tranzakciós volumen alapján itt bonyolódik az összes pénzügyi szolgáltatás több mint kétharmada. Bár a két pénzpiac között szinte organikusak a kapcsolatok, több kérdést alapvetően eltérő módon közelítenek meg (*CMWG, 2010*). A pénzügyi válság új szabályozási hullámot indított el világszerte annak érdekében, hogy „a piacok és az intézmények átláthatóbbak és kevésbé bonyolultak legyenek, valamint hogy csökkentsék az tőkeáttételek mértékét” (*IMF, 2012:75*). A válságot követő módosítások rávilágítanak a szabályozói megközelítések eltéréseire az Egyesült Államokban és az Európai Unióban:

míg az amerikai Dodd–Frank-törvény inkább egy mindenre kiterjedő jogszabály, az EU-ban módszeresen, külön-külön szabályoznak minden egyes szektort (*The Economist*, 2012).

A Dodd–Frank-törvény (2010) az USA törvényalkotási válasza a pénzügyi válságra, amely a G20-ak által nemzetközi szinten elfogadott és a Pénzügyi Stabilitási Bizottság és a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által továbbfejlesztett intézkedéseket hajtja végre (*Sabel*, 2012). *Barack Obama* amerikai elnök 2009 júniusában jelentette be az amerikai pénzügyi szektor megújítására irányuló szándékát, és egy évvel később írta alá a Wall Street reformjáról és a fogyasztóvédelemről szóló Dodd–Frank-törvényt. A jogszabály kinyilvánított célja „az Egyesült Államok pénzügyi stabilitásának megerősítése a pénzügyi rendszer számonkérhetőségének és átláthatóságának javításával; a 'túl nagy ahhoz, hogy megbukjon' rendszer megszüntetése; az amerikai adófizetők megvédése az állami mentőakciók lezárásával; a fogyasztók megóvása a tisztességtelen pénzügyi szolgáltatói magatartásokkal szemben; illetve további célok megvalósítása is.” Mint minden nagyszabású pénzügyi reformot, ezt a törvényt is erősen kritizálták: egyesek szerint a rendelkezései nem elégségesek egy hasonló pénzügyi válság megelőzéséhez, mások szerint viszont a szabályozás túl merev, és rontja az amerikai pénzügyi vállalkozások versenyképességét. Emellett a pénzügyi óriásvállalkozások, amelyek tanácsadói tevékenységet is folytatnak, és – az összeférhetetlenség klasszikus esetét megvalósítva – különböző sajtószámlás pénzügyi műveleteket is végeznek, elsődlegesen az ügyfelek érdekeit kötelesek szem előtt tartani. Ugyanakkor nehéz lesz ezt az elméleti normát a gyakorlatba átültetni, mivel a cégek továbbra is törvényesen végezhetnek egyszerre tanácsadást és sajtószámlás kereskedést „házon belül”.

A Dodd–Frank-törvény (más jogszabályokkal együtt) a Volcker-szabály<sup>1</sup> egy „felhígított” változatát vezette be: a bankok fokozott kockázatú befektetéseket kizárólag az alapvető (Tier 1) tőkéjük 3 százalékáig végezhetnek. Emellett a bankok nem rendelkezhetnek 3%-ot meghaladó részesedéssel semmilyen magántőke-csoportban vagy fedezeti alapon. A 3%-os tőkeküszöb valószínűleg nem elég szigorú ahhoz, hogy elegendő mértékben korlátozza a bankok kockázatos tevékenységeit és sajtószámlás kereskedését. A Dodd–Frank-törvény a származtatott eszközök piacát érintő átláthatósági reformokat is bevezetett, átfogó módon szabályozta a csereügyleteket, viszont a túlzott tőkeáttételek lehetősége továbbra is megmaradt. Az EU a Volcker-szabályhoz hasonló kezdeményezéseket javasolt. Az USA (Volcker-szabály), az Egyesült Királyság (a leánybank izolálása a csoport egészétől – „ring-fencing”<sup>2</sup>) és az EU (a Liikanen-csoport ajánlásai/bankszerkezeti reformjavaslat) által bejelentett strukturális intézkedések célja a bankcsődök valószínűségének és rendszerszintű következményeinek csökkentése a bonyolultság és az összefonódások mérséklése révén. A Liikanen-jelentés kiemelte, hogy a bankokat külön jogi személyekké kellene átszervezni (*Viñals et al.*, 2013), a Bizottság pedig – a Liikanen-jelentés nyomán – létrehozott egy ma-

1 A Volcker-szabály eredeti célja az volt, hogy megtiltsa a bankoknak a saját számlára történő kereskedést és a kockázatos alapokba való spekulatív befektetést.

2 A leánybank izolálása a csoport egészétől előmozdítja a szanalást a kereskedelmi bankok szintjén, de nem feltétlenül az adott bankcsoport szintjén.

gas szintű szakértői csoportot az EU bankszektor struktúráját érintő lehetséges reformok tanulmányozására. A csoport feladata volt megállapítani, hogy vajon az EU bankjainak strukturális reformja a jelenleg is folyamatban levő szabályozási reformokon túlmenően erősítené-e a pénzügyi stabilitást és javítaná-e a hatékonyságot és a fogyasztóvédelmet, és ha igen, akkor milyen vonatkozó javaslatok fogalmazhatók meg. A Bizottság megvizsgálta a lehetséges reformokat és azok hatásait, majd 2014. januárban elfogadott egy szabályozási javaslatot (*Európai Bizottság, 2014a*).

Az EU hármas megközelítést dolgozott ki, amely részben a válság utáni reformprogram sarkalatos pontját jelentő kereskedési adattárakról szóló rendeleten (EMIR) alapul. A pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID) felülvizsgálatával és a megemelt banki tőkekövetelménnyel (a Bázeli III<sup>3</sup>-at bevezető CRD IV<sup>4</sup>) együtt ez a három csomag alapjaiban változtatja meg a pénzpiacok működését Európában (*Deloitte, 2012*).

Az EMIR-t az Európai Parlament és a Tanács 2012-ben fogadta el a tőzsdén kívüli származtatott piacok átláthatóságának és kockázatkezelésének előmozdítása érdekében. Az EMIR előírja, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket (bizonyos kivételekkel) be kell jelenteni, és el kell számolni (kivéve, ha az elszámolási küszöbérték alatt vannak). Emellett további biztonsági előírásokat vezet be a központi szerződő felekre és a kereskedési adattárakra (*ESMA, 2013*).

Az EMIR a tőzsdén kívüli ügyletek kereskedés utáni szabályozására koncentrál, de felülvizsgálták a tőzsdén kívüli szabályozás kereskedés előtti és kereskedéssel kapcsolatos szempontjait is. Az eredeti célokra fókuszálva az Európai Tanács 2013 júniusában megállapodást kötött a MiFID<sup>5</sup> felülvizsgálatáról: fokozni kell a pénzügyi piacok hatékonyságát, rugalmasságát és átláthatóságát, és erősebbé kell tenni a befektetővédelmet (*Ernst and Young, 2013*). Az eredeti MiFID következtében, amelyet 2007-re be kellett vezetni, az európai pénzpiacok töredezettebbé váltak, és a kereskedés egyre több platformon zajlott. A MiFID miatt intenzívebb lett a tőzsdén kívüli kereskedés, és „dark pool”-ok alakultak ki, ami együttesen a piacok átláthatóságának romlásához vezetett. Az új szabályozás azt javasolja, hogy az OTF (szervezett kereskedési rendszerek) fogalma terjedjen ki a jelenleg nem szabályozott platformokra is. Megpróbálja a származtatott ügyletek kereskedését a kereskedési helyszínek felé terelni, és a kereskedés előtti és utáni átláthatósági szabályokat a tőzsdén

3 A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által kidolgozott Bázeli III a banki szabályozás átfogó átalakításának egyik sarkalatos pontja, melynek célja, hogy megszigorítsa a bankszektor felügyeletét és kockázatkezelését. A pénzügyi válság rávilágított a banki szabályozás bizonyos prociklikus elemeire, ezért a Bázeli III célja a szabályozási keretrendszer prociklikus jellegének mérséklése, miközben megerősíti a banki tőkekövetelményeket és új szabályozási követelményeket állapít meg a bankok likviditására és forrásbevonására vonatkozóan (*Ernst and Young, 2010*).

4 „2013-ban az Európai Unió elfogadott egy jogalkotási csomagot, amelynek célja a bankszektor szabályozásának megerősítése és a Bázeli III megállapodás végrehajtása az EU jogi keretrendszerében. Az új csomag a tőkekövetelményekről szóló jelenleg hatályos irányelveket (2006/48 és 2006/49) egy irányelvvel és egy rendelettel váltja fel, és fontos lépést jelent egy szilárdabb és biztonságosabb pénzügyi rendszer megteremtése irányába.” (*EBA, 2013*)

5 Az MiFID-et 2007 novemberében vezették be, és azóta is az európai pénzpiacok egyik legfontosabb szabályozó eszköze. A MiFID II-t eredményező felülvizsgálat célja az eredeti irányelv hiányosságainak kiküszöbölése.

jegyzett részvényekről valamennyi eszközre kiterjeszteni (ABBL, 2013). A MiFID II célja az is, hogy korlátozza az automatizált (nagyfrekvenciájú) kereskedést és a túlzott mértékű spekulációt a származékos árupiacok esetében, valamint erősítse a pénzügyi termékeket vásárló lakossági befektetők fogyasztóvédelmét (Finance Watch, 2013).

