



---

Pázmány Law Working Papers

2015/09

**Tőzsér Tamás János**

**A hitelminősítés fundamentumai -  
fogalom, eljárás és szerződés**

---

Pázmány Péter Katolikus Egyetem

Pázmány Péter Catholic University Budapest

<http://www.plwp.iak.ppke.hu/>

**Tózsér Tamás János<sup>1</sup>:**

## **A hitelminősítés fundamentumai - fogalom, eljárás és szerződés.**

*„A nagy gazdasági világválsághoz vezető pénzügyi válság egyik tanulsága, hogy vannak időszakok, amikor a verseny olyan nagy erőt hoz létre, amelyek mindenkit vakká tesznek a kockázat és a bizonytalanság iránt.”*

*(Daniel Kahnemann – Gyors és lassú gondolkodás 303. o.)*

### **1. Előzmények**

Az amerikai Lehman-Brothers bankház csődje a tudomány, a politika és a közvélemény figyelmét végérvényesen a hitelminősítéssel kapcsolatos rendellenességekre irányította, sőt sokan a tőkepiacok „privát testőreit”,<sup>2</sup> a hitelminősítőket tartják a pénzügyi válság fő okozóinak.<sup>3</sup> Ugyanakkor a hitelminősítésre eddig kevés figyelem irányult a magyar jogtudományban. Jelen tanulmány az egyik első lépcső kíván lenni annak elérésében, hogy néhány alapfogalomból kiindulva jogi szempontból jobban megértsük a hitelminősítők szerepét a tőkepiacon. A szerző elsődleges célja a legfontosabb alapfogalmak és jogviszonyok bemutatása, ami az olvasó számára egy jó kiindulópontot biztosít a hitelminősítés polgári jogi és európai jogi összefüggéseinek és szabályrendszerének a megértéséhez.

### **2. Minősítésről általában**

#### **2.1. 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

---

<sup>1</sup>A kutatás a TÁMOP 4.2.4.A/2-11-1-2012-0001 azonosító számú Nemzeti Kiválóság Program – Hazai hallgatói, illetve kutatói személyi támogatást biztosító rendszer kidolgozása és működtetése országos program című kiemelt projekt keretében zajlott. A projekt az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap társfinanszírozásával valósul meg. A szerző köszönettel tartozik a rendszeres konzulensi munkáért Szilágyi Pálnak (PPKE JÁK, adjunktus), Szilágyi Ferencnek (PPKE JÁK, tanársegéd) a tanulmányhoz fűzött kritikai megjegyzéseiért, valamint Márton Andrásnak (doktorandusz PPKE-JÁK) a segítő támogatásért a mű stilizálásában és tartalmi kohéziójának kialakításában.

<sup>2</sup>ANDRIEU: *Ratingagenturen in der Krise*, 2009, Peter Lang, 15.

<sup>3</sup>PI. LIEBSCHER – OTT: *Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick*. NZG, 2010/22, 842.

értékpapír kibocsátójának.<sup>4</sup> Tartalmilag a minősítésnek legalább két elemre kell kiterjednie.<sup>5</sup> Az első a fizetőképesség, ami azt jelenti, hogy az adós a fizetési kötelezettségének időben és teljes mértékben eleget tesz. A másik elem az adós képessége kötelezettségének teljesítésére (bonitás/hitelképesség).<sup>6</sup> Ezekon felül a minősítés figyelembe veheti az adóssal vagy a kibocsátással kapcsolatos egyéb tényezőket pl. pénzügyi szerkezet, versenyhelyzet, üzleti stratégia, piacon betöltött szerep, felelős vállalatirányítás, származási ország, sajáttőke állomány, államadósság.<sup>7</sup> Ezen elemekből lehet következtetni a kedvezőtlen vagy kieső valószínűsége, amely a valószínűség becsléseként értelmezhető.<sup>8</sup> A minősítés szigorúan nézve nem tartalmaz – szemben a részvényelemzéssel<sup>9</sup> – vásárlási utasítást<sup>10</sup> vagy ajánlást.<sup>11</sup> Ugyanakkor egy minősítés de facto jelentkezhet ajánlásként. Különösen a biztonságot kedvelő kisbefektetők hagyatkozhatnak kizárólag a minősítés eredményére.<sup>12</sup> Ezzel kapcsolatosan a Nürnbergi Tartományi Legfelső Bíróság (OLG Nürnberg) kimondta, hogy a banknak tanácsadás során fel kell tárnia egy külföldi kötvény minősítésének jelentőségét,<sup>13</sup> ezért elszórtan találkozhatunk olyan véleményekkel, amelyek a minősítést közvetett ajánlásnak nevezik.<sup>14</sup>

A gyakorlatban a különböző jelölések szintén két állítást tartalmaznak a minősítettről. Egyrésztől egy abszolút állítást, amely arra vonatkozik, hogy az adós fizetési kötelezettségének eleget tesz. Másrésztől pedig egy relatív állítást, ami az adóshoz rendel egyet az intézet által alkalmazott szimbólumok közül.<sup>15</sup> A különböző adósok összehasonlítása azonban ez utóbbi szimbólum alapján történik, ami egy minőségi összehasonlítást tesz lehetővé a különböző szomszédos osztályok és a besorolt adósok között. Ezt segíti a minősítői eljárás szabványosítása, amelynek az összehasonítás végett hosszabb időn keresztül ugyanakkor kell maradnia.<sup>16</sup> Ez az elhatárolási pont a rangsorolástól,

---

<sup>4</sup>Ld. EISEN, Mathias: *Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen*, 2007, Peter Lang, 52. o.; EBENROTH, Carsten – DAUM, Thomas: *Die rechtliche Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 1992/43, 2 o.; DIMITRIKOPULOS, Dimitrios – SPAHR, Roland: *Ablauf des Rating-Verfahrens bei internationalen Ratingagenturen*. in: ACHLEITNER, Ann-Kristin – EVERLING, Oliver (szerk.): *Handbuch Ratingpraxis*, 2004, Gabler, 212. o.; 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. o.

<sup>5</sup>Vö. *Understanding Standard & Poor's Rating Definitions*. 2009, RatingDirekt, S&P, 3. o.

<sup>6</sup>VASELLA, David: *Die Haftung von Ratingagenturen*. 2011, Schulthess 8. o.

<sup>7</sup>VETTER, Eberhard: *Rechtsprobleme des externen Ratings*. WM, 2004/35, 1703. o.

<sup>8</sup>EMMENEGGER, Susan (b): *Rating und Haftung*, in: WIEGAND: *Basel II. – die rechtliche Konsequenzen*. 2006, Bern. 52.

<sup>9</sup>Ld. TEIGELACK, Lars: *Finanzanalysten*. in VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 426-425.

<sup>10</sup>A Budapest Brókerháznál a „Rating, mint döntési segédlet” szerepel. In Terméktájékoztató, 2008.03.27. 6.

<sup>11</sup>Erre hívja fel a figyelmünket a minősítők internetes oldalán található disclaimer. Vö. <http://www.moodys.com/termsfuseinfo.aspx?lang=en&cy=global> (2015.06.15). Vagy a Fitch Ratingstól: „Ratings are not a recommendation or suggestion, directly or indirectly, to you or any other person, to buy, sell, make or hold any investment, loan or security or to undertake any investment strategy with respect to any investment, loan, security or issuer.”

