

Hitelminősítők az egységesülő európai tőkepiaci szabályozás tükrében.

Tudományos Diákköri dolgozat

Jelige: válság

„...két olyan kritériumra kívánom felhívni a figyelmet, melyeket speciálisan a globalizáció útját járó társadalomban követel meg a fejlődés érdekében végzendő munka; ezek: az igazságosság és a közjó.”

(XVI. Benedek pápa: Caritas in veritate, 6. pont)

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS	4
2. BIZALOM ÉS A HITELMINŐSÍTŐK SZABÁLYOZÁSA	4
3. BASEL II. TANULSÁGA	6
4. EGYSEGESÜLŐ EURÓPAI TŐKEPIAC	7
5. MINŐSÍTÉSRŐL ÁLTALÁBAN	9
5.1. Minősítés fogalma	9
5.2. Minősítés csoportosítása	11
6. OBJEKTÍV KATEGÓRIA	14
6.1. Európai Értékpapír-piaci Hatóság	14
6.2. Piaci visszaélések	17
6.2.1. Belső információ	18
6.2.2. Piacbefolyásolás	20
6.3. Strukturált pénzügyi termékek és a transzparencia követelménye	22
7. SZUBJEKTÍV KATEGÓRIA	24
7.1. Hitelminősítők függetlensége	24
7.2. Minősítésben résztvevő személyek	26
7.3. Minősítés minősége	27
7.4. Hitelminősítők felelőssége	28
8. ÖSSZEGZŐ MEGÁLLAPÍTÁSOK ÉS KÖVETKEZTETÉSEK	29
9. IRODALOMJEGYZÉK	31
9.1. Szakirodalom	31
9.2. Jogszabályok, ítéletek, javaslatok jegyzéke	38
9.3. Egyéb irodalom	40
9.4. Weboldalak	41

1. Bevezetés

Az utóbbi bő hét évtized legnagyobb gazdasági válságát éli most a globalizált világgazdaság, amely az Európai Unióban (EU) először pénzügyi válságként jelentkezett, majd adósság és euró válsággá alakult át. A tőkepiacok „privát testőrei”¹ – a hitelminősítők – pedig a válságban komoly szerepet vállaltak, sőt sokan a pénzügyi válság fő okozóinak tartják őket.² Az amerikai Lehman-Brothers bankház csődje a tudomány, a politika és a közvélemény figyelmét végérvényesen a hitelminősítőkkel kapcsolatos rendellenességre irányították. Így elfogadottá vált, hogy a „globális névjegykártyát” kibocsájtó ügynökségeknek nagyobb a szerepük annál, mintsem hogy ne foglalkozzunk velük behatóan.

2. Bizalom és a hitelminősítők szabályozása

Az 1980-as évek végétől meghirdetett Washingtoni Konszenzus gazdaságpolitikája alapjaiban a pénz- és tőkepiacok teljes liberalizációját tekintette fő célkitűzésének.³ A technika rohamos fejlődése és a pénzügyi innováció olyan új pénzügyi termékeket keltett életre,⁴ amelyekkel lehetővé vált a – különböző országok közötti szabályozási versenynek köszönhetően⁵ – mindeddig nem látott „átfogó tőkemozgásokat”⁶ megvalósítani. A pénzügyi válság legfontosabb tanulsága, hogy nem szabad felügyelet nélkül hagyni a pénz- és tőkepiacokat, hiszen a piaci fundamentalizmus, amely szerint a piacok képesek az önszabályozásra – éppen a hitelminősítőkkel (minősítők, intézetek, ügynökségek) kapcsolatban – megbukott.⁷ Így a pénz- és tőkepiacok XXI. századi legnagyobb kihívása, hogy miként lehet a különböző határon átnyúló, globális piaci szereplőket megfelelően ellenőrizni.

¹ANDRIEU: *Ratingagenturen in der Krise*, 2009, Peter Lang, 15.

²Pl. LIEBSCHER – OTT: *Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick*, NZG, 2010/22, 842.

³KOLOZSI–LENTNER–TÓTH: *A pénzügyi válságkezelés lehetséges alternatívái Magyarországon és az Európai Unióban*, GésJ, 2009/12, 16.

⁴SCHABERT: *Aufklärungs- und Informationspflichten bei Derivaten und strukturierten Produkten*, 2012, Kovac, 4.

⁵HEMELING: *Grenzen der Aufsicht*, ZHR, 2010/174, 639.

⁶VARGA: *Jogi kultúrák – európai és globális távlatban*, in: PAKSY: *Európai jog és jogfilozófia*, 2008, Szt. István Társulat, 24.

⁷HEUN: *Der Staat und die Finanzkrise*, JZ, 2012/2, 59.

Ugyanakkor egyoldalú lenne azt állítani, hogy a válság kirobbanásában csak a piaci szereplők a hibásak. „A közgazdaság alaptétele szerint a gazdasági aktorok viselkedését elsősorban az őket körülvevő ösztönző rendszer határozza meg”.⁸ Ebből következik, hogy a szabályozásért felelős jogalkotók nem tettek meg mindent a válság megelőzésért. Például a minősítők magatartáskódexének elfogadásakor jól látható, hogy az európai jogalkotó (jogalkotó) ugyanazokat a jogpolitikai célokat tűzte ki, mint a válság kirobbanását követően.⁹ Tehát az EU felelős szervei – különösen a Bizottság – tisztában voltak vele,¹⁰ hogy milyen kockázatokat rejtenek a piacok és a hitelminősítők.¹¹

„Korábban úgy érezte magát az ember, mint a Vadnyugaton...”¹² állítja beismerő vallomásába a Standard & Poor's (S&P) korábbi derivatív ügyletek minősítésért felelős vezető. A válság egy teljesen „új mentalitással és emberi magatartással”¹³ állított szembe minket,¹⁴ amely arra ösztönözheti az éles szemű jogászt, hogy felfigyeljen a viselkedéskutatás és a piaci szereplők kapcsolatára.¹⁵

A válság és az azt követő események egyenes következménye,¹⁶ hogy a piac megrettent a bizalom hiányától.¹⁷ A pénzügyi intermediáció alapján a hitelminősítők tőkepiaci helyzete, arra determinál, hogy újra kell az intézetek szerepét szabályozni. Tehát egy új gondolkodás szükséges az EU-ban. Melynek az axiómája úgy hangozhatna, hogy nem elég, ha piacok eredményesen működnek, szabályok is kellenek hozzá.¹⁸ Amely Wallerstein szerint – szociológiai szempontból – a közgazdaságtan három eleme közül azt valósítja meg, amikor az állami szabályozás a „kapitalista piac szabad működését korlátozza.”¹⁹

⁸KOLOZSI-LENTNER-TÓTH i.m.16.

⁹Vö. *Ratingagenturen sollen sich selbst regulieren*. EU-Wertpapieraufseher setzen auf Verhaltenskodex. BZ, 2005, Nr.61, 5.

¹⁰A CESR bizottsága előtt a hitelminősítőkhöz kapcsolódó meghallgatáson a brit pénzügyi világ képviselői még a magatartás kódex bevezetését sem tartották szükségesnek. in: *Rating-Kodex in Frage gestellt*. CESR-Anhörung offenbart Meinungsunterschiede. BZ, 2005, Nr.10, 5.

¹¹„Fel kell magunknak tenni a kérdést, hogy milyen szerepet játszottak a minősítők. (...) A pénzpiacok turbulenciája nem lesz kihatással a gazdasági növekedésünkre, de azért jó, ha figyelemmel követjük.” – fogalmaz a korábbi francia elnök egyik levelében. in: *EU droht Regulierung von Ratingagenturen an*. Sarkozy will Thema unter G-7-Staaten debattieren. BZ, 2007, Nr.157, 7.

¹²S&P-Insider "Es war wie im Wilden Westen" Handelsblatt Online, 2012. 07.12.

¹³VARGA i.m.22.

¹⁴Ld. MALLABY: *More money than god. Hedge Funds and the Making of the New Elite*. 2011, Bloomsbury.

¹⁵LEHMENSIEK-STARKE: *Erkenntnisse der Behavioral Finance zur Beratung und Systemgestaltung in der Altersvorsorge*. BKR, 2012/5, 191.

¹⁶Aktuálisan nagymértékben hozzájárult a piaci bizalmatlansághoz a kamat manipulációs botrány. Vö. *Zins-Affäre könnte für die Deutsche Bank teuer werden*. Hb. 2012, Nr.148, 33.

¹⁷BRANDT: *Unsicherheiten an den Märkten ist Teil der neuen Realität*. BZ, 2012, Nr.141, 9.; HEUN (2012a) i.m.59.

¹⁸A válságot megelőző gazdasági rendszer leírására tökéletes fogalom a Kaszinókapitalizmus. Ld. SINN: *Kasino-Kapitalismus*, 2009, Econ.

¹⁹BECK: *Was ist Globalisierung?* 1997, Suhrkamp, 65.

3. Basel II. tanulsága

A magyar jogtudományban a hitelminősítők szabályozásra mindeddig kevés figyelem irányult. Így a dolgozatban egy fogalmi rendszer kidolgozására teszek javaslatot, aminek kiinduló jogi problémája Basel II európai jogi szabályozása. Ennek értelmében a hitelintézeteknek kötelező igénybe venniük a minősítést a sajáttőke állomány meghatározása során. Paradox helyzetet teremtve, mert miközben a jogalkotó jogpolitikai céljának a minősítés hiteles tartalmi elemeire kellene kiterjednie, addig a szabályozás csupán a minősítés alkalmazására vonatkozik („korlátozott elismerése a hitelminősítőknek”²⁰).

Ez alapján a hitelminősítőkkel kapcsolatos jogi kérdések elkülöníthetően két nagyobb csoportra bonthatók. Amelyet megalapoz tőkepiaci szabályozásnak az különlegessége, hogy azt kettős jogi természetű normák alkotják.²¹ Így ezen a területen találhatunk közjogi és magánjogi szabályokat. A dolgozatban bizonyítani kívánom, hogy jól látható egyfajta különbség aközött, amikor a minősítők a minősítés folyamatából fakadó belső bajokkal küzdenek, és amikor a jogi problémák az intézetek és a tőkepiac egyéb résztvevője között a minősítés alkalmazásából származnak. Az első esetben a vizsgált terület a minősítőtől függ vagy függhetne, ami egy szorosabb szubjektívebb kapcsolatot feltételez. Így lehetséges lenne az önkéntes intézményi beavatkozás, vagy csak intézményi oldalról lehet a jogi kérdéseket vizsgálni. A második esetben a vizsgált jogi problémák a minősítőktől nem kizárólagosan függenek, valamint az intézetek ráhatása jóval kisebb vagy szinte kizárólagos. Ennek értelmében az első csoportot szubjektívnek – magánjogi jogviszony kerül előtérbe – , a másodikat pedig objektívnek – többségben a közjogi szabályok – nevezem.²²

E két kategória felhasználásával egyrésztől egyszerűbbé válik az európai szabályozás gyakorlati értékelése és értelmezése, másrésztől megfelelően vizsgálhatóak a még nem szabályozott kérdések.

²⁰DEIPENBROCK: *Was ihr wollt oder der Widerspenstigen Zähmung? – Aktuelle Entwicklungen der Regulierung von Ratingagenturen im Wertpapierbereich*. BB, 2005/39, 2085.

²¹VEIL (2011a) i.m.128.

²²DEIPENBROCK a hitelminősítők elemzésével kapcsolatban három csoportot különböztet meg: 1. a minősítés formális elemeit, 2. materiális elemeit 3. felügyeleti szabályozást. Vö. DEIPENBROCK: *Die notwendige Schärfung des Profils – das reformierte europäische Regulierungs- und Aufsichtsregime für Ratingagenturen*. WM, 2011/39, 1829-1830.

4. Egységesülő európai tőkepiac

Ha az európai tőkepiac jogfejlődésére visszapillantunk, megállapíthatjuk, hogy a különböző fejlődési szakaszok mindig valamely független szakértő által elkészített jelentéssel²³ állnak kapcsolatban.²⁴ A témánk szempontjából a 2009-ben kiadott De Larosiere jelentésnek van igen nagy szerepe. Ennek előzménye a 2002-ben elindult Lamfalussy eljárás.²⁵ A magyar származású bankár által vezetett bizottság felállítása kapcsán az EU felismerte, hogy technológiai fejlődés, a globalizáció és a fokozódó verseny nagyobb egységesítést követel meg a tőkepiacon.²⁶

Az európai tőkepiac szabályozása kapcsán a jogalkotó három különböző szakaszra hivatkozik.²⁷ Legújabbán a belső piac megvalósítása illetve működésének biztosítása érdekében hozzák meg a szükséges intézkedéseket,²⁸ amelyekkel kapcsolatban régóta ismert, hogy az európai integráció egyik fő célkitűzésének érdekében nélkülözhetetlenek a jogharmonizációs és jogegységesítő törekvések megvalósítása.²⁹ Tendenciaként megállapítható, hogy a Bizottság a pénzügyi szolgáltatási akcióterv elfogadásától kezdve egyre inkább a tőkepiac egységesítése felé mozdul el.³⁰

A Lamfalussy eljárás első szintjén,³¹ amelyhez a tőkepiac keretszabályozása szempontjából fontos alapelvek tartoznak,³² mindeddig irányelvek használatára volt példa, de a pénzügyi válság következtében már rendeletek kibocsátásával is találkozunk.

A paradigmaváltással is felérő első rendelet a hitelminősítők szabályozásával kapcsolatban még 2009 szeptemberében látott napvilágot.³³ A dolgozat legfontosabb jogforrását 2011 májusában módosították.³⁴ Majd ezt követően a piac további problémás pontjaival kapcsolatban is sorban jelentek meg rendeletek, irányelvek. Többek között ide

²³ Az első szakasz az 1966-ban kiadott Segré-jelentéshez kapcsolódik.

²⁴ MOLONEY: *EC Securities Regulation*. 2008, European Union Law Library, 11.

²⁵ Vö. SCHMOLKE: *Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz*. NZG, 2005/22, 912-919.; RAFFAN: *Lamfalussy Report*. In: Freshfields Bruckhaus Deringer. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2006, City and Financial Publishing, 18-26.

²⁶ MARJÁN: *Európa pénzügyei – Bankok, tőzsdék, a közös pénz és a globális verseny*. 2005, Sanoma, 126.

²⁷ A jogalkotó a legtöbb tőkepiaccai kapcsolatos irányelvet az EUMSZ. 50. cikk (2) bek. g) pontjára hivatkozva hozta meg. Ezenfelül az EUMSZ. 53. cikk (1) bek. is fontos szerepet játszik.

²⁸ EUMSZ. 114. cikk

²⁹ FEKETE: *Jogösszehasonlítás az Európai Bíróság gyakorlatában – nemzeti és szupranacionális jogrendek interakciója a közösségi jog fejlődésében*. in: PAKSY: *Európai jog és jogfilozófia*. 2008, Szt. István Társulat, 361.

³⁰ VEIL – WALLA: *Kapitalmarktregulierung*. in: VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 35.

³¹ Lb. CASTELLANO–JEUNEMAÎTRE–LANGE: *Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models*. EBLR, 2012/3, 433.

