

## AZ ÁRNYÉKBANKRENDSZER KLASSZIKUS ÉS JÖVŐBENI KIHÍVÁSAI MAGYARORSZÁGON

*Kecskés András – Zéman Zoltán*

A 2007–2009-es pénzügyi világválság háttérében az árnyékbankrendszeri aktivitások húzódtak meg. A tanulmány célja az árnyékbankrendszerek működési mechanizmusainak bemutatása nemzetközi kitekintéssel, elsősorban a hazai árnyékbankrendszer példáin keresztül. Ennek során ismertetjük mindazon nemzetközileg azonosítható működési formákat, amelyek összessége az árnyékbankrendszer fogalmi rendszerét ölelik fel. A tanulmány első része a világ többi részén működő árnyékbankrendszerek példáján keresztül igyekszik bemutatni a működési mechanizmusokat. Látható, hogy az árnyékbankrendszeri működés világméretű jelenség, amely jelentős kockázatokat hordozhat, és ezalól Magyarország sem kivétel. A tanulmány második része a brókerbottrányok és a Quaestor-csoport példáján keresztül igyekszik bemutatni a hazai árnyékbankrendszer sajátosságait. A tanulmány harmadik része a kriptovaluták elterjedésével összefüggő árnyékbankrendszeri kockázatokat kívánja megvilágítani, mivel jelenleg nem létezik átfogó magyar szabályozás, ami pedig kockázatokat jelenthet a későbbiekben.

*JEL-kódok:* E50, E59, G28

*Kulcsszavak:* árnyékbankrendszer, brókerbottrány, kriptovaluta

### 1. A FONTOSABB MŰKÖDŐ ÁRNYÉKBANKRENDSZEREK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

Számos árnyékbankrendszer működése azonosítható be a világ pénzügyi és gazdasági rendszereit vizsgálva. A legtöbb figyelmet az elmúlt években az *Egyesült Államok és Kína árnyékbankrendszerének* szentelte a szakma és a közvélemény. Ennek elsődleges oka, hogy a 2007–2009-es pénzügyi válságban e két országnak kiemelkedően fontos szerepe volt, hiszen az árnyékbankrendszernek a pénzügyi rendszerben betöltött részesedése, illetve fontossága túlmutatott a nemzetgazdasági kereteken. Azonban Magyarország szempontjából két térséget érdemes tágabb értelemben vizsgálni: az *Európai Uniót*, mint a fejlett és *Kínát*, mint a fejlődő országok csoportjainak jelentős szereplőit. A szerzők álláspontja szerint Európa az eltérő (*univerzális*) bankrendszeri működés miatt külön is vizsgálandó az árnyékbankrendszerek működése szempontjából.

### 1.1. Az árnyékbankrendszer meghatározása

Az árnyékbank elnevezést első alkalommal 2007-ben használta *Paul McCulley* pénzügyi szakember a Kansas City Federal Reserve Bank konferenciáján. Az árnyékbank fogalmát mindazon *nem-banki pénzügyi intézmények* összességéként határozta meg, amelyek *lejáratú transzformációt* végeznek. A lejáratú transzformációt úgy határozta meg, mint olyan pénzügyi közvetítői folyamatot, amelynek során a jellemzően rövid lejáratú forrásokat hosszú lejáratú eszközökké transzformálják. A kereskedelmi bankok is hasonlóan járnak el, amikor az egy éven belül lejáró betéteket hosszú lejáratú hitelekkel – jellemzően *5–10 éves futamidejű* jelzáloghitelekkel – alakítják át banküzemi tevékenységük során.

A Federal Reserve Bank of New York szerint olyan jogalanyok összessége az árnyékbankrendszer, amelyek lejáratú likviditási és hitelközvetítési tevékenységet végeznek állami garancia vagy jegybanki forrásokhoz történő hozzáférés nélkül (*Guttman, 2016:124*).

A Financial Stability Board (FSB) az árnyékbankrendszert úgy határozza meg, mint egy olyan *hiteltranszformációs rendszert*, amely azokat a piaci szereplőket és tevékenységeiket foglalja magában, amelyek a hagyományos bankrendszeren kívül esnek. Alanyi oldalról ezek a szereplők olyan pénzügyi intézmények, melyek az alábbi tevékenységeket végzik: betétjellegű forrásgyűjtés, lejáratú és/vagy likviditási transzformáció, hitelezési kockázat áthelyezése közvetett vagy közvetlen tőkeáttétel használatával. Tárgyi oldalról három finanszírozási formát határoz meg: *értékpapír-kibocsátás, értékpapír-kölcsönzés, értékpapír-visszavásárlási megállapodás használata (repoügylet)* (FSB, 2011).