<sup>12</sup>VETTER i.m. 1702. o.

<sup>13</sup>12 U 2976/01 OLG Nürnberg, (2001.12.19) ZIP, 2002, 611. o.

<sup>14</sup>HOLZBORN, Timo – ISRAEL, Alexander: *Anlegerschutzverbesserungsgesetz: Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis*. WM, 2004/46, 1948. o.

<sup>15</sup>REIDENBACH, Dirk: *Aktienanalysten und Ratingagenturen – Wer überwacht die Überwacher?* 2006, Peter Lang, 279. o.

<sup>16</sup>VASELLA i.m. 11. o.

amikor valamelyik közös tulajdonság alapján nagyságrendek szerint minden rangban valamelyik más következik.<sup>17</sup>

A minősítésről az első meghatározást az európai jogban az Európai Bizottság 2003-ban adta ki,<sup>18</sup> amelyet az Értékpapír Felügyelet Nemzetközi Szervezete 2004 decemberében közzétett a hitelminősítő intézetekre vonatkozó alapvető magatartási kódexe követett („IOSCO-kódex”).<sup>19</sup> Az európai jogalkotónak (továbbiakban jogalkotó) a paradigmaváltással<sup>20</sup> is felérő első rendelete hitelminősítők szabályozásáról még 2009 szeptemberében látott napvilágot,<sup>21</sup> ami jogpolitikailag a pittsburghi G-20-as csúcson megfogalmazott szabályozási javaslatokkal áll összefüggésben.<sup>22</sup> A jogalkotó rendeletében<sup>23</sup> – tanulva a pénzügyi válság következményeiből – egy hosszú és részletező meghatározását adja a hitelminősítőnek, ami tartalmilag hasonlít a már a pénzügyi válság kirobbanása után 2008-ban megalkotott javaslatban foglaltakhoz.<sup>24</sup> Mindenképpen újdonság és előrelépésként értékelhető, 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 átfogóbban. Feltűnő a minősítés fogalmi meghatározásában, hogy ez nem a hitelminősítő intézetek által előállított terméként kerül meghatározásra, hiszen minősítését többek között bankok is végezhetnek.<sup>25</sup> Erre utal a Svájci Pénzpiaci Felügyelet is,<sup>26</sup> amikor – törvényi definíció hiányában – annyit állapít meg, hogy a „bonitás megállapítására létrejövő intézetek”<sup>27</sup> azok, akik a minősítést végzik.

---

<sup>17</sup>ANDRIEU i.m. 23. o.

<sup>18</sup>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. 10. cikk.

<sup>19</sup>A hitelminősítő intézetek tevékenységeire vonatkozó elvek: <http://www.iosco.org>.

<sup>20</sup>A tanulmánynak nem célja a rendelet jelentőségének bemutatása, de annyi elmondható, hogy „szerződés óre” 2009-ig előnyben részesítette az önszabályozást. A tőkepiac általános szabályozási koncepciója (a válság után) az átláthatóság biztosítására valamint az ellenőrzési rendszerek kiépítésére épül. A De Larosiere-bizottság által kidolgozott javaslat csomag egyik legfontosabb eleme egy európai felügyeleti rendszer kialakítása. A hitelminősítők ellenőrzését a Párizsban működő Európai Értékpapír-piaci Hatóság szemben a tőkepiac más területeivel – tagállami felügyelet nélkül – kizárólagosan látja el. Ld. VEIL, Rüdiger – WALLA, Fabian: *Kapitalmarktregulierung*. in: VEIL: *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 43.; 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.; LEHMANN, Matthias – MANGER-NESTLER, Cornelia: *Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem*. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 2011/1, 2-24.

<sup>21</sup>1060/2009/EK rendelet a hitelminősítő intézetekről. [2009] HL L 302., 2009.09.16., 1-31.

<sup>22</sup>MÜLBERT, Peter: *Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?* Juristen-Zeitung, 2010/17, 836.

<sup>23</sup>1060/2009/EK rendelet 3.cikk (1) bek. a).

<sup>24</sup>COM (2008) 704 javaslat az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelminősítő intézetekről Brüsszel, 2008.11.12.

<sup>25</sup>Vö. *Swiss Rating Guide*. Zürcher Kantonalbank, 2006/7.

<sup>26</sup>Svájcban nem szabályozza külön törvény a hitelminősítőket és ez nem kerül előtérbe a válság következményeként sem. Vö. NOBEL, Peter: *Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht*. Schweizerische Juristen-Zeitung, 2011/1, 6-9. o.; MÜLLER, Thomas – STAUB, Christian: *Internationalisierungstendenzen im Finanzmarktrecht*. Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 2011/1, 20-27. o.

<sup>27</sup>VASELLA i.m. 8. o.

## 2.2. A minősítés természete

Az információs technológia egyrészt csökkentette az információ kezelésével kapcsolatos költségeket, másrészt pedig módosította a befektetők pénzügyi termékekhez való hozzájutási lehetőségét.<sup>28</sup> Nem hagyható figyelmen kívül az új intézményi finanszírozási elmélethez tartozó megbízó-ügynök elmélet,<sup>29</sup> ami szerint a jól informált kibocsátó vagy hiteles, és a kevésbé informált befektető vagy hitelező közé egy harmadik szereplőre van szükség, aki az információ hiányából eredő bizonytalanságot képes csökkenteni. Ez a feladat a globális tőkepiacon a hitelminősítőkre (továbbiakban intézetek, ügynökségek) hárul, akik tevékenységükkel egyszerűbb formában a befektetők tudtára hozzák a piacon fellelhető híreket.<sup>30</sup> Ezzel töltik be a pénzügyi intermediáció feladatát,<sup>31</sup> hiszen ideális esetben csökkentik vagy megszüntetik a felek között meglévő információs asszimetriát.<sup>32</sup>

A pénzügyi intermediáció független megvalósítása ellen hatott a minősítői szektor oligopol jellege.<sup>33</sup> Ez a megszilárdult piaci szerkezet csökkentette a versenyt, mivel alig adott lehetőséget új piaci szereplők megjelenésére.<sup>34</sup> Everling már 2004-ben hasonló érvek mentén javaslatot tett egy az angol-amerikai túlsúllyal szembeni 10 millió euróból működő európai minősítő intézet felállítására.<sup>35</sup> A válság hatására a Bertelsmann Alapítvány is készített egy tervezetett egy csak közjogi jogi személyek minősítésével foglalkozó ügynökségről.<sup>36</sup> A tervezet három legfontosabb jellemzője a nem nyereségorientáltság, a sokoldalúbb ország elemzés és egy új szervezeti struktúra, aminek a pénzügyi alapját egy 400 millió dolláros alap képezné.<sup>37</sup> Egy szerényebb, (300 millió euró) összeget tartalmaz a

---

<sup>28</sup>MARJÁN, Attila: Európa pénzügyei– Bankok, tőzsdék, a közös pénz és a globális verseny. 2005, Sanoma, 96. o.

<sup>29</sup>Ld. PRATT, John – ZECKHÄUSER, Richardt: *The Structure of Business*. 1985, Harvard Business School.; EBERS, Mark – GOTTSCH, Wilfried: *Institutionenökonomische Theorien der Organisation*. in: KIESER, Alfred: *Organisationstheorien*. 2006, Kohlhammer, 199-251. o.; EISENHARDT, Kathleen: *Agency theory: An assessment and review*. *Academy of Management Review*, 1989/1, 57-4. o.