³² DEIPENBROCK: *Ausgewählte Rechtsaspekte einer „Anerkennung“ von Ratingagenturen im Rahmen der Umsetzung der Basel II-Übereinkunft in europäisches Recht*. WM, 2006/60, 2238.

³³ 1060/2009/EK rendelet a hitelminősítő intézetekről. [2009] HL L 302., 2009.09.16., 1-31.

³⁴ 513/2011/EU rendelet a hitelminősítő intézetekről szóló 1060/2009/EK rendelet módosításáról. [2011] HL L145., 2011.05.11. 30-56.

tartozik a short ügylet³⁵ vagy az alternatív befektetési-alapkezelők szabályozása,³⁶ amelyek jogpolitikailag a 2009 szeptemberében megtartott pittsburghi G-20-as csúcson megfogalmazott szabályozási javaslatokra nyúlnak vissza.³⁷ Ezt egészíti ki a tervezett módosítása a három tőkepiaci keretirányelvnek (átláthatósági irányelv,³⁸ piaci visszaélés irányelv,³⁹ MiFID irányelv⁴⁰)

A tőkepiac általános szabályozási koncepciója az átláthatóság biztosítására valamint az ellenőrzési rendszerek kiépítésére épül.⁴¹ Nem meglepő, hogy a De Larosiere-bizottság által kidolgozott javaslat csomag egyik legfontosabb eleme egy európai felügyeleti rendszer kialakítása, amit már a tudomány⁴² és a piaci szereplők⁴³ is sürgettek. Ez a lépés mindenképp üdvözlendő, ugyanakkor nem szabad elfelejtenünk, hogy az Európai Parlament már a 2000-es évek elején, közvetlenül pénzügyi szolgáltatási akcióterv⁴⁴ jóváhagyása után, már javaslatot tett egy európai szintű felügyeleti és ellenőrző szerv kialakítására.⁴⁵ A 2011 januárjában munkáját megkezdő Európai felügyelet szabályozására szintén a rendeletet alkalmazta a Bizottság.⁴⁶

Mivel a Bizottságnak már a Parmalat csődje és ThyssenKrupp leminősítése után meg kellett volna kezdenie a hitelminősítők uniós szabályozást, ezért a rendeleti jogalkotást annak ellenére megkésettnek tartom, hogy ez a japán és az ausztrál jogalkotással egyidőben történt, míg Hong Kong (csak) 2010-ben alakította ki a megfelelő jogi környezetet. A „szerződések öre” 2009-ig a hitelminősítőkkel kapcsolatban könnyelműen az önszabályozást részesített előnyben,⁴⁷ amely a piaci szereplők magatartása folytán többet ártott, mint használt. Nem

³⁵236/2012/EU rendelete a short ügyletekről és a hitel-nemteltjesítési csereügyletekkel kapcsolatos egyes szempontokról. [2012] HL L86., 2012.3.24., 1-24.

³⁶2011/61/EU irányelve az alternatív befektetési-alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról. [2011] HL L174., 2011.7.1., 1-73.

³⁷MÜLBERT: *Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?* JZ, 2010/17, 836.

³⁸COM(2011) 683 javaslat az Európai Parlament és a tanács irányelve a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló 2004/109/EK irányelv és a 2007/14/EK bizottsági irányelv módosításáról Brüsszel, 2011.10.25.

³⁹COM(2011) 651 javaslat az Európai Parlament és a tanács rendelete a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) Brüsszel, 2011.10.20.

⁴⁰COM(2011) 656 javaslat az Európai Parlament és a tanács rendelete a pénzügyi eszközök piacairól és a 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv hatályaon kívül helyezéséről Brüsszel, 2011.10.20.

⁴¹VEIL-WALLA i.m.43.

⁴²HOPT: *Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur*. NZG, 2009/36, 1404.

⁴³Vö. Allen & Overy: *The future direction of global financial regulation*. Allen & Overy Global Survey, 2008. November 12.

⁴⁴Lb. NIKOLAOU: *To What Extent has the EU Banking Regulation Accomplished a Single Banking Objective Alongside the Protection and Inclusion of Customers?* JIBLR, 2012/3, 146.

⁴⁵MARJÁN (2005b) i.m.125.

⁴⁶1095/2010/EU rendelet az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/77/EK bizottsági határozat hatályaon kívül helyezéséről. [2010] HL L331., 2010.11.24., 84-119.

⁴⁷WOO: *Stress before Consumption: A Proposal to Reform Agency Ratings*. ELJ, 2012/1, 65.

véletlen, hogy Hopt szerint jogi szempontból a pénzügyi válság nem új, még akkor sem, ha aktuálisan jogházagok vagy teljes jogterületek kerülnek szabályozásra.⁴⁸

A megosztott hatáskörökből következik, hogy az európai jogalkotó, addig lehet tevékeny, amíg az intézkedéseivel a belső piac kialakításához és a működéséhez hozzájárul. A transznacionálisan tevékenykedő hitelminősítők estében – különösen a válság után – csak az egységesítésből⁴⁹ lehet kiindulni,⁵⁰ amit a hatáskörgyakorlás szempontjából megfelelőnek tartok.

A jogalkotó a minősítőket szabályozó rendelet közvetlen alkalmazásától és absztrakt jogi természetétől a szabályozás eredményességét várja. Ennek a legnagyobb előnye, hogy megakadályozza a jog széttöredezettségét az Unión belül, és ezzel a piaci bizalom helyre állításában segíthet. Valamint jelentős tranzakciós költségeket takarít meg a piaci szereplők számára. A hátrányok között lehetne említeni a verseny hiányát a tagállamok között, ami a hitelminősítők estében nem lenne kívánatos, vagy a „jog megkövesedését”, amely arra utal, hogy az uniós jogalkotás nem képes olyan gyorsan a változó életviszonyokra reagálni.⁵¹ Amíg Deipenbrock a rendeleti forma legnagyobb előnyének az EU és az USA viszonylatában egyenlő versenyfeltételek megteremtését tartja,⁵² addig én a felügyeleti hatóságnak biztosított ellenőrző és szankcionáló hatásköröket emelném ki.

5. Minősítésről általában

5.1. Minősítés fogalma

A minősítés annak a valószínűségnek egy szabványosított és rövidített formájú megítélése, hogy az adós kötelezettségét szerződésszerűen teljesíti, illetve hogy milyen a fizetőképessége az értékpapír kibocsájtónak.⁵³ A minősítés, mint vélemény nem egy

⁴⁸HOPT i.m.1401.

⁴⁹Az egységesítés kritikus szemlélője vö TAMM: *Das Grünbuch der Kommission zum Verbraucheracquis und das Modell einer Vollharmonisierung – eine kritische Analyse*. EuZW, 2007/12, 756-761.

⁵⁰MÖLLERS: *Auf dem Weg zu einer neuen europäischen Finanzmarktaufsichtsstruktur*. NZG, 2010/8, 286.

⁵¹FLEISCHER–SCHMOLKE: *Die Reform der Transparenzrichtlinie – Mindest- oder Vollharmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität*. NZG, 2010/32, 1246.

⁵²DEIPENBROCK: *Die neue EU-Verordnung über Ratingagenturen – „Denn das Prinzip als Anfang dürfte mehr als, die Hälfte des Ganzen sein.“* RIW, 2010/1-2, 1.

⁵³Ld. EISEN: *Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen*, 2007, Peter Lang, 52.; EBENROTH–DAUM: *Die rechtliche Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen*. WM, 1992/43, 2.; DIMITRIKOPULOS–SPAHR: *Ablauf des Rating-Verfahrens bei internationalen Ratingagenturen*. in: ACHLEITNER–EVERLING: *Handbuch Ratingpraxis*, 2004, Gabler, 212.; TRINIDADE–SENN: *Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland*. in: *Rapports suisses présentés au XVII Congrès international de droit compare*. 2006, Schulthess, 137.

tárgyilagos mérés eredményeként, hanem egy több tényezőből álló összetett értékelési folyamat alapján születik meg.⁵⁴

Tartalmilag a minősítésnek legalább két elemre kell kiterjednie.⁵⁵ Az egyik, hogy az adós a fizetési kötelezettségének időben és teljes mértékben eleget tesz (fizetőképesség). A másik elem az adós képessége kötelezettségének teljesítésére (bonitás/hitelképesség).⁵⁶ Ezeken felül a minősítés figyelembe veheti az adóssal vagy a kibocsájtással kapcsolatos egyéb tényezőket pl. pénzügyi szerkezet, versenyhelyzet, üzleti stratégia, piacon betöltött szerep, felelős vállalatirányítás, származási ország. Ezen elemekből lehet következtetni a kedvezőtlen vagy kieső valószínűségekre, amely a valószínűség becsléseként értelmezhető.⁵⁷ A minősítés soha nem veszi figyelembe a különböző piaci kockázatokat,⁵⁸ és soha nem tartalmaz – szemben a részvényelemzéssel⁵⁹ – vásárlási utasítást vagy ajánlást.⁶⁰

A gyakorlatban a különböző jelölések szintén két állítást tartalmaznak a minősítetről. Egyrészt egy abszolút állítást, amely arra vonatkozik, hogy az adós fizetési kötelezettségének eleget tesz. Másrészt pedig egy relatív állítást, ami az adóshoz rendel egyet az intézet által alkalmazott szimbólumok közül.⁶¹ A különböző adósok összehasonlítása azonban ez utóbbi szimbólum alapján történik, ami egy minőségi összehasonlítást tesz lehetővé a különböző szomszédos osztályok között. Ezt segíti a minősítő eljárás szabványosítása, amelynek az összehasonítás végett hosszabb időn keresztül ugyanakkor kell maradnia.⁶² Ez az elhatárolási pont a rangsorolástól, amikor valamelyik közös tulajdonság alapján nagyságrendek szerint minden rangban valamelyik más következik.⁶³

Az első meghatározást az európai jogban a Bizottság 2003-ban adta ki,⁶⁴ amelyet időben az Értékpapírfelügyelet Nemzetközi Szervezete 2004 decemberében közzétett a Hitelminősítő intézetekre vonatkozó alapvető magatartási kódexe követett („IOSCO-kódex”).⁶⁵ A Bizottság 1060/2009/EK rendeletben⁶⁶ – tanulva a pénzügyi válság következményeiből – egy hosszú és részletező meghatározását adja a hitelminősítőknek, ami

⁵⁴EMMENEGGER: *Rating und Haftung*, in: WIEGAND: *Basel II. – die rechtliche Konsequenzen*. 2006, Bern. 52.

⁵⁵Vö. *Understanding Standard & Poor's Rating Definitions*. 2009, RatingDirekt, S&P, 3.

⁵⁶VASELLA: *Die Haftung von Ratingagenturen*. 2011, Schulthess, 8.

⁵⁷EMMENEGGER(b) i.m.53.

⁵⁸EISEN i.m.53.

⁵⁹Ld. TEIGELACK: *Finanzanalysten*, in: VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 426-425.

⁶⁰Erre hívja fel a figyelmünket a minősítők internetes oldalán található disclaimer. Vö. <http://www.moody's.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>

⁶¹REIDENBACH: *Aktienanalysten und Ratingagenturen – Wer überwacht die Überwacher?* 2006, Peter Lang, 279.

⁶²VASELLA i.m.11.

⁶³ANDRIEU i.m.23.

⁶⁴2003/125/EK irányelv a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési ajánlások tisztességes ismertetése és az összeférhetetlenség közzététele tekintetében történő végrehajtásáról.[2003] HL L 339., 2003.12.24., 73-77. 10. cikk.

⁶⁵A hitelminősítő intézetek tevékenységeire vonatkozó elvek: <http://www.iosco.org>.

⁶⁶1060/2009/EK rendelet 3.cikk (1) bek. a).

tartalmilag hasonlít a már a pénzügyi válság kirobbanása után 2008-ban megalkotott javaslatban foglaltakhoz.⁶⁷ Mindenképpen újdonság, és ezt előrelépésnek értékelem, hogy a rendelet meghatározásában már szerepelnek, „elsőbbségi részvények”, „egyéb pénzügyi eszközök”, „adósság” vagy a „pénzügyi kötelezettség” szavak, amelyek a minősítő összetett fogalom- és feladatrendszerét írják le jobban. Feltűnő a minősítés meghatározásában, hogy nem a hitelminősítő intézetek által előállított termékként kerül meghatározásra, hiszen minősítését többek között bankok is végezhetnek.⁶⁸ Erre utal a Svájci Pénzpiaci Felügyelet is,⁶⁹ amikor – törvényi definíció hiányában – annyit állapít meg, hogy a „bonitás megállapítására létrejövő intézetek”⁷⁰ azok, akik a minősítést végzik.

5.2. Minősítés csoportosítása

Az információs technológia egyrészt csökkentette az információ kezelésével kapcsolatos költségeket, másrészt pedig módosította a befektetők pénzügyi termékekhez való hozzájutási lehetőségét.⁷¹ Nem hagyható figyelmen kívül az új intézményi finanszírozási elmélethez tartozó megbízó-ügynök elmélet,⁷² ami szerint a jól informált kibocsátó, hiteles, és a kevésbé informált befektető, hitelező közé egy harmadik szereplőre van szükség, aki az információ hiányából eredő bizonytalanságot képes csökkenteni. Ez a feladat a globális tőkepiacon a hitelminősítőkre hárul, akik tevékenységükkel a befektetők tudtára hozzák egyszerűbb formában piacon fellelhető híreket.⁷³ Így töltik be a pénzügyi intermediáció feladatát,⁷⁴ hiszen tökéletes esetben csökkentik vagy megszüntetik a felek között meglévő információs asszimetriát.⁷⁵

A minősítés tárgya szerint megkülönböztethetünk kibocsátót és a kibocsátott eszközt értékelő minősítést, amit csak az elmúlt ötven évben alkalmaznak.⁷⁶ A kibocsátói minősítésen

⁶⁷COM (2008) 704 javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelminősítő intézetekről Brüsszel, 2008.11.12.

⁶⁸Vö. *Swiss Rating Guide*. Zürcher Kantonalbank, 2006/7.

⁶⁹Svájcban nem szabályozza külön törvény a hitelminősítőket és ez nem kerül előtérbe a válság következményeként sem. Vö. NOBEL: *Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht*. SJZ, 2011/1, 6-9.; MÜLLER-STAUER: *Internationalisierungstendenzen im Finanzmarktrecht*. SZW, 2011/1, 20-27.

⁷⁰VASELLA i.m.8.

⁷¹MARJÁN (2005b) i.m.96.

⁷²Ld. PRATT-ZECKHÄUSER: *The Structure of Business*. 1985, Harvard Business School.; EBERS-GOTSCH: *Institutionenökonomische Theorien der Organisation*. in: KIESER: *Organisationstheorien*. 2006, Kohlhammer, 199-251.; EISENHARDT: *Agency theory: An assessment and review*. *Academy of Management Review*, 1989/1, 57-4.

⁷³WAGNER: *Rating mittelständischer Unternehmen – Fundierung und Konzeption einer standardisierten Unternehmensbeurteilung durch Rating*. 1991, Peter Lang, 19.

⁷⁴Ld. HEUN(b) i.m.236.

⁷⁵LAMPE: *Die Regulierung von Ratingagenturen*. 2010, Kovács, 30.; HORSCH: *Rating und Regulierung*. 2008, Nomos, 193.