A bankoknak, vállalkozásoknak és pénzügyi szolgáltatóknak stratégiai döntéseket kell hozniuk annak érdekében, hogy az Atlanti-óceán mindkét oldalán megfeleljenek az új jogszabályoknak. Csak hogy a globális pénzügyi tér szétöregedése elkerülhetetlennek látszik, mivel mind az európai, mind az amerikai szabályozási és végrehajtási folyamatok felgyorsultak, és fokozatosan nyerik el végső alakjukat.

Az európai és az amerikai pénzügyi keretrendszerek összehasonlításakor mindenképpen ki kell emelni az eltérő politikai hátteret: Európában a pénzügyi válság szuverén adósságválsággá alakult. Az EU úgy próbálja szabályozni pénzügyi szektorát, hogy közben egymás után stabilizálja az összeomló bankokat és euróövezeti tagállamokat. Emellett, míg az Egyesült Államok többé-kevésbé egységes és homogén, az EU-t 28, igen eltérő érdekekkel bíró tagállam alkotja, ami lassítja a jogalkotási folyamatot, és töredettebbé teszi az eredményt. Ami pedig a pénzügyi szabályozást illeti, az Egyesült Királyság, mint a második legfontosabb pénzügyi központ az Egyesült Államok után, gyakran szembemegy az általa túl merevnek tűnő és részletekbe menő szabályokkal.<sup>6</sup> David Cameron miniszterelnök 2011 októberében félelmének adott hangot, mivel szerinte London pénzügyi központja „a brüsszeli irányelvek folyamatos támadása alatt áll.”<sup>7</sup>

A tanulmány a következőkben kiemeli a válság után alkalmazott pénzügyi szabályozás különbözőségeit és hasonlóságait az Atlanti-óceán két oldalán, amelyek közvetlenül kapcsolódnak a 2007. utáni pénzügyi válsággal összefüggő egyes kulcsfontosságú jelenségekhez.

## 4. Szabályozási változások az Atlanti-óceán két oldalán

A hasonlóságokat és a különbségeket az alábbi hat területen elemezzük, mivel ezek kiválóan szemléltetik, hogy a politikai döntéshozók mennyire elszántak a válság előtti pénzügyi szabályozás hibás logikájának és rendszerszintű problémáinak megoldására. Ezek egyúttal a legfontosabb területek, amelyeket könnyen össze lehet hasonlítani a két pénzügyi rendszer jogszabályszovegei, továbbá sajtóközlemények és a két joghatóság közötti rendszeres tárgyalások és egyeztetések elemzése alapján. A szabályozási válaszok összehasonlítása

---

6 A Pupli Riával, a Nemzetgazdasági Minisztérium Pénzügyi Osztályának tisztviselőjével készült interjú alapján.

7 Reuters: UK threatens veto over EU financial regulation (letölthető: <http://uk.reuters.com/article/2011/11/08/uk-britain-financial-hoban-idUKTRE7A74WO20111108> (letöltés ideje: 2013. 03. 23.).

érdekében az alábbi területeket vizsgáltuk részletesen: javadalmazási rendszerek, banki tőkekövetelmények, származtatott eszközök, hitelminősítő ügynökségek, fedezeti alapok szabályozása és fogyasztóvédelem.

A javadalmazással kapcsolatos előírásokra fokozott figyelem irányult mind a közvélemény, mind a politika részéről. A pénzügyintézeteknél alkalmazott túlzott mértékű és rosszul strukturált javadalmazási rendszereket a globális pénzügyi válság alapvető okának tekintették. A hitelminősítő ügynökségeket is erős kritika érte az általuk alkalmazott üzleti bevételi modellekből fakadó érdekellentétek miatt, és a minősítők gyenge előrejelző képessége is aggályokra adott okot (Davis, 2011). A banki tőkekövetelmények makroprudenciális szakpolitikai eszközként való alkalmazása egyre nagyobb figyelmet kap, mivel a politikai döntéshozók ezáltal akarják a prociklikusságot és a tőkeáttételt csökkenteni (Yellen, 2010; Hanson et al., 2011). Egy új szabályozói keretrendszer létrehozása a tőzsdén kívüli (OTC) származtatott eszközökre vonatkozóan a pénzügyi szabályozás fontos eleme, mivel a pénzügyi válság alatt a származtatott eszközök látszólag nagymértékben súlyosbították a pénzügyi rendszer és a világgazdaság egyensúlytalanságait. A politikai döntéshozók számára elengedhetetlen egy erősebb és átláthatóbb keretrendszer kiépítése a származtatott eszközök globális piacára (Oudéa, 2013). A válság során a fedezeti alapok központi szerepet játszottak a rendszerszintű kockázat kialakulásában, ezért a rájuk vonatkozó szabályok módosítása a pénzügyi szabályozás központi elemét jelenti (Gropp, 2014). Adams, Füss és Gropp (2014) megállapításai alapján válságok során a fedezeti alapok a sokkok legfontosabb közvetítői, fontosabbak, mint a kereskedelmi vagy a befektetési bankok. Evans (2010) szerint a fogyasztóvédelemben történő politikai beavatkozás felkelti a közvélemény figyelmét, így vonzó lehetőséget jelent a politikai döntéshozók számára. A globális pénzügyi válság rávilágított az erős fogyasztóvédelem és pénzügyi ismeretek szükségességére. Ezért a kormányok világszerte célszerű és hatékony módszereket keresnek a pénzügyi szolgáltatások terén a fogyasztóvédelem erősítésére (Rutledge, 2010).

## 4.1. Javadalmazási rendszerek

A válság előtt számos pénzügyi vállalkozás működtetett olyan ösztönzőrendszereket, amelyek a vezetőket és a beosztottakat egyaránt arra bátorították, hogy rövid távú kockázatokat vállaljanak a betétesek/résztvényesek érdekeinek és a hosszú távú nyereségesség szem előtt tartása helyett. A jutalmakat ahhoz kötötték, hogy a cég mennyire volt sikeres a piacon. A sikermutatók ezen a területen gyakran a piaci részesedéshez (új szerződések száma, bevétel és nyereség), az ügyfélszám növekedéséhez stb. kapcsolódtak. Ennek eredményeképpen a hitelezési követelmények egyre inkább fellazultak, és megnöttek a szerződéskötési volumenek (az ügyfeleket rábeszéltek magasra értékelt, de meglehetősen kockázatos ügyletekre) a magas prémium elérése reményében. Még ha egy pénzügyi vállalkozás vagy bank csődbe is ment, a vezetőket nem kötelezték a prémiumuk visszafizetésére, sőt, számos



felsővezető komoly összegű végkielégítésben részesült („arany ejtőernyő”). Sok vezető az utolsó pillanatig megpróbálta leplezni a cég likviditási problémáit (könyvvizsgálók és hitelminősítő ügynökségek segítségével) (Biedermann, 2012b). A fenti gyakorlat nagymértékben hozzájárult az úgynevezett „ciklikus eufóriához”, ami végül súlyosan felelőtlen pénzügyi magatartáshoz vezetett.

Az amerikai törvényhozás ezt a kérdést meglehetősen lazán kezelte. Napjaikban a Dodd–Frank-törvény alapján már a részvényeseknek kell szavazniuk a vezetők juttatásairól. A törvény rendelkezései értelmében a részvénytársaságoknak legalább háromévente fel kell kérniük a részvényeseket arra, hogy szavazzanak a vezetők juttatásainak jóváhagyásáról. A szavazás eredménye ugyanakkor nem kötelezi az ügyvezetőket. A juttatásokról szóló szavazás azt is előírja, hogy amennyiben a részvényeseket arra kérik, hogy felvásárlást, egyesülést, javasolt eladást, stb. hagyjanak jóvá, akkor az ilyen javaslatot előterjesztő személy köteles azt is közölni, hogy az adott ügylet nyomán a vállalatvezetők milyen összegű díjazást fognak kapni. Azonban ebben az esetben is fontos kiemelni, hogy ezek a szavazási eredmények sem kötelező érvényűek (Fried–Shilon, 2012).

Ezzel szemben az EU szigorúbb intézkedéseket hozott a bankári prémiumok korlátozására. A CRD IV csomag, amely a tőkekövetelményekről szóló irányelvet (CRD IV) és a tőkekövetelményekről szóló rendeletet (CRR) foglalja magában, a pénzügyi intézmények juttatási politikájával kapcsolatban is tartalmaz előírásokat, beleértve egy „prémiumkorlátot” is. A brit kormány megpróbálta hatálytalaníttatni a javadalmazással kapcsolatos előírásokat, de a „siker minimális esélye” miatt úgy döntött, hogy 2015 januárjától felhagy ezzel a törekvésével (Osborne, 2014). Bár a prémiumok korlátozása hatékony eszköz lehet a szűklátókörű vállalatvezetési stratégiák elleni küzdelemben, azonban a fix fizetések emelkedéséhez vagy kontraszelekcióhoz (a tehetségek elszívargásához) vezethet. Abban az esetben, ha a bankárok tömeges felmondására kerül sor, a londoni City háttérbe szorulhat a New York-i vagy az ázsiai pénzügyi központokkal szemben.

## 4.2. Tőkekövetelmény

Az elmúlt kétszáz év során folyamatosan növekedett a bankok relatív jelentősége a világ-gazdaságban: pénzügyi közvetítőkből, amelyek a megtakarításokat termelőtevékenységbe csatornázták, megkerülhetetlen gazdasági szereplőkké váltak a legtöbb fejlett országban, élénkíthetik vagy akár visszafoghatják egy ország gazdasági teljesítményét. Ez a folyamat felgyorsult a jelenlegi válságot megelőző évtizedekben. A banktevékenység aránya rohamosan emelkedett: 1870 és 1970 között a banki eszközök GDP-hez viszonyított átlagos aránya 16%-ról 70% fölé nőtt. Hozzávetőlegesen az elmúlt negyven év alatt (1970 óta) a banki eszközök GDP-hez viszonyított aránya nagyjából 70%-ról 200% fölé nőtt (Haldane, 2012). A bankok koncentrációja szintén drámai mértékben megnőtt, ami hozzájárult a rendszerint fontos pénzügyi intézménynek (SIFI) minősülő bankok kialakulásához.

