

# Az EU szerepvállalása a befektetési piacok válság kezelésében

## Bogáth Emese Melinda

PhD hallgató, Szent István Egyetem, Gazdálkodás és Szervezéstudományok  
Doktori Iskola  
[bogathe@gmail.com](mailto:bogathe@gmail.com)

## Dr. Bárczi Judit

Egyetemi docens, Szent István Egyetem, Üzleti tudományok Intézete  
[barczy.judit@gtk.szie.hu](mailto:barczy.judit@gtk.szie.hu)

*Absztrakt: A világgazdaság számos területét mélyen érintette a 2008-ban kirobbant gazdasági világválság. A gazdaság számos szegmense került veszélybe, családok kerültek a tönk szélére. Hogy a jövőben elkerüljük a hasonló, drámai helyzetet, egy szabályozói árhullám vette kezdetét 2010-ben, amely még a mai napig is tart. Mivel az alapvető probléma abból gyökerezett, hogy a pénzügyi intézmények nem a nemzetgazdaság működésének elősegítésére összpontosítottak, hanem inkább a rövid távú haszonszerzést helyezték előtérbe. A kockázat vállalás terén sem voltak korlátok, és ez által nagyon sok felelőtlen döntés született. Az ilyen morális problémák kiküszöbölésére született meg a terv, egy átfogó egységes szabályozási reform kidolgozására, amely az Európai Unió szintjén valósul meg a korábbi nemzeti szabályozással ellentétben, és a gazdasági és pénzügyi tevékenységek teljes körét lefedi. A tanulmány az új szabályozás alappilléreit és lehetőségeit mutatja be.*

*Kulcsszavak: gazdasági világválság, kockázat, befektetés, szabályozás*

## 1 Szakirodalmi áttekintés

A világ számos más területéhez hasonlóan, Európának is szembe kellett néznie az 1929. évi gazdasági világválság óta a legsúlyosabb pénzügyi krízissel.

A 2007-2010-es globális pénzügyi válságot, ami becslések szerint is több trillió dollárnyi veszteséget hagyott maga után szerte a világon, nem háború és nem is nagyobb recesszió okozta, hanem az amerikai egyesült államokbeli „árnyék bankrendszer”, vagyis a befektetési bankok, fedezeti alapok és szupermarketek

saját bankjainak „animal spirit -je” és azok az elegáns matematikai modellek, amelyek irreleváns premisszákon alapulnak, és amelyeket a legtöbb pénzügyi vezető valójában meg sem értett (Végh, 2013).

A 2007 márciusában kezdődő, 2008 őszére kiterjedő gazdasági világválság természetesen utolérte a befektetési területet is, de talán nem sújtotta olyan mértékben, mint a háztartásokat (Csiszárík-Kocsir, 2011a; 2011b, 2012). Utóhatásaként egy igazi szabályozói árhullám indult meg, főleg az Európai Unió szintjén, melynek jelei a 2010-es évben jelentkeztek először. Az Európai Unióban 2008. november 26-án fogadta el a Bizottság az európai gazdasági fellendülés tervéről szóló közleményt, amelynek célja, hogy elősegítse Európa kilábalását a válságból. A fellendülési terv a kereslet ösztönzésére, a munkahelyek megőrzésére és a bizalom helyreállítására irányuló rövid távú intézkedéseket foglalt magába, valamint olyan „okos” beruházásokat, amelyek célja, hogy hosszú távon magasabb növekedést, fenntartható jólétet biztosítsanak (Európai Bizottság közleménye, 2008).

Annak ellenére, hogy a válság kirobbanásáért nem a befektetési szektor volt a felelős, mégis a legnagyobb horderejű változások ezen a területen jelentek meg. A befektetési alapokat szabályozó törvényen az Európai Unió új irányelvek (UCITS IV.) alapján 2011. júliusban változtattak, amely Magyarország számára is kötelezettséget jelentett. A UCITS (átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások, magyar rövidítés szerint ÁÉKBV) szabályozás alapvetően arra szolgál, hogy az Európai Unión belül könnyebbé tegyék a befektetési alapok értékesítését. A legjelentősebb változás, hogy az alapok egy európai útlevelet kapnak, ennek segítségével pedig elég csak egy országban az alapkezelőnek bejegyeztetnie az alapot (Lentner, 2016).