⁷⁶REIDENBACH i.m.278.

belül megkülönböztetünk közjogi személyeket és vállalatokat érintő minősítést. A kibocsátott eszközt értékelő minősítés jellemző példája az értékpapírosítás vagy a kötvény kibocsátás, amellyel kapcsolatban látható a minősítés kettős jelentése. Egy kötvény kibocsátójának az áll az érdekében, hogy kibocsátáskor minél alacsonyabb kamattal, de minél magasabb áron kerüljön a kötvény a piacra, amely csak egy pozitív minősítés függvényében lehetséges.⁷⁷ A piacra kerülés után pedig a magára a kötvényre vonatkozik a minősítés. A kibocsátott eszközt értékelő minősítésen belül megkülönböztetünk hosszú vagy rövid időszakra szóló minősítést, ami legalább egy éves időszakot jelent.

Egy másik csoportosítás alapján az intézetek által végzett minősítés külsőnek, míg a hitelintézetek által végzett minősítést (hitelbírálat)⁷⁸ pedig belsőnek lehet nevezni.⁷⁹ Utóbbi lényeges megkülönböztető jegye, hogy maga a vizsgálat, annak részletei a nyilvánosságtól elzártan, hitelintézet falai között maradnak (banktitok vagy üzleti titok részét is képezi).⁸⁰ Elviekben a hitelintézetektől nem várható el tárgyilagos értékelés, mert a tőkepiacon közvetítő szerepükből adódóan feltűnhetnek mindkét szerepben. Addig a hitelminősítők ezen a területen egy semleges pozíciót foglalnak el.⁸¹

Mindazonáltal a gyakorlatban az előnyök-hátrányok megoszlának külső és belső minősítés között.⁸² A külső, kétségtelenül legnagyobb előnye, hogy egy magasabb díjszabás ellenében egy nagyon kedvező tárgyalási helyzetet biztosít egy kedvezőtlenebb belső minősítéssel szemben, ami befektetői oldalról – egy portfólió összetételét illetően – további biztosítékot jelent.⁸³ Emellett egy hiteles minősítés a felelős vállalatirányítás⁸⁴ külső ellenőrzésének is az egyik eszköze lehet, hiszen egy társaság működését ténylegesen befolyásolhatja.⁸⁵

Jóval nagyobb a jelentősége annak, hogy a minősítés a kibocsátó és a minősítő intézet között létrejött szerződés alapján, megbízásából született-e vagy azt az intézet önként – nem megrendelt – készítette el. A kétfajta minősítés tartalma között a minősítés alapjául szolgáló információ mennyisége és minősége szempontjából van különbség. A megbízásából született

⁷⁷VEIL–TEIGELACK: *Ratingagenturen*. in: VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 454.

⁷⁸MEYER: *Rechtsfragen des externen Rating*. 2006, Tectum Verlag, 6.

⁷⁹Ld. DÖHRING–HROMADKA: *Interne Ratingverfahren*. in: SCHMIDT: *Basel II: Handbuch zur praktischen Umsetzung des neuen Bankenaufsichtsrechts*. 2005, Deloitte, 89-106.

⁸⁰MEYER i.m.6.

⁸¹EVERLING: *Externe Ratingsverfahren*. in: SCHMIDT: *Basel II: Handbuch zur praktischen Umsetzung des neuen Bankenaufsichtsrechts*. 2005, Deloitte, 69.

⁸²Vö. EVERLING i.m.83-84.

⁸³HEINKE–STEINER: *Rating am europäischen Kapitalmarkt: Nutzenaspekte und empirische Analysen (Teil II)*. Finanz Betrieb, 2000/3, 139.

⁸⁴Ld. HAAR: *Die Rolle der Ratingagenturen bei der Corporate Governance von Banken*. in: HOPT–WOHLMANNSTETTER: *Corporate Governance von Banken*. 2011, C.H. Beck, 223-243.

⁸⁵WAPPENSCHMIDT: *Ratinganalyse durch internationale Ratingagenturen*. 2009, Peter Lang, 19.; 29.

minősítés során a kibocsátó rendelkezésére álló belső információk, adatok kerülnek intézet birtokába.⁸⁶ A felmérések szerint ezen adatok alapján nagyobb valószínűséggel adhatóak pontos minősítések.⁸⁷

A megkülönböztetés alapja arra vezethető vissza, hogy a hitelminősítők kezdetben különböző pénzügyi elemzésekből tartották fenn magukat, és maga a minősítés ingyenes volt.⁸⁸ Az 1970-es évekre azonban a gazdasági nehézségeknek köszönhetően, olyan nagy volt a kereslet a hiteles és alapos minősítésre, hogy egy új finanszírozási modell (a kibocsátói modell) került bevezetésre, aminek alapfeltétele a kibocsátó megbízása alapján elkészített minősítés. Ismert még a befektetői modell is, amikor a minősítés csak előfizető befektetők részére elérhető. Amíg 1987-ben a hitelminősítők bevételeinek 80%-át a kibocsátó megbízása tette ki,⁸⁹ addig ez mára a 90%-tól⁹⁰ a 95%-ig terjed.

A Basel II.⁹¹ is elhatárolja egymástól ezt a kétfajta minősítést.⁹² Sőt minőségileg tesz különbséget közöttük, amikor a kockázattal súlyozott kitettség értékek kiszámításakor csak a megbízásos minősítés az elfogadott és az önkéntes minősítés csak a tagállami pénzügyi felügyelet⁹³ egyetértésével lehetséges.⁹⁴ Ennek értelmében, minél jobb a minősítés, annál csekélyebb a kockázattal súlyozott kitettség, és ennek megfelelően kisebb a szükséges saját tőkeállomány.⁹⁵ Ebben az esetben beszélhetünk a minősítés szabályozó funkciójáról, hiszen a jogszabály közvetlenül vagy közvetve minősítés meglétéhez kapcsol különböző jogkövetkezményeket.⁹⁶ A legtöbb esetben a kibocsátás nem is volna lehetséges a minősítés nélkül,⁹⁷ amelyet a szektort szabályozó törvény vagy a tőzsde belső szabályzata írhat elő.⁹⁸ Ennek a funkciónak a másik megjelenése, hogy Németországban biztosítótársaságok⁹⁹, a

⁸⁶Pl. bizalmas beszélgetések a vállalt magas beosztású vezetőivel. Vö. Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen. HL 2006/C 59/02. 3.

⁸⁷STEMPER: *Marktmisbrauch durch Ratingagenturen?* WM, 2011/37, 1741.

⁸⁸KLIGER–SARIG: *The Information Value of Bond Rating*. Joff, 2000/6, 2879.

⁸⁹CANTOR–PACKER–COLE: *Split Ratings and the Pricing of Credit Risk*. 1997, Federal Reserve Bank of New York, Research Paper Nr. 9711Uo, 4.

⁹⁰BOOM: *A monopolistic credit rating agency*. Departmental Working WP, 2011, Freie Universität Berlin, 2.

⁹¹Ld. A bázei reform, in MARJÁN i.m.154-156.

⁹²Basel Committee on Banking Supervision: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (Basel II.) 108. §

⁹³A Basel II. átvétele ld. 2006/48 EK irányelv a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról. [2006] HL 77., 2006.6.30., 1-200. o., 80. és 81. cikk.

⁹⁴Németországban engedélyezik az önkéntes minősítés igénybevételét (ld. Solvabilitätsverordnung 46.§ (2) bek.), de Svájcban nem in: VASELLA i.m.18.

⁹⁵EMMENEGGER: *Die Regulierung von Rating-Agenturen*. SZW, 2006/1, 36.

⁹⁶VEIL–TEIGELACK i.m.455.

⁹⁷Az angol szakirodalomban ezért terjedt el a szemlétes „Gatekeepers” kifejezés. Vö. ELLIS–FAIRCHILD–D’SOUZA: *Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea?: Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis*. SJL, 2012/tavaszi, 176.

⁹⁸Pl. a Stuttgarteri tőzsde szabályzata tartalmaz ilyen rendelkezést a Bondm kereskedési szegmens esetében. Vö. Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse 36.§ (3)bek. 3.; Ebben az esetben a Stuttgarteri tőzsde hét intézet minősítését fogadja el.

⁹⁹Vö. Versicherungsaufsichtsgesetz 54§ (1) bek.

nyugdíj pénztárak csak olyan alapokba fektethetnek, amelyek megfelelő (pozitív) minősítéssel rendelkeznek.¹⁰⁰

6. Objektív kategória

6.1. Európai Értékpapír-piaci Hatóság

A 2011 januárjában a munkáját megkezdő, és két pillérre – mikro és makro ellenőrzésre – épülő európai pénzpiaci felügyelet¹⁰¹ komoly szerepet kap a válság utáni szabályozási struktúrában, amely egy keveréke a klasszikus, három-oszlopú-modellnek és a Taylor általi¹⁰² Twin-Peaks-Modellnek.¹⁰³ A hitelminősítők ellenőrzését a Párizsban működő¹⁰⁴ Európai Értékpapír-piaci Hatóság¹⁰⁵ (EÉPH, Hatóság) szemben a tőkepiac más területeivel – tagállami felügyelet nélkül – kizárólagosan látja el.¹⁰⁶

A minősítés jogalkotó általi szubjektív kiüresítése, azzal a következménnyel járt, hogy az intézetek kidolgoztak olyan globális szabványosított minősítési rendszereket, amelyekre a tagállami felügyeletnek már semmilyen hatása nem volt.¹⁰⁷ Nem véletlen, hogy Blaurock a felügyeleti rendszer hiányosságára vezeti vissza a válság kirobbanását.¹⁰⁸ Ez a folyamat az USA-ban még szélsőségesebben zajlott le, mert az amerikai tőzsd felügyelet „technikai ellenőrző szervvé tette a magántulajdonban lévő hitelminősítő cégeket,”¹⁰⁹ amik így már közfeladatot ellátó szerepbe kerültek.

A jogalkotó egy nyilvántartásba-vételi eljárást vezet be (hitelminősítők felügyeletének előszobája), amely egyben megfelelő garanciális eleme az ellenőrzésnek. Egyrésztől minősítőknek csak akkor szabad tevékenynek lenniük a belső piacon, ha a felügyelet az intézetet nyilvántartásba vette, így a tevékenységük az Unió egész területen

¹⁰⁰VETTER: *Rechtsprobleme des externen Ratings*. WM, 2004/35, 1702.

¹⁰¹Ld. LEHMANN-MANGER-NESTLER: *Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem*. ZBB, 2011/1, 2-24.

¹⁰²Ld. TAYLOR: *'Twin Peaks': A Regulatory Structure for the New Century*. 1995, Centre for the Study of Financial Innovation, 1995.

¹⁰³HEUN (2012b) i.m. 237.

¹⁰⁴A Hatóság 2011 végén 58 fős stábbal rendelkezett, amely a tervek szerint 2012 végére 101 főre bővül.

¹⁰⁵Melynek jogelődje az Európai Értékpapírpiaci Szabályozók Bizottsága (CESR) ld. HUPKA: *Kapitalmarktaufsicht im Wandel – Rechtswirkungen der Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) im deutschen Kapitalmarktrecht*. WM, 2009/29, 1351-1358.

¹⁰⁶Egy tervezet szerint az Európai Központi Bank látta volna el a minősítők ellenőrzését. in. SCOTT-GELPERN: *International Finance Law and Regulation*. 2012, Sweet & Maxwell, 331.

¹⁰⁷HEUN (2012b) 242.

¹⁰⁸BLAUROCK: *Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkrise*. JZ, 2012/9, 23.

¹⁰⁹KOLOZSI-LENTNER-TÓTH i.m.16.

jogszerűvé válik.¹¹⁰ Másrészt, a pénzügyi szolgáltatóknak csak olyan intézettől szabad minősítést elfogadnia, amely az EU-ban székhellyel rendelkező jogi személy, és a nyilvántartásba vételi eljárásan átesett. Az utóbbi körmönfont megoldással a Bizottság csapdába ejtette a harmadik országban tevékeny intézeteket, mivel gazdaságilag jóval nagyobb a veszteni valójuk,¹¹¹ ha távol maradnak a belső piactól, mintha alávetik magukat az uniós előírásoknak. Harmadik országban tevékeny intézeteknek egy befogadási eljárás kell átesniük, de csak akkor, ha a minősítésre vonatkozó követelmények a harmadik országban legalább olyan szigorúak, mint az EU-ban és ugyanazokat „célokat és hatásokat”¹¹² érik el. A jogalkotó hatáskörök híján csak extraterritoriális jogalkotással tudtam a harmadik országból származó minősítést szabályozni. A rendelet tényállásaiban a harmadik országbeli¹¹³ jogalanyok vonatkozásában az esemény bekövetkezésének helye és a jogkövetkezmény belépésének helye az EU.

A „Felügyelet felügyelete” jogalkotási (regulation) és felügyeleti (supervision) szinten olyan hatáskörökkel rendelkezik,¹¹⁴ amelynek határát az képezi, hogy a „hatóságok nem befolyásolhatják a minősítések tartalmát vagy módszereit”.¹¹⁵ Az 1095/2010/EU rendelet szerint EÉPH közvetlen felügyeleti (magyar jogdogmatika szerint végrehajtási ill. ellenőrzési)¹¹⁶ jogosítvánnyal csak az uniós jog megsértése, vészhelyzetek előállásakor és a hatáskörrel rendelkező hatóságok közötti, a határokon átnyúló eseteket érintő nézeteltérések rendezése esetében élhet.¹¹⁷ Így a minősítőket érintő számtalan közvetlen felügyeleti jogosítvány (tájékoztatás kérése, általános vizsgálat lefolytatása, helyszíni ellenőrzés, érintett személyek meghallgatását) kivételt jelent az általános szabályozás alól, mert ezzel a Hatóság a tőkepiaci egyik szereplője felett kizárólagos felügyeleti hatáskörrel bír.

Közgazdasági szemmel – Sinn szerint – egy szabályozás sikere annak rögzítésén múlik, hogy az állam mit tesz a piaci szereplőkkel szemben, ha azok a megszegik a szabályokat.¹¹⁸ Üdvözlendő, hogy a Hatóság különböző súlyú szankcionálási eszközökkel

¹¹⁰2012. július 12.-ig 31 intézetet regisztrált a Hatóság és csak egy (Japan CRA Ltd), amelyik harmadik országból származik. A három nagy minősítő európai leányvállalatukon keresztül van jelen a piacon. Ld. <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>.

¹¹¹Az eurózónában közel 6000 hitelintézet működik. In. NEINHAUS: *Die EU zimmert weiter in der Bankenunion*. FuW, 2012, Nr. 83. 20.

¹¹²1060/2009/EK rendelet 13. preambulum bekezdés.

¹¹³Elsősorban az USA-ra kell gondolni. Pl. az indiai piacon a CRISIL (ebből S&P 52% tulajdoni hányad), ICRA (ebből Moody's. 29 % tulajdoni hányad), CARE. In MÖLLERS–WECKER: *Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union*. ZRP, 2012/4, 109.

¹¹⁴MOLONEY, Niamh: *EC Securities Regulation*. 2008, European Union Law Library, 2008, 1009. 1102.; WMEERSCH: *Das neue europäische Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtssystem*. ZGR, 2011/5, 443. 448.