A fentiek alapján a szerzők is a tágan értelmezett árnyékbankrendszer-definíciót használják jelen tanulmányukban. Maga az árnyékbankrendszer elnevezés ugyanis onnan ered, hogy amíg a *kereskedelmi bankok* képesek pontosan felmérni és nyilvántartani, hogy a betétjeikből transzformált eszközeik milyen volumenben állnak rendelkezésre, addig az árnyékbankrendszer esetén a kevésbé transzparens nyilvántartás miatt az eszközök volumenét, sőt esetenként a befektetések tárgyát sem lehet pontosan meghatározni. Az átláthatatlan befektetési politika oka a *többszörösen transzformált* (származtatott ügyletekké alakított értékpapír formájában piacra bocsátott eszközök) megtakarításokból történő képezése, vagyis a *befektetési banki tevékenység* és a *leplezett kereskedelmi banki profil* összefonódása. Az *árnyék* mint metafora azért helytálló, mert az így kialakuló pénzügyi rendszer a hagyományos kereskedelmi bankrendszerre vet *árnyékot*, mégpedig alternatív lehetőségek formájában, amelyek kiterjedése és kontúrvonalai nem határolhatók körül pontosan.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> KECSKÉS ANDRÁS (2016): Európai jogi szabályozás és annak magyarországi implementációja a pénzügyi intézményeket érintő új kihívások területén. In: TILK PÉTER [szerk.] (2016): *Az uniós jog és a magyar jogrendszer viszonya*. Pécs, Pécsi Tudományegyetem, 335. o.

### 1.2. A fejlődő piacok árnyékbankrendszerének jellemzői

A fejlődő piacok és a fejlett pénz- és tőkepiacokkal rendelkező országok árnyékbankrendszere között van egy kiemelkedően fontos különbség: a fejlődő országok árnyékbankrendszereiről kevesebb a rendelkezésre álló információ, és az egyértelműen rendelkezésre állók sem teljes körűek (Kecskés, 2016:46). Mégis megalapozottnak tűnik az a vélekedés, hogy az árnyékbankrendszer aránya a teljes pénzügyi rendszer mérlegfőösszegéhez viszonyítva ezen országsoportok esetében egyetlen esetben sem haladja meg a 39 %-ot (Ghosh et al., 2012:4). Emellett a fejlett országok esetében a *hagyományos bankrendszer* egyes elemeinek túlszabályozása egyfajta *szabályozási arbitrázst* okoz, ami a lazább vagy kevésbé szigorúan szabályozott és ellenőrzött területek felé tereli a pénzügyi igények kielégítését biztosító termékfejlesztést.

Ezzel egyidejűleg a *fejlődő országok* esetében a szabályozás hiányosságai vagy alulszabályozottság miatt az *árnyékbankrendszeren belül* alakulnak ki az előbb említetthez hasonló *transzformációs megoldások*.

Másrészt a fejlett országokban jellemzően – a nagyobb pénz- és tőkepiaci múlt és a részletesebb, illetve szélesebb körű szabályozási rendszer miatt – *bojnyolultabb, kevésbé áttekinthető transzformációs folyamatok* alakulnak ki az árnyékbankrendszerben, míg a fejlődő piacokon a hiányzó szabályozások területeit fedik le az árnyékbankrendszer újonnan megjelenő pénzügyi innovációi.

### 1.3. Szabályozási arbitrázs a kínai árnyékbankrendszer példája alapján

Kínára az árnyékbanki tevékenységek esetében a leginkább jellemző az úgynevezett szabályozási arbitrázs jelensége (Kecskés–Bujtár, 2016). A szabályozási arbitrázs során az adott tevékenységet üzletszerűen végző jogalanyok a kevésbé szigorúan szabályozott vagy nem szabályozott gazdasági területek igénybe vételével élnek akár az alkalmazott jogi formát, akár az adott konkrét tevékenységet tekintve.

A szabályozási arbitrázs Kína mellett az Egyesült Államokban is érzékelhető, Európában viszont kevésbé meghatározó ez a jelenség. A szabályozási arbitrázs alapvetően két esetben jöhet létre, mégpedig akkor, ha nagyon szigorú a szabályozás, vagy ha a piac fejletlensége miatt bizonyos jelenségek még nem kerülnek a szabályozó, illetve szabályozók látóterébe. Míg az Egyesült Államokban főként az előbbi a jellemző, addig Kína esetében mindkét eset megfigyelhető.

A kereskedelmi bankok esetében az Egyesült Államokhoz hasonlóan Kínában is a betéti kamatok szigorú szabályozása példázza leginkább azt a helyzetet, amikor a túlzott szabályozás még egy viszonylag kevésbé szabad tőkepiacon is megtalálja az árnyékbankrendszerben az új és innovatív lehetőséget a piac által támasztott igények kielégítésére.

Az Egyesült Államokban az 1933-as banktörvényben (Banking Act of 1933) a jelentős Q szabály által meghatározott kamatplafon teremtett megfelelő a piaci környezetet a pénzügyi alapok létrejöttéhez 1971-re. Kínában az úgynevezett vagyonkezelési termékek (wealth-management products – WMP) széles körű elterjedésének az alapja a hasonlóan korlátozott, 3%-os kamatplafon által determinált szabályozási környezet volt (Awrey, 2015:30). A vagyonkezelési termékek (WMP-k) a kínai gazdaságban olyan – jellemzően éven belüli – megtakarítási formák, amelyek hasonló piaci igényeket elégítenek, ki mint a pénzügyi alapok az Egyesült Államokban.