Azt még nem tudhatjuk, hogy hosszútávon ezek a módosítások milyen következményekkel fognak járni, segítik-e a befektetési piac fejlődését vagy sem. A szabályozó hatóságok szerepe megnő és ezek a szabályozások egyre inkább EU-s szinten fognak megvalósulni (Szabó - Végh, 2011).

A kirobbanó recesszió nagymértékben sújtotta a nemzetgazdaságok mindegyikét. Azonban, ahogy szokták mondani „Minden rosszban van valami jó”, ez az összeomlás is hozott pozitív dolgokat. Hisz a világ 20 vezető gazdasága kötelezte el magát, hogy közösen, együttműködve keressék a megoldást, hogy a jövőben hasonló helyzet többé ne állhasson elő (Lentner – Zéman, 2016, Szakács et al , 2016)).

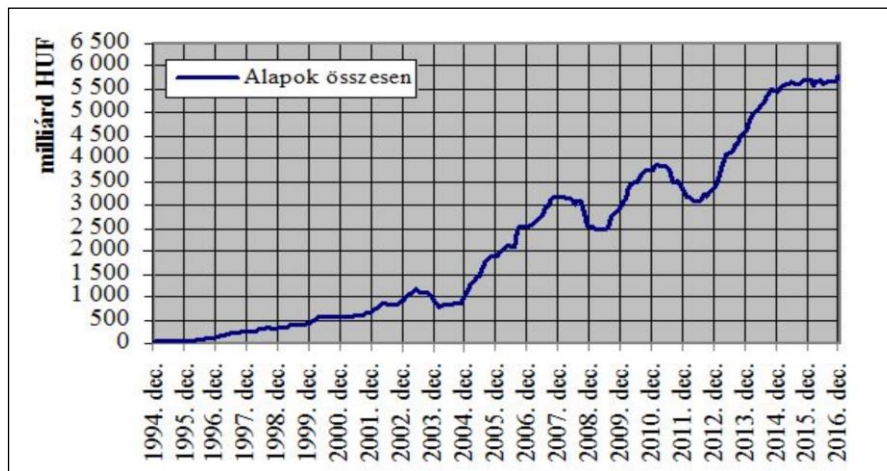
## 2 Anyag és módszer

Mielőtt rátérnénk a probléma kezelésére, fontosnak tartjuk bemutatni a válság okozta problémákat. A tanulmány a BAMOSZ (Befektetési Alapkezelők és

Vagyonkezelők Magyarországi Szövetsége) és MABISZ (Magyar Biztosítók Szövetsége) adatbázisát használva mutatja be a befektetési szektor alakulását a válság kirobbanásának hatására. A vizsgált időszak 1994-től 2016 decemberéig terjed, és a befektetések mellett kitér a biztosítási piacra is, amely a Unit Linked biztosítások és eszköz-forrás menedzsmentje révén szoros kapcsolatban áll a befektetési szegmensekkel.

### 3 A befektetési piac alakulása

Tulajdonképpen, hogy a befektetési piac alakulásáról minél átfogóbb képet kaphassunk, egy hosszabb időszak vizsgálata szükséges. A tanulmány ezért 1994-től egészen 2016-ig terjedő időszakon keresztül mutatja be a befektetési alapokban kezelt tőke alakulását. A következő ábrán jól látható a fent említett 22 év adata. A befektetési alapok piaca a válságot megelőző időszakban rohamosan fejlődött. Azonban gazdasági válság okozta nagy törés miatt, a tőke a 2007-es év végén érezhetően el kezdett csökkenni és ez a folyamat egészen a 2009-es év közepéig nem is állt meg. A mélypontot követően a piac újra fellendült és egy újabb visszaesés után, amely 2010 és 2012 között volt a gyarapodás még jelentősebben megindult.