¹¹⁵513/2011/EU rendelet 23. cikk.

¹¹⁶RUSZNÁK: *Bankfelügyelet*. in PETRIK: *Bankjog*. 2003, HVG, 81.;83.

¹¹⁷1095/2010/EU rendelet 17-19. cikk.

¹¹⁸SINN i.m.297.

rendelkezik, a jogsértő minősítőkkal szemben. Ide tartozik a pénzbírság, időszakos kényszerítő bírság, a nyilvántartásból való törlés, vagy eltilthatja a hitelminősítések kiadásától. Mivel az intézetek haszon orientált vállalkozások, nagy a gyakorlati jelentősége annak, hogy jogsértés esetén törölhetik őket a nyilvántartásból, és így bevételtől esnek el, vagy csak (egyszeri) pénzbírsággal sújthatóak. Jól jelzi a belső piac súlyát, hogy a „hitelminősítő ellenes európai hangulat”¹¹⁹ ellenére a három nagy intézet (S&P, Fitch, Moody's) továbbra is tevékeny a piacon.

Az EÉPH számtalan jogalkotási jogosítványa¹²⁰ mára a gyakorlat terén is megnyilvánult. Az 513/2011/EU rendelet külön felhatalmazza a Hatóságot a minősítő módszerek értékelésére.¹²¹ Ez jó példája annak, hogy – különösen egy a gyakorlatban releváns normát – az EÉPH hogyan tölti ki anyagi jogi tartalommal. A Hatóság mindeddig négy szabályozástechnikai standardtervezetet dolgozott ki,¹²² amelyek a Bizottság jóváhagyására várnak. Továbbá egy soft law kategóriájába tartozó iránymutatás is elkészült a harmadik országból származó minősítés átvételével kapcsolatban.¹²³ Az EÉPH tanácsadó szerepével élve egy technical advicet készített¹²⁴ a Bizottság által tervezett felhatalmazáson alapuló¹²⁵ jogalkotási eljáráshoz.¹²⁶ Nem lebecsülendő ez, hiszen a Hatóság rendelkezésére álló szaktudás akár jelentős mértékben befolyásolhatja a tervezett jogalkotási aktust.

A válságra adott nemzetközi válaszok kapcsán is feltűnhet, hogy a jogalkotó egyre kevesebb helyet ad a nemzeti jogalkotásnak, ami – Blaurock szerint – a globális pénzpiacok szükséges következménye.¹²⁷ A hitelminősítők szabályozásának története alapján is megállapítható, hogy a transznacionális politikai döntések száma megnőtt, és ezzel párhuzamosan az országok területei alapján szerveződő képviselői demokrácia szerepe veszít jelentőségéből.¹²⁸ Ami a felügyeleti rendszerek és az államok kölcsönös együttműködése kapcsán – különösen a Lisszaboni Szerződés¹²⁹ után¹³⁰ – az EÉPH-gal kapcsolatban is jogosan merülhet fel a demokrácia és a jogállamiság elvének érvényesülése. Az előbbivel

¹¹⁹Barnier dringt auf neue Rating-Regeln. BZ, 2011. Nr. 131. 7.

¹²⁰Ld. BAUR-BOEGL: Die neue europäische Finanzmarktaufsicht – Der Grundstein ist gelegt. BKR, 2011/5. 181-186.; ZÜLCH-HOFFMANN-DETZEN: ESMA – Die neue europäische Wertpapier- und Kapitalmarktaufsicht. EWS, 2011/5, 170-172.

¹²¹513/2011/EU rendelet 21. cikk. (4) bek. d).

¹²²ESMA, Final report 2011/464.; ESMA, Final report 2011/463.; ESMA, Final report 2011/462.; ESMA, Final report 2009/461.

¹²³ESMA, Final report 2011/39.

¹²⁴ESMA, Final advice 2011/144.

¹²⁵Vö. EUMSZ. 290.cikk.

¹²⁶Ez a Lámfalussy eljárás második szakasza, ahová a végrehajtási szabályok és jogosítványok tartoznak.

¹²⁷BLAUROCK, Uwe: Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkrise. JZ, 2012/9, 232.

¹²⁸HEMELING i.m. 640.; HABERMAS, Jürgen: Zur Verfassung Europas - Ein Essay. Berlin: Suhrkamp, 2011, 8.

¹²⁹Ld. STREINZ, Rudolf – OHLER, Christoph – HERRMANN, Christoph: Der Vertrag von Lissabon zur Reform der EU, Einführung mit Synopse. München: C.H. Beck, 2010.

¹³⁰A Lisszaboni Szerződés tartalmaz először saját címet a demokráciáról. (EUSz. II. cím.)

kapcsolatban a Hatóság olyan új, eddig még meg nem lévő hatásköreiről beszélünk, amelyek korábban a tagállamokat illették meg, és amelyek 2011-től egy a Bizottságtól független intézmény hatáskörébe tartoznak, így az esetlegesen számításba vehető gyakorlata az Európai Unió Bíróságának (EUB) a Meroni I.-II.¹³¹ kizárható.¹³² De ezen a területen – az EÉPH-nak jövőbeli szerepétől függően – még lehetnek változások. Nem véletlen, hogy a kialakuló Bankunió kapcsán az Európai Központi Bank feletti demokratikus ellenőrzésében az EP jóval nagyobb szerepet kap majd.¹³³ Egy független Hatóság intézményi garanciája, az hogy jogi személyiséggel, költségvetési autonómiával, megfelelő humán és pénzügyi erőforrásokkal, illetve független irányítással legyen felruházva.¹³⁴ De különösen fontos, hogy a jogállamiság elvének is megfeleljen. A rendelet értelmében egy kétszintű jogorvoslati rendszer áll a panaszos rendelkezésére,¹³⁵ amelyet megfelelőnek lehet minősíteni.¹³⁶

A hatósági felügyeleti jogosítványoknak (még) nincsen olyan nagy gyakorlati jelentősége az európai tőkepiacon.¹³⁷ A tapasztalatok azt mutatják,¹³⁸ hogy a végrehajtást tekintve az EÉPH tevékenysége leginkább a minősítők szabályozására terjed ki. Ugyanakkor jogalkotási szinten a tőkepiac számos területén tevékeny, ebből kifolyólag nagyon valószínű, hogy a jövőben – különösen – a szabályozástechnikai standardtervezetekkel jelentős gyakorlati hatást fog a piacra kifejteni.¹³⁹ Ezért mindenképpen hatékony jogi környezetről van szó.¹⁴⁰ Ugyanakkor hatékony felügyeletről ilyen rövid idő elteltével még korai lenne beszélni.¹⁴¹

6.2. Piaci visszaélések

2011 elején a spanyol védőügyvéd Gonzalo Boyer azzal a keresettel fordult a spanyol bírósághoz, hogy gyanúja szerint a három legnagyobb hitelminősítő spanyol leányvállalatai,

¹³¹C-9/56. sz. ügy Meroni kontra Főhatóság I. [HL 8., 1958.07.17., 101.o]; C-10/56. sz. ügy Meroni kontra Főhatóság II. [HL 8., 1958.07.17., 119.o]

¹³²SOHN: *Rechtsgutachten, Errichtungen europäische Behörde für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht*, CEP, 2009, 4.

¹³³COM/2012/0511 javaslat a tanács rendelete az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról. 2012/0242 (CNS), 21. bek.

¹³⁴VALENTINY: *Hogyan méri az ágazati szabályozó szervezetek hatékonyságát?* KSz, 2008/10, 892.

¹³⁵Ld. SONDER: *Rechtsschutz gegen Maßnahmen der neuen europäischen Finanzaufsichtsagenturen*. BKR, 2012/1, 8-12.

¹³⁶HaDE: *Jenseits der Effizienz: Wer kontrolliert die Kontrolleure?* EuZW, 2011/17, 665.

¹³⁷WALLA: *Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas – Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick*. BKR, 2012/7, 267.

¹³⁸Ld. HANKE: *Steven Maijor: Zwischen den Fronten*. HB, 2012, Nr. 149, 31-32.

¹³⁹WALLA i.m.270.

¹⁴⁰Möllers „nem jentéktelen robbanóanyagról” beszél. In MÖLLERS(2010) i.m.289.

¹⁴¹Ellenkező vélemény vö. SENN, Myriam: *Finanzmarktregulierung – Zurückschauend oder vorausschauend?* SZW, 2011/3, 253.

tudatosan még a tőzsdei záras előtt negatív értékelést hoztak nyilvánosságra Spanyolország hitelességéről (spanyol eset), aminek következtében a spanyol államkötvények kamatai az egekbe szöktek.¹⁴² Boyer szerint néhányan előre tudomást szerezhettek a leminősítésről és hasznot húzhattak belőle,¹⁴³ amely felveti a bennfentes kereskedelem kérdését.¹⁴⁴

6.2.1. Bennfentes információ

A tőkepiac szabályozásának két legfontosabb célja az egységes és működőképes piac megteremtése.¹⁴⁵ Amelyre a bennfentes kereskedelem¹⁴⁶ nagyon káros hatással van,¹⁴⁷ hiszen veszélyezteti az tőkepiac intézményi működőképességét, mert nem valósul meg az akadálytalan piacra lépés a kibocsájtók oldaláról, valamint megrendül a tőkepiac működésébe vetett bizalom.¹⁴⁸ Mivel erről a 1060/2009/EK rendelet nem tartalmaz rendelkezést, 2003-ban meghozott piaci visszaélésekről szóló irányelv rendelkezéseit.¹⁴⁹

A minősítési folyamat során az intézeteknek számos lehetőségük van bennfentes információval találkozni. Legegyszerűbben a megbízásos minősítés során megbízótól kerülhet az intézet birtokába¹⁵⁰ belső, nyilvánosságra nem hozott információ, amelyekhez az intézetek a minősítés elkészítése céljából jogosultak hozzáférni.¹⁵¹ Az intézetek saját hitelminősítéseiken keresztül is képesek bennfentes információ előállítására,¹⁵² amely lehet, hogy csak közvetve érinti a kibocsátót vagy a pénzügyi eszközt.¹⁵³ Ennek azonban pontosnak kell lennie, és olyannak, amelyet nem hoztak még nyilvánosságra. Már létező körülményre kell vonatkoznia, amelyből arra lehet következtetni, hogy jövőben meg fog valósulni legyen az pozitív vagy negatív tartalmú. Ebben segít a minősítők track records-ja, amely arról ad tájékoztatást, hogy egy intézet egy minősítést hosszabb távon mennyire becsült meg

¹⁴²TRICARICO: *Klage von spanischem Anwalt "Ratingagenturen haben mein Land zerstört."* Spiegel-online. 2011.02.28.

¹⁴³STEMPER(2011) i.m. 1744.

¹⁴⁴Ld. AVGOULEAS: *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*. 2005, Oxford University Press.; FISCHER-ROSS: *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?* HLR, 1991/105. 503-553.

¹⁴⁵VEIL-WALLA i.m.42.

¹⁴⁶Magyar jogban: 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról (Tpt) Hatodik Rész XXI. fejezet 199.§ - 205.§

¹⁴⁷Közgazdasági szempontból ld. VAJDA: *Bennfentes kereskedelem*. KSz, 2003/3, 235-253.

¹⁴⁸TOMORI: *Értékpapírtörvény és a tőkepiac szabályozása*. 2010, Közép-Európai Brókerképző Alapítvány, 340.

¹⁴⁹2003/6/EK irányelv a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) [2003] HL L 96., 2003.4.12., 16-25.

¹⁵⁰A bennfentes információ birtokosai lehetnek ld. 2003/6/EK rendelet 2.cikk 1. bek.

¹⁵¹Ld. C-384/02. sz. ügy Knud Grøngaard és Allan Bang elleni büntetőeljárás [EBHT 2005., I-09939 o.] 31. pont „az információ átadásának megindokolásához szoros kapcsolatnak kell lennie ezen információ átadása és e munkavégzés, foglalkozás vagy kötelezettség teljesítése között.”

¹⁵²Bennfentes információ fogalma: 2003/6/EK irányelv 1. cikk. (1.) bek. Nr. 1.

¹⁵³VEIL: *Verbot von Insidergeschäften*. in VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck,160.

helyesen.¹⁵⁴ Ezeken felül szükséges, hogy az információ jelentős hatást gyakoroljon a szóban forgó eszközök árára. Általában a befektetők döntéseiket a termék sorsának jövőbeli kilátásai alapján hozzák meg, egy minősítés kibocsátása alkalmas lehet arra, hogy a tőzsdei- és a piaci árakat, illetve a kibocsátó adósságát jelentősen befolyásolja. Különösen abban az esetben, ha kibocsátó pénzügyi körülményei a rating triggers miatt jelentősen romlanak.¹⁵⁵

Mint a spanyol eset is mutatja, maga a minősítés – minősítési előkészületek – is lehet bennfentes információ tárgya. Különösen, ha egy ismert intézettől származik és még nem került nyilvánosságra.¹⁵⁶ Ha elfogadjuk tényállásként a spanyol esettel kapcsolatban, hogy a hitelminősítők még a nyilvánosságra hozatal előtt negatív tartalmú eredményt közöltek egy kisebb befektetői csoporttal, akik ezáltal nyereségre tettek szert. Az EUB Georgakis ügye kapcsán hozott ítéletéből a következő megállapításra juthatunk. Mindazok, akik „e döntés meghozatalában részt vettek, e döntésről és annak tartalmáról”¹⁵⁷ tudomást szereztek, attól függetlenül, hogy tartalmilag befektetői körből ki és mennyit tudhatott a minősítők szándékáról, a kör összes tagja megvalósítja a bűncselekményt, mert „olyan információról van szó, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, amely pontos, átruházható értékpapírra vonatkozik, és nyilvánosságra kerülése esetén”¹⁵⁸ az államkötvények árfolyamának lényeges befolyásolására alkalmas lenne.

Itt érdemes megvizsgálni, hogy az uniós jogalkotó korábban hogyan vettek ki a hitelminősítők szabályozását az európai és a tagállami szabályozásból.¹⁵⁹ A 2003/125/EK irányelv szabályozza a befektetési ajánlások végrehajtási szabályait, amely a magyar jogba a Bszt.-vel került átültetésre.¹⁶⁰ Mivel az irányelv egyértelműen kifejezésre juttatja, hogy a hitelminősítők olyan véleményeket adnak ki, amelyek „nem képeznek az ezen irányelv értelmében vett ajánlásokat”,¹⁶¹ ezért a befektetési elemzésről szóló szakasz természetesen nem alkalmazható a hitelminősítőkre.¹⁶² A befektetési elemzés törvény szerinti meghatározása¹⁶³ visszautal a Tpt. által bevezetett fogalomra, amely tartalmilag egyértelműen a befektetési ajánlást írja le.¹⁶⁴

¹⁵⁴DEIPENBROCK: *Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens*. WM, 2005/6, 262.

¹⁵⁵DITTRICH: *The credit rating industry competition and regulation*. 2007, Universität Köln, 107.

¹⁵⁶STEMPER i.m.1743.

¹⁵⁷C-0391/04. sz. ügy. Georgakis kontra Oikonomikon. [HL 8. 2007. 05.10., 3759. o] 33. pont.