A SIFI-k létezése hármask politikai kihívást jelent. Egyrészt ezek az intézmények a felelősek a rendszerszintű kockázatért azáltal, hogy nem ösztönözték a prudens kockázatkezelést, illetve, hogy hatalmas kötelezettségeket róttak a kormányokra. Másodsorban a SIFI-k tevékenysége torzítja a versenyt. Harmadsorban a SIFI-k számára biztosított kedvező elbánás csökkenti a rendszer tisztességébe vetett közbizalmat (*Goldstein–Véron, 2011*).

A bankok működése a tevékenységük jellege miatt belső kockázatokkal jár. A banki eszközök és források eltérő lejáratú ideje miatt a bankok a betétkivonás lehetőségének és rendszerszintű kockázatnak vannak kitéve (*Allen–Carletti, 2009*). A banki szabályozás célja a banki tevékenységek jellegéből származó kockázatok minimalizálása. A viszonylag laza és prociklikus szabályozási rendszer a SIFI-k létéből adódó erkölcsi kockázattal párosulva a nyolcvanas évektől kezdve kockázatvállalásra ösztönözte a bankokat, és a banki tevékenységi körök bővülését eredményezte (*Taylor, 2012*). A bankok működése tehát kockázatosabbá vált, mivel túlzott mértékű tőkeáttétel alakult ki, és kevésbé megbízható ügyfeleknek is elkezdtek hiteleket folyósítani. Ennek a túlzott kockázatvállalásnak az egyik jellegzetes példája volt a NINJA-hitelek folyósítása (NINJA-hitel: *No Income No Job or Assets*, „se jövedelem, se állás, se fedezet”), amelyek körében kirívóan magas volt a nemteljesítő adósok aránya (*Talbott, 2010*).

A bankokra és bizonyos pénzügyi szolgáltatókra vonatkozó tőkekövetelmények megreformálásának célja az volt, hogy a pénzügyi szektor rugalmasságát megerősítse, amely a válság során elégtelennek bizonyult. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság nemzetközi szinten ugyancsak meghatározza a bank számára kötelezően előírt tőke és a tevékenysége nyomán keletkező kockázatok arányát. Az első bázeli szabályozáscsomagot 1988-ban fogadták el, és azokat a G10 országok 1992-ben vezették be (*BIS, 2009*). A pénzügyi szféra gyors átalakuláson ment keresztül az ezt követő két évtizedben, így a BCBS 2004-ben egy átfogóbb és az igényekhez jobban igazodó kockázat- és tőkekezelési követelményrendszert alakított ki (Bázel II), amelyet fokozatosan vezettek be 2010-ig a legtöbb G20 országban (*BIS, 2013*). Ebben az évben dolgozták ki a Bázel III-at azzal a céllal, hogy orvosolják a korábbi szabályozási keretrendszer hiányosságait, amelyekre a pénzügyi válság világított rá.<sup>8</sup>

A Bázel III javítja a bankok számára kötelezően előírt tőke minőségét és mennyiségét a bankok sokktűrő képességének növelése érdekében<sup>9</sup>, bevezet egy, a válság idején használható anticiklikus puffert<sup>10</sup>, további, kockázattal nem súlyozott tőkeáttételi mutatónak és likviditásfedezeti mutatónak való megfelelést ír elő, és erősíti a kockázatfelismerési és kockázatkezelési gyakorlatokat. Mivel a Bázel III jogilag nem kötelező érvényű, a Bázeli

8 A Bázel II csak 2008. januárban lépett hatályba az EU-ban és 2010. áprilisban az USA-ban. A válságra adott válaszként és a Bázel II bizonyos hiányosságainak korrigálására a BCBS 2010. szeptemberben elfogadta a Bázel III megállapodást (Paulo, 2011).

9 A „Tier I”-nek minősülő tőke meghatározása is szigorúbb.

10 A Bázel II-t már kezdettől kritizálták prociklikus jellege miatt (a minimális tőkekövetelményeket a fellendülési időszakok során általában alábecsülték, ugyanakkor a bankok még válság idején sem mehettek a minimális tőkekövetelmény alá).

Bizottság tagországai jogosultak azt a saját igényeiknek megfelelően bevezetni, általánoságban tiszteletben tartva a Bázeli III szellemét. A Bázeli III szabályok végrehajtása éppen ezért nagyon lassan és egyenetlenül halad. A konkrét előírások, különösen a likviditásra és a tőkeáttételre vonatkozó előírások fokozatos „bevezetése” valószínűleg hatással lesz az USA és az EU pénzügyi intézményeinek relatív versenyképességére.

Mind az amerikai, mind az európai szabályozó hatóságok heves ellenállással szembesülnek a bankárok részéről, akik hosszabb felkészülési időszakot követelnek az előírt változtatások bevezetésére (EBIC, 2013). Bár a Bázeli III tőkével kapcsolatos javaslatai között vannak ígéretes elemek, mint például a tőkeáttételi arány, a tőkepuffer és egy olyan mechanizmus, amely a várható veszteségeken alapuló dinamikus előírások révén kezeli a prociklikusságot, könnyen ugyanarra a sorsra juthat, mint a megfelelően soha hatályba nem lépett Bázeli II.<sup>11</sup>

Míg az EU-ban a CRD IV keretrendszer minden hitelintézetre és befektetési vállalkozásra vonatkozik, az Egyesült Államokban a bevezetés szűkebb körű: a kisebb bankholdingok és néhány takarékpénztár mentesül a vonatkozó szabályok alól. Míg néhány, az EU-ban alkalmazott követelmény enyhébb, mások viszont szigorúbbak (a bázeli keretrendszer alkalmazási hatálya, tőkepufferek és az ingatlanfedezet elismerésére vonatkozó alkalmassági szempontok), mint a Bázeli III keretrendszer által megállapított minimumkövetelmények. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság értékelte az európai bevezetést<sup>12</sup>, és azt állapította meg, hogy az jelentős mértékben nem felel meg a Bázeli III minimális előírásainak, mivel eltér a bázeli keretrendszer szövegezésétől és szellemiségétől is. Különösen nagy hangsúlyt helyeznek a CVA-tőkekövetelmény (credit valuation adjustment – hitelértékelési kiigazítás) kiszámítási módszertanára (BIS, 2014). A Bázeli III-tól való beazonosított eltérések, különösen azok, amelyek szigorúbbak az USA Végleges Szabályainál<sup>13</sup>, mindkét környezetben súlyos kihívások elé állíthatják az ott működő pénzügyi intézményeket.

Az USA-ban és az EU-ban alkalmazott eltérő számviteli szabványok még inkább megnehezítik a tőkekövetelmény-előírások összehasonlítását.<sup>14</sup> A banki mérleg bizonyos elemei tekintetében az IFRS (Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok) és a US GAAP (az USA-ban Általánosan Elfogadott Számviteli Alapelvek) teljességgel összehasonlíthatatlanok (Lannoo, 2010a).

Egy másik probléma a pénzügyi rendszer alapvető jellegéből adódik. A bázeli szabályozási keretrendszer csak a bankokat szabályozhatja. Ugyanakkor a bankok több joghatóság területén is megtehetik azt, hogy a pénzügyi „ígéreteket” átcsatornázzák a nem vagy ke-

11 Az Egyesült Államokban a Bázeli II-t teljes mértékben soha nem vezették be, ezért az USA-ban bevezetésre kerülő Végleges Szabályok egy Bázeli I-alapú tőkerendszer helyébe lépnek majd.

12 A CRD IV és a CRR teljes bevezetéséhez az EU az EBA standardok és iránymutatások időben történő kiadására támaszkodik.

13 2013. júliusban a Federal Reserve System Kormányzótanácsa és más bankfelügyeleti ügynökségek elfogadták azokat a végleges szabályokat, amelyek az USA szövetségi szabályozó hatóságainak tőkével kapcsolatos előírásait egyetlen, átfogó szabályozási keretrendszerbe foglalják (Sabel, 2013).

14 Az EU az IFRS-t vezette be, míg az USA továbbra is a saját standardjait (US GAAP) alkalmazza.

vésbé szabályozott biztosító társaságok irányába. Továbbá számos olyan egyéb pénzügyi szereplő, amelyek bankokhoz hasonlóan működhetnek (pl. bizonyos fedezeti alapok saját értékpapírokat bocsátanak ki, betéteket gyűjtenek befektetőktől és a befektetők nevében áttételes befektetési ügyleteket végeznek). Így ez az „árnyékbankrendszer” nem ugyanolyan szabályok szerint működik, mint a bankrendszer (Blundell et al., 2010).

Tehát hiába alkalmaznak szigorúbb szabályokat a bankokra, más, a bankokhoz kapcsolódó vagy árnyékbanki intézményekre továbbra sem lesznek ezek érvényesek, és a szabályozás hatására átkerülhetnek ezekhez az intézményekhez korábban jól szabályozott banki tevékenységek. Más szavakkal, az új banki standardok arra ösztönözhetnek bankokat, hogy bizonyos tevékenységeket helyezzenek át a nem-banki szektorba, ahol a banki standardokat nem kell alkalmazni (IMF, 2012).