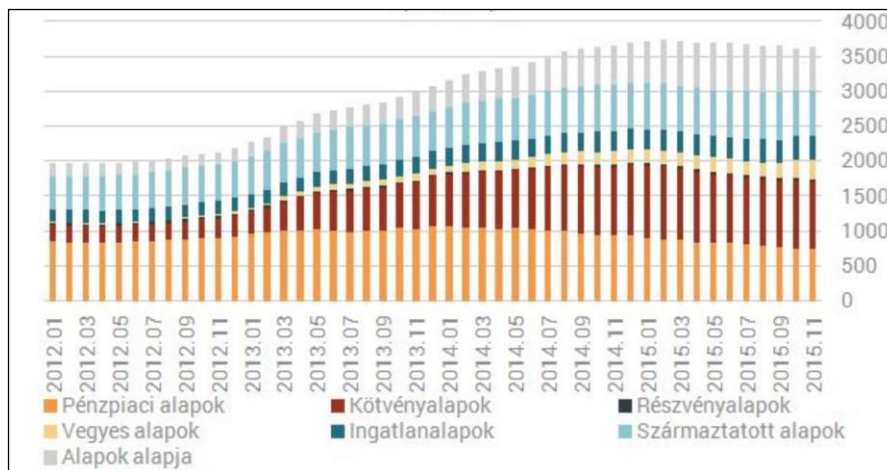
1. ábra:

A befektetési alapokban kezelt tőke alakulása 1994 és 2016 között

Forrás: BAMOSZ hivatalos honlapja

A befektetési alapoknak köszönhetően olyan tőke áramlik, amely vagy nem kerülne be a gazdaságba, vagy kis vagyontömege miatt nem ekkora mértékben. Ezek, befektetési alapokban összegyűjtve azonban jelentős tőkét képviselhetnek.

A tanulmány a válságkezelésre összpontosít, így a következő statisztikák, már egy szűkebb időintervallumot tartalmaznak. Az alábbi, 2. számú ábra a befektetési alapok megoszlását mutatja be 2012 és 2015 között. Míg 2012-ben a magyar háztartások, megtakarításuk legnagyobb részét pénzüpiaci alapokban helyezték a 2015-ös évhez közelítve ez az arány inkább a kötvényalapok felé tolódott el. A vegyes alapok is egyre nagyobb részt kaptak a befektetési piacon. Míg a pénzüpiaci alapok alacsony kockázatúak a kötvény- és a vegyes alapok közepes kockázatot képviselnek. Ebből látható, hogy mind a befektetési, mind a magasabb kockázatvállalási hajlandóság növekedésnek indult.