A vagyonkezelési termékekről kiállított kötelezvényt csak a megtakarítási termékek 37%-ában szavatolják a bankok, a fennmaradó, közel kétharmados részben azonban a WMP-k mögött nincs semmiféle pénzügyi intézményi garancia, ahogy nincs befektetvédelmi vagy jegybanki intézményi garanciarendszer sem. Azonban az eddigi nemfizetések esetében a kínai kormány beavatkozott (például 2012-ben a Huaxia Bank Co. és Citic Trust Co. esetében) a befektetők és a piac védelmében (Hong, 2014). Ezért minden ilyen vagyonkezelési termék és az ahhoz hasonló megtakarítási termékek esetében egyfajta szóbeli jegybanki garanciát feltételeznek a befektetők.

2017-ben a vagyonkezelési termékek piacán is jelentős szigorításokat vezetett be a kínai szabályozó hatóság azzal, hogy a 2019. június 30-áig tartó, átmeneti időszakban minden, a terméket értékesítő piaci szereplőnek jelentős változásokat kell kötelezően bevezetnie. Az átfogó változás egyik jelentős része a befektetési alapoknál jól bevált nettó eszközérték-számítás használata.

A másik fontos változás – amely egyelőre csak ajánlás –, hogy a pénzügyintézeteknek a tőkegarancia bármely formában történő biztosítását a vagyonkezelt termékek esetében meg kell szüntetniük. Ezzel a piacot a helyes kockázat-hozam arányok kialakulása felé kell és lehet terelni. Ez utóbbi javaslat a betétek kockázati szintje helyett a részvény- és vállalati kötvénybefektetések magasabb, valós kockázati szintjére emeli a WMP-k piaci megítélését már a kisbefektetők számára is (Chen-Ruwitich, 2017).

Kiemelendő tényező, hogy Kínában nem működik betétbiztosítási és/vagy befektetvédelmi rendszer, bár a kínai jegybank már 2013-ban a legfontosabb prioritások között említette egy betétbiztosítási rendszer megvalósítását. A betétesek kártalanítását a bankcsődök esetében is a kínai állam vállalta fel 2015-ig (People's Bank of China, 2013).

#### 1.4. Az európai árnyékbankrendszer

Az európai árnyékbankrendszer – mint ahogyan maga az Európai Unió is – plurális arculatot mutat. A *pénzügyi rendszeren* belül a banki mérlegek *eszközoldalán* az Egyesült Államokénál alacsonyabb árnyékbankrendszeri részesedés jellemző az Európai Unióra (Jeffers–Plihon, 2014:12).

Ez az átlagosan 30%-os érték azonban magas szórást mutat. Hollandiában például ez az érték 45%, míg az Egyesült Királyságban mindössze csak 20%. Az árnyékbankrendszer az Európai Unióban jellemzően a hagyományos bankrendszerhez kötődően és azzal szoros kapcsolatban fejlődött ki.

Az *univerzális bankrendszer* ugyanis a hagyományos bankok számára kínált fel új lehetőséget a forrásgyűjtésre az *értékpapírosítás*, a *pénzpiaci alapok*, valamint az *értékpapírformában történő hitelkihelyezés* segítségével.

Az *európai bankrendszer* eddig kevésbé ismert, speciális jellegzetességére világított rá az európai bankok jelentős kitétsége a 2007–2009-es pénzügyi válságban. A nagy európai bankok ugyanis olcsó forrásokat gyűjtöttek az amerikai pénzpiaci alapjaikon keresztül, amelyeknek jelentős részét – magasabb hozamot tűzve ki célul –, a new yorki és londoni irodáik segítségével kihelyezték értékpapírosított *jelzáloghitel-piaci* eszközökbe (Jeffers–Plihon, 2014:14). Ennek az volt a hozadéka, 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 drasztikusan visszaesett az értékpapírosítás nagyságrendje (az előző évi egyötödére, azaz 400 milliárd USA dollárra), addig Európában egészen 2010-ig – bár alacsonyabb bázisról, de folyamatosan – nőtt az újonnan kibocsátott jelzáloggal fedezett értékpapír-állomány (BIS, 2011). 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 teljes mértékben kiheverniük. 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 magasabb hozamok elérésével magasabb megtérülést biztosított a hagyományos bankrendszer részvényesei számára (Bujtár, 2014).

Ez éppen ellentétes a betéti és a hitelkamatlábak szabályozásának oldaláról kiinduló árnyékbankrendszeri expanciónak, amely az Egyesült Államokra és a fejlődő piacokra – különösen Kínára – volt jellemző a 2000-es évek elejétől egészen máig.

## 2. A MAGYAR ÁRNYÉKBANKRENDSZER ÉS SAJÁTOSÁGAI

A Magyarországon, illetve a magyar pénzpiacon és a nemzetgazdaságban megjelenő árnyékbankrendszerek nagyon specifikusak és nagyon kevés érdemi, illetve felhasználható információ áll a rendelkezésre ezen témában.