¹⁵⁸Uo. 34. pont

¹⁵⁹DEIPENBROCK(2005b) i.m.2088.

¹⁶⁰2007. évi CXXXVIII. Törvény (Bszt.) a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól.

¹⁶¹2003/125/EK irányelv 10. preambulum-bekezdés.

¹⁶²Vö. Bszt. 76. §

¹⁶³Bszt. II. Fejezet 8. pont.

¹⁶⁴Tpt II. Fejezet 9. pont.

A Bizottság legújabb javaslata szerint öt különböző fajtája lesz a bennfentes információ fogalmának,¹⁶⁵ ami kitágítja a piaci visszaélések törvényi szabályozásának körét.¹⁶⁶ Lényeges, hogy a jogalkotó a bennfentes információ „pontos” kitételét már az árfolyamára gyakorolt lehetséges hatással kapcsolja össze.

Magyarországon¹⁶⁷ tiltott a bennfentes kereskedelem¹⁶⁸ – különösen a bennfentes információknak továbbadása, felhasználása, ez alapján javaslatként a harmadik (jogosulatlan) fél számára tilos – amely tényállásoknak a célja, annak garantálása, hogy a befektetők azonos elbírálásban és megfelelő védelemben részesüljenek a jogtalan bennfentes információ alkalmazásával szemben.¹⁶⁹ A válság következményeként a Bizottság egy másik javaslata a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció büntetőjogi szankcióiról¹⁷⁰ egy jóval szigorúbb rendelkezést kíván bevezetni.¹⁷¹ Ez egy új időszámítást is jelenthet az európai tőkepiaci jogban, mert a jogalkotó mindeddig a négy keretirányelv egyikében sem követelt meg a kizárólagos büntetőjogi szabályozást.¹⁷² A javaslat a közigazgatási szankcionálást elégtelennek minősíti és a tagállamoknak a legsúlyosabb büntető jogi tényállást kell átültetniük a nemzeti jogba.¹⁷³ Ebben az esetben Magyarország is az eddigi „látszattényállás”¹⁷⁴ megváltoztatására kényszerül.

6.2.2. Piacbefolyásolás

Az intézeteknek a minősítés elkészítésekor tudniuk kell, hogy maga a minősítés nem téves vagy félrevezető,¹⁷⁵ amennyiben igen, akkor piacbefolyásolást, a korábbi megnevezéssel, tisztességtelen árfolyambefolyásolást követnek el.¹⁷⁶ Szemben a bennfentes kereskedelem tilalmával, a piacbefolyásolással¹⁷⁷ kapcsolatban a 2003/125/EK irányelv mellett a 1060/2009/EK rendeletet is tartalmaz ide vonatkozó szabályokat.

¹⁶⁵COM(2011) 651 javaslat 6.cikk.

¹⁶⁶VEIL–KOCH: *Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs*. WM, 2011/49, 2300.

¹⁶⁷Ld. HARSÁNYI: *Bennfentes kereskedelem szabályozása a magyar és a német jogban*. 1997, Publ. Univ. Miskolc.

¹⁶⁸Vö. Btk 299/A. §; spanyol Btk (Codigo Penal) 284.§ 285.§

¹⁶⁹KÜMPEL: *Bank- und Kapitalmarktrecht*. 2011, Otto Schmidt, 1830.

¹⁷⁰COM(2011) 654 javaslat az Európai Parlament és a tanács rendelete a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció büntetőjogi szankcióiról, 2011.10.20.

¹⁷¹Hivatkozási alap az EUMSZ. 83. cikk 2. bek.

¹⁷²VEIL–KOCH i.m. 2298.

¹⁷³HINTERHOFER: *Auf dem Weg zu einer neuen EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen gegen Marktmissbrauch*. ZFR, 2012/4, 9.

¹⁷⁴KASZÁS: *Elvi elszántság, gyakorlati tehetetlenség: a bennfentes kereskedelem elleni küzdelem első másfél évtizede*. MJ, 2008/2, 102.

¹⁷⁵STEMPER i.m.1745.

¹⁷⁶TOMORI i.m.350.

¹⁷⁷Ld. TEIGELACK: *Marktmanipulation*. in VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 189-218.

A minősítők korábban érdekeltek voltak abban, hogy a minősített szervezet negatív vagy pozitív eredményt kapjon.¹⁷⁸ Ha például egy hitelminősítő elemző A termék minősítésén dolgozik és egyúttal a saját portfóliójában is megtalálható volt ez az A termék (fiktív eset), ismerve a tőkepiac működését, az elemző nagy valószínűséggel abból indulhat ki, hogy az általa kiadott minősítés mellett, hogy befolyásolni fogja az A termék kibocsátójának gazdasági helyzetét, közvetlenül érinti saját anyagi helyzetét is. Az előbbi helyzet megszüntetésére került bevezetésre, hogy azon elemzők, alkalmazottak vagy más természetes személyek, akik a minősítésben részt vesznek, közvetlenül vagy közvetve nem birtokolhatnak és nem tulajdonolhatnak minősített eszközt, vagy azzal kapcsolatban álló harmadik fél pénzügyi eszközeit.¹⁷⁹ Továbbá az elemzők és a minősítéseket jóváhagyó személyek vonatkozásában ki kell épülnie egy rotációs mechanizmusnak (személyi garanciák). Az előzőekben leírtak tükrében, a fiktív esetben az intézet nem adhat ki minősítést (intézményi garancia) és haladéktalanul nyilvánosságra kell hoznia, hogy a hitelminősítés veszélybe kerülhetett.¹⁸⁰ A jól körülbástyázott jogi problémának éppen ez a legfontosabb eleme, hiszen anyagi szempontból nem mindegy, hogy milyen a reputációja egy folyamatban lévő vagy már elkészült minősítésnek. Így minden bizonnyal az intézetek a gyakorlatban megpróbálnak majd megfelelő belső ellenőrző rendszereket és eljárásmodokat kialakítani.

Az is a piacbefolyásolás ellen hat, hogy a már nyilvántartásba vett minősítőnek az intézetre bízott bizalmas információkat nem szabad megosztania a hitelminősítő elemzőkkel és alkalmazottakkal, valamint a bizalmas információt nem lehet felhasználni pénzügyi eszközök kereskedelme céljából, vagy egyéb, a hitelminősítési tevékenységtől eltérő célból.¹⁸¹ Következtetesként levonható, hogy a rendelet keretei között egy viszonylag tág mozgástér áll az intézetek rendelkezésére, hogy az intézetek kialakítsák a fenti kötelezettségek teljesítését biztosító szabályzatokat és eljárásokat.¹⁸² Ennek kiinduló pontja lehetne az az alapszabály, hogy mindennemű a minősítést tartalmilag érintő bizalmas információt úgy kell tárolni és kezelni, hogy az semmilyen módon ne lehessen közvetlen kapcsolatba hozni a minősítés tárgyával. Ez megvalósulhatna többek között a titoktartási kötelezettség bevezetésével, azon alkalmazottak és elemzők vonatkozásában, akik a minősítési folyamatban közvetlenül nem vettek részt, de az információhoz hozzáférésük lehet. További lehetőség az is, hogy a

¹⁷⁸STEMPER: *Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings*. 2010, Nomos, 292.

¹⁷⁹1060/2009/EK rendelet I. melléklet C. szakasz. 1.

¹⁸⁰1060/2009/EK rendelet I. melléklet B. szakasz 3 a).

¹⁸¹1060/2009/EK rendelet I. melléklet C. szakasz 3 c) d).

¹⁸²1060/2009/EK rendelet I. melléklet A. szakasz 3.

minősítő intézet különböző osztályai közötti információs csatornákat szétválasszák az ún. „Chinese walls” bevezetésével.¹⁸³

Jól ismert az a nagy botrányt kavarázó eset, amikor a S&P internetes oldala előfizetőinek még azelőtt megküldte Franciaország leminősítését (francia eset), hogy azt a nyilvánosság előtt közzétették volna.¹⁸⁴ Nem véletlen tehát, hogy az intézeteknek „válogatás nélkül és időben kell közzétenniük a minősítésüket”,¹⁸⁵ melynek általános követelményeit a I. melléklet D szakasza szabályozza. Ezenfelül természetesen tilos a nyilvánosságra hozása – publikáció, konferencia, vagy bizalmas beszélgetés keretében¹⁸⁶ – bármely a jövőben tervezendő minősítésnek.¹⁸⁷

6.3. Strukturált pénzügyi termékek és a transzparencia követelménye

A brit pénzügyi felügyelet egykori vezetőjének szavai szerint „a pénzügyi szabályozás a válság előtt arra az alaptételre épült, hogy a piacok és a szereplők hatékonyak és racionálisak, ezért az árak a racionális egyensúly felé tendálnak.”¹⁸⁸ Ezért nem meglepő, hogy a jogalkotó – a viselkedéskutatás eredményeinek figyelmen kívül hagyásával¹⁸⁹ – nem foglalkozott azzal, hogy milyenek a szereplők, amikor irracionálisan cselekszenek.

A pénzpiac legújabb vívmányainak tekintett strukturált pénzügyi termékek egyik leghírhedtebb fajtája a Lehman-certifikátok.¹⁹⁰ Ebben az esetben, például sokan nem tudták, hogy tartalmilag milyen eszközöket is vásárolnak meg.¹⁹¹ A CESR jelentése szerint éppen a strukturált pénzügyi¹⁹² eszközökkel¹⁹³ kapcsolatban hagytakoztak a befektetők legtöbbször a minősítésre.¹⁹⁴ Ami nem véletlen, hiszen az ennyire összetett és áttételes eszközöknél¹⁹⁵ az

¹⁸³Ld. FETT: § 33. in SCHWER–ZIMMER: *Kapitalmarktrechts – Kommentar*. 2010, C.H.Beck, 1735-1737.

¹⁸⁴WEFERS–BLÄSKE: *Triple-Au für Standard & Poor's*. BZ, Nr. 219. 8.

¹⁸⁵1060/2009/EK rendelet 10. cikk. (1) bek.

¹⁸⁶STEMPER i.m.1746.

¹⁸⁷Ld. 1060/2009/EK rendelet I. melléklet, C. szakasz, 3.b).

¹⁸⁸MADARÁSZ: *Buborékok és legendák*. KSZ, 2009/7-8, 610.

¹⁸⁹Ld. KOMÁROMI: *A hatékony piacok elméletének elméleti és gyakorlati relevanciája*. KSZ, 2002/5, 385-391.

¹⁹⁰Amelyek egy héttel a bankház csődje előtt legjobb (A+, S&P) és nagyon jó (A1, Mood's) minősítést kaptak. in Sinn i.m.143.

¹⁹¹MÄRKER: *Zur Funktionsweise von Lehman-Zertifikaten*. BKR, 2011/4, 148.

¹⁹²Közgazdasági szempontból ld. MEDVEGYEV: *A származtatott termékek árazása és annak problémái az egyensúlyelmélet szempontjából*. KSZ. 2009/9, 769-789.

¹⁹³1060/2009/EK rendelet 3. cikk. (1) bek. l). „a 2006/48/EK irányelv 4. cikkének 36. pontjában említett értékpapírosítási ügyletből vagy rendszerből származó pénzügyi vagy egyéb eszközök.”

¹⁹⁴CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured. CESR/08-277, 2008/5, 22.

¹⁹⁵SCHABERT: *Aufklärungs- und Informationspflichten bei Derivaten und strukturierten Produkten*. Hamburg: Kovac, 2012, 159-161.

információs asszimetria¹⁹⁶ – különösen az „ésszerűen eljáró befektető esetében”¹⁹⁷ – olyan nagymértékű, hogy minősítés nélkül nem lehet meghatározni a termékkel járó kockázatot.

A tőkepiacnak az átláthatóság biztosítása lenne az egyik feladata.¹⁹⁸ Ezenfelül a pénzügyi intermediátorok közé sorolható hitelminősítőknek az információs asszimetria csökkentése lenne a fő funkciója. Ezért elfogadhatatlan, hogy pl. a Lehman-certifikátok esetében éppen a minősítőkön múlt, hogy a tőkepiac allokációs funkciója – a gazdaságban meglévő megtakarítások közvetítése a megtakarítások felhasználóihoz¹⁹⁹ – hosszú távon nem valósulhatott meg. Ebből kiindulva megállapíthatjuk, hogy az intézeteknek egy nagyon erős feltételnek un. kettős transzparenciának kellene megfelelnie.

Valószínűleg hasonló felismeréssel vezérelve a jogalkotó a minősítések bemutatására vonatkozó szabályok közül a – transzparencia elvét alkalmazva – kiemeli a strukturált eszközökkel kapcsolatos minősítéseket, és ezekkel kapcsolatban további kötelezettséget vezet be.²⁰⁰ Így többek között a „módszerek, modellek és a fő minősítési feltevések közzétételét útmutatásnak kell kísérnie”, amelynek gondolva a befektető fogalmára, „egyszerűnek és könnyen érthetőnek kell lennie.” Ezt segíti elő, hogy a strukturált termékkel kapcsolatban az intézeteknek olyan járulékos szimbólumokat kell alkalmazniuk, amely segíti az egyértelmű megkülönböztetésben.²⁰¹

¹⁹⁶ Vö. Egy magyarországi befektetési szolgáltató tájékoztatójában: „A certifikátok legizgalmasabb tulajdonsága éppen sokszínűségében rejlik.” (forrás nem nyilvános)

¹⁹⁷ Az EUB várhatóan Schremp lemondása kapcsán tovább pontosítja az európai befektető ideáltípusát. in LANGENBUCHER: *Der „vernünftige Anleger” vor dem EuGH*. BKR, 2012/4, 145.; Ld. C-19/11. sz. ügy Mengozzi főtanácsnok indítványa: Markus Geltl kontra Daimler AG. [EBHT 2012., 00000 o.]

¹⁹⁸ LENENBACH, Markus: *Kapitalmarktrecht*. 2010, RWS, 20.

¹⁹⁹ HARSÁNYI: *Értékpapírok és ügyletek a magyar tőkepiacon*. 2002, UNIO, 139.

²⁰⁰ 1060/2009/EK rendelet: Melléklet, D szakasz. II.

²⁰¹ 1060/2009/EK rendelet 10. Cikk. (3) bek.

7. Szubjektív kategória

7.1. Hitelminősítők függetlensége

A pénzügyi válság következményeként minősítők által alkalmazott kibocsátói pénzügyi modell a figyelem középpontjába került. Az intézetek eltávolodtak az objektív pénzügyi intermediátor szerepüktől, és egyre inkább a kibocsátók érdek táborába sodródtak.²⁰² Így a minősítőkkel kapcsolatban összeférhetetlenség volt az egyik legégetőbb kérdés.²⁰³ Ennek megoldása érdekében a jogalkotó egy összetett magatartás-kódexet vezetett be, amelynek gerincét az az alapelv képezni, hogy az intézeteknek valamennyi szükséges lépést meg kell tennie annak biztosítása érdekében, hogy a hitelminősítést egy lehetséges vagy egy fennálló összeférhetetlenség, esetleg üzleti kapcsolat ne befolyásolja²⁰⁴

Utóbbi alapelvet segíti a megfeleléshez²⁰⁵ kapcsolódó követelmények meghatározása. Minden az EU-ban nyilvántartásba vett intézetnek rendelkeznie kell egy „állandó, hatékony és független”²⁰⁶ megfelelési funkcióval,²⁰⁷ amelyben követnie kell, hogy az intézet és annak munkatársai megfelelnek-e a rendelet követelményeinek. Ennek személyi feltétele egy a megfelelésért felelős tisztviselő kinevezése, akinek anyagi és intézményi függetlenségét garantálni kell. Ez a feltétel nem új az európai tőkepiaci jogban.²⁰⁸ A jövőben különösen érdekes lehet annak megnyilvánulása, hogy a megfelelési funkció, hogyan tárja fel a minősítő saját kötelezettségeinek hiányosságát.