### 4.3. Származtatott eszközök

Egy származtatott értékpapír (swap, opció, futures, forward és egyéb származtatott ügyletek) általában egy olyan pénzügyi szerződésre utal, amelynek az értékét a mögöttes álló eszköz értékéből származtatják. A származékos ügyletek meglehetősen nehezen áttekinthető pénzügyi eszközök, mivel a mögöttes kockázatokat, valamint ebből adódóan a termékek tényleges piaci értékét éppen a származékos jelleg miatt nehéz felmérni. Azonban a derivatívák a kockázatcsökkentés kiváló eszközei lehetnek, mivel a mögöttes eszközök ármozgásai nem jelennek meg a származtatott eszközök ármozgásaiban. A származtatott eszközök felhasználói fedezni tudják az átváltási árfolyamok és kamatlábak, a részvény- és nyersanyagárak, valamint a hitelképesség ingadozásait. A származtatott eszközök piaca hatalmas növekedést mutatott az elmúlt 25 év során, és a számítástechnika gyors fejlődése a kilencvenes éveket követően lehetővé tette az eszközkezelők számára, hogy egyre kifinomultabb származtatott eszközöket, ezáltal kockázatkezelési módokat tervezzenek és dolgozzanak ki (Chui, 2012). A derivatívák a válság előtt általában sokkal magasabb hozamokat biztosítottak, mint a betéti kamatok, és a befektetési lehetőségek széles palettáját kínálták, amelyek a befektetett összeghez képest magas hozamot biztosítottak. Ez azonban nem a származtatott ügyletek „kockázatmentes” jellegének volt köszönhető, hanem a hozzájuk kapcsolódó, túlzottan optimista spekulációknak. A magas tőkeáttétel miatt a befektetők az eredeti befektetésük többszörösét is elveszíthetik, ha kedvezőtlen spekulatív pozíciót vesznek fel.

Ráadásul a származtatott termékek virágzó piaca alakult ki a szabályozott piacokon kívül (tőzsdén kívüli piac – OTC), és sokkal „szabályozatlanabb” körülmények között, amely tovább nehezítette a tájékozódást az egyre átláthatatlanabb piacokon. Paulo (2011) szerint a származtatott eszközök csaknem 90%-a nem a szabályozott, hanem a tőzsdén kívüli piacokon forog.

A származtatott eszközök, például a mulasztási csereügylet (credit default swaps – CDS) túlzott mértékű, spekulatív célú és nem a meglévő kockázatok fedezésére szolgáló alkalmazása jelentősen súlyosbította a pénzügyi válságot (*Elliott, 2010b*). Mind Európában, mind Amerikában orvosolni kívánják a származtatott eszközökkel folytatott tőzsdén kívüli ügyletek megfelelő szabályozásának hiányát és az elégtelen kockázatkerülést.

Általánosságban arra törekednek, hogy minél több olyan ügyletet vonjanak szabályozás alá, amelyeket korábban szabályozatlan platformokon kötöttek. A szabványosított származtatott eszközökkel kapcsolatos ügyleteket Európában az MTF-eken (többoldalú kereskedési rendszerekben), az USA-ban pedig SEF-eken (csereügylet végrehajtási rendszerekben) kell lebonyolítani, a partnerkockázatot pedig azzal csökkentik, hogy a kereskedést folytató feleket arra kötelezik, hogy az ügyletek központi szerződő félén keresztül számolják el.<sup>15</sup> A származtatott eszközökkel kapcsolatos legfontosabb követelmények nagy vonalakban azonosak Európában (EMIR) és Amerikában (Dodd–Frank-törvény, VII. cím) mind a kereskedési adatok, mind az elszámolási követelmények tekintetében. Ezek a szabályok kötelezőek mindazon pénzügyi és nem-pénzügyi vállalkozásokra, amelyek egy bizonyos küszöbértéknél nagyobb számú származtatott ügyletet kötnek. Mindkét joghatóság széles körű mentességet ad azoknak a felhasználóknak, akik a származékos ügyleteik mögöttes üzleti kockázatát fedezik (*Deloitte, 2012*).

Bár a szabályozási keretrendszer nagyon hasonló az Atlanti-óceán két partján, jelentős különbségek mutatkoznak a végrehajtásban és a technikai részletekben. *Jones (2014)* a származtatott eszközökkel kapcsolatos transzatlanti kötélműzsről ír, mivel mind az EU, mind az Egyesült Államok többször hangsúlyozta az elkötelezettségét a származtatott eszközök következetes és zökkenőmentes piacának létrehozása iránt (Path Forward<sup>16</sup>, Financial Markets Regulatory Dialogue<sup>17</sup>-sajtóközlemények<sup>18</sup>), de még mindig nem körvonalazódik

15 Egy központi szerződő fél ékelődik a két fél közé, amely garantálja a kereskedést akkor, ha valamelyik fél nem teljesít.

16 2013-ban az EU és az Egyesült Államok szabályozó hatóságai aláírták a „Path Forward” megállapodást, amelyben vállalták a származtatott eszközökre vonatkozó szabályaik harmonizálását annak érdekében, hogy elkerüljék a szektor széttöredezését.

17 2002 óta az EU és az USA közötti egyeztetések fóruma a Pénzügyi Szabályozási Párbeszéd. A fórumban a következő szervezetek képviselői vesznek részt: Európai Bizottság (Belső Piaci és Szolgáltatási Főigazgatóság), Európai Szabályozó Hatóságok (Európai Bankhatóság, Európai Biztosítás- és Nyugdíjfelügyeleti Hatóság, Európai Értékpapírpiazi Felügyeleti Hatóság), továbbá az amerikai államkincstár (U.S. Treasury) és független szabályozó ügynökségek, így a Federal Reserve System Kormányzótanácsa, a Commodity Futures Trading Commission (Határidős Árutőzsde Kereskedelmi Felügyelet – CFTC), a Federal Deposit Insurance Corporation (Szövetségi Betétbiztosító) és a Securities and Exchange Commission (Értékpapír- és Tőzsd felügyelet – SEC). Az EU-USA szabályozói párbeszéd tagjai rendszeres információcserét folytatnak az Atlanti-óceán két oldalán tapasztalt szabályozási fejleményekről.

18 Az Egyesült Államok - Európai Unió Pénzügyi Szabályozási Párbeszéd Közös Közleménye, 2015. január 15: „A résztvevők kiemelték az EU és az USA erőfeszítéseit a tőzsdén kívüli származtatott eszközök reformjainak bevezetésére, és folyamatos erőfeszítéseiket a határon átnyúló piaci szereplőkkel, ügyletekkel és infrastruktúrákkal kapcsolatos nyitott kérdések rendezésére. Mindkét fél üdvözölte a központi szerződő felekkel szembeni kitétséghez kapcsolódó tőkekövetelményekre vonatkozó átmeneti időszak meghosszabbítását. A meghosszabbítás révén az EU továbbra is együttműködhet a CFTC és a SEC személyzetének tagjaival, hogy továbblépjenek az USA-beli CCP-k egyenértékűségére vonatkozó döntésekben. Az Európai Bizottság és a CFTC képviselői elkötelezettek aziránt, hogy minél előbb megoldják azokat a kérdéseket, amelyek az USA-ban működő CCP-knek az EMIR szerinti egyenértékűségére vonatkoznak, mégpedig egy olyan hatékony rendszer alapján, amely helyettesített megfelelést biztosít a mindkét joghatóságnál bejegyzett CCP-k számára” (p. 2).

a kompromisszum. Az Egyesült Államokban a központi szerződő felek (CCP-k) továbbra sem számolhatnak el európai uniós származtatott eszközöket anélkül, hogy megfizetnék az európai szabályoknak való megfelelés többletköltségét is. Egy másik alapvető kihívás az elszámolás alá nem eső csereügyletek árrésében tapasztalható eltérések minimalizálása.

Ezen túlmenően, miközben az USA tőkepiacai sokkal egységesebbek, az európai pénzügyi piac egyáltalán nem homogén. Az európai piacok töredezettsége megnehezíti (többek között) a központi szerződő felek (CCP-k) szabályozását. Az Elszámolóházak Európai Szövetsége (European Association of Central Counterparty Clearing Houses – EACH), Európa 23 elszámolóházának szövetsége szerint az európai követelményrendszer jóval megterhelőbb és költségesebb, mint az amerikai, ami alááshatja az európai CCP-k versenyképességét, szabályozási hátrányhoz vezethet, és szabályozási arbitrázst idézhet elő.

Ami az EMIR hatását illeti, *Mátrai Károly*, a magyar KELER központi elszámolóház kockázatkezelési és gazdasági igazgatója szerint, bizonyos rendelkezések súlyos nehézségeket okozhatnak a kisebb elszámolóházak működésében.<sup>19</sup>

#### 4.4. Hitelminősítő ügynökségek

A hitelminősítő ügynökségek (a továbbiakban: CRA-k) vizsgálatának fontossága abból a konszenzusból fakad, miszerint részben ők okolhatók a pénzügyi válságért (*Lannoo, 2010a*). A piacot jelenleg három nagy hitelminősítő ügynökség uralja, amelyek a globális piac 94%-át birtokolják (*Európai Bizottság, 2008*). Ezek már több alkalommal tévedtek előrejelzéseikben a jelzálogpiaci válság előtt és annak a kezdetén is, és kiváló minősítést adtak olyan értékpapíroknak és hiteltermékeknek, amelyek hamarosan elértéktelenedtek. A Moody's, a Fitch és a Standard & Poor's prémium kategóriás minősítést adtak még azoknak a fedezett adósságjellegű kötelezettségeknek is, ahol a mögöttes másodlagos jelzálogadósok már fizetéképtelenek voltak. 2007 második fele és 2008 első fele között több értékpapír minősítését egyetlen nap leforgása alatt AAA-ról (a kötelezettséget nagy valószínűséggel teljesíteni fogják) CCC-re (jelentős hitelkockázat) módosították (a kérdéses időszakban a jelzálogalapú értékpapírokat összesen 1,9 ezer milliárd amerikai dollárral minősítették le) (*Morris, 2008*).