Az árnyékbankrendszer mint fogalom meghatározásakor, illetve értelmezésekor nemcsak a hagyományos értelemben vett árnyékbankrendszerhez kötődő, speciális intézményeket és módszereket kell figyelembe venni, hanem magukat a tevékenységnek megfelelő, speciális megjelenési formákat is. Magyarországon ebben a speciális megjelenési formában, de kétségkívül árnyékbankrendszerként definiálható és működő jelenségekről lehet érdemben beszélni. Idetartoznak a pénzügyi tudatosság hiányának hatására megvalósuló brókerbotrányok és „piramisjátékok”, amelyek a kötvénykibocsátásokból származó tőkét nem profitábilis és hozamtermelő eszközökbe és portfóliókba fektetik be, hanem a lejáró kötvényeket, illetve esedékes kamatokat fizetik ki belőlük elsősorban, másodsorban pedig hosszú távon is csak magas kockázat mellett megtérülő, azonban magas hozammal kecsegetető iparágakba fektetnek.

### 2.1. Gazdasági és jogi szabályozási hiányosságok – a Quaestor-botrány

A Quaestor cégcsoport bukása a teljes hazai közvéleményt és gazdaságot megbotránkozttatta, illetve rávilágított a hazai pénzügyi rendszer gyenge pontjaira. A Quaestor cégcsoport bukása pedig nem egyedi eset volt Magyarországon, hiszen utána több hasonló vállalkozás is felszámolás alá került – vagyis nemcsak a Quaestor befektetői jártak pórul, hanem a Buda-Cash Brókerház, valamint a Hungária Értékpapír Zrt. ügyfelei is.

A Quaestor Pénzügyi Tanácsadó Zrt.-t magyar magánszemélyek alapították 1990. január 13-án. A vállalkozás betéti társasági formában jött létre pénzügyi tanácsadás céljából. 1993-ban a cég tevékenységi körét kibővítették értékpapír-kereskedelmi és befektetési tevékenységgel. Később a vállalkozás takarékszövetkezetekkel társulva diverzifikálta a tevékenységeit, kibővítve teljes banki és hitelszolgáltatásokkal, amelyeket magánszemélyeknek és vállalkozásoknak egyaránt kínált. Ezen kívül a diverzifikációs tevékenységhez kötődött még a jelzáloghitelezés és a kockázati tőke kezelése, bár ezek súlya elenyésző volt a többi tevékenység nagyságrendjéhez képest.

2001-ben a társaság egy 10 milliárd Ft összegű kötvénycsomagot bocsátott ki, amelynek célja az ingatlanfinanszírozás volt. A cég több olyan szektorban is jelen volt befektetőként, amelyek kizárólag hosszú távon, megfelelő üzleti és diverzifikációs befektetési stratégia mellett lesznek profitábilisak, illetve hozamtermelők. Idetartoznak az egészségügyi, szállodai, technológiai, energetikai iparágak. A

Quaestor ezeknek az iparágaknak a fejlesztését tűzte ki, de mégis az összes negatív előjellel működött.

A Quaestor-csoportról megállapítható, hogy a befektetések területén a nyereség-, illetve profittermelő képessége és rövid távú potenciálja nagyon gyenge volt, viszont a befektetők megnyerésében és az általuk kibocsátott kötvények értékesítésében kiválóan teljesítettek. Az előbbieken említett iparágakban létrejövő hiányt a magánbefektetők pénzügyi eszközeinek csalárd eltulajdonításával igyekeztek pótolni a megfelelő likviditás megtartása érdekében. A Quaestor „fiktív” kötvényeinek értékesítése olyan hatékonysággal sikerült, hogy a „piramis összeomlásaig” összesen 150 milliárd forintot meghaladó értékben szereztek meg pénzügyi instrumentumokat, jellemzően lakossági magánbefektetőktől.

2008-ban bekövetkezett a nemzetközi gazdaságba is begyűrűző gazdasági világválság. A subprime hitelek jogosult pozícióit kezükben tartó cégek SPE-k közbeiktatásával, értékpapírba foglalva ajánlották fel nyilvánosan a befektetők számára a követeléseiket.

A cégcsoportot a kibocsátás viszonylatában vizsgálva egyértelmű, hogy az SPE-k alkalmazásának nemcsak a számviteli függetlenséghez kapcsolódó, hanem a felelősséget érintő jogi vonatkozásai is voltak, amelyek az SPE mint önálló kibocsátó elkülönült jogi személyiségből származtathatók (Bujtár–Kecskés, 2015b). Az SPE alkalmazása a csőd esetén a csődeljárásba vehető vagyon kizárása mellett önálló entitás formájában a hitelezők, illetve az értékpapírosítást végzők közvetlen felelősségét is elfedte.

A Quaestor cégcsoport anyavállalata így az értékpapír-kibocsátó Quaestor Financial Hruria Kft.-től elkülönülten működve, lehetőséget adott az esetleges csődhelyzetben a vagyonkimentésre. Erre egyre több jel utal a büntetőeljárás során feltárt információk alapján. A cégcsoport szerteágazó és túlnyomóan alacsony jövedelemtermelő képességű üzletágai nem voltak arra képesek, hogy finanszírozni tudják a magasabb megtérüléssel bíró, hosszabb távú tőkeigénnyel rendelkező, elsősorban ingatlanfejlesztésekre összpontosító és csak másodsorban kockázati tőkekezelő vállalkozásként történő működést.