A jogalkotó a kibocsátói pénzügyi modellt részesíti előnyben, amelynek szükséges a felteltekhez képest transzparens működtetése. Az intézetek kötelesek nyilvánosságra hozni azon minősített szervezeteknek a nevét, amelyektől az éves bevétel 5%-a származik,²⁰⁹ ami a minősítők megvédése saját maguktól.

A szabályozás ellenére a pénzügyi modellben még mindig ott rejtőzik az összeférhetetlenség csíráját, ami magában hordozza a visszaélés lehetőségét. Ezért

²⁰²OPPITZ: *Zur Aufsicht über Ratingagenturen*. ÖZW, 2011/3, 66.

²⁰³VEIL-TEIGELACK i.m.460.

²⁰⁴1060/2009/EK rendelet 6.cikk (1) bek.

²⁰⁵Ld. WUNDENBERG: *Compliance in Wertpapierfirmen* in VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 471-517.

²⁰⁶1060/2009/EK rendelet I. melléklet A. szakasz. 5.

²⁰⁷Vö. ESMA Presse Release (2012.03.22.)

²⁰⁸Vö. 2006/73/EK irányelv a 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési vállalkozások szervezeti követelményei és működési feltételei, valamint az irányelv alkalmazásában meghatározott kifejezések tekintetében történő végrehajtásáról. [2006] HL L 241; 2006.08.10.; 258-290. 6. cikk.

²⁰⁹Európai kibocsátók minősítésének a díja kb. 5000 €-tól az 1 millió €-ig terjedhet. A folyamatos figyelés éves szinten 25 000 € és 40 000 € között mozog. in VASELLA i.m.88.

elgondolkodtató lenne, hogy milyen más modell használata lehetne még megoldás.²¹⁰ A kevésbé valószínű megoldások közül számításba vehető a megbízásából született minősítés betiltása.²¹¹ Legkézenfekvőbbnek tűnik, megtörni a minősítő és a kibocsátó szoros viszonyát egy harmadik közvetítő szereplővel, ami lehetne a tagállami felügyelet vagy egy független vagyongkezelő.²¹²

A pénzügyi modellnek további következménye, hogy nem teremtett egyértelmű viszonyokat a szerződő felek között, így a minősítők gyakran tanácsadói feladatokat is elláttak. Az intézetek egyrészt attól való félelmükben, hogy elveszítik a tanácsadási üzletágban betöltött szerepüket, másrészt a nyereség érdekében,²¹³ olyan terméket is nagyon jóra minősítettek, amelyekről maguk is jól tudták, hogy nem felelnek meg ennek a kitételnek. Ezért egyértelmű reakció a válságra a konzultációs és tanácsadási szolgáltatások tiltása. Természetesen továbbra is lehetősége van a minősítőknek „kiegészítő szolgáltatást”²¹⁴ nyújtani, amelynek egyedüli jogi feltétele, hogy nem lehet összeférhetetlen a minősítési tevékenységgel. Hasonlóan a minősítés megjelenéséhez, itt is külön kiemelésre kerülnek a strukturált pénzügyi termékek.²¹⁵ Mindazonáltal kivárandó marad, hogy hol húzódik az elválasztó vonal a tiltott tanácsadás és a megengedhető kiegészítő tevékenység között, amely azon túl hogy bizonytalanságot szül, orvoslásra szorul.²¹⁶ Éppen a szubjektív elemből kifolyólag az ügynökségek maguk is – a felelősségteljes vállalatirányítás jegyében – kialakíthatnának elválasztó rendszereket (pl. Chinese Wall).

Az EÉPH széles körű ellenőrzési jogosultsággal rendelkezik a minősítők fölött, amely értelmében akár helyszíni nyomozást is végezhetnek az intézeteknél. Ennek érdekében szükséges a megfelelő dokumentumok megőrzése,²¹⁷ amelyek igazolják²¹⁸, a minősítő tevékenységének nyilvántartását és az esetlegesen alkalmazandó ellenőrzési nyomvonalat. Ezen dokumentumok eddig is a részben megtalálhatóak voltak a minősítők irodáiban, így mostantól a kérdés az, hogy mi történik egy helyszíni ellenőrzés során a nagyon bizalmas információkkal. Ennek megfelelően az európai adatvédelmi biztos azontúl, hogy a rendelet néhány cikkét bírálta, ajánlásában felhívta a Bizottság figyelmét, hogy egyértelműbben meg

²¹⁰Egy európai minősítő létrehozása. Ld *Pläne für europäische Rating-Agentur vor dem Aus*. Zeit-online, 16.04.2012.; *Blueprint for an international non-profit credit rating agency*. Bertelsmann Alapítvány, 2012.

²¹¹MÖLLERS-WECKER i.m.107.

²¹²TÖNNINGSEN: *Die Regulierung von Ratingagenturen*. ZBB, 2011/6, 469.

²¹³Erre utal a S&P belső levelezőrendszeréből származó mondat: „it could be structured by cows and we would rate it.” <http://seeingthroughdata.com/2012/01/26/sp-it-could-be-structured-by-cows-and-we-would-rate-it/>

²¹⁴Vö. A minősítőkről: „befektetési tanácsadó cégek, amelyek kötvényeket annak megfelelően rangsorolják, hogy mekkora a nemfizetés valószínűsége.” in KOHN, Meir: *Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok*. 2007, Osiris, 65.

²¹⁵1060/2009/EK rendelet I. melléklet B. szakasz. 5.

²¹⁶BLAUROCK: *Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkriege*. JZ, 2012/9, 232.

²¹⁷1060/2009/EK rendelet I. melléklet B. szakasz. 5.

²¹⁸Ld. 1060/2009/EK rendelet I. melléklet B. szakasz. 7.

kell határozni a megőrzendő telefon- és forgalmiadat-kategóriákat, valamint ezeket korlátozni kell a rendelet alaplapján meghatározott súlyos jogsértésekre.²¹⁹

7.2. Minősítésben résztvevő személyek

A válság előtt szinte mindennapi volt, hogy az intézet munkaidőben az elemzőit minősítési és tanácsadói célból a kibocsátóhoz küldte. Amíg a minősítő saját alkalmazottainak szerényebb fizetést biztosított,²²⁰ addig a kibocsátó mesés tiszteletdíjban részesítette a „kölszönzött munkaerőt”.²²¹ Tehát nem véletlen, hogy a kibocsátó az ismételt minősítéssel is nagy valószínűséggel a korábban szerződött minősítőhöz fordult. Így a rendszeresen kiadott jó minősítés állandó bevételt biztosított az intézetnek. Ennek jövőbeli elkerülése érdekében a minősítőknek, ki kell építeni egy rotációs mechanizmust (szubjektív rotáció) az elemzők és a hitelminősítéseket jóváhagyó személyek vonatkozásában. Így lehet elhárítani azt, hogy egy intézetben belül ne ugyanazok a személyek minősítsék minden alkalommal a piaci termékeket. Ezt egészíti ki, hogy az elemzők és a minősítést jóváhagyó személyek díjazása nem függhet a minősítésből származó bevétel összegétől.²²²

A viselkedéskutatás eredményeiből is következik, hogy a rotáció ténylegesen segíthet a visszaélésszerű minősítés megelőzésében.²²³ Elsősorban nem a tudatos pénzügyi ösztönzők kikapcsolása, hanem tudat alatti inside view megszüntetés miatt. Természetesen abból kifolyólag, hogy egy intézet a minősített szervezettel többet foglalkozott, inkább alkalmassá teszi arra, hogy megítélje a szervezet helyzetét. Azonban, ha az elemző vagy az elemzők bizonyos köre túl sokat foglalkozik egy kibocsátóval, akkor előfordulhat, hogy a minősítés bekövetkeztének sikeres valószínűségét – akár a statisztikai valószínűség semmibe vételével – túlbecsülik.²²⁴

²¹⁹2012/C 139/02 Az európai adatvédelmi biztos véleménye a hitelminősítő intézetekről szóló 1060/2009/EK rendelet módosításáról szóló európai parlamenti és tanácsi rendeletre irányuló bizottsági javaslatról. [2012] HL L 139; 2012.05.115. 6-15, 56. pont.

²²⁰Vö. Németországban kb. 150 elemző dolgozik (frankfurti Fitch irodában 25), míg a világban kb. 5000. A Fitchnél a pályakezdő elemző éves jövedelme 70 000 €. in WELP-HAERDER: *Schrecklich harmlos. Ratingagenturen*. WW, 2011/34, 29.

²²¹SINN i.m. 43.

²²²1060/2009/EK rendelet 7. cikk.

²²³VEIL-TEIGELACK i.m.463.

²²⁴TEIGELACK: *Finanzanalysen und Behavioral Finance*. 2009, Nomos, 96.

7.3. Minősítés minősége

A mindig jó minősítést kapó ThyssenKrupp AG-t 2003 februárjában S&P váratlanul befektetésre nem ajánlott kategóriába helyezte (ThyssenKrupp eset). A minősítő lépését azzal indokolta, hogy a nemzetközi számviteli gyakorlat változásának következtében szükséges a nyugdíjkötelezettségeknek, mint jövőbeli adósságnak a feltüntetése.²²⁵ A társaságnak, amely szakértők által is próbálta bizonyítani, hogy a nyugdíjkötelezettségek összetettségük okán nem lehetnek a jövőbeli adósság tárgyai,²²⁶ a leminősítés következtében mintegy évi 20 millió eurós költséggel kellett számolnia.²²⁷ ThyssenKrupp eset kiváló példája annak, hogy az intézetek önkényesen is tudtak minősítést hozni. Ez pedig azonfelül, hogy súlyosan akadályozza a tőkepiac operatív működőképességét, megrendíti a minősítésbe, mint intézménybe vetett bizalmat. A hiteles minősítés elérése érdekében a jogalkotó előírja a minősítési tevékenység során alkalmazott modellek, módszerek közzétételét,²²⁸ amelynek „mélyreható elemzésen kell alapulnia”.²²⁹ Ezen adatokat az átláthatóság követelményének megfelelően az intézeteknek különböző időközönként (általános, időszakos) közzé kell tenni.²³⁰ A jogalkotó csak így látta garantálni a kiegészítő szolgáltatások, vagy a minősítésre vonatkozó módszerek és modellek megfelelő biztosítását. Ugyanakkor azt már nem mondja meg, hogy hol húzódik a határ a kötelezően közzé teendő módszer és a minősítő know-how-ja között.

A Parmalat csődje²³¹ (Parmalat eset) kapcsán arra figyelhetünk fel, hogy a minősítések nem tükrözték elég korán az eszközök piaci romlását, hiszen a vállalat részvényeit a csődöt megelőzően még jónak minősítették.²³²

A minőségi követelmények nagyfokú hiánya különösen a strukturált pénzügyi eszközökkel kapcsolatban érhető tetten.²³³ Erre világítanak rá híres tanulmányukban a Harvard Egyetem két közgazdásza.²³⁴ Benmelech és Dlugosz a 4000 megvizsgált CDO kötvény kapcsán megállapította, hogy a kötvények 70%-a „AAA” besorolású. Ugyanakkor, a számításaik szerint az átlagos minőség „B+”-nak felelne csak meg, ami persze nem tette volna lehetővé az eszközök eladását. A tőkepiaci alkímia egyik magyarországi megjelenése K&H

²²⁵ *Rating Upgrades für ThyssenKrupp*, Presse-Mitteilung: <http://www.thyssenkrupp.com>

²²⁶ VETTER i.m.1701.

²²⁷ GERKE–MAGER: *Die Macht der Ratingagenturen? Der Fall der ThyssenKrupp AG*. BFuP, 2005/3, 204.

²²⁸ 1060/2009/EK rendelet 8. cikk (1) bek.

²²⁹ 1060/2009/EK rendelet 8. cikk (2) bek.

²³⁰ Ld. 1060/2009/EK rendelet I. melléklet E. szakasz.

²³¹ Ld. FRITZ: *Der Parmalat Skandal. Die grenzenlose Gier des Managements*. 2004, Orac.

²³² BLAUROCK: *Verantwortlichkeit von Ratingagenturen Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?* ZGR, 2007/10, 613.

²³³ KERN–DHUMALE: *Research Handbook on International Financial Regulation*. Edward Elgar, 2012, 21.

²³⁴ BENMELECH–DLUGOSZ: *The alchemy of CDO ratings*. 2008, Harvard Business School.

Bank által kiadott CDO kötvények ügye (K&H esett).²³⁵ Ezek alapján a minősítések további minőségi hiányossága, hogy nem tudták időben kijavítani a minősítést. Az intézetek tapasztalat hiányában sokszor nem is tudták pontosan, hogy milyen eszközt minősítenek.²³⁶ Ezeket a hiányosságokat úgy kell orvosolni, hogy a minősítéseket évente felülvizsgálják, valamint belső szabályzatokat dolgoznak ki a piaci változások követése érdekében.²³⁷ A strukturált pénzügyi termékek minőségének javítása céljából felmerül, hogy a kibocsátónak egyszerre két intézettől kellene minősítést beszereznie illetve rendszeres időközönként kötelező lenne a minősítők rotációjában történő megbízása (objektív rotáció).²³⁸

7.4. Hitelminősítők felelőssége

A Basel II. szabályozása alapján láthatjuk, hogy az intézetek jelentősége nem áll arányban felelőtlenségükkel.²³⁹ A kettős transzparencia elvével összhangban elfogadhatatlan a hitelminősítők felelőtlen tevékenysége,²⁴⁰ mert amíg az intézetek nem lesznek tisztában a döntéseik morális következményeivel addig a legjobb szabályozás sem segíthet.

Ennek megvalósítását célozná az ügynökségek polgári jogi felelősségének²⁴¹ (felelősség) megállapítása, amelyet figyelemre méltó módon a Bizottság a szabályozást megelőző tanácskozáson megemlített,²⁴² de a „sikeres lobbizás”²⁴³ eredményeként a rendeletben nincsen már róla szó.²⁴⁴

Így tehát nem meglepő, hogy a hitelminősítők polgári jogi felelősségének megállapításával kapcsolatban eddig még nincs tagállami gyakorlat. Az első keresetet egy intézet felelősségének megállapítása érdekében 2010 júniusában egy befektető nyújtotta be a Frankfurti bíróságon, melyben kártérítést kért a hibás minősítés miatt.²⁴⁵ A felperes 30 000 € értékben fektetett be Lehman-certifikátokba, amely kibocsátáskor még „A+” értékelést kapott, amelyre a prospektus is hivatkozott.²⁴⁶

²³⁵Ld. GVH - K&H Bank Zrt. Vj-58/2009. 2009.11.05.