<sup>30</sup>WAGNER, Wolf-Christof: *Rating mittelständischer Unternehmen–Fundierung und Konzeption einer standardisierten Unternehmensbeurteilung durch Rating*. 1991, Peter Lang, 19. o.

<sup>31</sup>Ld. HEUN Werner: *Finanzaufsicht im Wandel*. *Juristen Zeitung*, 2012/5, 236. o.

<sup>32</sup>LAMPE, Alexander: *Die Regulierung von Ratingagenturen*. 2010, Kovács, 30. o.; HORSCH, Andreas: *Rating und Regulierung*. 2008, Nomos, 193. o.

<sup>33</sup>2008-ban kb. 64 minősítő volt a világban. Ennek a piacnak a 80%-át a Moody's és az S&P tette ki. Ehhez jött még a Fitch 15%-os piaci részesedése. In LERCH: *Ratingagenturen im Visier des europäischen Gesetzgebers*. BKR, 2010/10. 403.

<sup>34</sup>HAAR: *Haftung für fehlerhafte Ratings von Lehman-Zertifikaten – Ein neuer Baustein für ein verbessertes Regulierungsdesign im Ratingsektor?* NZG, 2010/33, 1281.

<sup>35</sup>Europa-Report: *Etablierung einer europäischen Rating-Agentur*. EuZW, 2004/7, 198.

<sup>36</sup>Egy európai minősítő létrehozása. Ld *Pläne für europäische Rating-Agentur vor dem Aus*. Zeit-online, 16.04.2012.; Ld. *Blueprint for an international non-profit credit rating agency*. Bertelsmann Alapítvány, 2012.

<sup>37</sup>*Blueprint for an international non-profit credit rating agency*. Bertelsmann Alapítvány, 2012.

szintén hasonló célokkal javasolt elképzelés Roland Bergertől.<sup>38</sup> Habár egy a Bizottság által támogatott hitelminősítő létrehozása napjainkban nem fog megvalósulni, ez nem került le a napirendről.<sup>39</sup> Ezen a ponton érdemes megemlíteni, hogy a jogalkotó szinte minden lehetséges normatív módon segíti az oligopol piac megtörését, ennek alapja egy nyilvántartásba-vételi eljárás, ami szabályozási szempontból a hitelminősítők felügyeletének előszobájának tekinthető. Egyrésztől minősítőknek csak akkor szabad tevékenynek lenniük a belső piacon, ha a felügyelet az intézetet nyilvántartásba vette, így a tevékenységük az Unió egész területén jogszerűvé válik.<sup>40</sup> Másrésztől, a pénzügyi szolgáltatóknak csak olyan intézettől szabad minősítést elfogadnia, amely az EU-ban székhellyel rendelkező jogi személy, és a nyilvántartásba vételi eljáráson átesett. Ezt egészíti ki a különböző – a későbbiekben tárgyalt – rotációs módszerek előírása, ami szükségszerűvé teszi új hitelminősítők megalakulását. 2015 júniusában a belső piacon 41 regisztrált ügynökség működik, amiből csak 17 a „három nagynak” a tagállami leányvállalata. Így a többség mára új (európai hatterű) intézet.<sup>41</sup>

A hitelminősítés nem egy tárgyilagos mérés eredményeként, hanem egy több tényezőtől álló összetett értékelési folyamat alapján születik meg.<sup>42</sup> Ez tartalmilag nem ténymegállapítás, hiszen egy ténymegállapítás valódisága bizonyítható,<sup>43</sup> ezért a minősítés ex ante nem sorolható a „helyes” vagy „téves” kategóriába.<sup>44</sup> Így a minősítés inkább közelebb áll a véleményhez, – konkrétan az értékítélthez<sup>45</sup> – amit Magyarország Alaptörvénye szerint védelem illet meg.<sup>46</sup> Ebben az összefüggésben a véleménynyilvánítás szabadsága<sup>47</sup> egy garancia lehet azon politikai véleményekkel szemben, amelyek javasolják a közjogi személyeket (pl. uniós tagállamok adóbsorolása) érintő minősítések betiltását.<sup>48</sup>

A minősítési folyamat szerkezetileg egy meghatározott időpontban kiadott, szubjektív módon kiválasztott ismeretekre és objektív tényekre alapított előrejelzés.<sup>49</sup> Ez az előrejelzés ex post lehet

---

<sup>38</sup>Europäische Rating-Agentur auf der Kippe. NZZ, 2012.04.17., 31.

<sup>39</sup>COM(2011) 747 javaslat 13.

<sup>40</sup>2012. 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>.

<sup>41</sup>Pl. Euler Hermes, Feri Euro, CRIF, Scope, Axesor

<sup>42</sup>EMMENEGGER, Susan (a): *Rating und Haftung*, in: WIEGAND, Wolfgang (szerk.): *Basel II. – die rechtliche Konsequenzen*. 2006, Bern, 52. o.

<sup>43</sup>FORSCHNER, Julius: *Die Haftung von Ratingagenturen*. Jura Studium & Examen, 2012/1, 7. o.

<sup>44</sup>BLAUROCK, Uwe: *Verantwortlichkeit von Ratingagenturen Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?* Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 2007/10, 628. o.

<sup>45</sup>HABERSACK, Mathias: *Rechtsfragen des Emittenten-Ratings*. Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 2005/169, 200. o.

<sup>46</sup>Magyarország Alaptörvénye (2011. április 25.) IX. cikk (1) bek.

<sup>47</sup>A szerző meglátása alapján „véleménypluralizmus” fogalmi köre és ilyen szempontú vizsgálata inkább alkotmányjogi kérdés, így az nem képezi ennek a tanulmánynak részét.

<sup>48</sup>WITTE, Andreas: *Verbot von Kreditratings für Staatsanleihen? Einige Überlegungen zu einer aktuellem Diskussion aus völkerrechtlicher und grundrechtlicher Perspektive*. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2011/48, 2258. o.

<sup>49</sup>VETTER i.m. 1704. o.

megfelelő vagy téves.<sup>50</sup> Jogilag az időbeli tényezőnek csak a minősítés szerződés szerinti nyilvánosságra hozatalakor van jelentősége.<sup>51</sup>

A német jogban kialakult az áruk, szolgáltatások és pénzügyi termékek tesztelésével kapcsolatban az általános fogyasztóvédelmi szempontot szem előtt tartó ítélkezési gyakorlat, ami analógia alapján irányadó lehet hitelminősítő intézetek minősítéseire.<sup>52</sup> A Német Szövetségi Legfelső Bíróság (BGH) a Stiftung Warentest<sup>53</sup> állásfoglalásait a véleménynyilvánítás körébe sorolta. A bírói vizsgálat a tartalmi ismérvek helyett a tesztelési eljárásra terjedt ki. Az ítélkezési gyakorlat szerint a tesztelési eljárás során, ami alapján a teszt szempontjából lényeges ismeretek megszerzése történik, érvényre kell juttatni, az objektivitást, a függetlenséget és a szakismeretet.<sup>54</sup>

A hitelminősítők piaci intermediátor szerepükből adódóan fontos szerepet töltenek be a tőkepiacon, amit csak növel a más tőkepiaci szereplők piacra lépését segítő (gatekeeper) funkció. Továbbá, hogy a minősítés célja a minősítés harmadik fél (befektető) irányába történő tovább adása, illetve ennek hasznosulása. Mindezek egy szoros bizalmi kapcsolatot feltételeznek a felek között, ami fakad a minősítők tőkepiacon betöltött „szakértői minőségükből”.<sup>55</sup> A tudományos irodalomban az ilyen esetekre épülő felelősségi alakzatot a harmadik személlyel szemben fennálló felelősségnek vagy szakértői felelősségnek nevezik.<sup>56</sup>

## 2.2. Minősítés csoportosítása

A minősítés tárgya szerint megkülönböztethetünk kibocsátót és a kibocsátott eszközt értékelő minősítést, utóbbit azonban csak az elmúlt ötven évben alkalmazzák.<sup>57</sup> A kibocsátói minősítésen 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,

---

<sup>50</sup>BLAUROCK i.m. 628. o.