A Quaestor jelzálog-finanszírozó vállalkozás jóval a piaci átlag alatt teljesített, valamint a legnagyobb ingatlanfejlesztési projektje (Duna City) sem valósult meg a Quaestor Pénzügyi Tanácsadó Zrt. 2014. évi pénzügyi jelentése alapján. A kötvények közel felét három éven belüli lejáratúval bocsátották ki, ami egy rövid-közép távú finanszírozási forma. Ezeknél az eszközöknél a folyamatos visszaváltás lehetősége biztosította a megtakarítók számára a lejáratú megfelelés látszatát, azaz a betétfeltöréshez hasonló működési mechanizmus elérhetőségét a kötvények esetében is.

Ezzel ellentétben a kötvénykibocsátásokból befolyt forrásokat szinte mind hosszú lejáratú, többségében ingatlan- és kockázati tőke jellegű projekteken használták fel. A PSZÁF és az MNB mint felügyeleti szervek csak a cégcsoporthoz tartozó

befektetési szolgáltatót vizsgálhatták folyamatosan, mivel a kibocsátó Quaestor Financial Hruria Kft nem tartozott sem a tőkepiaci törvény, sem a hitelintézeti és a tőkepiaci jogszabályok rendszere alá. Így pénz- és tőkepiaci felügyeleti szerv nélkül működött; csak a kibocsátási tájékoztató formai megfelelőségét vizsgálhatta a mindenkori tőkepiaci felügyelet (Bujtár–Kecskés, 2015a).

Ennek következtében megnyílt az út az egyes tevékenységek hiányzó eredményessége és nem megfelelő működtetése előtt. Ezek a tevékenységek a következők voltak:

- jelzálog-finanszírozás,
- kockázati tőkéhez kapcsolódó tevékenység,
- értékpapír-kereskedelem

és a fentiekből adódó, rendszerszintű kockázatok sem kerültek a felügyeleti szervek szintjén összevont kockázati elemzések tárgyává.

### 2.3. Kárpótlás a brókerbotrányok után

A kárpótlások kérdése az egyik legmegosztóbb és legnehezebben megoldható kérdés a Magyarországon bekövetkezett brókerbotrányok témájában. Ezen téma mind jogi, mind gazdasági és filozófiai (etikai, erkölcsi) kérdéseket felvet. Ha a neoliberais piacgazdaság törvényeit és működési elveit vesszük alapul, akkor ez ügyekben kárpótlás egyáltalán senkinek sem jár. Ennek oka az a feltételezés, hogy a piac működése mindent megfelelően szabályoz, többek között a részvény-, illetve kötvényárfolyamokat és a várható hozamokat is. Az éppen aktuális piaci hozamszintnél irreálisan magasabb hozamokat ígérő értékpapírok magas kockázattal járnak, ezért a nyereség és a veszteség ugyanúgy magasabb lesz, mint a piaci átlag. Ha ezt a gondolatmenetet próbáljuk végigvezetni a brókerbotrány okozatain, akkor mindenféle kárpótlás egyértelműen elvetendő.

Ha nem a neoliberais piacgazdaság elveit, hanem a jelenlegi európai konzervatív, illetve jóléti államra jellemző gazdasági elveket vesszük figyelembe, akkor ebből az aspektusból a különböző kárpótlásoknak lehetséges valamilyen jogosultsága, mivel a fogyasztókat, a kötvényvásárlókat hamis ígéretekkel megtévesztették. Ez a hamis ígélet az irreálisan magas hozam egyértelmű garantálása volt a különböző marketingeszközökben és kommunikációs stratégiákban (Bujtár–Kecskés, 2015b).

A Quaestor kártalanítása céljából Magyarországon létrejött a Quaestor-károsultak kárrendezési alapja, amely a BEVA intézményrendszerén keresztül kártalanította a károsultakat.

#### **2.4. Brókerbotrányok és „piramisjáték” mint árnyékbankrendszer**

A fentiekben kifejtett botrányok és piramisjátékszerű működés értelmezésekor egyértelműen le lehet vonni azt a következtetést, hogy ezen módszerek és intézmények működési és üzleti modellje az árnyékbankrendszer működéséhez sorolható.

A nagyon magas hozammal kecsegtető értékpapírokból származó tőke, amihez az értékpapír-kibocsátó, illetve kereskedőcégek hozzájutottak, nem került olyan profitábilis és valós gazdasági hozamot realizáló befektetésekbe, amelyek garantálták volna a cégek által fizetni kívánt hozamszintet. A drasztikus ingatlanpiaci visszaesés pedig bedöntötte ezt a fenntarthatatlan rendszert, mivel ezen vállalatoknak és cégcsoportoknak a portfóliójában a 2000-es években bekövetkező ingatlanpiaci bumm és egyéb magas kockázattal bíró befektetések voltak a legfőbb profittermelő befektetései.

