

HU

HU

HU



AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉGEK BIZOTTSÁGA

Brüsszel, 2009.7.3.
COM(2009) 332 végleges

A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE

Hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok biztosítása

{SEC(2009) 905 végleges}
{SEC(2009) 914 végleges}

A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE

Hatékony, biztonságos és stabil származékos piacok biztosítása

(EGT-vonatkozású szöveg)

1. BEVEZETÉS

A jelenlegi pénzügyi válság a szabályozói figyelem középpontjába helyezte a származtatott ügyleteket. A Bear Sterns 2008. márciusi összeomlás-közeli helyzete, a Lehman Brothers 2008. szeptember 15-én bekövetkezett fizetésképtelensége és az AIG szeptember 16-i megmentése rámutatott arra, hogy milyen fontos szerepet játszanak a származtatott ügyletek, különösen a hitel-nemfizetési csereügyletek (credit default swaps, CDS).

A pénzügyi válság miatt a figyelem középpontjába kerülő származékos piacok előnyeivel és hátrányaival kapcsolatban széles körű egyetértés alakult ki. A Jacques de Larosière által elnökölt magas szintű munkacsoport bemutatta a hitelderivatívák gyors elterjedéséhez kötődő kockázatokat és kiemelte, hogy javítani kell a piac átláthatóságát. A munkacsoport jelentése ezért javasolta, hogy hozzanak intézkedéseket a tőzsdén kívüli (over the counter, OTC) származtatott ügyletek egyszerűsítésére és szabványosítására, valamint a központi szerződő félen alapuló klíring (KSZF-klíring) bevezetésére. A G20-ak áprilisi, Londonban tartott csúcstalálkozóján a résztvevők elkötelezték magukat a hitelderivatíva-piacok szabványosítása és rugalmasságának növelése mellett, amit különösen a hatékony szabályozás és felügyelet alá vont központi klíring szerződő felek létrehozásával kívánnak elérni. Az Európai Tanács 2009. június 19-én további előrelépésre szólított fel a származékos piacok átláthatóságának és stabilitásának biztosítása terén.

A Bizottság 2008 októbere óta tevékenyen dolgozott a származékos piacok átfogó felülvizsgálatán. Ez a közlemény – az „Impulzusok az európai gazdaság élénkítéséhez” című közleménnyel összhangban – bemutatja a felülvizsgálat megállapításait, és előkészíti a terepet a feltárt problémák megszüntetésére irányuló intézkedések számára. A Bizottság eközben folytatni fogja az ágazattal való együttműködést annak érdekében, hogy 2009. július végére eleget tehessen az EU-szintű központi klíring bevezetésére irányuló kötelezettségének. A további intézkedések kidolgozásakor a Bizottság teljes mértékben figyelembe veszi majd az ágazat által hozott intézkedéseket.

A közleményt egy bizottsági szolgálati munkadokumentum kíséri, amely áttekintést ad i. a származékos piacokról, ii. a tőzsdén kívüli (OTC) piaci szegmensekről, és iii. értékeli a jelenleg alkalmazott kockázatsökkentő intézkedések hatékonyságát, különösen a hitel-nemfizetési csereügyletek (CDS) tekintetében.

A közleményben felvázolt javaslatokkal, különösen a csatolt konzultációs dokumentumban részletesen meghatározott kérdésekkel kapcsolatban, a Bizottság szívesen fogadja az érdekelt felek észrevételeit. Az észrevételeket 2009. augusztus 31-ig kell benyújtani a Bizottságnak.

2. SZÁRMAZTATOTT ÜGYLETEK ÉS SZÁRMAZÉKOS PIACOK

Ez a fejezet elmagyarázza, hogy mik azok a származtatott ügyletek, és hogy milyen előnyökkel és kockázatokkal járnak a gazdaság számára. Utóbbiak a pénzügyi válság fő okai.