<sup>51</sup>HABERSACK i.m. 200. o.

<sup>52</sup>VETTER i.m. 1704. o.

<sup>53</sup>A Stiftung Warentest egy német fogyasztóvédelmi alapítvány. Célja a német piacon jelenlévő áruk és szolgáltatások saját metodika alapján történő letesztelése.

<sup>54</sup>BGHZ 65, 325, 328 in Warentest II. WM 1975. 297. o.; Warentest IV. NJW 1987. 2222. o.; Warentest V. NJW 1989, 1923. o.; Warentest VI. NJW 1997. 2593. o.

<sup>55</sup>HAAR, Brigitte: *Haftung für fehlerhafte Ratings von Lehman-Zertifikaten – Ein neuer Baustein für ein verbessertes Regulierungsdesign im Ratingsektor?* Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 2010/33, 1283. o.

<sup>56</sup>2005. évi XLVII. törvény az igazságügyi szakértői tevékenységnek 30/A. §-a alapján kiadott igazságügyi orvos szakértők magatartásáról és felelősségéről Országos Igazságügyi Orvostani Intézet 9. számú módszertani levele szerint „minden tevékenységét felelőssége teljes tudatában kell ellátnia.”

<sup>57</sup>REIDENBACH, Dirk: *Aktienanalysten und Ratingagenturen – Wer überwacht die Überwacher?* 2006, Peter Lang. 278. o.

hogy kibocsátáskor minél alacsonyabb kamattal, de minél magasabb áron kerüljön a kötvény a piacra, amely csak egy pozitív minősítés függvényében lehetséges.<sup>58</sup> A piacra kerülés után 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)<sup>59</sup> belsőnek lehet nevezni.<sup>60</sup> Utóbbi lényeges megkülönböztető jegye, hogy maga a vizsgálat, annak részletei a nyilvánosságtól elzártan, hitelintézet falai között maradnak (banktitok vagy üzleti titok részét is képezi).<sup>61</sup> A hitelintézetektől nem várható el tárgyilagos értékelés, mert a tőkepiacon közvetítő szerepükből adódóan feltűnhetnek mindkét szerepben. Ezzel szemben a hitelminősítők ezen a területen egy semleges pozíciót foglalnak el.<sup>62</sup>

Mindazonáltal a gyakorlatban az előnyök-hátrányok megoszlanak külső és belső minősítés között.<sup>63</sup> 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.<sup>64</sup> Emellett egy hiteles minősítés a felelős vállalatirányítás<sup>65</sup> külső ellenőrzésének az egyik eszköze lehet, hiszen egy társaság működését ténylegesen befolyásolhatja.<sup>66</sup>

Jóval nagyobb a jelentősége annak, hogy a minősítés a kibocsátó és a minősítő intézet között létrejött szerződés alapján, megrendelésből 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 minősítés során a

---

<sup>58</sup>VEIL, Rüdiger – TEIGELACK, Lars: *Ratingagenturen*. in: VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 454. o.

<sup>59</sup>MEYER, Marc: *Rechtsfragen des externen Rating*. 2006, Tectum Verlag, 6. o.

<sup>60</sup>Ld. DÖHRING, Jens – HROMADKA, Jürgen: *Interne Ratingverfahren*. in: SCHMIDT, Erich (szerk.): *Basel II: Handbuch zur praktischen Umsetzung des neuen Bankenaufsichtsrechts*. 2005, Deloitte, 89-106. o.

<sup>61</sup>MEYER i.m. 6. o.

<sup>62</sup>EVERLING, Oliver: *Externe Ratingsverfahren*. in: SCHMIDT, Erich (szerk.): *Basel II: Handbuch zur praktischen Umsetzung des neuen Bankenaufsichtsrechts*. 2005, Deloitte, 69. o.

<sup>63</sup>Vö. EVERLING i.m. 83-84. o.

<sup>64</sup>HEINKE, Volker – STEINER, Manfred: *Rating am europäischen Kapitalmarkt: Nutzenaspekte und empirische Analysen (Teil II)*. *Finanz Betrieb*, 2000/3, 139. o.

<sup>65</sup>Ld. 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. o.

<sup>66</sup>WAPPENSCHMIDT, Christian: *Ratinganalyse durch internationale Ratingagenturen*. 2009, Peter Lang, 29. o.



kibocsátó rendelkezésére álló belső információk, adatok kerülnek intézet birtokába.<sup>67</sup> A felmérések szerint ezen adatok alapján nagyobb valószínűséggel adhatóak pontos minősítések.<sup>68</sup>

A megkülönböztetés alapja arra vezethető vissza, hogy a hitelminősítők kezdetben különböző pénzügyi elemzésekből tartották fenn magukat, és maga a minősítés ingyenes volt.<sup>69</sup> Az 1970-es évekre azonban a gazdasági nehézségeknek köszönhetően, olyan nagy volt a kereslet a hiteles és alapos minősítés iránt, hogy egy új finanszírozási modell (a kibocsátói modell) került bevezetésre, aminek alapfeltétele a kibocsátó megbízása alapján elkészített minősítés. Ismert még a befektetői modell, amikor a minősítés csak előfizető befektetők részére elérhető. Amíg 1987-ben a hitelminősítők bevételének 80%-át a kibocsátó megbízása tette ki,<sup>70</sup> addig ez mára a 90%-tól<sup>71</sup> a 95%-ig terjed.

A tőkekövetelményekről szóló Basel II. egyezmény<sup>72</sup> is elhatárolja egymástól ezt a kétfajta minősítést.<sup>73</sup> 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 felügyelet<sup>74</sup> egyetértésével lehetséges.<sup>75</sup> Ennek értelmében, minél jobb a minősítés, annál csekélyebb a kockázattal súlyozott kitettség, és ennek megfelelően kisebb a szükséges saját tőkeállomány.<sup>76</sup> Ebben az esetben beszélhetünk a minősítés szabályozó funkciójáról, hiszen a jogszabály közvetlenül vagy közvetve minősítés meglétéhez kapcsol különböző jogkövetkezményeket.<sup>77</sup> A legtöbb esetben a kibocsátás nem (is) volna lehetséges a minősítés nélkül,<sup>78</sup> amelyet a szektort szabályozó törvény vagy a tőzsde belső szabályzata írhat elő.<sup>79</sup> Ennek a funkciónak

---

<sup>67</sup>Pl. bizalmas beszélgetések a vállalt magas beosztású vezetőivel. Vö. Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen. HL 2006/C 59/02. 3. o.