Ezen tevékenységeket és pénz-, illetve profittermelő rendszereket egy másik fontos aspektusuk miatt is az árnyékbankrendszeri tevékenységek és jelenségek közé lehet sorolni: ez pedig a tevékenységek szabályozatlansága. Mint ahogy a fentiekben már kifejtettük, a magyar szabályozó felügyelet és intézmények (PSZÁF, MNB) nem voltak arra képesek, hogy az ezen cégcsoportok által végzett tevékenységeket érdemben felügyeljék, és a különböző jogi szabályozási rendszerekkel a megfelelő irányba tereljék őket (Bujtár–Kecskés, 2015b).

#### **2.5. Magyar jogalkotói válasz a brókerbotrányokra: szabályozási változtatások**

A Quaestor és az egyéb brókerbotrányok miatt felmerülő jogi kérdések egyrészt általános (koncepcionális) kérdéseket elevenítenek fel, amelyek rendre visszatérnek a nemzetközi üzleti jogi szabályozásban; másrészt pedig a hazai szabályozás speciális elemeit érintik, amelyek eltérhetnek a nemzetközi, illetve az európai standardoktól. Az általános szempontok összesítése különleges hangsúlyt helyez a speciális célra létrehozott jogalanyi státusz visszásságaira, amelyek jogi, illetve közzétételi aggályokat is felvetnek. Következtetésként levonhatjuk, hogy az említett jelenségek nagyon sok esetben nem szolgálják egy adott cégcsoport transzparens működését.

A jövőbeni szabályozási rendszerek kialakításakor nagyobb figyelmet kell fordítani arra, hogy megszűnjenek azok az okok, amelyek a visszaélésekre lehetőséget és motivációt jelentenek. A túlzott szociális szemléletmód, amely a pénzügyi fogyasztóvédelmi szempontok félreértelmezésén alapszik, ennek éppen az ellenkezőjét válthatja ki, mégpedig azt, hogy a befektetők és a kibocsátók mind a fundamentális közgazdasági alapokat nélkülöző, túlzott kockázatvállaláson alapuló tranzakciókat választják a reális hozamokat ígérő, átgondolt és megbízható stratégiával rendelkező tranzakciókkal szemben (Bujtár–Kecskés, 2015b).

### 3. A KRIPTOVALUTÁK LEHETSÉGES SZEREPE A MAGYAR ÁRNYÉKBANKRENDSZERBEN

Az előzőekben a magyar árnyékbankrendszer egyik klasszikusnak tekinthető megnyilvánulását tekintettük át. Azonban világszerte egyre népszerűbbek és egyre nagyobb teret nyernek a különböző kriptovaluták. Mivel a kriptovaluták segítségével a hagyományos bankrendszer intézményein kívül lehetséges vagyont teremteni, ezért a kriptovaluták működése és a kriptóökoszisztéma bizonyos aspektusai árnyékbankrendszeri jelleget ölthetnek. Magyarországon jelenleg azonban ezen a téren nem létezik átfogó szabályozás annak ellenére sem, hogy kriptovalutákhoz kötődő szolgáltatásokat már magyarországi székhelyű vállalkozásokon keresztül is igénybe lehet venni.

#### 3.1. A kriptovaluták áttekintése

A kriptovaluták áttekintését érdemes a bitcoinnal mint a legnépszerűbb és a legelső kriptovalutával kezdeni. A bitcoint egy anonim programozó hozta létre, akinek csak a fórumon használt nevét ismerjük: *Satoshi Nakamoto*. Az általa (vagy általuk) készített informatikai, illetve matematikai rendszer az összes ma létező kriptopénz alapja. Mára már több száz kriptovaluta létezik, amelyeket összefoglaló néven alternatív kriptopénzeknek, vagyis altcoinnak neveznek (Pedro, 2015). A bitcoin egy nyílt forráskódú, digitális valuta, amelyet 2009. január 3-án, közvetlenül a 2008-as amerikai bankválság kirobbanása után dobtak piacra, illetve ekkor élesítették a rendszert. Az elnevezés vonatkozik mind a fizetőeszközt is kezelő, nyílt forráskódú eszközre, mind az ezáltal létrejövő, elosztott főkönyvi hálózatra. A bitcoin egy teljesen decentralizált, központi kibocsátóktól és hatóságoktól független pénzügyi eszköz valuta. Mivel a peer to peer hálózat csomópontjai által tárolt, megosztott adatbázisra támaszkodik, ezért szükségtelen a centralizált működés. A főkönyv, amely lényegét tekintve adatbázisként funkcionál, tartalmazza az eddigi összes tranzakció adatait, ezáltal garantálva az elektronikus fizetőeszközökkel szembeni legalapvetőbb követelményeket. A biztonságot a digitális aláírások rendszer szolgáltatja (Pedro, 2015)

A bitcoinbányászat tulajdonképpen egyfajta logikai megoldások elvégzése, amelyek során a helyes megoldást megvalósító számítógép jutalomként kap meghatározott számosságú kriptoeszközt. Ahhoz, hogy főkönyvhamisítás ne legyen lehetséges, munkájuk egyfajta bizonyítékaként (proof of work – POW) egy bonyolult matematikai feladatot kell megoldani, amelyet ellenőrizni a megoldáshoz képest könnyű, de előállítani bonyolult. Az ezt meghatározó, illetve működtető algoritmus, ezáltal a bizonyíték előállítása a hálózat összteljesítményéhez és kiterjedtségéhez mérten válik egyre bonyolultabbá. Ezenkívül a különböző (kriptovalutától függő) hálózatot alkotó bányászok számítógépei a megfelelő szoftverek alkalma-

zásával ellenőrzik is és jóváhagyják a minden hálózati tag számára elérhető és nyilvános főkönyvet.