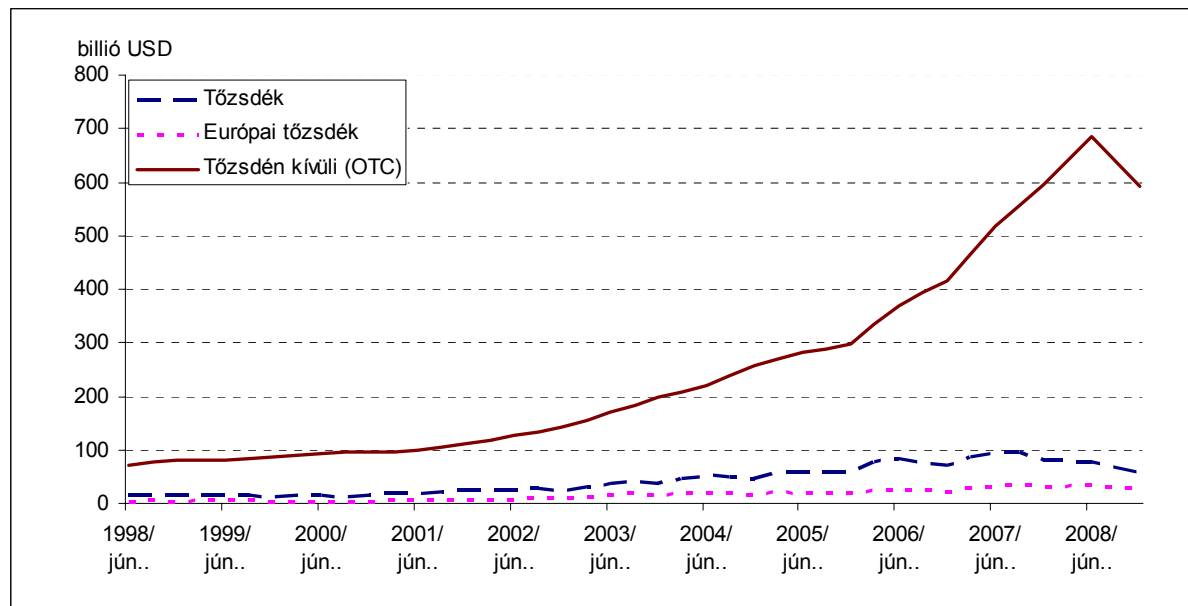
2.1. Mik azok a származtatott ügyletek?

A származtatott ügyletek (származékos termékek, derivatívák) olyan pénzügyi szerződések, amelyek tárgya a reál gazdaságban felmerülő kockázatok átadása és újraelosztása, és amelyek így igen fontos eszközei a gazdasági szereplők kockázátátruházásának. Céljuk lehet a kockázatok fedezése vagy a kockázatok átvállalása, profitszerzés céljából. Elnevezésük oka, hogy értékük egy alapul szolgáló eszközből, például pénzügyi instrumentumból, áruból, piaci mutatóból vagy akár szolgáltatásból „származtatható”.

A származtatott ügyleteknek sok fajtája létezik. Egy részük szabványos termék (pl. a tőzsdei határidős ügyletek – futures), más részüket viszont a felhasználók egyedi igényeihez igazítják (pl. a csereügyletek – swaps). A szabványos származtatott ügyletekkel rendszerint olyan szervezett kereskedési helyeken kereskednek, ahol az árakat nyilvánosan feltüntetik (például a származékos tőzsdéken), míg a nem szabványos származtatott ügyletekkel tőzsdén kívül, a közkeletű angol kifejezéssel élve „over the counter (OTC) – a pulton át” kereskednek, amikor is az árak nem nyilvánosak.

A származtatott ügyletek forgalma az utóbbi évtizedben rendkívüli mértékben nőtt. A növekedés a tőzsdén kívüli ügyletekben nyilvánult meg, amint azt az alábbi ábra is bemutatja.

A tőzsdei és a tőzsdén kívüli származékos piacok mérete



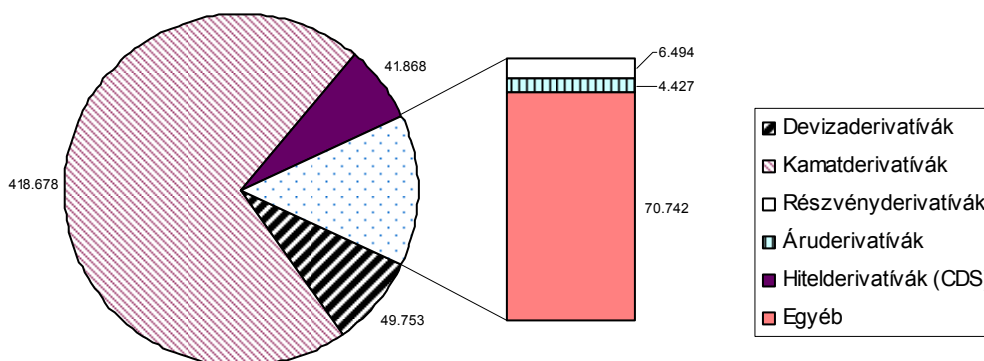
Megjegyzés: Az ábrán a tőzsdei, illetve a tőzsdén kívüli piaci szegmenseken fennálló kötelezettségek szerződés szerinti értékének 1998–2008 közötti alakulása látható, billió USD-ban. A fennálló kötelezettségek világviszonylatban értendők, az európai tőzsdék piaci részesedését külön görbe mutatja (a tőzsdén kívüli adatoknál nem áll rendelkezésre ilyen földrajzi bontás). Forrás: Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS).