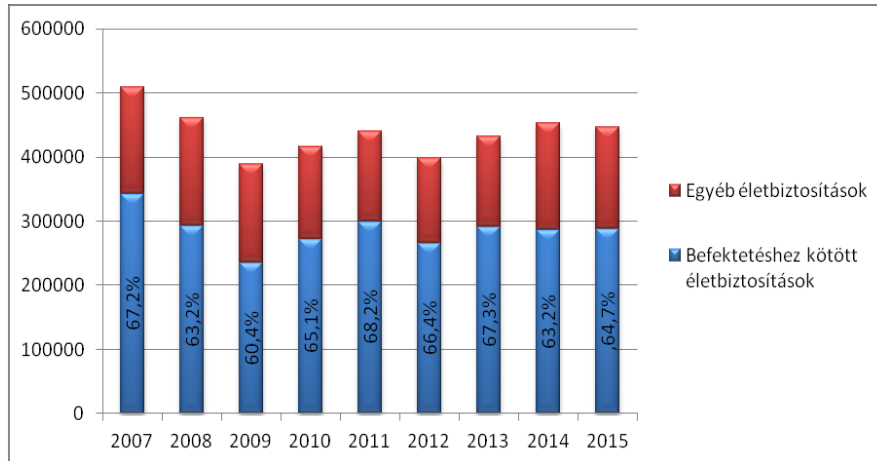
2. ábra

A befektetési alapok megoszlása a háztartásoknál (mrd Ft) 2012 és 2015 között

Forrás: BAMOSZ hivatalos honlapja

A 2015-ös évben rendelkezésre álló adatok szerint ugyan lassú, de csökkenő tendencia figyelhető meg. Véleményünk szerint ez még nem ad okot az aggodalomra, mivel a válságot követő néhány év kilátástalan helyzetéhez képest még mindig sokkal magasabb a befektetési alapok száma a háztartásoknál.

A biztosítási piacon az elmúlt években végbement fejlődési folyamatokat megvizsgálva két erős, egymással összefüggő tendencia figyelhető meg. Az egyik a unit linked típusú életbiztosítások értékesítésének dinamikus emelkedése, amely azt eredményezi, hogy a „hagyományos” életbiztosítások mindinkább a háttérbe szorulnak, valamint a BEK biztosítások mögötti befektetések kockázatainak növekedése. Az elemzett időszakban, egészen 1999-ig a Unit Linked mint önálló életbiztosítási típus nem szerepelt a MABISZ évkönyveinek kimutatásaiban, csak a vegyes életbiztosítások adatait vizsgálták. Az alábbi grafikon jól szemlélteti ezen biztosítás egyre nagyobb térhódítását az életbiztosítási területen.



3. ábra:

A unit linked biztosítások aránya a teljes életbiztosítási piacon a díjbevételek tekintetében

Forrás: MABISZ hivatalos honlapja

Ennek a jelenségnek a hátterében valószínűleg a magánszemélyek egyre nagyobb öngondoskodási hajlandósága és a megtakarítások növekedése áll. Az elmúlt években egyre népszerűbbé váltak a unit linked életbiztosításokhoz kínált egyre kockázatosabb eszközalapok, melyek a magas hozam reményében egyre nagyobb teret hódítottak a befektetési piacon. Hogy mi számít kockázatosnak és mi nem? Általában azokat tartjuk kockázatos befektetésekként, amelyek értéke képes hirtelen és nagymértékben megváltozni. Minél kisebb egy termék kockázata, annál alacsonyabb hozamot ígér, azonban a nagyobb kockázattal együtt nő a realizálható hozam nagysága is. Természetesen mindenkinek más az a határ, ami felett egy befektetési termék kockázatosnak ítéli meg. Vannak, akik rosszul türik a kockázatot, így inkább lemondanak a magasabb hozamról, viszont akadnak olyanok is, akik mindent bevethetnek egy esetleges magasabb nyereség elérése érdekében.

## 4 Az új szabályozás alappillérei

Egy a 2008-as válsághoz hasonló méretű recesszió elkerüléséhez nélkülözhetetlenné vált egy széleskörben alkalmazható biztonsági terv kidolgozása. Erre reagálva az Európai Bizottság javaslatot nyújtott be az Európai Parlamentnek és Miniszterek Tanácsának a 2008-ban bekövetkezett válság megismétlődésének megakadályozására. Az alapvető probléma abból gyökerezett, hogy a pénzügyi intézmények nem a nemzetgazdaság működésének elősegítésére összpontosítottak, hanem inkább a rövid távú haszonszerzést helyezték előtérbe. Sőt a felelőtlen kockázatvállalást nyíltan jutalmazták. Az ilyen morális problémák

kiküszöbölésére született meg a terv, egy átfogó egységes szabályozási reform kidolgozására, amely az Európai Unió szintjén valósul meg a korábbi nemzeti szabályozással ellentétben és a gazdasági és pénzügyi tevékenységek teljes körét lefedi.

Az új szabályozás 4 alappilléren nyugszik:

- Átláthatóság
- Felelősség
- Felügyelet
- Válságmegelőzés és -kezelés (Végh - Zéman – Lukács, 2014).

A következőkben ezekről szeretnénk néhány szót ejteni.