<sup>68</sup>STEMPER, Marthe-Marie: *Marktmissbrauch durch Ratingagenturen?* Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 2011/37, 1741. o.

<sup>69</sup>KLIGER, Doron – SARIG, Oded: *The Information Value of Bond Rating*. The Journal of Finance, 2000/6, 2879. o.

<sup>70</sup>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, 4. o.

<sup>71</sup>BOOM, Anette: *A monopolistic credit rating agency*. Departmental Working WP, 2011, Freie Universität Berlin, 2. o.

<sup>72</sup>Ld. A bázeli reform. in MARJÁN i.m. 154-156. o.

<sup>73</sup>Basel Committee on Banking Supervision: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (Basel II.)* 108. §

<sup>74</sup>A Basel II. átvétele Id. 2006/48 EK irányelv a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról. [2006] HL 77., 2006.6.30., 1-200. o., 80. és 81. cikk.

<sup>75</sup>Németországában engedélyezik az önkéntes minősítés igénybevételét (ld. Solvabilitätsverordnung 46.§ (2) bek.), de Svájcban nem. in VASELLA i.m. 18. o.

<sup>76</sup>EMMENEGGER (a) i.m. 36. o.

<sup>77</sup>VEIL–TEIGELACK i.m. 455. o.

<sup>78</sup>Az angol szakirodalomban ezért terjedt el a szemléletes „Gatekeepers” kifejezés. Vö. 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/tavaszi, 176. o.

<sup>79</sup>Pl. 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.

egy másik megjelenése, hogy Németországban biztosítótársaságok,<sup>80</sup> a nyugdíj pénztárak csak olyan alapokba fektethetnek, amelyek megfelelő (pozitív) minősítéssel rendelkeznek.<sup>81</sup>

### 3. Külső minősítési eljárás a gyakorlatban

A szabványosított minősítési eljárás során – amelynek a kialakítása tekintetében a hitelminősítő intézeteknek jelentős a mozgásteret – az intézet szubjektív értékítélete objektiválódik és a nyilvánosságra kerülése után a tőkepiacon már egy quasi tárgyilagos értékítéletként jelentkezik,<sup>82</sup> amelyhez joghatások kapcsolódnak.

A minősítési eljárás a kezdeti egyeztetésektől a tényleges kibocsátásig kb. 8-12 hetes<sup>83</sup> időtartamot vesz igénybe.<sup>84</sup> A hitelminősítő egy elemző csapat összeállítása után, saját adatbázisában és a nyilvánosan fellelhető adatok alapján összeállít egy a szerződésben kikötött, kötelezően megválaszolandó kérdőívet, amit a kibocsátó további adatainak átadása követ.

Az adatkezelés kiinduló pontja az az alapszabály, hogy mindennemű a minősítést tartalmilag érintő bizalmas információt úgy kell tárolni és kezelni, hogy azt semmilyen módon ne lehessen közvetlen kapcsolatba hozni a minősítés tárgyával. Fontos megjegyezni, hogy éppen egy kibocsátót minősítő alkalmazottnak, a rá bízott információt nem szabad megosztania a minősítő más elemzőivel és alkalmazottaival,<sup>85</sup> valamint a bizalmas információt nem lehet felhasználni pénzügyi eszközök kereskedelme céljából, vagy egyéb, a minősítői tevékenységtől eltérő célra.<sup>86</sup>

Az adatok átadása után elkészül egy alapelemzés, aminek személyes bemutatása és a kibocsátó általi véleményezése a minősítési találkozáson történik. Minden lehetséges szempontot mérlegelve az elemző csapat elkészíti az elemzést illetve a tájékoztató tervezetét, amit az ügynökségen belül ellenőriz

---

<sup>80</sup>Vö. Versicherungsaufsichtsgesetz 54§ (1) bek.

<sup>81</sup>VETTER i.m. 1702. o.

<sup>82</sup>BLAUROCK i.m. 627. o.

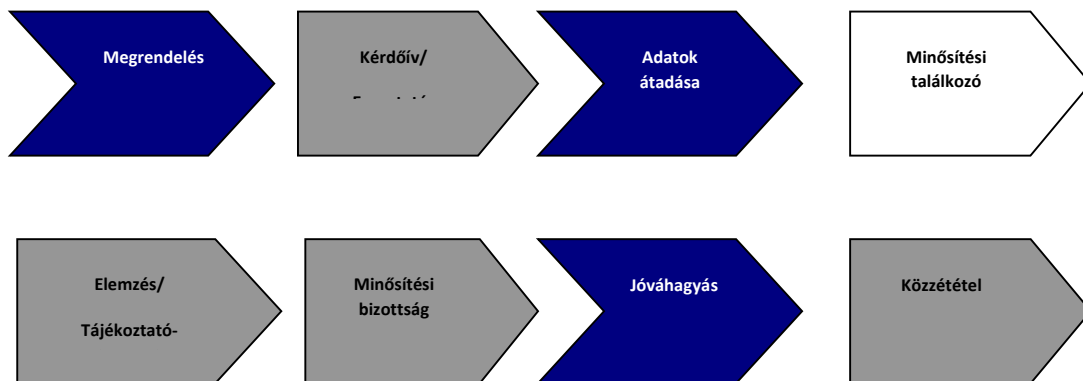
<sup>83</sup>Ebből az elemzéssel eltöltött idő kb. 6 hét. in. Van AUBEL, Peter: *Anleiherating und Bonitätsrisiko*, 2000, Fakultät Wirtschaftswissenschaften der Technischen Universität Dresden. 20. o.

<sup>84</sup>KRÄMER, Lutz: *Aktuelle Rechtsfragen des externen Ratings*. In: HADDING, Walter – HOPT, Klaus – SCHIMANSKY, Herbert: *Internes und externes Rating Aktuelle Entwicklungen im Recht der Kreditsicherheiten – national und international*. Bankrechtstag, 2004, De Gruyter Recht, 9. o.

<sup>85</sup>Ilyen okok miatt emeltek vádat Olaszországban két minősítő hét vezető tisztségviselője ellen. *In Italien verklagt Ratingagenturen S&P und Fitch*. Focus-online, (2012.11.12.)

<sup>86</sup>1060/2009/EK rendelet I. melléklet C. szakasz 3 c) d).

egy minősítési bizottság. A már elkészült minősítést jóváhagyásra, kiegészítésre, véleményezésre megküldik a kibocsátónak. Az eljárás végét a minősítés közzététele zárja.<sup>87</sup>



1. ábra A különböző színek mutatják, hogy a szerződő felek hol vesznek részt a minősítési eljárás szakaszaiban. (kibocsátó: sötét; intézet: szürke; mindkét fél: fehér).  
Forrás: KRÄMER im. 10. o.

A válság előtt szinte mindennapos volt, hogy az intézet munkaidőben az elemzőit minősítési és tanácsadói célból a kibocsátóhoz küldte. Amíg a minősítő saját alkalmazottainak szerényebb fizetést biztosított,<sup>88</sup> addig a kibocsátó mesés tiszteletdíjban részesítette a „kölcsonzott munkaerőt”.<sup>89</sup> 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 intézeteknek. Ennek elkerülése érdekében a minősítőknél, ki kell építeni egy rotációs mechanizmust az elemzők és a hitelminősítéseket jóváhagyó személyek vonatkozásában. Így lehet elhárítani, hogy egy intézeten belül ne ugyanazok a személyek minősítsék minden alkalommal ugyanazt a piaci terméket. Ezt egészíti ki, hogy az elemzők és a minősítést jóváhagyó személyek díjazása nem függhet a minősítésből származó bevétel összegétől.<sup>90</sup>

<sup>87</sup>VETTER i.m. 1702. o.