A tőzsdén kívüli származtatott ügyletek általában öt széles szegmensbe sorolhatók: devizaderivatívák, kamatderivatívák, részvényderivatívák, áruderivatívák és hitelderivatívák, utóbbiak közül a hitel-nemfizetési csereügyletek a legfontosabbak. Az alábbi ábra bemutatja e szegmensek arányát. A szolgálati munkadokumentum 3. fejezete e szegmenseket

részletesebben is bemutatja, továbbá leírja a különböző típusú tőzsdén kívüli származtatott ügyletek jellemzőit és kockázatait is.

A tőzsdén kívüli származtatott ügyletek piaci szegmensei

A fennálló kötelezettségek szerződés szerinti értéke, billió USD, 2008. december



Forrás: BIS (2009)

2.2. A származtatott ügyletek a gazdaság javát szolgálják...

Kockázatvállalás nélkül egy gazdaság sem működhet. A vállalkozó kockázata, hogy vállalkozása csődbe jut. A vállalkozásnak pénzt kölcsönző bank kockázata, hogy nem kapja vissza a kölcsön teljes összegét. Mindazonáltal, ha a vállalkozó nem alapítaná meg vállalkozását, akkor a megtakarításait a banknál elhelyező betétesnek eggyel kevesebb lehetősége lenne arra, hogy megtakarításai után tisztességes hozamhoz jusson. A betétes tudja, hogy minél nagyobb a hozam, annál kockázatosabb az általa finanszírozott projekt. A beruházási projektek finanszírozása ezért attól függ, hogy hajlandó-e valaki vállalni a kapcsolódó kockázatot. Senki sem szeret túl nagy kockázatot vállalni, így előnyös lehet a kockázatokat megosztani.

Itt jönnek a képbe a származtatott ügyletek, amelyek megosztják vagy újraelosztják a kockázatokat, és így védelemként használhatók egy adott kockázattal szemben („fedezet”), vagy spekulatív pozíciók felvállalására alkalmasak. Különösen fontosak a származtatott ügyletek az olyan társaságok számára, mint például a légitársaságok, termelő vállalatok, amelyek az üzletmenetükhöz szükséges alapanyagok áremelkedési kockázatának kezelése és jövőbeli igényeik jobb tervezése céljából kötnek származtatott ügyleteket.

2.3. ... de kockázatosak is lehetnek, ...

A származékos piacokon részt vevő intézmények kockázataikat származtatott ügyletek révén kezelhetik, fedezhetik. Ha azonban a kockázatokat tőzsdén kívüli piacokon fedezik, a megbízható nyilvános piaci adatok hiánya miatt a piaci szereplők és a felügyelők nehezen tudják megállapítani, hogy a kockázatokat valóban fedezték-e.

Ha a származtatott ügyletekkel kereskedő felek nem piacműködtetők és az alapul szolgáló eszközhöz sem fűződik érdekeltségük, az teret enged a spekulációnak, elősegíti a rendszer volatilitását és a kockázatok felhalmozódását. A származékos piacokon tevékenykedő szereplők ilyenkor tőkeáttételként használhatják a származtatott ügyleteket mérlegükben,

mivel olyan pozíciókat vállalhatnak, amelyekhez kevesebb tőkére van szükség, mint a készpénzes piacokon való befektetéseknél.

Továbbá, ha a partner fizetésképtelenné válik, akkor nehéz lehet más partnert találni a fedezet pótlására, hiszen az egyéb szereplők maguk is nehézségekkel küzdhetnek, vagy az is előfordulhat, hogy a fokozódó bizonytalanság miatt vonakodnak a szerződéskötéstől. Kevés szereplővel rendelkező piacokon ez a probléma hatványozottan jelentkezik.

Összegezve, tőzsdén kívüli szerződés megkötésekor nehéz *értékelni* a partner fizetésképtelenségének kockázatát. Fokozottan kapcsolódó pénzügyi piacokon ennek értékeléséhez elvileg minden piaci szereplőnek jól kellene ismernie minden más piaci szereplőt. Mivel a tőzsdén kívüli piacokon kevés nyilvános információ érhető el, az ilyen ismeretek hiányosak.