A bányászatnak, illetve az ezt működtető, speciális algoritmusnak másodlagos célja a hamisítás megakadályozásán túl az egyenletes pénzellátás garantálása. Minden egyes, a hálózat számos tagja által jóváhagyott POW után egy előre meghatározott, konstans mennyiségű bitcoint (jelenleg 12,5 BTC), illetve a bányász által könyvelt tranzakciók után járó jutalékot fizetnek ki az adott bányász számára a rendszeren belül (Ittay–Emin, 2015).

### 3.1. Szabályozási kihívások a kriptovaluták területén

A bitcoin, illetve maga a kriptovalutarendszer mögött a pénzt értékét és a hitelviszony megtestesítését garantáló központi bank, illetve egyéb intézmény nincsen. A kriptovalutákba vetett bizalmat a rendszer mögött meghúzódó matematikai és informatikai háttér biztosítja. Ez az a legfontosabb és legtöbb kérdést felvető probléma a kriptovalutákkal kapcsolatban, amire még nemzetközileg, de regionálisan sem találtak megoldást (Ittay–Emin, 2015). A probléma abban áll, hogy mivel teljes mértékben decentralizált a rendszer, ezért a szabályozó hatóságok, illetve intézmények számára a különböző szabályozási és korlátozó intézkedések érvényesítése nagyon sok problémába ütközik.

A kriptovalutákkal összefüggésben a szabályozottságon kívül nagyon sok kérdést vet fel a rendszer lényegéből fakadó névtelenség. Bár a matematikai, illetve informatikai rendszer teljes mértékben átlátható, de a különböző számlák tulajdonosait szinte lehetetlen megtalálni. Ez még önmagában nem vet fel az árnyékbankrendszerrel kapcsolatos képzettársításokat, viszont a rendszer tranzakciói, illetve a különböző bányászati szoftverek és algoritmusok által generált, a bányászatból származó jövedelmek szabályozatlansága révén az effajta tevékenységek az árnyékbankrendszer részévé válnak.

A kriptoeszközökből származó jövedelmek meghatározása és azok adóztatása megkívánja a kriptoeszközök megfelelő kategorizálását. A legkézenfekvőbb megoldás az értékpapír típusú adóztatás, ahol a beszerzési árhoz viszonyított árfolyamnyereséggel szemben a veszteség is elszámolható. Ehhez azonban szükséges az értékpapíroknak való megfeleltetés. Ez az Egyesült Államokban a *Howey*-teszt<sup>2</sup>

---

2 A *Howey*-teszt onnan kapta a nevét, hogy az Egyesült Államok Legfelsőbb Bírósága 1946-ban a *SEC vs. Howey* ügyben kimondta, hogy a *sale and leaseback* szerződés során a két alperes társaság olyan ingatlanszerződésekkel kötött, amelyekben citrustermőföldet ajánlott *sale and leaseback* szerződéssel potenciális vevőknek. A vevők, akik jellemzően nem rendelkeztek mezőgazdasági szaktudással, megvásárolták a földterületet, és visszalízingelték az eladó társaságnak, amelyik művelte a területet, betakarította a termést és beszedte annak hozamait. Az ügylet során kimondták, hogy egy tranzakció befektetésnek minősül a fentiek szerint, ha az alábbi négy szempontnak megfelel: pénzt fektettek be, a befektetés során a befektető eredményelvárást támaszt a tranzakcióval szemben, a befektetés egy gazdasági vállalkozásba történik, és az eredmény a kibocsátó vagy egy harmadik fél teljesítményének a következménye.

alapján jól működik; illetve a svájci tőkepiaci szabályozás rendszerébe is sikerült beilleszteni a kriptoeszközök egyes típusait. A hazai tőkepiaci szabályozásba azonban nem illeszthető be annak módosítása vagy átfogó kiegészítése nélkül (mint a máltai hármas kriptotörvénycsomag esetében), csak egyéb jövedelemként adóztatható (Bujtár, 2018).

Az árnyékbankrendszeri működés azonban a kriptoeszközök fenti bányászati ellenőrzési és jóváhagyási tevékenysége során egyértelműen megvalósul az értékpapír jellegű pénz- (és vagyon)teremtési tevékenység során a hagyományos bankrendszeren kívül. A kriptóérmék kibocsátása (Initial Coin Offering – ICO) jelentős hasonlóságot mutat az értékpapírok kezdeti nyilvános kibocsátásával (Initial Public Offering – IPO). A hasonlóság alkalmas arra, hogy a kriptoeszközök kibocsátása során megvalósuló tőkebevonással a nyilvános értékpapír-kibocsátásokhoz hasonló árnyékbankrendszeri lejáratú transzformációt valósítsanak meg. A kriptoeszközök forgalma eddig a hazai tőkepiacon csak kisebb részben és áttételesen (derivatív eszközök bevonásával és másodlagos piacok igénybevételeivel) valósult meg. De az első kriptóérme-kibocsátás már megtörtént<sup>3</sup>, így szükséges, hogy a hazai jogalkotók is felkészüljenek a kriptoeszközök tőkepiaci szabályozására.