²³⁶VEIL-TEIGELACK i.m.463.

²³⁷1060/2009/EK rendelet 8. cikk (5) bek.

²³⁸MÖLLERS-WECKER i.m.108.

²³⁹MÖLLERS-WECKER i.m.109.

²⁴⁰MADARÁSZ: *Buborékok és legendák*. KSz, 2009/7-8, 614.

²⁴¹Vö. SÁRKÖZY: *Jogi felelősség a gazdaságban*. GésJ, 2008/7-8, 3-9.

²⁴²VEIL-TEIGELACK i.m. 470.

²⁴³WEFERS – BLÄSKE i.m. 8.

²⁴⁴Vö. 1060/2009/EK rendelet 69. preambulumbekzdés.

²⁴⁵Ld. OLG Frankfurt a.M., Urteil v. 28.11.2011. WM, 2011/50-52, 2360-2363.

²⁴⁶BERGER-STEMPER: *Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern*. WM, 2010/49, 2298.

A szubjektív (különösen a minősítés módszertani hibája) és objektív (a minősítés helytelen alkalmazása) kategóriák segítségével az intézetek felelhetnének a befektetőkkel szemben, akiknek abból az eladásból vagy vételből kára származik, amelyet egy intézet által minősített pénzügyi eszközre vonatkozólag tett. A szubjektív és objektív kategóriák megsértését az EÉPH-nak kellene ellenőriznie, és a polgári jog felelősségre vonás abban a tagállamban következne be, ahol a befektető lakhelye vagy székhelye található.²⁴⁷ Amennyiben a polgári jogi felelősség nem kerül megállapításra, alternatíva lenne – az intézetek jelentőségét csökkentve – a minősítés kivétele a Baseli szabályozásból.

8. Összegző megállapítások és következtetések

A gazdasági válság következtében kialakulóban van az új szabályozási struktúrája az európai tőkepiacnak. Ez összességében beleilleszkedik az új globális pénzügyi rendszerbe és képes lehet arra, hogy visszaállítsa a piac integritásába és stabilitásába vetett bizalmat. Öröndetes, hogy a jogalkotó nem egy vagy két piaci szereplőt próbál megregulázni, hanem törekszik a teljes európai tőkepiac szabályozására. Az egységes tőkepiac irányába az első igazi áttörés Lámfalussy eljárás volt,²⁴⁸ amit felerősített a válság utáni rendeleti jogalkotás. Ennek következtében mára jogfejlődés nagy ütemben az egységesítés felé halad.

Általában az a tapasztalat, hogy gazdasági válságában a jogalkotó csak későn nyúl a szabályozás eszközeihez és akkor is gyakran túlszabályozás lesz a végeredmény.²⁴⁹ Az elmúlt években az EU-ban kialakult a hitelminősítőknek egy egységes és átfogó szabályozása, amely nem hordozza a túlszabályozás elemeit. Sőt az objektív és szubjektív kategóriák segítségével láthatóvá váltak mindeddig szabályozatlan kérdések is.

Az objektív kategória legfontosabb eleme az EÉPH, ami megfelel a határon átvéelő ellenőrzés elvének („a piaci felügyeletnek és szabályozásnak a piacot kell követniük”).²⁵⁰ Nemcsak a felügyeleti jogot tekintve, hanem a felügyelet szervezeti és szerkezeti elemeit érintően is a Hatóság egy sajátos szerepet tölt be az európai jogrendszerben. Ezek pedig egy

²⁴⁷Vö. COM(2011) 747 javaslat az 1060/2009/EK rendelet módosításáról, 2011.11.15.

²⁴⁸MARJÁN: *Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió*. 2003, PH. D. értekezés, 164.

²⁴⁹HOPT i.m.1402.

²⁵⁰Uo.

új felügyeleti minőséget biztosítanak az európai tőkepiac és a minősítők számára, amely hosszabb távon az egységesülő tőkepiaci felügyeleti jog kialakulásához vezethet.²⁵¹

Az minősítési folyamatok átláthatóság, a megfelelési funkció kiépítése vagy a belső ellenőrzési rendszerek hiányossága – a szubjektív kategóriából származó kérdések – amelyekkel kapcsolatban szükséges lenne a szabályozás pontosítása. Ezzel párhuzamosan hitelminősítőknek a felelősségteljes vállalatirányítás jegyében még mindig nagy a mozgástere, a minősítés folyamatából származó jogi problémák megoldására. A közeljövő legfontosabb kérdései a felelősség megállapítása és egy függetlenebb pénzügyi modell kialakítása lehetnek.

Ugyanakkor a minősítőkkel kapcsolatos jogi kérdések nem csak a korábbi piaci szabályozás kudarcára vezethetőek vissza. Legtöbb esetben az a meggyőződésünk, hogy az üzleti érdek fontossága és nagyfokú tudatosság rejlik az intézetek tevékenysége mögött. Így amíg a piaci szereplők nem várják el, hogy a minősítők a pénzügyi intermediátor szerepükből adódó kötelezettségüknek teljes mértékben eleget tegyenek, addig nem lehet abból kiindulni, hogy az intézetek minden esetben tartani fogják magukat az európai normákhoz.

A hitelminősítők szabályozásának alaposabb értékeléséhez el kell majd telnie egy-két évnek. A már most látható jogi problémák ellenére csak remélni lehet, hogy ezeknek már nem lesz olyan súlyos következménye, mint a már szabályozott kérdéseknek.

²⁵¹Hasonlóan a biztosítási felügyeleti joghoz. Ld. DREHER: *Die Vollharmonisierung der Versicherungsaufsicht durch Solvency II*. VR, 2011/19, 825-864.; A további fejlődést tekintve példaként szolgálhat az európai Versenypolitikai Főigazgatóság, akinek a vállalategyesülések és az állami támogatások terén kizárólagos ellenőrzési jogosítványai vannak. In MÖLLERS i.m.289.

9. Irodalomjegyzék

9.1. Szakirodalom

1. Allen & Overy: *The future direction of global financial regulation*. Allen & Overy Global Survey, 2008.11.12.
2. ANDRIEU, Patrick: *Ratingagenturen in der Krise*, 2009, Peter Lang.
3. AVGOULEAS, Emilios: *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*. 2005, Oxford University Press.
4. BAUR, Georg – BOEGL, Martin: *Die neue europäische Finanzmarktaufsicht – Der Grundstein ist gelegt*. Bank- und Kapitalmarktrecht, 2011/5, 177-186.
5. BECK, Ulrich: *Was ist Globalisierung?* 1997, Suhrkamp.
6. BENMELECH, Efraim – DLUGOSZ, Jennifer: *The alchemy of CDO ratings*. 2008, Harvard Business School.
7. BERGER, Klaus – STEMPEL, Marthe-Marie: *Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2010/49, 2298-2295.
8. BLAUROCK, Uwe: *Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkrise*. Juristen Zeitung, 2012/5, 226-234.
9. BLAUROCK, Uwe: *Verantwortlichkeit von Ratingagenturen Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?* Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2007/10, 603-653.
10. BOOM, Anette: *A monopolistic credit rating agency*. Departmental Working WP, 2011, Freie Universität Berlin.
11. CANTOR, Richard – PACKER, Frank – COLE, Kevin: *Split Ratings and the Pricing of Credit Risk*. 1997, Federal Reserve Bank of New York, Research Paper Nr. 9711.
12. CASTELLANO, Giuliano – JEUNEMAITRE, Alain – LANGE, Bettina: *Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models*. European Business Law Review, 2012/3, 409-446.
13. DEIPENBROCK, Gudula(a): *Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2005/6, 261-268.

14. DEIPENBROCK, Gudula(b): *Was ihr wollt oder der Widerspenstigen Zähmung? – Aktuelle Entwicklungen der Regulierung von Ratingagenturen im Wertpapierbereich.* Betriebs-Berater, 2005/39, 2085-2090.
15. DEIPENBROCK, Gudula: *Ausgewählte Rechtsaspekte einer „Anerkennung“ von Ratingagenturen im Rahmen der Umsetzung der Basel II-Übereinkunft in europäisches Recht.* Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2006/60, 2237-2284.
16. DEIPENBROCK, Gudula: *Die neue EU-Verordnung über Ratingagenturen – „Denn das Prinzip als Anfang dürfte mehr als, die Hälfte des Ganzen sein..“* Recht der Internationalen Wirtschaft, 2010/1-2, 1.
17. DEIPENBROCK, Gudula: *Die notwendige Schärfung des Profils – das reformierte europäische Regulierungs- und Aufsichtsregime für Ratingagenturen.* Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2011/39, 1829-1830.
18. DIMITRIKOPULOS, Dimitrios – SPAHR, Roland: *Ablauf des Rating-Verfahrens bei internationalen Ratingagenturen.* in: ACHLEITNER, Ann-Kristin – EVERLING, Oliver (szerk.): *Handbuch Ratingpraxis*, 2004, Gabler, 211-222.
19. DITTRICH, Fabian: *The credit rating industry competition and regulation.* 2007, Universität Köln.
20. DÖHRING, Jens – HROMADKA, Jürgen: *Interne Ratingverfahren.* in: SCHMIDT, Erich (szerk.): *Basel II: Handbuch zur praktischen Umsetzung des neuen Bankenaufsichtsrechts.* 2005, Deloitte, 89-106.
21. DREHER, Meinrad: *Die Vollharmonisierung der Versicherungsaufsicht durch Solvency II.* Versicherungsrecht, 2011/19, 825-864.
22. EBENROTH, Carsten – DAUM, Thomas: *Die rechtliche Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen.* Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 1992/43, 2-23.
23. EBERS, Mark – GOTSCH, Wilfried: *Institutionenökonomische Theorien der Organisation.* In: KIESER, Alfred: *Organisationstheorien.* 2006, Kohlhammer, 199-251.
24. EISEN, Mathias: *Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen*, 2007, Peter Lang.
25. EISENHARDT, Kathleen: *Agency theory: An assessment and review.* Academy of Management Review, 1989/1, 57-74.
26. ELLIS, Nan – FAIRCHILD, Lisa – D’SOUZA, Frank: *Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea?: Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis.* Stanford Journal of Law, 2012/tavasz, 175-222.

27. EMMENEGGER, Susan(a): *Die Regulierung von Rating-Agenturen*. Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 2006/1, 32-41.
28. EMMENEGGER, Susan(b): *Rating und Haftung*, in: WIEGAND, Wolfgang (szerk.): *Basel II. – die rechtliche Konsequenzen*. 2006, Bern, 43-98.
29. EVERLING, Oliver: *Externe Ratingsverfahren*. in: SCHMIDT, Erich (szerk.): *Basel II: Handbuch zur praktischen Umsetzung des neuen Bankenaufsichtsrechts*. 2005, Deloitte, 67-87.
30. FEKETE, Balázs: *Jogösszehasonlítás az Európai Bíróság gyakorlatában – nemzeti és szupranacionális jogrendek interakciója a közösségi jog fejlődésében*. in: PAKSY, Máté (szerk.): *Európai jog és jogfilozófia*. 2008, Szt. István Társulat, 361-373.
31. FETT, Torsten: § 33. in SCHWER, Eberhard – ZIMMER, Daniel: *Kapitalmarktrechts – Kommentar*. München: C.H.Beck, 2010, 1715-1744.
32. FISCHER, Daniel – ROSS, David: *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?* Harvard Law Review, 1991/105, 503-553.
33. FLEISCHER, Holger – SCHMOLKE, Klaus: *Die Reform der Transparenzrichtlinie – Mindest- oder Vollharmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität*. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2010/32, 1241-1280.
34. FRITZ, Günter: *Der Parmalat Skandal. Die grenzenlose Gier des Managements*. 2004, Orac.
35. GERKE, Wolfgang – MAGER, Ferdinand: *Die Macht der Ratingagenturen? Der Fall der ThyssenKrupp AG*. Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 2005/3, 203-214.
36. HAAR, Brigitte: *Die Rolle der Ratingagenturen bei der Corporate Governance von Banken*. in: HOPT, Klaus – WOHLMANNSTETTER, Gottfried (szerk.): *Corporate Governance von Banken*. 2011, C.H. Beck, 223-243.
37. HÄDE, Ulrich: *Jenseits der Effizienz: Wer kontrolliert die Kontrolleure?* Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2011/17, 662-665.
38. HARSÁNYI, Gyöngyi: *Bennfentes kereskedelem szabályozása a magyar és a német jogban*. 1997, Publ. Univ. Miskolc.
39. HARSÁNYI, Gyöngyi: *Értékpapírok és ügyletek a magyar tőkepiacon*. 2002, UNIO.
40. HEINKE, Volker – STEINER, Manfred: *Rating am europäischen Kapitalmarkt: Nutzenaspekte und empirische Analysen (Teil II)*. Finanz Betrieb, 2000/3, 138-150.
41. HEMELING, Peter: *Grenzen der Aufsicht*. Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 2010/174, 635-641.
42. HEUN, Werner(a): *Der Staat und die Finanzkrise*. Juristen Zeitung, 2012/2, 53-59.

43. HEUN, Werner(b): *Finanzaufsicht im Wandel*. Juristen Zeitung, 2012/5, 235-242.
44. HINTERHOFER, Hubert: *Auf dem Weg zu einer neuen EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen gegen Marktmissbrauch*. Zeitschrift für Finanzmarktrecht, 2012/4, 9-13.
45. HOPT, Klaus: *Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur*. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2009/36, 1401-1440.
46. HORSCH, Andreas: *Rating und Regulierung*. 2008, Nomos.
47. HUPKA, Jan: *Kapitalmarktaufsicht im Wandel – Rechtswirkungen der Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) im deutschen Kapitalmarktrecht*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2009/29, 1351-1358.
48. KASZÁS, Ágnes Roxán: *Elvi elszámolás, gyakorlati tehetetlenség: a bennfentes kereskedelem elleni küzdelem első másfél évtizede*. Magyar Jog, 2008/2, 96-103.
49. KERN, Alexander – DHUMALE, Rahul: *Research Handbook on International Financial Regulation*. Edward Elgar, 2012.
50. KLIGER, Doron – SARIG, Oded: *The Information Value of Bond Rating*. The Journal of Finance, 2000/6, 2879-2902.
51. KOHN, Meir: *Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok*. 2007, Osiris.
52. KOLOZSI, Pál – LENTNER, Csaba – TÓTH, Gergely: *A pénzügyi válságkezelés lehetséges alternatívái Magyarországon és az Európai Unióban*. Gazdaság és Jog, 2009/12, 15-21.
53. KOMÁROMI, György: *A hatékony piacok elméletének elméleti és gyakorlati relevanciája*. Közgazdasági Szemle, 2002/5, 377-395.
54. KÜMPEL, Siegfried: *Bank- und Kapitalmarktrecht*. 2011, Otto Schmidt.
55. LAMPE, Alexander: *Die Regulierung von Ratingagenturen*. 2010, Kovács.
56. LANGENBUCHER, Katja: *Der „vernünftige Anleger“ vor dem EuGH*. Bank- und Kapitalmarktrecht, 2012/4, 145-149.
57. LEHMANN, Matthias – MANGER-NESTLER, Cornelia: *Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem*. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2011/1, 2-24.
58. LEHMENSIEK-STARKE, Moritz: *Erkenntnisse der Behavioral Finance zur Beratung und Systemgestaltung in der Altersvorsorge*. Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, 2012/5, 191-196.
59. LENENBACH, Markus: *Kapitalmarktrecht*. 2010, RWS.