A hitel-nemfizetési csereügyletek minden felsorolt szempontból különösen sérülékenyek. A legtöbb származtatott ügylettől eltérően a hitel-nemfizetési csereügyletek nem függenek megfigyelhető piaci áraktól (például kamatlábaktól vagy árfolyamoktól). Az általuk fedezett kockázat, a hitelkockázat, közvetlenül nem megfigyelhető, hanem olyan egyedi információk ismeretét feltételezi a hitelfelvevőről, amilyennel rendszerint csak bankok rendelkeznek. Az elmúlt évtizedekben azonban a hitelkockázat egyre forgalomképesebbé vált, például értékpapírosítás révén. A kockázatértékelés viszont továbbra is nehéz, ami olyan helyzeteket okozhat, amelyekben a piac hirtelen jelentős fizetésképtelenséggel szembesül. A hitel-nemfizetési csereügyletekhez kapcsolódó kockázatokat ezenkívül felerősíti, hogy a velük járó potenciális kötelezettségek rendkívüli méretűek lehetnek¹. E kockázatok nem csak a hitel-nemfizetési csereügyletekre jellemzőek: a származtatott ügyletek általánosságban is érintettek, noha kevésbé drámai mértékben.

2.4. ... amint az a pénzügyi válságból kiderült

A pénzügyi válság rávilágított, hogy az említett kockázatok nem elméletiek, hanem valóságok. A Bear Sterns, a Lehman Brothers és az AIG jelentős szereplői voltak a tőzsdén kívüli származékos piacnak, akár kereskedőként, akár felhasználóként, vagy mindkét szerepkörben. Problémáik nem a tőzsdén kívüli származékos piacokról eredtek: oda csak az általuk kezdeményezett hitel-nemfizetési csereügyletek révén gyűrűztek be, majd, mivel e három intézmény minden tőzsdén kívüli származékos piacon központi szerepet játszott, a problémák a hitel-nemfizetési csereügyletek piacáról kilépve a világgazdaságot is érintették. Mivel a piac nem volt átlátható, a piaci szereplők nem tudhatták, hogy partnereik pontosan milyen kitétségekkel rendelkeznek e három intézménnyel szemben, ami bizalmatlanságot okozott és a likviditás hirtelen zsugorodását vonta maga után. Emellett a szabályozók sem tudták időben feltárni a rendszerben felhalmozódó kockázatokat, a kockázatkonzentráció mértékét, következésképpen pedig a fizetésképtelenség pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatását. A problémát felerősítette a piaci felügyelet enyhése: a felügyelők sem rendelkeztek elegendő információval.

¹ A hitel-nemfizetési csereügyletekkel kapcsolatos pénzáramok „nem folytonosak”, azaz míg rendes körülmények között a hitel-nemfizetési csereügyletek eladói folyamatos díjbevételekhez jutnak, a mögöttes hitelfelvevő fizetésképtelensége esetén egyszerre ki kell fizetniük a teljes tőkeösszeget (leszámítva a nem teljesített kötelezettség értékét). Ez egyes szereplőket arra indította, hogy a hitel-nemfizetési csereügyletekkel finanszírozási eszközként éljenek vissza.

Mindent összevetve, a válsággal egyértelművé vált, hogy a származtatott ügyletek, különösen a hitel-nemfizetési csereügyletek, egy olyan kölcsönös függőségi hálót hoztak létre, amely a fizetéseképtelenséget közvetlenül követő időszakban nehezen volt áttekinthető, felfejthető, és szabályozható. A válsággal így az is nyilvánvalóvá vált, hogy a tőzsdén kívüli származékos piacok jellemzői – a szerződéskötés nem publikus, kevés nyilvános információt adó jellege; egy összetett, kölcsönös függőségi háló léte; a kockázatok jellegének és mértékének értékelésével kapcsolatos nehézségek – a piaci zavarok idején fokozzák a bizonytalanságot és így kockázatot jelentenek a pénzügyi stabilitásra nézve.

3. A PARTNERKOCKÁZATOK KEZELÉSE

A partnerkockázatok a kereskedési és a kereskedés utáni funkciók strukturálásával csökkenthetők. A kereskedés szintjén a kockázatok a működési hatékonyság javításával, például az elektronikus ügyletkötés, megerősítés és hitelesítés biztosításával² csökkenthetők. Ennek hatására a tőzsdén kívüli ügyletkötés jobban hasonlítana a tőzsdei ügyletkötésre. A működési hatékonyság javítása már a pénzügyi válság előtt is a szabályozók figyelmének középpontjában állt, és hozzájárult többek között ahhoz, hogy a hitel-nemfizetési csereügyleteket ma egyre inkább elektronikus úton erősítik meg és hitelesítik.