<sup>88</sup>Vö. 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.

<sup>89</sup>SINN i.m. 43.

<sup>90</sup>1060/2009/EK rendelet 7. cikk.

## 4. Szerződéses jogviszony

### 4.1. Megrendelői minősítési szerződés

Legtöbbször a kibocsátó, mint megrendelő egy visszerhes szerződés keretében kezdeményezi, hogy az intézetet, mint vállalkozó minősítse a megrendelőt vagy annak eszközét.<sup>91</sup> A magyar jogban nincsen törvényi meghatározása a minősítési szerződésnek. Amennyiben a szerződő felek a magyar jogot alkalmazzák a jogviszonyra, a megbízásos minősítési szerződés leginkább a vállalkozási típusú szerződések<sup>92</sup> körébe lenne sorolható.<sup>93</sup> Ugyanakkor nem szabad elfelejtenünk, hogy a minősítési eljárás egyik legfontosabb eleme a nyilvánosságra hozatal, ami szükségszerűen egy háromoldalú kapcsolatot feltételez.<sup>94</sup>

A szerződés tárgya a megrendelőtől származó információk<sup>95</sup> és az intézet saját ismeretei felhasználásával a kibocsátó bonításának,<sup>96</sup> mint eredménynek a meghatározása és ennek minősítése.<sup>97</sup> Ez a differencia specifikája a megbízási típusú szerződésektől, hiszen a minősítő nem csupán egy közgazdasági elemzést végez, hanem nagyfokú önállósággal, saját számlájára és kockázatára a nyilvánosságnak szánt saját minősítési szimbólumával ellátott eredményt szolgáltat, aminek elmaradása szerződésszegésnek számít.<sup>98</sup>

Habár „a minősítés legalább annyira művészet, mint amennyire a tudomány,”<sup>99</sup> az intézet mégis köteles releváns tényeket beszerezni, az adatokat megfelelő szakértelemmel, saját módszerei és modelljei alapján semleges módon kiértékelni és garantálni, hogy az eljárás során az intézet szubjektív értékítélete objektivizálódik. Az eljárás teljes időtartama alatt és azt követően is az intézet teljes körű titoktartással tartozik a megszerzett üzleti titok vagy bennfentes információ vonatkozásában. Egy másik főkötelezettsége az ügynökségnek, hogy a minősítési folyamat alatt a kibocsátó tudtára hozza a minősítési eljárással kapcsolatos adatokat és ezekkel kapcsolatban további felvilágosítást ad.<sup>100</sup> A jogalkotó a minősítések bemutatására vonatkozó szabályok közül a –

---

<sup>91</sup>ARNTZ, Marthe-Marie: Die *Haftung von Ratingagenturen gegenüber fehlerhaft bewerteten Staaten und Unternehmen*. Bank- und Kapitalmarktrecht, 2012/3, 90. o.

<sup>92</sup>A német joghoz hasonlóan. In HABERSACK i.m. 201. o.

<sup>93</sup>1959. évi IV. törvény a Polgári Törvénykönyvről (PTK) 389-401. § és 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről (új PTK) XV. cím a vállalkozási típusú szerződések

<sup>94</sup>MÜHL, Thomas: *Haftung für fehlerhafte Ratings*. 2010, Erich Schmidt Verlag i.m. 59. o.

<sup>95</sup>Pl. a Moody's szerződéséből: "The undersigned will promptly furnish to Moody's all pertinent financial reports and other information and data required by Moody's in order that Moody's may appraise the applicant."

<sup>96</sup>Hasonlatos a kivitelezési szerződésnél a tervdokumentáció átadása. Új PTK 6:252. § (2) bek.

<sup>97</sup>VETTER i.m. 1705. o.

<sup>98</sup>ARNTZ i.m. 90. o.

<sup>99</sup>Solomon B. Samson (Chief Rating Officer) előszavának részlete. In. *S&P Corporate Ratings Criteria* 2008.

<sup>100</sup>MÜHL i.m. 57. o.

transzparencia elvét alkalmazva – kiemeli a strukturált pénzügyi eszközökre<sup>101</sup> vonatkozó minősítéseket, és ezekkel kapcsolatban további kötelezettséget vezet be.<sup>102</sup> Így többek között a „módszerek, modellek és a fő minősítési feltevések közzétételét útmutatásnak kell kísérnie”, amelynek „egyszerűnek és könnyen érthetőnek kell lennie.” Ezt segíti elő, hogy a strukturált termékkel kapcsolatban az intézeteknek olyan járulékos szimbólumokat kell alkalmazniuk, amely segít a termékek egyértelmű megkülönböztetésében.<sup>103</sup>

Egy indokolással ellátott jelentés formájában valósul meg a szellemi mű átadás-átvétele. A gyakorlatban a kibocsátónak szükséges az eredmény jóváhagyása, ami jogilag egyben az átvétel is. Még a jóváhagyás előtt lehetőség van kisebb korrekcióra, amely akár módosíthatja is a minősítést.<sup>104</sup> Néhány ügynökségnél nincs lehetőség az eredmény jóváhagyására, hanem csak tudomásulvétel történik.<sup>105</sup> Ha az intézet a kibocsátó bonitását anélkül hozza nyilvánosságra, hogy a megbízónak előzetes minősítési jelentést küldene, immateriális eredményről beszélünk.<sup>106</sup> Ez utóbbi eset azért is különleges, mert itt az eredmény hasznosításáról – ami a vállalkezési szerződés egyik legfontosabb eleme – nem a megbízó dönt, sőt ez nem is nála realizálódik. Ezt súlyosbítja az olyan szerződés, ami saját célból a minősítő számára többszörös felhasználási jogot is (pl. publikálás) biztosít.<sup>107</sup>

Az új Ptk. ide vonatkozó feltétele alapján is a „vállalkozónak a megbízó utasítása szerint kell eljárni”,<sup>108</sup> de a fent említett háromoldalú kapcsolatból adódóan egy ilyen megbízói jogosultság kétségbe vonná a minősítés hasznosítását és az intézet függetlenségét.<sup>109</sup> Ezen felül nem szabad elfelejtenünk, hogy az intézetek eltávolodtak az objektív pénzügyi intermediátor szerepüktől<sup>110</sup> és válságot megelőző években egyre szorosabb együttműködés alakult ki a kibocsátók és a minősítők között, így a minősítőknek érdekükben állt a minősítés során meghatározott eredmények indokoltnál pozitívabb értékelése.<sup>111</sup> Ennek megakadályozása érdekében az európai 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

---

<sup>101</sup>Az Európai Értékpapírpiaci Felügyeleti Bizottság (CESR) jelentése szerint éppen a strukturált pénzügyi eszközökkel kapcsolatban hagytakoztak a befektetők legtöbbször a minősítésre. Ami nem véletlen, hiszen az ennyire összetett és áttételes eszközöknél az információk asszimétriája olyan nagymértékű, hogy minősítés nélkül nem lehet meghatározni a termékkel járó kockázatot.