#### 4. ÖSSZEFOGLALÁS

Összességében megállapítható, hogy a magyar árnyékbankrendszer a fejlődő piacok árnyékbankrendszereinek sajátosságait viseli magán. A Quaestorbotrány rövid bemutatásából jól kirajzolódnak a klasszikusnak tekinthető árnyékbankrendszeri jellegzetességek, amelyek jelentős része a magyar pénzügyi kultúra alacsony színvonalából, valamint a szabályozási környezetben rejlő hiányosságokból fakadt. A kriptovaluták térhódításával azonban nem felelkezhetünk meg a jövő kihívásairól sem. Ameddig nem sikerül megnyugtató módon szabályozni a kriptóökoszisztémát Magyarországon, addig sajnos újabb árnyékbankrendszeri működésből származó kockázatoknak lesz kitéve a magyar befektetők közössége.

3 FARAGÓ (2018): Kriptovalutát hozott létre a FuturAqua. *Világgazdaság*, 2018. 10. 10.

## HIVATKOZÁSOK

- ATIK, J. (2014): EU Implementation of Basel III in the Shadow of Euro Crisis. *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 38, 287–337.
- AWREY, D. (2015): Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System. *Cornell International Law Journal*, Vol. 48, 1–50.
- BIS (2011): Report on asset securitisation incentives. Bank for International Settlements, Bázél, <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>.
- BUJTÁR ZSOLT (2016): Az eszközalapú kereskedelmi kötvény egyesült államokbeli tündöklésének és bukásának okai. *Jura*, 22(2), 214–224.
- BUJTÁR ZSOLT (2018): A kriptovaluták európai és máltai szabályozásának összehasonlítása. *Európai jog*, 8(5), 6–16.
- CHEN, S. – RUWITCH J. (2017): China's new rules may bring a sea of change for millions of small investors. *Reuters*, <https://www.reuters.com/article/us-china-regulations-wealthmanagement/chinas-new-rules-may-bring-sea-change-for-millions-of-small-investors-idUSKBN1DQooS>.
- FARAGÓ JÓZSEF (2018): Kriptovalutát hozott létre a FuturAqua. *Világgazdaság*, <https://www.vg.hu/penzugy/tozsde/kriptovalutat-hozott-letre-a-futuraqua-2-985418/> (2018.10.10.).
- FRANCO, PEDRO (2015): *Understanding Bitcoin*. Padstow, Cornwall: Wiley & Sons.
- FSB (2011): Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board. 2011. október 27., 1. o., [http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_111027a.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf) (letöltve: 2018. 10. 10.).
- GHOSH, S. – DEL MAZO, I. G. – ÖTKER-ROBE, I. (2012): Chasing the Shadows: How Significant Is Shadow Banking in Emerging Markets? *Economic Premise*, No. 88, <http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/EP88.pdf>.
- GUTMANN, R. (2016): *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation and the Future of Global Markets*. US: Palgrave MacMillan.
- HONG, S. (2014): China's Shadow-Banking Boom Is Over. *The Wall Street Journal*, <https://www.wsj.com/articles/chinas-shadow-banking-growth-slows-1419370402>.
- ITTAY EYAL – EMIN GÜN SIRER (2015): Majority Is Not Enough: Bitcoin Mining Is Vulnerable. *Communications of the ACM*, July 2018, 61(7), 95–102.
- JEFFERS, E. – PLIHON, D. (2014): Universal Banking and Shadow Banking in Europe. AFEP Congress 2014, július 2–4.
- KECSKÉS ANDRÁS – BUJTÁR ZSOLT (2015a): Merre tart a gazdasági jogi szabályozás a Quaestor botrány után? I. *Gazdaság és Jog*, 23(11), 3–8.
- KECSKÉS ANDRÁS – BUJTÁR ZSOLT (2015b): Merre tart a gazdasági jogi szabályozás a Quaestor botrány után? II. *Gazdaság és Jog*, 23(12), 11–15.
- KECSKÉS ANDRÁS – BUJTÁR ZSOLT (2016): „Sárkányok tánca”: a hagyományos és az árnyékbankrendszer küzdelme a pénzügyi dominanciáért Kínában. *Jura*, 22(1), 229–238.
- KECSKÉS ANDRÁS (2016): Kihívások az árnyékbankrendszerek jogi szabályozásában. *Miskolci Jogi Szemle*, 11(2), 42–54.
- KECSKÉS ANDRÁS (2018): A bankrendszer jogi háttere és deregulációja az Amerikai Egyesült Államokban. *Magyar Jog*, 65(3), 138–144.
- People's Bank of China (2013): Financial Stability Analysis Group of the People's Bank of China. China: Financial Stability Report 2013, [www.pbc.gov.cn/english/130736/2869239/index.html](http://www.pbc.gov.cn/english/130736/2869239/index.html).