Az átláthatóság hiányát sokáig a pénzügyi tevékenységek bonyolultságával, szerteágazásával és összetettségével magyarázták. A válság azonban rávilágított, hogy valamennyi pénzügyi szereplőnek megfelelő szabályozás és felügyelet alá kell tartoznia. A korábbi szabályozások átdolgozása vagy megerősítése szükséges. Ennek érdekében több célkitűzés is született.

Az alternatív befektetési alap-kezelőkről szóló irányelvre vonatkozó javaslat szerint a bizottság biztosítani akarja, hogy egységes szabályok alapján lehessen nyomon követni a lehetséges kockázatokat, amelyek a pénzügyi stabilitást fenyegetik. A befektetési-alap kezelők csak az átfogó feltételrendszernek eleget téve léphetnek be az Európai Unió piacára.

A származékos és short ügyletek vonatkozásában az Európai Bizottság szabványos derivatvaszerződéseket javasol, melyeket központi szerződő feleken keresztül számolnak el, csökkentve a fizetéképtelenségből származó esetleges kockázatot. Emellett az európai ügyletre vonatkozó információkat jelenteni kell a kereskedési adattáraknak, ezzel biztosítva az adatokhoz való hozzáférést.

A pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID – Directive on Markets in Financial Instruments) szerint a bizottság még átláthatóbb kereskedést javasol a pénzügyi eszközök területén. Ezzel könnyítve meg a különböző eszközök Európán belüli kereskedését.

A fogyasztók és befektetők pénzügyi rendszerbe vetett bizalma érdekében pénzügyi szolgáltatást nyújtók felelősségvállalásának szigorítása szükséges. Egyrészt a piaci visszaélések megelőzésre érdekében, másrészt, hogy vállalatirányítási szinten javuljon a pénzügyi intézmények kockázatvállalási kultúrája. Fontos, hogy a joghézagok megszűnjenek, és hogy az alkalmazott irányelvek a tőzsdén kívüli származékos és a multilaterális kereskedésben alkalmazott eszközökre is kiterjedjenek.

Vállalatirányítási szinten a vállalkozás hosszú távú pénzügyi érdekeit kell előtérbe helyezni. Ez nagyobb hatáskört és függetlenséget biztosít a kockázatkezelőknek. A részvényesek, auditorok és pénzügyi felügyelők szerepvállalásának előtérbe helyezése szintén fontos lépcsőfoka egy új felelősségteljes működés számára.

A bekövetkezett világválság rávilágított arra, hogy a nemzeti felügyeletek között fennálló koordináció terén hiányosságok vannak. Ennek kiküszöbölésére született meg a javaslat egy uniós szintű felügyeleti rendszer kidolgozására.

A 2011 elején hatályba lépő Európai Felügyeleti Keret magába foglalja az Európai Rendszerkockázati Testületet, amely biztosítja, hogy a makrogazdasági kockázatokat kellő időben felismerjék és kezeljék. Az EBA (European Banking Authority), EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) és ESMA (European Securities and Markets Authority) az európai ágazati felügyeleti hatósággal karöltve megkezdte egy egységes „szabálykönyv” kidolgozását.

A bizottság a hitelminősítők működésének felügyeletét is uniós szintre kívánja emelni, előírva, hogy az ESMA keretében nyilvántartásba kell venni azokat. A hatóságnak kizárólagos felügyeleti hatásköre van a minősítők felett és a strukturált pénzügyi eszközök kibocsátóinak minden érdekelt hitelminősítő számára hozzáférést kell biztosítania az információkhoz.

A legfontosabb az, hogy a 2008-ban bekövetkezett gazdasági összeomlás ne következzen be újra. Ehhez szükséges, hogy a pénzügyi rendszerbe egy megfelelő előrejelzési metódust kell kidolgozni. Ehhez a legfontosabb lépések, egy hatékonyabb likviditási rendszer kidolgozása a Tőkekövetelmény-irányelv (CRD) alapján.