<sup>102</sup>1060/2009/EK rendelet: Melléklet, D szakasz. II.

<sup>103</sup>1060/2009/EK rendelet 10. Cikk. (3) bek.

<sup>104</sup>VETTER i.m. 1702. o.

<sup>105</sup>MONRO-DAVIES: *Die Bonitätsbewertung von Banken*. in: BÜSCHGEN–EVERLING (szerk.): *Handbuch Rating*. 1996, Dr. Th. Gabler, 187. o.

<sup>106</sup>ARNTZ i.m. 91. o.

<sup>107</sup>KRÄMER i.m. 13. o.

<sup>108</sup>Új PTK 6:239. § (1) bek.

<sup>109</sup>ARNTZ i.m. 90. o.

<sup>110</sup>OPPITZ, Martin: *Zur Aufsicht über Ratingagenturen*. *Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2011/3, 66. o.

<sup>111</sup>Uo. i.m. 66. o.

lehetséges vagy egy fennálló összeférhetetlenség, esetleg üzleti kapcsolat ne befolyásolja.<sup>112</sup> Utóbbi alapelvet segíti a megfeleléshez<sup>113</sup> kapcsolódó követelmények meghatározása.<sup>114</sup> Így a magasabb rendű európai jogforrás nem engedi meg az utasítási jogot,<sup>115</sup> ezért ez nem lehet a minősítési szerződés szükséges eleme. Mivel a megbízónak nincs utasítási joga ezért nem megfelelő, a minősítést a vállalászási szerzödések közé sorolni.<sup>116</sup> Így összességében az ilyen szerzödéses konstrukciónál atipikus szerzödésről beszélünk, ami tartalmaz vállalászási szerzödési elemeket.<sup>117</sup>

A gyakorlatban a megrendelő részéről szinte kizárt a kibocsátót megillető elállási jagon kívül az intézetek ellenörzése. A „befolyásolás” is csupán dokumentumok, adatok átadása vagy mellözése illetve személyes beszélgetések révén lehetséges,<sup>118</sup> de célszerűbb ezeket a lehetőségeket a szerzödésben rögzített együttmüködési kötelezettségen keresztül értelmezni.

A megrendelői minősítési szerzödés egyik fajtája – sokszor hosszú távú együttmüködés jegyében – sorozatos minősítési szerzödés. Ez alapján a kibocsátó követését ellátó munkacsoportnak (surveillance team) huzamosabb időn keresztül, de meghatározott időben, időszakonként visszatérően, követő szolgáltatást kell teljesíteni.<sup>119</sup> Ez esetben a kibocsátó részéről már nincsen újabb megbízás.<sup>120</sup> Gazdaságilag releváns események beálltakor (pl. egyesülés, felvásárlás stb.) a minősítő újabb átfogó vizsgálatra köteles. Ennek előzetes megjelenése a kibocsátónak az intézet megfigyelési listáján (watchlist) való feltüntetése,<sup>121</sup> ami egy jelzés a tőkepiaci szereplők felé, hogy változás következhet be a minősítésben.<sup>122</sup>

## 2.2. Előfizetői minősítési szerzödés

Az intézetek előfizetői minősítési szerzödés alapján is végeznek minősítést. A szerzödés tárgya egy minősítési tájékoztató átadása. E visszterhes megállapodás alapján az ügynökségeknek a rendszeresen megjelenő közleményükben kell tájékoztatni az előfizetőt (legtöbbször intézményi befektető) a

---

<sup>112</sup>1060/2009/EK rendelet 6.cikk (1) bek.

<sup>113</sup>Ld. WUNDENBERG, Malte: *Compliance in Wertpapierfirmen* in VEIL, Rüdiger (szerk.): *Europäisches Kapitalmarktrecht*. 2011, Mohr Siebeck, 471-517. o.

<sup>114</sup>1060/2009/EK rendelet I. melléklet A. szakasz. 5.; Vö. ESMA Presse Release (2012.03.22.)

<sup>115</sup>1060/2009/EK rendelet I. melléklet A. szakasz. 6. c) pont.

<sup>116</sup>DEIPENBROCK, Gudula: *Externes Rating – „Heilsversprechen für internationale Finanzmärkte.”* Betriebs-Berater, 2003/36, 1851. o.

<sup>117</sup>ARNTZ i.m. 91. o.

<sup>118</sup>DEIPENBROCK (2003) i.m. 1851. o.

<sup>119</sup>BLAUROCK i.m. 605. o.

<sup>120</sup>BERBLINGER, Jürgen: *Marktakzeptanz des Rating durch Qualität.* in: BÜSCHGEN, Hans – EVERLING, Oliver (szerk.): *Handbuch Rating*. 1996, Dr. Th. Gabler, 31. o.

<sup>121</sup>Ennek háttere a „through the cycle módszer”. in. VASELLA i.m. 39. o.

<sup>122</sup>EVERLING, Oliver: *Credit Rating durch internationale Agenturen: Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating.* 1991, Gabler Verlag. 121. o.

legújabb minősítésekről és annak háttéréről,<sup>123</sup> amelynek a minősítés természetéből fakadóan tisztességes, alapos és megbízható minősítési eljárás során kell megszületnie. Az előfizetői minősítési szerződés a klasszikus adás-vételi szerződéshez sorolandó, ezért a kibocsátó szabadon rendelkezik a szerződésszerű teljesítését követően a minősítő által rendelkezésére bocsátott minősítési tájékoztatóval. Ugyanakkor némely szerző megemlíti, hogy ez kontraktus információszolgáltatási szerződés<sup>124</sup> elemeit is tartalmazza.<sup>125</sup> Habár a minősítés felhasználása a tőkepiaccal kapcsolatosan történik, de tartalmilag a minősítésnek ebben a szerződésben sincs ajánlási vagy tanácsadási jellege.<sup>126</sup> Így nem fogadjuk el a kapcsolatot az előbbi kritériumokat tartalmazó információszolgáltatási szerződéssel.<sup>127</sup>

A szektor specifikus szabályok hiánya nem teremtett egyértelmű viszonyokat a szerződő felek között, így a válság előtt a minősítők gyakran tanácsadói feladatokat is elláttak. Az intézetek egyrésztől, attól való félelmükben, hogy elveszítik a tanácsadási üzletágban betöltött szerepüket, másrésztől a nyereség érdekében,<sup>128</sup> 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 megtiltása.

Sokszor említésre kerül a szerződéssel kapcsolatban a minősítés minősége.<sup>129</sup> Ez természetesen a tőkepiacon egy fontos szempont, amit a rendelet szabályoz is,<sup>130</sup> azonban nem kötelező eleme a szerződésnek.<sup>131</sup> Ki kell hangsúlyozni, hogy ebben az esetben nem a szerződés teljesítésének minőségi hibájáról beszélünk (ami egy egyértelmű polgári jogi kategória lenne), hanem az intézetek módszereinek és belső eljárásainak hibájáról, amik szerződésszerűen teljesülnek, csak éppen a pénzügyi intermediáció feladatának nem felelnek meg. Erre egy szemleletes példa a magyar tőkepiaci alkímia egyik elhíresült esete, K&H Bank által kiadott CDO kötvények ügye.<sup>132</sup> Ebben az ügyben látható volt a minősítésnek az a hiányossága, hogy az nem képes a piaci változásokat nyomon követni, azonban a minősítők tapasztalat hiányában sokszor nem is tudták pontosan, hogy milyen eszközt is minősítenek.<sup>133</sup> A rendelet szerint ezeket a hiányosságokat úgy kell orvosolni, hogy a

---

<sup>123</sup>MÜHL i.m. 97. o.