Számos intézmény számára csak bizonyos arányban engedélyeztek kockázatos (alacsonyabb besorolású) portfóliókat, és ezért arra kényszerültek, hogy a leminősítést követően eladásba kezdjenek. A szigorú előírások miatt azonban azok, akik képesek lettek volna venni, nem tehették meg ezt. Ezért maga a rendszer erősítette a negatív visszacsatolást és a pánikot. Ami még aggályosabb, az a CRA-k tanácsadó tevékenységével kapcsolatos összeférhetlenség. A CRA-k tanácsadó üzletága hozzásegítheti a potenciális kibocsátókat

19 A Mátrai Károllyal készített interjú alapján (2013. március 21.).

a kívánt minősítés megszerzéséhez. Ezért kívánatos lenne jogilag szétválasztani a minősítő üzletágot a minősítési tanácsadói szolgáltatásoktól (*Brunnermeier et al., 2009*).

A CRA-k szabályozása jelentősen különbözik az USA-ban és az EU-ban. A pénzügyi szabályozásról folytatott kiterjedt USA-EU párbeszéd ellenére a két fél továbbra is erősen eltérő módon szabályozza ezt a területet. A kétféle megközelítés közötti alapvető különbségek a minősítő üzletág eltérő megítéléséből erednek. Az USA hatóságai egy államilag szabályozott oligopólium létrehozásával, az átláthatóság és a verseny eszközeivel kívánják biztosítani a piaci fegyelmet, ahol a verseny alapja a minősítések megbízhatósága. Az EU hatóságai ezzel szemben a CRA-k számonkérhetőségének felügyeleti úton történő erősítésére törekednek, miközben korlátokat emelnek a minősítési üzletágba való belépés elé (*Lannoo, 2010b*).

Az USA szabályozása – az 1929-es piaci összeomlásra adott válaszként – már az 1930-as évek óta alkalmaz hitelminősítéseket azok felügyelete nélkül. Az 1930-as és az 1970-es évek között a minősítők szabályozásban való alkalmazása nem változott lényegesen. Ennek következtében a pénzügyi szabályozás az USA-ban nagy mértékben függ a minősítésetől az értékpapírok, nyugdíjak, banki tevékenység, ingatlanok és biztosítás területén (*Cinquegrana, 2009*). A 2007-08-as globális pénzügyi válság fényében és figyelembe véve, hogy egyre több bizonyíték utal arra, hogy a CRA-k is felelősek voltak a történekekért, az Egyesült Államokban a Securities and Exchange Commission (Értékpapír- és Tőzsd felügyelet) – abban a reményben, hogy mérsékelni lehet a CRA-knak az USA-ra és az egész világgazdaságra gyakorolt hatását – 2011-ben úgy döntött, hogy ahol csak lehetséges, megpróbálja törölni a pénzügyi szabályozás szabálykönyveiből a hitelminősítő ügynökségek szolgáltatásainak kötelező igénybevételét. Az általános cél „eltávolítani vagy mással felváltani minden utalást a CRA-minősítésekre a törvényekben és a szabályozásban, és ahol lehet, alternatív megoldásokat adni” (*Finance and Strategy, 2013*). Az új szabályok abban is támogatják a pénzpiaci szereplőket, hogy saját hitelértékelést dolgozzanak ki. Az EU a hitelminősítő intézetekre vonatkozó III. rendelet (CRA III Regulation) elfogadásával szintén komoly lépéseket tett annak érdekében, hogy eltávolítsa a szabályaiból és előírásaiból a CRA-minősítések kötelező alkalmazását (*FSB, 2013*). Az Egyesült Államokhoz hasonlóan a hitelminősítő ügynökségeket felelősségre lehet vonni, ha a jelentésük a CRA-rendelet megsértése vagy súlyos gondatlanság miatt kárt okoz egy befektetőnek vagy kibocsátónak. A harmadik CRA-csomag célja a a minősítőkre való túlzott hagyatkozás mérséklése azáltal, hogy ösztönzi a pénzügyi intézmények önértékelését. A rendelet erősíti a CRA-k függetlenségét és az érdekellentétek kiküszöbölését azzal segíti, hogy bizonyos összetett strukturált pénzügyi eszközökre (ismételt értékpapírosítás) kötelező rotációt vezet be. A hitelminősítő ügynökségek tulajdonosaira is vonatkoznak korlátozások. Az EU is támogatja a kisebb CRA-k igénybevételét annak érdekében, hogy csökkentsék a három legnagyobb ügynökség magas piaci koncentrációját. Az érdekellentétekből eredő kockázatok mérséklése miatt az új szabályok azt is tiltják, hogy egy CRA 10%-ot vagy azt meghaladó tőkehányaddal

vagy szavazati joggal, illetve, hogy 10% vagy azt meghaladó részesedéssel rendelkezzen valamely minősített szervezetben (*Európai Bizottság, 2013*). A harmadik országokra vonatkozó rendszer kialakítása volt a legvitatottabb pont a CRA rendelet tárgyalása során, éppen ezért számos megfigyelőt váratlanul ért, hogy az EU 2012-ben úgy döntött, hogy az USA hitelminősítő ügynökségekre vonatkozó jogi és felügyeleti keretrendszerét az EU követelményekkel egyenértékűnek ismeri el.

## 4.5. Fedezeti alapok felügyelete

A fedezeti alapokat is vádolták azzal, hogy hozzájárultak a válsághoz, ugyanakkor a tényleges szerepük tisztázatlan. A fedezeti alapok a bankokhoz képest kisebb eszközállománnyal és meghatározott tőkeáttételi szinten működnek, így kevésbé valószínű, hogy a következő válságot ők idézzék elő. Ahogyan a tanulmány már említette, a Dodd–Frank-törvény IV. címe a banki szervezetek számára megtiltja, hogy érdekeltséggel rendelkezzenek valamely magántőke- vagy fedezeti alapban vagy támogatói legyenek annak, ha egy ilyen befektetés összege meghaladja a bank Tier 1 tőkéjének 3%-át, vagy ha a bank érdekeltsége meghaladja az alap teljes tulajdonának 3%-át (*Kaal, 2010*).

A 150 millió dollárt meghaladó értékű kezelt vagyonnal (AUM) rendelkező fedezeti alapok kötelesek magukat befektetési tanácsadóként nyilvántartásba vetetni, és a kereskedésükről és a portfólióikról kötelesek a tőzsd felügyeletnek beszámolni. A Dodd–Frank-törvény azt is előírja az amerikai tőzsd felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) számára, hogy szabályokat alkosson azoknak a fedezetalap-kezelőknek a nyilvántartásba vételére és beszámoltatására vonatkozóan, akikre a regisztrációs kötelezettség korábban nem terjedt ki. A kötelező regisztráció révén a SEC összegyűjtheti a szükséges információkat annak érdekében, hogy korlátozza azokat, akik a „piacok árnyékában működnek”, megelőzze a csalásokat, korlátozza a rendszerszintű kockázatot, és tájékoztassa a befektetőket. A regisztráció kötelezővé tétele mellett a Dodd–Frank-törvény a regisztrált alapkezelő tanácsadókat arra is kötelezi, hogy rendszeres jelentést nyújtsanak be (*Kaal, 2013*).

Az EU alternatív befektetési alap-kezelőkről (ABAK) szóló irányelve 2014. júliusban lépett hatályba, amely szabványosította a kezelők működését, és meghatározta az alapjaik Európai Gazdasági Térségben történő értékesítésére vonatkozó feltételeket. A regisztráció és az „útlevél” megszerzése érdekében az alapkezelőknek a saját joghatóságukban kell magukat nyilvántartásba vetetniük, és az útlevél birtokában az egész EU-ban értékesíthetik az alapjaikat. Ugyanakkor nem minden joghatóság kedvező a nem-EU-s alapok számára: az Egyesült Királyságban, Hollandiában és az észak-európai követelmények könnyebben teljesíthetők, míg Dél-Európában szigorúbbak a korlátozások. A többféle engedélyezési díj és adminisztratív akadály miatt az alapkezelők kevésbé hajlandóak ezekbe az irányokba



is kiterjeszteni tevékenységüket.<sup>20</sup> A korábbi ÁÉKBV<sup>21</sup> regisztrációs és „útlevél kiadási díjai” minimálisak voltak, így a jelenlegi, tagállamról tagállamra változó díjszabás a legtöbb alapkezelő számára érthetetlen. Ennek következtében számos USA-beli alapkezelő csak az Egyesült Királyság és Svájc piacára lép be, „és kivárja, hogy rendeződön a játéktér.”

## 4.6. Fogyasztóvédelem

A válság előtt egyrészt fogyasztói oldalon az alacsony szintű pénzügyi műveltség, másrészt pénzügyi szolgáltatói oldalon a pénzügyi termékek fokozott összetettsége oda vezetett, hogy sok fogyasztó úgy érezte, kihasználták vagy félrevezették, és sok esetben ez tényleg így is történt. Ezen túlmenően a szabályozatlan, vagy nem kellően ellenőrzött, illetve az (egyre fokozódó érdekellentétekkel sújtott), és – főként a rosszul meghatározott javadalmaszási rendszerek elterjedése miatt – csak a rövid távú gazdasági teljesítményt tekintetbe vevő pénzügyi szolgáltatók tevékenysége megnövelte annak az esélyét, hogy a fogyasztók csalás vagy visszaélés áldozatává váljanak (OECD, 2011).