A számviteli standardok célja, hogy segítséget nyújtson a felhasználói döntésekhez, jobban tükrözze a kitűzött értékeket.

A szanalási alapok létrehozása segítséget nyújt abban, hogy a felszámolással járó költségek nem az adófizetőket terhelje. Ezeknek az alapoknak kellő tőke áll rendelkezésére, hogy fedezetet nyújtson egy átlagos méretű bank csődje esetén. Ezzel kerülve el azt, hogy a fizetésképtelenség ne lehessen hatással a pénzügyi rendszer stabilitására.

A válság hatására 2014. május 15-én fogadták el a MiFID II, a pénzügyi eszközök piacairól szóló új irányelvet (2014/65/EU). Ezen uniós jogszabály a fentebb említett javaslatok szerint pénzügyi piacokon lebonyolított kereskedelmi tevékenységet megfelelően szabályozza, új jogi keretet biztosítva neki, és nagyobb hangsúlyt fektetve a befektetők védelmére. Az irányelv főbb célja a pénzügyi termékek szabályozott kereskedelmének biztosítása nemzetközi szinten. Az átláthatóság megerősítése illetve növelése, mely elsősorban a pénzügyi eszközök árára vonatkozik. Az árupiaci spekulációs lehetőségek „kordában tartása”, korlátozása. Az új technológiák miatti kihívásokra való időbeni reagálás, valamint a befektetők védelme.

A kormányoknak a 2014-es uniós rendeleteket és irányelveket harmonizálniuk kell nemzeti szinten. A pénzügyi eszközök piacáról, piaci visszaélésekről és a befektető-védelemről szóló jogszabályoknak a nemzeti jogrendbe legkésőbb 2016. július 3-ig meg kellett jelenniük, és 2017. január 3-dikával hatályba kellett lépniük.

## Összegzés

A válságot megelőző időszakban befektetési alapok piaca rohamosan fejlődött, majd a gazdasági válság miatt erőteljesen elkezdett csökkenni, ez a tendencia 2009-es év közepéig tartott. A mélypontot követően egy fellendülési és egy újabb visszaesési szakasz után, 2010 és 2012 között jelentősebb emelkedésnek indult. A magyar háztartások a válságot követő néhány év kilátástalan helyzete után növelték befektetéseiket a befektetési alapokba, még pedig úgy, hogy mind a befektetési, mind a magasabb kockázatvállalási hajlandóság növekedésbe kezdett. A biztosítási piacon pedig a „hagyományos” életbiztosítások egyre inkább háttérbe szorulnak, míg a unit linked típusú életbiztosítások értékesítése dinamikus emelkedik. Következésképpen ennek háttérében, valószínűleg a magánszemélyek egyre nagyobb öngondoskodási hajlandósága, valamint a megtakarítások növekedése áll.

A tanulmány jól példázza, hogy a 2008-ban kirobban gazdasági világválság a sok negatívum és nehézség ellenére pozitívumot is eredményezett. Az addig nemzeti szinten történő gazdasági szabályozás tekintetében az Európai Unió országai között egy nemzetközi összefogást teremtett meg, mely egy magasabb szinten irányított szabályozási rendszer megszületését eredményezte. Ennek köszönhetően a jövőben csökkenthető egy újabb recesszió kirobbanásának az esélye, de végül, ha mégis megtörténne az összeomlás, akkor a válság okozta helyzet súlyossága ezekkel az intézkedésekkel mérsékelhetővé válik.