<sup>124</sup>Ld. BÉT egységes információ szolgáltatási szerződését.  
[http://bet.hu/topmenu/adatszolg/adatszolg\\_iranyelvek/vendorszerzodes](http://bet.hu/topmenu/adatszolg/adatszolg_iranyelvek/vendorszerzodes)

<sup>125</sup>HAAR i.m. 234. o.

<sup>126</sup>VETTER i.m. 1708. o.

<sup>127</sup>MÜHL i.m. 100. o.

<sup>128</sup>Erre 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/>

<sup>129</sup>HABERSACK i.m. 205. o.

<sup>130</sup>1060/2009/EK rendelet 8. cikk.

<sup>131</sup>Vö. A szerző a hitelminősítőkkal kapcsolatos jogi kérdéseket két nagyobb csoportra bontja: minősítés folyamatából (szubjektív) és a minősítés alkalmazásából (objektív) származókra.

<sup>132</sup>Ld. GVH - K&H Bank Zrt. Vj-58/2009. 2009.11.05.

<sup>133</sup>VEIL-TEIGELACK i.m.463.

minősítéseket évente felülvizsgálják, valamint belső szabályzatokat dolgoznak ki a piaci változások követése érdekében.<sup>134</sup> A strukturált pénzügyi termékek minőségének javítása céljából, a kibocsátónak egyszerre két intézettől kell minősítést beszereznie, illetve rendszeres időközönként kötelező a minősítők rotációjában történő megbízása.<sup>135</sup>

### 2.3. Önkéntes minősítés – szerződés nélküli minősítés

Az önkéntes minősítés esetén hiányzik a szerződéses jogviszony, ami a kibocsátó tudta, de akár beleegyezés nélkül is elkészíthető.<sup>136</sup> Erre legjobb példa a korábban mindig jó minősítést kapó ThyssenKrupp esete. A S&P a társaságot 2003 februárjában váratlanul befektetésre nem ajánlott kategóriába helyezte. A minősítő lépését azzal indokolta, hogy a nemzetközi számviteli gyakorlat változásának következtében szükséges a nyugdíjkötelezettségeknek, mint jövőbeli adósságnak a feltüntetése.<sup>137</sup> A társaságnak, amely szakértők által is próbálta bizonyítani, hogy a nyugdíjkötelezettségek összetettségük okán nem lehetnek a jövőbeli adósság tárgyai,<sup>138</sup> a leminősítés következtében mintegy évi 20 millió eurós költséggel kellett számolnia.<sup>139</sup>

Az önkéntes minősítés elfogadottabb változata, amikor a sorozatos minősítés esetén a kibocsátást követően, újabb kifejezett felhatalmazás nélkül végzik el a minősítést (pl S&P).<sup>140</sup> Ezzel szemben a Fitch saját piaci helyzetének javítása végett és adatgyűjtési célból a vállalati minősítések összehasonlításához, rendszeresen végzett önkéntes minősítést Blue Ship kibocsátások során.<sup>141</sup> Így előfordult, hogy gazdasági társaságok a sajtón keresztül szereztek tudomást saját minősítésükről. Gyakori eset volt, hogy a minősítők ezzel a módszerrel kényszerítették ki a megrendelői minősítési szerződést.<sup>142</sup>

A minősítés e változata azonfelül, hogy súlyosan akadályozza a tőkepiac operatív működőképességét, megrendíti a minősítésbe, mint jogintézménybe vetett bizalmat. A hiteles minősítés elérése érdekében a jogalkotó előírja a minősítési tevékenység során alkalmazott modellek, módszerek közzétételét,<sup>143</sup> amelynek „mélyreható elemzésen kell alapulnia”.<sup>144</sup> Ezen adatokat az

---

<sup>134</sup>1060/2009/EK rendelet 8. cikk (5) bek.

<sup>135</sup>MÖLLERS–WECKER i.m. 108.

<sup>136</sup>MÜHL i.m. 125. o.

<sup>137</sup>Rating Upgrades für ThyssenKrupp, Presse-Mitteilung: <http://www.thyssenkrupp.com>

<sup>138</sup>VETTER i.m.1701.

<sup>139</sup>GERKE–MAGER: *Die Macht der Ratingagenturen? Der Fall der ThyssenKrupp AG.* BFuP, 2005/3, 204.

<sup>140</sup>DEIPENBROCK (2003) i.m. 1851. o.

<sup>141</sup>KRÄMER i.m. 25. o.

<sup>142</sup>VASSEL i.m. 197. o.

<sup>143</sup>1060/2009/EK rendelet 8. cikk (1) bek.

<sup>144</sup>1060/2009/EK rendelet 8. cikk (2) bek.



átláthatóság követelményének megfelelően az intézeteknek különböző időközönként (általános, időszakos) közzé kell tenni<sup>145</sup>. 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.

#### 4. Összefoglaló megállapítások

Mára kialakult a hitelminősítésnek egy, a semleges piaci pozíciónak megfelelő, jól meghatározható fogalmi rendszere, ami lehetővé teszi e tőkepiaci szereplő összetett szerepének átfogó tudományos feldolgozottságát. Az egységes terminológia kialakítását tovább segítheti a rendelet, mint „legerősebb” jogforrás, valamint az Európai Értékpapír Piaci Felügyelet tevékenysége (ESMA).

A minősítés természetéről tudjuk, hogy nem egy tárgyilagos mérés eredményeként, hanem egy több tényezőtől álló összetett értékelési folyamat alapján születik meg, ami optimális esetben, lehetőséget ad arra, hogy az intézetek betöltsék pénzügyi intermediációs szerepüket.

A minősítési eljárás célja, egy olyan rendszer kialakítása, ahol az intézet szubjektív értékítélete nyilvánosságra kerülése után objektivizálódik, ezért nagyon fontos, hogy az intézetek egy a semleges piaci pozíciót foglaljanak el. Gyakorlati oldalról nézve ez az eljárás tekinthető a „szerződés vázának”, amihez a felek jogai és kötelezettségei kapcsolódnak. Így ezt alaposan ismerni kell, mivel ez jelentősen meghatározza a minősítés kimenetelét.

A szerződéses jogviszony kapcsán hangsúlyozni kell, hogy a minősítés sajátos természete determinálja ezt a – korábban említett – háromoldalú kapcsolatot, és így nem meglepő, hogy a leggyakrabban alkalmazott minősítési szerződés az atipikus szerződések közé sorolandó. A gyakorlat világában az alapvetően polgári jogi megállapodások mellé beékelődnek az európai jogi szabályok, amik áttételesen szerződésekben is visszaköszönnék. Fontos volna, ha korábban említett háromoldalú kapcsolat a – tanulmányban nem tárgyalt – rendeleti szinten bevezetett polgári jogi felelősség gyakorlatával hamar kiegészülne. Ez kedvező irányba mozdíthatja a szerződési szinten meglévő anomáliákat és sarkallhatja az intézeteket óvatosabb minősítések kiadására.

---

<sup>145</sup>Ld. 1060/2009/EK rendelet I. melléklet E. szakasz.