Úgy tűnik, a politikai döntéshozók is felismerték, hogy a fogyasztói biztonságérzet megteremtése alapvető követelmény minden jól működő pénzügyi rendszerben, és hogy a fogyasztók bizalma hosszú távon elősegíti a növekedést és az innovációt. Ezért a fejlett országok az elmúlt években elsődleges feladatáá tűzték ki a fogyasztóvédelem és a pénzügyi oktatás javítását (Chakrabarty, 2013).

A Dodd–Frank-törvényben központi problémaként nevezték meg és kezelték az Egyesült Államok fogyasztóvédelmi rendszerében tátongó szabályozási vákuumot. Más fogyasztóbarát kezdeményezések mellett a törvény legjelentősebb intézkedése a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Iroda (Consumer Financial Protection Bureau) létrehozása volt (CFPB, 2013), amely hét szövetségi ügynökség fogyasztóvédelmi hatásköreit vonta össze (Puzzanghera, 2011). Bár az első intézkedéseit a republikánusok merev ellenkezése akadályozta (azt állítva, hogy az Iroda túl széles hatáskört kapott, és korlátozza a hitelek elérhetőségét és a fogyasztók választási lehetőségeit a pénzügyi termékek között), az Irodát viszonylag sikeres szervezetnek tekintik, amely aktívan hozzájárul a fogyasztóvédelemhez (Singletary, 2012).

Az EU-ban a pénzügyi termékeket érintő fogyasztóvédelem az új Európai Felügyeleti Hatóságok (European Supervisory Authorities – ESA) hatáskörébe tartozik (Kastner, 2013). Ezek az ESA-k a nemzeti felügyeleti hatóságokkal működnek együtt a pénzügyi piacok

<sup>20</sup> Ausztria például legalább 1100 eurót (1409 dollárt) számít fel a dokumentumok feldolgozásáért, és a további 600 euró éves díjat a megfelelőség ellenőrzéséért. At Egyesült Királyság és Magyarország ezzel szemben nem számít fel belépési díjat, viszont „rendszeres” díjfizetésre kötelezik azokat az alapkezelőket, amelyek helyi fióktelepet hoznak létre (Cohn, 2014, a Reuters cikke).

<sup>21</sup> Az „ÁÉKBV-k” vagy „átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások” az Európai Unió szintjén szabályozott befektetési alapok. A kisbefektetők által végzett összes kollektív befektetés mintegy 75%-át teszik ki Európában. Az ezekre az alapokra vonatkozó jogszabály a 2014/91/EU irányelv (Európai Bizottság, 2014b).

fogyasztóvédelme érdekében. Az Európai Bizottság fogyasztóbarát javaslatokat tett többek között a betétbiztosítás, a szolgáltatások összehasonlítását megkönnyítő, egységes jelzőhitelezési tájékoztató lap, valamint az összetett lakossági befektetési termékek szigorúbb szabályozása terén (*Európai Bizottság, 2010a; 2010b; 2011; 2012*).

2014-ben a fogyasztóvédelem terén jelentős teljesítménynek tartották azt az irányelvet, amely biztosítja, hogy minden európai polgár rendelkezessen egy alapvető bankszámlával (*EurActiv, 2014*). A 2014/92/EU irányelv (a „fizetési számlák irányelv”) elfogadásával az EU célja, hogy az európai polgárok számára minden hitelintézetnél harmonizálja a bankszámlanyitást, átláthatóvá tegye a banki díjakat és megkönnyítse a bankszámlaváltást. Ennek következtében az EU-polgárok fogyasztói jogai javulni fognak a következő területeken: (1) fizetési számlákhoz való hozzáférés, (2) a fizetési számlák díjainak összehasonlíthatósága és (3) fizetésiszámla-váltás. Ugyanakkor a fogyasztóvédelem és az ismeretterjesztés központi kérdéssé tétele a pénzügyi rendszer reformja során sem kendőzheti el azt a tény, hogy a fogyasztók – még akkor is, ha tájékozottak a pénzügyek terén – általában nincsenek abban a helyzetben, hogy meghatározhassanak bizonyos szerződéses feltételeket (pl. ha jelzáloghitelt vesznek fel).

## 5. Következtetések

A pénzügyi piacok stabilizálása érdekében jelenleg az EU és az USA egy mélyreható intézményi és szabályozási átalakítás kellős közepén tart. A válság rávilágított a pénzügyi piacok közötti összefonódásokra, és egyértelművé tette, hogy a szabályozó hatóságoknak, a felügyeleti hatóságoknak és a pénzügyi központoknak szorosabban együtt kell működniük (*Calvino, 2013*).

Az USA és Európa központi szerepet játszanak a globális pénzügyek alakításában, mivel az összes pénzügyi szolgáltatás kétharmadát itt nyújtják. Bár a két pénzügyi piac közötti kapcsolatok szinte organikusnak tekinthetők, a szabályozási keretrendszerek több alapvető különbséget mutatnak. A különbségeket részben az eltérő politika háttér és döntéshozatali mechanizmusok, részben pedig az eltérő szabályozási attitűdök magyarázzák.

A szabályozási rendszerek eltérése különösen problémás, mivel az eltérő szabálygyűjtemények egyeztetése idő- és pénzigényes feladat a rendkívül magas adminisztratív költségek és a jövőbeni szabályozásokkal kapcsolatos bizonytalanságok miatt. Az EU és az Egyesült Államok is egyaránt tisztában van a szabályozásbeli különbségekből eredő hátrányokkal. Ez az egyik oka annak, hogy már 2002-ben mindketten kezdeményezték a rendszeres Pénzügyi Szabályozási Párbeszédet. Nyilvánvaló, hogy ha egy ország megköveteli, hogy a többi ország alkalmazkodjon az ő pénzügyi szabályozásához, az az ország lesz a „szabályalkotó”, míg a „szabályelfogadók” más szereplők által előírt normákhoz igazodnak. Ezért

a pénzügyi szabályozások megalkotása vagy elfogadása azt mutatja, hogy egy gazdasági szereplő képes-e másokat úgy befolyásolni, hogy az ő szabályait fogadják el (*Quaglia, 2014*). A mi esetünkben, bár az EU és az Egyesült Államok célkitűzései hasonlóak, mindketten a szabályalkotó szerepében kívánnak fellépni, nem pedig a másik által bevezetett szabályok passzív „letöltőiként”. Mindamelllett alapvető fontosságú a nemzetközi egyetértés a határokon átnyúló szabályozási kérdésekben: a különbségek hatalmas jogi és technikai kihívást jelentenek mind Európában, mind a tengerentúlon működő vállalatok számára, hiszen egyszerre kétféle szabályrendszert kell bevezetniük.

A pénzügyi szabályozási tevékenységek válság utáni megélnkülése hatalmas lehetőséget jelent egy egységesebb globális pénzügyi környezet létrehozására. Az EU-ban és az USA-ban adott szabályozási válaszok összehasonlítása alapján megállapíthatjuk, hogy a hat kiemelt terület esetében számos szabály összekapcsolódik egymással, és habár egymást átfedő céljaik is vannak, de a végrehajtásukban tapasztalható eltérő irányok komoly kihívás elé állítják azokat a cégeket, amelyek mindkét környezetben tevékenykednek. Néhány területen a szabályozó hatóságok folyamatos párbeszéd és együttműködés révén egyenértékűnek ismerték el egymás jogi és felügyeleti keretrendszerét (pl. hitelminősítő ügynökségek). Más, hasonlóan jelentős területeken viszont továbbra is fennállnak az eltérések (pl. központi szerződő felek és származtatott eszközök).

Ezért, a pénzpiacok integrációjának folytatódásával a szabályozó hatóságok hasonló problémákkal szembesülnek az EU-ban és az Egyesült Államokban, de a gyakorlati megoldások néha eltérően alakul. A rendszeres kétoldalú együttműködés (FMRD), a részletesen ismertetett, harmadik felekre vonatkozó követelmények és a jól kidolgozott helyettesített megfelelési/egyenértékűségi<sup>22</sup> eljárások a helyes irányba mutatnak. Mivel mindkét joghatóságnak érdekében áll a pénzügyi vállalkozások zökkenőmentes határon átnyúló együttműködése, remélhetjük, hogy a pénzügyi szabályok kölcsönös elismerése már elérhető közelségben van.

---

<sup>22</sup> Helyettesített megfelelés: ha egy illetékes szerv megállapítja, hogy egy külföldi joghatóság szabályai összemérhetők a saját szabályaival, az alapvetően arra az elgondolásra utal, hogy messzemenően tiszteletben kell tartani a külföldi joghatóság teljes szabályozói rendszerét a saját szabályozási rendszer helyett mindaddig, amíg annak a céljai összemérhetők (ezt a megközelítést az EU szaknyelvben „egyenértékűségnek” nevezik) CFTC, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations (CFTC, 2012).

## Felhasznált irodalom

ABBL (2013): MiFID. Association des Banques et Banquiers. Luxembourg, <http://www.abbl.lu/dossiers/mifid>. Accessed on 15 October, 2013.

ACHARYA, V. A. et al. (2010): *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*. New York: Wiley Finance.

ADAMS, Z. – FÜSS, R. – GROPP, R. (2014): Spillover Effects among Financial Institutions: A State-Dependent Sensitivity Value-at-Risk Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49 (3), pp. 575–598.