60. LIEBSCHER, Thomas – OTT; Nicolas: *Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick*. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2010/22, 841-846.
61. MADARÁSZ, Aladár: *Buborékok és legendák*. Közgazdasági Szemle. 2009/7-8, 609-633.
62. MALLABY, Sebastian: *More money than god. Hedge Funds and the Making of the New Elite*. 2011, Bloomsbury.
63. MARJÁN, Attila: *Az európai pénzügyi szolgáltatási szektor és a gazdasági és monetáris unió*. 2003, PH. D. értekezés.
64. MARJÁN, Attila: *Európa pénzügyei– Bankok, tőzsdék, a közös pénz és a globális verseny*. 2005, Sanoma.
65. MÄRKER, Klaus: *Zur Funktionsweise von Lehman-Zertifikaten*. Bank- und Kapitalmarktrecht, 2011/4, 147-150.
66. MEDVEGYEV, Péter: *A származtatott termékek árazása és annak problémái az egyensúlyelmélet szempontjából*. Közgazdasági Szemle, 2009/9, 769-789.
67. MEYER, Marc: *Rechtsfragen des externen Rating*. 2006, Tectum Verlag.
68. MÖLLERS, Thomas – WECKER, Christine: *Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union*. Zeitschrift für Rechtspolitik, 2012/4, 106-109.
69. MÖLLERS, Thomas: *Auf dem Weg zu einer neuen europäischen Finanzmarktaufsichtsstruktur*. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2010/8, 285-290.
70. MOLONEY, Niamh: *EC Securities Regulation*. 2008, European Union Law Library.
71. MÜLBERT, Peter: *Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?* Juristen Zeitung, 2010/17, 834-843.
72. MÜLLER, Thomas – STAUB, Christian: *Internationalisierungstendenzen im Finanzmarktrecht*. Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 2011/1, 20-27.
73. NIKOLAOU, Eleni: *To What Extent has the EU Banking Regulation Accomplished a Single Banking Objective Alongside the Protection and Inclusion of Customers?* Journal of International Banking Law and Regulation. 2012/3, 144-152.
74. NOBEL, Peter: *Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht*. Schweizerische Juristen-Zeitung, 2011/1, 6-9.
75. OPPITZ, Martin: *Zur Aufsicht über Ratingagenturen*. Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 2011/3, 62-68.

76. PRATT, John – ZECKHÄUSER, Richardt: *The Structure of Business*. 1985, Harvard Business School.
77. RAFFAN, Michael: *Lamfalussy Report*. In: Freshfields Bruckhaus Deringer. *A Practitioner's Guide to EU Financial Services Directives*. 2006, City and Financial Publishing, 18-26.
78. REIDENBACH, Dirk: *Aktienanalysten und Ratingagenturen – Wer überwacht die Überwacher?* 2006, Peter Lang.
79. RUSZNÁK, Tamás: *Bankfelügyelet*. in PETRIK, Ferenc (szerk.): *Bankjog*. 2003, HVG.
80. SÁRKÖZY, Tamás: *Jogi felelősség a gazdaságban*. *Gazdaság és Jog*, 2008/7-8. 3-9.
81. SCHABERT, Armin: *Aufklärungs- und Informationspflichten bei Derivaten und strukturierten Produkten*, 2012, Kovac.
82. SCHMOLKE, Klaus: *Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz*. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2005/22, 912-919.
83. SCOTT, Hal – GELPERN, Anna: *International Finance Law and Regulation*. 2012, Sweet & Maxwell.
84. SENN, Myriam: *Finanzmarktregulierung – Zurückschauend oder vorausschauend?* *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2011/3, 249-263.
85. SINN, Hans-Werner: *Kasino-Kapitalismus*, 2009, Econ.
86. SOHN, Klaus-Dieter: *Rechtsgutachten, Errichtungen europäischer Behörde für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht*. 2009, Centrum für Europäische Politik.
87. SONDER, Nicolas: *Rechtsschutz gegen Maßnahmen der neuen europäischen Finanzaufsichtsagenturen*. *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2012/1, 8-12.
88. STEMPEL, Marthe-Marie: *Marktmissbrauch durch Ratingagenturen?* *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM)*, 2011/37, 1740-1747.
89. STEMPEL, Marthe-Marie: *Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings*. 2010, Nomos.
90. TAMM, Marina: *Das Grünbuch der Kommission zum Verbraucheracquis und das Modell einer Vollharmonisierung – eine kritische Analyse*. *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2007/12, 756-761.
91. TAYLOR, Michael: 'Twin Peaks': *A Regulatory Structure for the New Century*. 1995, Centre for the Study of Financial Innovation.
92. TEIGELACK, Lars(a): *Finanzanalysten*. in VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 426-425.

93. TEIGELACK, Lars(b): *Marktmanipulation*. in VEIL, Rüdiger(szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 189-218.
94. TEIGELACK, Lars: *Finanzanalysen und Behavioral Finance*. 2009, Nomos.
95. TOMORI, Erika: *Értékpapírijog és a tőkepiac szabályozása*. 2010. Közép-Európai Brókerképző Alapítvány.
96. TÖNNINGSEN, Gerrit: *Die Regulierung von Ratingagenturen*. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2011/6, 460-471.
97. TRINIDADE, Rita – SENN, Myriam: *Control and Responsibility of Rating Agencies in Switzerland*. In: Rapports suisses présentés au XVII Congrès international de droit compare. 2006, Schulthess, 137-161.
98. VAJDA, István: *Bennfentes kereskedelem*. Közgazdasági Szemle, 2003/3. 235-253.
99. VALENTINY, Pál: *Hogyan méri az ágazati szabályozó szervezetek hatékonyságát?* Közgazdasági Szemle, 2008/10, 891-906.
100. VARGA: *Jogi kultúrák – európai és globális távlatban*, in: PAKSY, Máté (szerk.): *Európai jog és jogfilozófia*, 2008, Szt. István Társulat, 13-42.
101. VASELLA, David: *Die Haftung von Ratingagenturen*. 2011, Schultness.
102. VEIL, Rüdiger – KOCH, Philipp: *Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2011/49, 2297-2344.
103. VEIL, Rüdiger – TEIGELACK, Lars: *Ratingagenturen*. in: VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 453-470.
104. VEIL, Rüdiger – WALLA, Fabian: *Kapitalmarktregulierung*. in: VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2011, Mohr Siebeck, 17-60.
105. VEIL, Rüdiger(a): *Kapitalmarktrecht in Forschung und Lehre*, in: VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 125-142.
106. VEIL, Rüdiger(b): *Verbot von Insidergeschäften*. in VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 143-189.
107. VETTER, Eberhard: *Rechtsprobleme des externen Ratings*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2004/35, 1701-1712.
108. WAGNER, Wolf-Christof: *Rating mittelständischer Unternehmen – Fundierung und Konzeption einer standardisierten Unternehmensbeurteilung durch Rating*. 1991, Peter Lang.

109. WALLA, Fabian: *Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas – Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick*. Bank- und Kapitalmarktrecht, 2012/7, 265-308.
110. WAPPENSCHMIDT, Christian: *Ratinganalyse durch internationale Ratingagenturen*. 2009, Peter Lang.
111. WMEERSCH, Eddy: *Das neue europäische Finanzmarktregulierungs- und Aufsichtssystem*. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2011/5, 443-470.
112. WOO, Sarah Pei: *Stress before Consumption: A Proposal to Reform Agency Ratings*. European Law Journal, 2012/1, 61-107.
113. WUNDENBERG, Malte: *Compliance in Wertpapierfirmen* in VEIL, Rüdiger(szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 471-517.
114. ZÜLCH, Henning – HOFFMANN, Sebastian – DETZEN, Dominic: *ESMA – Die neue europäische Wertpapier- und Kapitalmarktaufsicht*. Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht, 2011/5, 167-173.

9.2. Jogszabályok, ítéletek, javaslatok jegyzéke

115. 1060/2009/EK rendelet a hitelminősítő intézetekről. [2009] HL L 302., 2009.09.16., 1-31.
116. 1095/2010/EU rendelet az európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság) létrehozásáról, a 716/2009/EK határozat módosításáról és a 2009/77/EK bizottsági határozat hatályon kívül helyezéséről. [2010] HL L331., 2010.11.24., 84-119.
117. 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról
118. 2003/125/EK irányelv a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési ajánlások tisztességes ismertetése és az összeférhetetlenség közzététele tekintetében történő végrehajtásáról.[2003] HL L 339., 2003.12.24., 73-77.
119. 2003/6/EK irányelv a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) [2003] HL L 96., 2003.4.12., 16-25.
120. 2006/48 EK irányelv a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról. [2006] HL 77., 2006.6.30., 1-200.
121. 2006/73/EK irányelv a 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési vállalkozások szervezeti követelményei és működési feltételei, valamint az

- irányelv alkalmazásában meghatározott kifejezések tekintetében történő végrehajtásáról.
[2006] HL L241; 2006.08.10.; 258-290.
122. 2007. évi CXXXVIII. Törvény (Bsz.) a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól.
123. 2011/61/EU irányelve az alternatívbefektetésialap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról. [2011] HL L174., 2011.7.1., 1-73.
124. 2012/C 139/02 Az európai adatvédelmi biztos véleménye a hitelminősítő intézetekről szóló 1060/2009/EK rendelet módosításáról szóló európai parlamenti és tanácsi rendeletre irányuló bizottsági javaslatról. [2012] HL L 139; 2012.05.11. 6-15.
125. 236/2012/EU rendelete a short ügyletekről és a hitel-nemteltjesítési csereügyletekkel kapcsolatos egyes szempontokról. [2012] HL L86., 2012.3.24., 1-24.
126. 513/2011/EU rendelet a hitelminősítő intézetekről szóló 1060/2009/EK rendelet módosításáról. [2011] HL L145., 2011.05.11. 30-56.
127. Az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés egységes szerkezetbe foglalt változata. [2010] HL C 83., 2010. 03. 30., 1-361.
128. Basel Committee on Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel II.)
129. Blueprint for an international non-profit credit rating agency. Bertelsmann Alapítvány, 2012
130. C-0391/04. sz. ügy. Georgakis kontra Oikonomikon. [HL 8. 2007. 05.10., 3759. o] 33. pont.
131. C-19/11. sz. ügy Mengozzi főtanácsnok indítványa: Markus Gelzl kontra Daimler AG. [EBHT 2012., 00000 o.]
132. C-384/02. sz. ügy Knud Grøngaard és Allan Bang elleni büntetőeljárás [EBHT 2005., I-09939 o.]
133. C-9/56. sz. ügy Meroni kontra Főhatóság I. [HL 8., 1958.07.17., 101.o]; C-10/56. sz. ügy Meroni kontra Főhatóság II. [HL 8., 1958.07.17., 119.o]
134. CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured. CESR/08-277, 2008/5.
135. COM (2008) 704 javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelminősítő intézetekről Brüsszel, 2008.11.12.

136. COM(2011) 651 javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) Brüsszel, 2011.10.20.
137. COM(2011) 654 javaslat az Európai Parlament és a tanács rendelete a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció büntetőjogi szankcióiról, 2011.10.20.
138. COM(2011) 656 javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a pénzügyi eszközök piacairól és a 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről Brüsszel, 2011.10.20.
139. COM(2011) 683 javaslat az Európai Parlament és a Tanács irányelve a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló 2004/109/EK irányelv és a 2007/14/EK bizottsági irányelv módosításáról Brüsszel, 2011.10.25.
140. COM(2011) 747 javaslat az 1060/2009/EK rendelet módosításáról, 2011.11.15.
141. COM/2012/0511 javaslat a tanács rendelete az Európai Központi Banknak a hitelintézetek prudenciális felügyeletére vonatkozó politikákkal kapcsolatos külön feladatokkal történő megbízásáról. 2012/0242 (CNS).
142. Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse.
143. GVH - K&H Bank Zrt. Vj-58/2009. 2009.11.05.
144. Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen. HL 2006/C 59/02., 3.
145. OLG Frankfurt a.M., Urteil v. 28.11.2011. (21 U 23/11), WM, 2011/50-52. 2360-2363.
146. Solvabilitätsverordnung vom 14. Dezember 2006 (BGBl. I S. 2926)
147. Versicherungsaufsichtsgesetz v. 12.05.1901

9.3. Egyéb irodalom

148. Barnier dringt auf neue Rating-Regeln. Börsen Zeitung, 2011. Nr. 131. 7.
149. BRANDT, Werner: *Unsicherheiten an den Märkten ist Teil der neuen Realität.* Börsen-Zeitung, 2012. Nr.141, 9.
150. *EU droht Regulierung von Ratingagenturen* an. Sarkozy will Thema unter G-7-Staaten debattieren. Börsen-Zeitung, 2007. Nr. 157, 7.

151. HANKE, Thomas: Steven Maijor: Zwischen den Fronten. Handelsblatt, 2012. Nr. 149. 31-32.
152. NEINHAUS, Andreas: *Die EU zimmert weiter in der Bankenunio*. Finanz und Wirtschaft, 2012. Nr. 83. 20.
153. Ratingagenturen sollen sich selbst regulieren. EU-Wertpapieraufseher setzen auf Verhaltenskodex. Börsen-Zeitung, 2005. Nr.61, 5.
154. *Rating-Kodex in Frage gestellt*. CESR-Anhörung offenbart Meinungsunterschiede. Börsen-Zeitung, 2005. Nr.10, 5.
155. *Swiss Rating Guide*. Zürcher Kantonalbank, 2006/7.
156. *Understanding Standard & Poor's Rating Definitions*. 2009, RatingDirekt, S&P,
157. WEFERS, A – BLÄSKE, G: *Triple-Au für Standard & Poor's*. Börsen-Zeitung, 2011. Nr. 219. 8.
158. WELP, Cornelius – HAERDER, Max: *Schrecklich harmlos. Ratingagenturen*. WirtschaftsWoche, 2011/34, 29.
159. *Zins-Affäre könnte für die Deutsche Bank teuer werden*. Handelsblatt. 2012, Nr.148, 33.

9.4. Weboldalok (2012-10-04)

160. Disclaimer <http://www.moodys.com/termsofuseinfo.aspx?lang=en&cy=global>
161. *Pläne für europäische Rating-Agentur vor dem Aus*. Zeit-online, 16.04.2012, <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-04/ratingagentur-europa-berger>.
162. Rating Upgrades für ThyssenKrupp: http://www.thyssenkrupp.com/de/presse/art_detail.html&eid=tk_pnid1336
163. S&P-Insider "Es war wie im Wilden Westen" Handelsblatt Online, 2012.07.12. <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/sundp-insider-es-war-wie-im-wilden-westen/6869252.html>
164. The International Organization of Securities Commissions, <http://www.iosco.org>
165. TRICARICO, Tanja: *Klage von spanischem Anwalt "Ratingagenturen haben mein Land zerstört."* Spiegel-online, 2011.02.28. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/klage-von-spanischem-anwalt-ratingagenturen-haben-mein-land-zerstoert-a-747778.html>