### Felhasznált irodalom:

- [1] BAMOSZ (2003): Vagyon-, alap- és portfóliókezelés. AULA KIADÓ
- [2] Csiszárík-Kocsir Á. (2011a): A gazdasági válság hatásainak vizsgálata életkor szerint egy primer kutatás eredményeinek tükrében, Erdei Ferenc VI. Tudományos Konferencia, Kecskemét, 2011. augusztus 25., Kecskeméti Főiskola, Kertészeti Főiskolai Kar, 203.-207. old.
- [3] Csiszárík-Kocsir Á. (2011b): A gazdasági válság hatásai az iskolai végzettség alapján képzett csoportokban egy kvantitatív kutatás eredményeinek tükrében, Erdei Ferenc VI. Tudományos Konferencia, Kecskemét, 2011. augusztus 25., Kecskeméti Főiskola, Kertészeti Főiskolai Kar, 208.-212. old.
- [4] Csiszárík-Kocsir Á. (2012): A gazdasági válság hatására kialakult recesszió érzékelése egy kérdőíves kutatás eredményeinek tükrében, Humánpolitikai Szemle, 2012. március, 52.-60.old.
- [5] Lentner Cs. (2016): A gazdasági válság hatása a globális, uniós és hazai szabályozási környezetre. In: Auer Ádám, Papp Tekla (szerk.) A gazdasági világválság hatása egyes jogintézményekre Magyarországon és az Európai Unióban: Interdiszciplináris és jogösszehasonlító elemzés. 272 p. Budapest: Nemzeti Közszerzői Egyetem, 2016. pp. 45-84.



- [6] Lentner Cs.- Zéman Z. (2016): Manipulace s krizi – role v economicce. Modern Science / Moderni Veda 2016: (3) pp. 45-58.
- [7] Szabó S.- Végh K. (2011): A gazdasági válság hatása egy hazai részvénytársaság értékelésén keresztül. In: Balázs Judit, Székely Csaba (szerk) Változó környezet - Innovatív stratégiák: nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából. Konferencia helye, ideje: Sopron, Magyarország, 2011.11.02 Sopron: Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar, 2011. pp. 4-5.
- [8] Szakács A.- Szakács Zs. – Zéman Z. (2016): A takarékoskodás, a biztosítások és a banki kölcsönök kapcsolata. In: Bene Sz. (szerk.) XXII. Ifjúsági Tudományos Fórum. Konferencia helye, ideje: Keszthely, Magyarország, 2016.05.26 Keszthely: Pannon Egyetem Georgikon Mezőgazdaságtudományi Kar, 2016. pp. 1-6.
- [9] Végh Klaudia Katalin (2013): A 2007-ben kirobbant pénzügyi válság hatásainak értékelése a befektetési alapoknál Magyarországon. Ph.D. értekezés. Gödöllő. 120 p.
- [10] Végh Klaudia- Zéman Zoltán- Lukács János (2014): The impact of the economic crisis on mutual funds in Hungary. Controller Info Studies. 220 p. Budapest: Copy & Consulting Kft, 2014. pp. 179-186.
- [11] Az Európai Unió Pénzügyi reformra vonatkozó ütemterve (2010), Internetes jegyzet, Letöltve 2016. április 18-án
- [12] BAMOSZ hivatalos honlapja, [www.bamosz.hu](http://www.bamosz.hu)
- [13] BAMOSZ (2010): Éves jelentés 2010. Internetes jegyzet, Letöltve 2014. április 22-én
- [14] <http://www.bamosz.hu/documents/10157/b05a3860-03b8-455f-853a-7d8c35ee211d>
- [15] BAMOSZ (2014): Márciusi hírlevél, További a növekedés a befektetési alapok piacán. Internetes jegyzet, Letöltve 2014. április 22-én
- [16] <http://www.bamosz.hu/documents/10157/8375fb6d-b939-48a8-b500-5a0fa88ed211>
- [17] <http://www.bankmonitor.hu/content/1792.htm>
- [18] [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/household-saving-rates-forecasts\\_2074384x-table7](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/household-saving-rates-forecasts_2074384x-table7)
- [19] Infojegyzet 2016/17 (2016): Befektetési Szolgáltatásnyújtás, Internetes jegyzet, Letöltve 2016. április 25-én
- [20] MABISZ hivatalos honlapja, [www.mabisz.hu](http://www.mabisz.hu)
- [21] MNB hivatalos honlapja, [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

- [22] Európai Bizottság közleménye, (2008):  
<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/?fuseaction=list&coteId=1&year=2008&p=4&language=hu>