ALLEN, F. AND CARLETTI, E. (2009): The Roles of Banks in Financial Systems. In: BERGER, A. N., MOLYNEUX, P. and WILSON, J. O. S. (eds.): *The Oxford Handbook of Banking*. Oxford New York: Oxford University Press, Chapter 2, pp. 37–57.

BIEDERMANN, ZS. (2012a): The History of American Financial Regulation. *Public Finance Quarterly*, 57 (3), pp. 313–331.

BIEDERMANN, ZS. (2012b): The challenges of the regulation of the international financial system. (A nemzetközi pénzügyi rendszer szabályozásának kihívásai). In: FARKAS, P., MEISEL, S. and NOVÁK, T. (szerk.): *The changing world economy. (A változó világgazdaság – útkeresések, tapasztalatok és kilátások)*. Vol. 1: Global questions (Globális kérdések). Budapest: MTA KRTK, pp. 80–96.

BIS (2009): History of the Basel Committee and its Membership. Bank for International Settlements, Basel. <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>. Accessed on 17.03.2013.

BIS (2013): International regulatory framework for banks (Basel III). Bank for International Settlements, Basel. Letölthető: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>. Accessed on 17.10.2013

BIS (2014): Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III regulations – European Union. Letölthető: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d300.pdf>. Accessed on 27.01.2015.

BLUNDELL-WIGNALL, A. – ATKINSON, P. (2010): Thinking beyond Basel III: Necessary Solutions for Capital and Liquidity. *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 1.

BRUNNERMEIER, M.K. – CROCKETT, A. – GOODHART, C.A.E. – PERSAUD, A. – SHIN, H.S. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Geneva Reports on the World Economy, 11<sup>th</sup> ed. Genf: International Center for Monetary and Banking Studies, ICMB, and Centre for Economic Policy Research, CEPR.

CALVINO, N. (2013): Financial Regulation in the US and EU: Integration or Fragmentation? Policy Discussion at Bruegel think tank Brussels, July 3, 2013. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/speeches/docs/2013/20130703\\_speech\\_calvino\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/speeches/docs/2013/20130703_speech_calvino_en.pdf). Accessed on 21.10.2013.

CFPB (2013): Creating the Consumer Bureau. Consumer Financial Protection Bureau. <http://www.consumerfinance.gov/the-bureau/creatingthebureau/>. Accessed on 21.10.2013.

CFTC (2012): Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations. Commodity Futures Trading Commission. <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister071213b.pdf>. Accessed on 28.01.2015.

CHAKRABARTY, K. C. (2013): Financial consumer protection. Inaugural address by the Deputy Governor of the Reserve Bank of India, at the Reserve Bank of India – Bank of France Seminar on „Consumer protection”, organized at the College of Agricultural Banking, Pune, 22 March 2013. <http://www.bis.org/review/r130402b.pdf>. Accessed on 18.10.2013.

CHATZISTAVROU, F. – KATSIKAS, D. – TIRKIDES, Y. (2013): Strengthening EU presence in global financial regulation reform. In: FABRY, E. – ROSELLI, C. (eds.): Think global – act European IV. Thinking strategically about the EU’s external action. Paris: Institut Jacques Delors, pp. 76–84.

CHUI, M. (2012): Derivatives markets, products and participants: an overview. In: *IFC Bulletin* No. 35. Data requirements for monitoring derivative transactions. BIS, pp. 3–12.

CINQUEGRANA, P. (2009): The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective. ECMI Policy Brief No. 12 Feb., Center for Economic Policy Studies (CEPS).

CLAESSENS, S. – KODRES, L. (2014): The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions. IMF Working Paper Series WP/14/46. IMF, Washington D.C.

CMWG (2010): EU-U.S. financial markets – need for cooperation in difficult times. TABD CMWG, Washington, Brussels. [http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/symposia/europe/2010-europe/briefing-book/concept-papers/tabd\\_eu-u-s--financial-markets.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/symposia/europe/2010-europe/briefing-book/concept-papers/tabd_eu-u-s--financial-markets.pdf). Accessed on 11.04.2013.

COHN, C. (2014): Smaller alternative funds complain of European ‘passport’ costs. *Reuters*, <http://uk.reuters.com/article/2014/11/28/hedgefunds-europe-fees-idUKKCN0JC00A20141128> Accessed on 27.01.2015.

DAVIS, K. (2011): Regulatory Reform Post the Global Financial Crisis: An Overview. A report prepared for the Melbourne APEC Finance Centre. [http://www.apec.org.au/docs/11\\_CON\\_GFC/Regulatory%20Reform%20Post%20GFC-%20Overview%20Paper.pdf](http://www.apec.org.au/docs/11_CON_GFC/Regulatory%20Reform%20Post%20GFC-%20Overview%20Paper.pdf). Accessed on 27.01.2015.

DELOITTE (2012): EMIR: A giant stride forward but further work to do. EMEA Centre for Regulatory Strategy. Financial Services, 22 February. <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Industries/Financial%20Services/Issues/uk-fs-emir-giant-stride-forward.pdf>. Accessed on 16.04.2013.

DEWATRIPONT, M. J. and TIROLE, J. (1994): A Theory of Debt and Equity: Diversity of Security and Manager-Shareholder Congruence. *Quarterly Journal of Economics* 109 (4), pp. 1027–1054.

DODD–FRANK ACT (2010): The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111hr4173enr/pdf/BILLS-111hr4173enr.pdf>. Accessed on 22.10.2013.

EBA (2013): Implementing Basel III Europe: CRD IV package. European Banking Authority. <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/implementing-basel-iii-europe>. Accessed on 17.10.2013.

EBIC (2013): Basel III implementation / EU-US level playing field. European Banking Industry Committee, Brussels. <http://www.eubic.org/Position%20papers/004C-2013%20-%20EBIC%20Letter%20Basel%20III%20implementation%20-%20EU-US%20level%20playing%20field.pdf>. 09.04.2013.

ELLIOTT, D. J. (2010a): Basel III, the Banks, and the Economy. The Brookings Institution, Washington D. C. [http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2010/7/26%20basel%20elliott/0726\\_basel\\_elliott.pdf](http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2010/7/26%20basel%20elliott/0726_basel_elliott.pdf). Accessed on: 06.04.2013.

ELLIOTT, D. J. (2010b): The Danger of Divergence: Transatlantic Cooperation on Financial Reform. The Atlantic Council and Thomson Reuters. [http://thomsonreuters.com/content/news\\_ideas/white\\_papers/corporate/markupfielditems/The\\_Danger\\_of\\_Divergence.pdf](http://thomsonreuters.com/content/news_ideas/white_papers/corporate/markupfielditems/The_Danger_of_Divergence.pdf). Accessed on 19.03.2013.

ERNST AND YOUNG (2010): The bar is now set, Basel III calibrations and timeline. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The\\_bar\\_is\\_now\\_set:\\_Basel\\_III\\_calibrations\\_and\\_timeline/\\$FILE/Basel%20III\\_01%20Nov\\_IF\\_7\\_Bar%20is%20now%20set.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_bar_is_now_set:_Basel_III_calibrations_and_timeline/$FILE/Basel%20III_01%20Nov_IF_7_Bar%20is%20now%20set.pdf). Accessed on 17.10.2013.

ERNST AND YOUNG (2013): The world of financial instruments just got more complex. Time to take note., Capital markets reform: MiFID II. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MiFID\\_II\\_adds\\_complexity\\_to\\_financial\\_instruments/\\$FILE/MiFID\\_II\\_adds\\_complexity\\_to\\_financial\\_instruments.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MiFID_II_adds_complexity_to_financial_instruments/$FILE/MiFID_II_adds_complexity_to_financial_instruments.pdf). Accessed on 17.10.2013.

ESMA (2013): What does EMIR mean for Non-financial counterparties? European Securities and Markets Authority. [http://www.esma.europa.eu/system/files/emir\\_for\\_non-financials.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/emir_for_non-financials.pdf). Accessed on 17.10.2013.

EC (2008): Commission staff working document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies. Impact Assessment, SEC/2008/2746. European Commission, Brussels. [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/impact\\_assesment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/impact_assesment_en.pdf). Accessed 21.10.2014..

EC (2010a): Commission Proposes Package to Boost Consumer Protection and Confidence in Financial Services, 12.07.2010. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-10-918\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-918_en.htm). Accessed on 21.10.2013.

EC (2010b): Regulating Financial Services for Sustainable Growth. EC, European Economic and Social Committee (EESC). <http://www.eesc.europa.eu/?i=portal.en.int-opinions.15779>. Accessed on 21.10.2013.

EC (2011): Regulating Financial Services for Sustainable Growth, Feb. European Commission, Brussels. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/110209\\_progress\\_report\\_financial\\_issues\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/110209_progress_report_financial_issues_en.pdf) Accessed on 21.10.2013.

EC (2012): Special Eurobarometer 373: Retail Financial Services:Report. European Commission, Brussels. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/policy/eb\\_special\\_373-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/policy/eb_special_373-report_en.pdf). Accessed on 21.10.2013.

EC (2013): New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force – frequently asked questions. European Commission, Brussels. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-571\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm). Accessed on 24.01.2015.

EC (2014a): Banking structural reform. European Commission, Brussels. [http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm). Accessed on 05.02.2015.

EC (2014b): UCITS – Undertakings for the collective investment in transferable securities. European Commission, Brussels. [http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm). Accessed on 24.01.2015.

EurActiv (2014): EU strikes deal on universal right to basic bank account. <http://www.euractiv.com/euro-finance/basic-banking-features-talks-rea-news-534284>. Accessed on 24.01.2015.

EVANS, D. S. (2010): Why Now is Not the Time to Revamp Consumer Financial Protection (7 January 2010). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1538005>. Accessed on 24.01.2015.

FINANCE AND STRATEGY (2013): Stricter European rules on Credit Rating Agencies. <http://en.finance.sia-partners.com/20130619/stricter-european-rules-on-credit-rating-agencies/>. Accessed on 25.01.2015.

FINANCEWATCH (2013): MiFID II Key Issues. <http://www.finance-watch.org/our-work/dossiers?fid=98&keyissues=1>. Accessed on 17.10.2013.

FRIED, J. M. and SHILON, N. (2012): The Dodd-Frank Clawback and the Problem of Excess Pay. Harvard Law School. The Corporate Board, January/February 2012. <http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/1201FriedShilon.pdf> Accessed on 06.04.2013.

FSB (2013): Credit Rating Agencies – Reducing reliance and strengthening oversight. Progress report to the St Petersburg G20 Summit. [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_130829d.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829d.pdf?page_moved=1). Accessed on 25.01.2015.

GFMA (2012): Regulatory Reform Programme – Extraterritoriality Issues in US and EU. Global Financial Markets Association. <http://www.gfma.org/Initiatives/Consistency-of-Implementation/GFMA-Paper-Detailing-Extraterritoriality-Issues-in-US-and-EU/>. Accessed on 25.01.2015.

GOLDSTEIN, M. AND VÉRON, N. (2011): The European Union should start a debate on too-big-to-fail. VoxEU.org, 14 Avril 2011. <http://www.voxeu.org/article/eu-should-start-debate-too-big-to-fail> Accessed on 07.04.2013.

GOODHART, C. ET AL. (1998): *Financial Regulation: Why, How, and Where Now?* New York: Routledge.

GOODHART, C. (2010): How should we regulate bank capital and financial products? What role for „living wills”? In: TURNER, A. et al. (eds.): *The Future of Finance: The LSE Report*. London: London School of Economics and Political Science, Chapter 5, pp. 165–186.

GROPP, R. (2014): How Important Are Hedge Funds in a Crisis? *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Fransisco. <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/> Accessed on 2015. január 26.

HALDANE, A. G. (2012): On being the right size. Institute of Economic Affairs’ 22<sup>nd</sup> Annual Series, The 2012 Beesley Lectures. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech615.pdf>. Accessed on 12.04.2013.

HANSON S. G. – KASHYAP, A.K. – STEIN, J. C. (2011): A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives* 25 (1), pp. 3–28.

IMF (2012): Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms. Interational Monetary Foundation, Washington D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/02/pdf/c3.pdf>. Accessed on 02.03.2013.

JONES, H. (2014): EU throws down gauntlet to U.S. over derivatives. *Reuters*, <http://uk.reuters.com/article/2014/06/27/eu-regulations-clearing-idUKL6N0P83L720140627>. Accessed on 27.01.2015.

KAAL, W. A. (2010): Financial Market Regulation after the Crisis:The Case for Hedge Fund Regulation via Basel III. [http://works.bepress.com /cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=wulf\\_kaal](http://works.bepress.com /cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=wulf_kaal). Accessed on 22.03.2013.



KAAL, W. A. (2013): Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act – An Empirical Study. *San Diego Law Review* 50 (1), pp. 244–322.

KASTNER, L. (2013): Transnational Civil Society and the Consumer-friendly Turn in Financial Regulation. Maxpo Discussion Paper No. 13/2. [http://www.maxpo.eu/pub/maxpo\\_dp/maxpodp13-2.pdf](http://www.maxpo.eu/pub/maxpo_dp/maxpodp13-2.pdf). Accessed 21.10.2013.

LANNOO, K. (2010a): Comparing the EU and US Responses to the Financial Crisis. ECMI Policy Brief No. 14, January. Center for Economic Policy Studies (CEPS).

LANNOO, K. (2010b): What reforms for the credit rating industry? A European perspective. ECMI Policy Brief No. 17, October. Center for Economic Policy Studies (CEPS).

MORRIS, C. R. (2008): *The two trillion-dollar meltdown – Easy money, high rollers, and the Great Credit Crash*. Chapter 6: *The Great Unwinding*. New York: PublicAffairs, pp. 113–142.

OECD (2011): G20 High-level principles on financial consumer protection. Organisation for Economic Cooperation and Development. <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/48892010.pdf>. Accessed on 18.10.2013.

OSBORNE, B. (2014): George Osborne, Chancellor of the Exchequer to Mark Carney, Chair of Financial Stability Board, 20 November 2014. [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/377192/CX\\_MC\\_201114.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/377192/CX_MC_201114.pdf). Accessed on 29.01.2015.

OUÉA, F. (2013): Consequences of the new regulatory landscape on OTC derivatives trading. Banque de France, *Financial Stability Review* No. 17. [https://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere/2013/rsf-avril-2013/23-OUEDA\\_Frederic.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2013/rsf-avril-2013/23-OUEDA_Frederic.pdf). Accessed on 29.01.2015.

PAN, E. J. (2011): Structural Reform of Financial Regulation. *Transnational Law & Contemporary Problems* 19 (3), pp. 796–867.

PAULO, S. (2011): Europe and the global financial crisis. Taking stock of the EU's policy response. Robert Schuman Foundation, Europe and the Global Financial Crisis: Explained in 10 Sheets. Avril 2011. [http://www.robert-schuman.eu/doc/questions\\_europe/qe-200-en.pdf](http://www.robert-schuman.eu/doc/questions_europe/qe-200-en.pdf). Accessed on 02.04.2013.

PUZZANGHERA, J. (2011): GOP stalls confirmation of consumer agency nominee. *Los Angeles Times*. <http://articles.latimes.com/2011/sep/07/business/la-fi-consumer-bureau-cordray-20110907>. Accessed on 20.10.2013.

QUAGLIA, L. (2014): *The European Union and Global Financial Regulation*. Oxford and New York: Oxford University Press.

REINHART, C. M. AND ROGOFF, K. S. (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press

RUTLEDGE, S.L. (2014): Consumer Protection and Financial Literacy Lessons from Nine Country Studies. *Policy Research Working Paper*, No. 5326. The World Bank Europe and Central Asia Region Finance and Private Sector Department. [http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Consumer\\_Protection\\_and\\_Fin\\_LiteracyWPS5326.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Consumer_Protection_and_Fin_LiteracyWPS5326.pdf). Accessed on 28.01.2015.

SABEL, B. K. (2012): Dodd-Frank: The Fed's Proposal for Enhanced Supervision of Foreign Banks. Shearman and Sterling LLP. Client publication, 18 December. <http://www.shearman.com/files/Publication/50177e86-b1d7-41ee-b5c4-f084cac36422/Presentation/PublicationAttachment/668b01f2-d3d0-4869-9fea-56424aa77c20/Dodd-Frank-Feds-Proposal-for-Enhanced-Supervision-of-Foreign-Banks-FIA-121812.pdf>. Accessed on 12.04.2013.

SABEL, B. K. (2014): Basel III Framework:US/EU Comparison. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, September. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/09/27/basel-iii-framework-useu-comparison/> Accessed on 28.01.2015.

SINGLETARY, M. (2012): Consumer Financial Protection Bureau got off to a good start in its inaugural year. *The Washington Post*. [http://articles.washingtonpost.com/2012-07-10/business/35486606\\_1\\_consumer-financial-protection-bureau-prepayment-penalties-high-cost-mortgages](http://articles.washingtonpost.com/2012-07-10/business/35486606_1_consumer-financial-protection-bureau-prepayment-penalties-high-cost-mortgages). Accessed on 21.10.2013.

STOLTENBERG, C. – CRUTCHFIELD GEORGE, B. – LACEY, K. A. – CUTHBERT, M. (2011): The Past Decade of Regulatory Change in the U.S. and EU Capital Market Regimes: An Evolution from National Interests toward International Harmonization with Emerging G-20 Leadership. *Berkeley Journal of International Law*, 29 (2), pp. 576–648.

ŠÚTOROVÁ, B. and TEPLÝ, P. (2014): The Level of Capital and the Value of EU Banks under Basel III. *Prague Economic Papers*, 19 (2), pp. 226–243.

TALBOTT, J. R. (2010): *Contagion: The Financial Epidemic That is Sweeping the Global Economy... and How to Protect Yourself from It*. Hoboken, N. J.: Wiley.

TAYLOR, A. M. (2012): The Great Leveraging. *CEPR Discussion Papers* No. 9082. London: Centre for Economic Policy Research. <http://www.bis.org/events/conf120621/taylor.pdf> Accessed on 12.04.2013.

The Economist (2012): Laws for all – Lots of rules, but not all good ones. *The Economist*, 18 February. <http://www.economist.com/node/21547835>. Accessed on 02.04.2013.

VÉRON, N. (2014): The G20 financial reform agenda after five years. *Bruegel Policy Contribution*, No. 11, September. <http://www.bruegel.org/download/parent/849-the-g20-financial-reform-agenda/file/1752-the-g20-financial-reform-agenda/>. Accessed on 29.01.2015.

VIÑALS, J. – PAZARBASIOGLU, C. – SURTI, J. – NARAIN, A. – ERBENOVA, M. – CHOW, J. (2013): Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help? *IMF Staff Discussion Note*, SDN/13/4. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1304.pdf>. Accessed on 29.01.2015.

YELLEN, J.. L (2012): Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World. Speech At the Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Denver, CO, 11 October. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20101011a.htm>. Accessed on 28.01.2015.