A működési hatékonyság javítása szükséges, de önmagában nem elégséges. A felvázolt kockázatok hatásos kezeléséhez a kereskedés utáni funkciók, főként a klíring javítására is szükség van. A felvázolt kockázatok csökkentésére a klíring kínál lehetőséget, így a származékos piacokon is alapvető szerephez jut. A klíring két szerződő fél között megvalósulhat kétoldalúan egy adott ügyletre vonatkozóan, vagy központi piaci szinten, központi szerződő fél (KSZF) segítségével. A tőzsdén a klíring szinte kizárólag központi szerződő feleken keresztül zajlik. Tőzsdén kívül a kétoldalú klíring marad a szokásos eljárás, noha egyes piaci szegmensek (főként a kamatcsereügyletek) esetében a KSZF-klíring is elérhető.

- **Kétoldalú klíring:** az egymással szemben fennálló hitelkitettségek kezelése érdekében a két szerződő fél rendszerint biztosítéki megállapodást köt, amely a szerződéses érték változásának rendszeres nyomon követését írja elő. Ha az érték változásának következtében az egyik fél követelést halmoz fel a másikkal szemben, akkor előbbi jogosult biztosítékot kérni. Noha a biztosítékok fontos szerepet játszhatnak a hitelkockázat csökkentésében, kezelésük miatt számos partnerrel kell klíringkapcsolatot fenntartani. E kétoldalú kapcsolatokból álló összetett hálózat jellegénél fogva megnehezíti, hogy egy intézmény tisztában legyen saját hitelkockázati kitettségével, hiszen még partnerei egymás közötti kitettségeit sem látja át, nemhogy értékelni tudná a partnerek fizetéseképtelenségének lavinaszerű következményeit.
- **KSZF-klíring:** a központi szerződő fél minden ügyletben a felek közé iktatódik, szerződő félként. A két kereskedő fél kötelezettségei így a központi szerződő féllel szemben állnak fenn, így az érintett piacon minden egyes fél ezzel az egy féllel szemben vállal kitettséget. A központi szerződő fél közbeiktatásának számos előnye van. A központi szerződő fél gyakorlatilag egy kölcsönös biztosítási rendszer, kölcsönös védelmi eszközökkel. Egyszerűbbé teszi a biztosítékok kezelését, mivel maga gyűjti be és kezeli azokat. Központi garántórként biztonságot ad, egyben olyan intézmény, amely kizárólag a

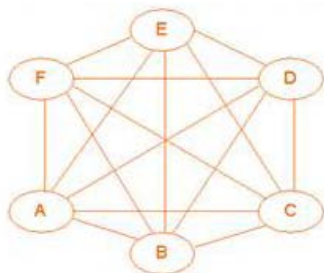
² E fogalmak további magyarázatát lásd a kísérő szolgálati munkadokumentum 2.2. szakaszában.

kockázatok kezelését tartja szem előtt, több rétegű védelmet biztosítva. A kockázatkezelés kizárólagos szem előtt tartása miatt a központi szerződő fél semleges fél. Mivel közepén helyezkedik el, könnyebben tudja felismerni és kezelni a kockázatokat. Az általa tárolt központi információk révén a szabályozók is könnyebben tudják felügyelni a kockázatokat. A központi szerződő fél rendszerszintű szerepének fényében alapvetően fontos, hogy szakszerűen üzemeltessék, megfelelő összegű tőkével lássák el és megfelelően szabályozzák, mivel így biztosítható biztonságos és stabil működése³.

A kétoldalú klíring és a KSZF-klíring összevetése

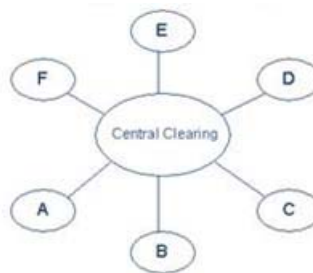
Kétoldalú klíring

- Partnerkítettégi háló
- Bonyolult biztosítéki műveletek
- Egyetlen kereskedő csődje dominóhatással járhat



KSZF-klíring

- Centralizált rendszer központi garantőrrel
- Minden biztosítékot a KSZF mozgat
- A KSZF elegendő tőkével rendelkezik a kereskedő csődjének kivédésére



Az előnyöket látva joggal kérdezhetjük, hogy a piaci szereplők miért nem használnak mindenütt KSZF-klíringet. Az első és legnyilvánvalóbb ok az, hogy a biztonság a résztvevők költségeit növeli, mivel hozzá kell járulniuk a központi szerződő fél védelmi rétegeinek finanszírozásához. A második ok, hogy a központi szerződő fél javítja az átláthatóságot, azaz kiegyenlíti a piaci szereplők közötti információs erőviszonyokat, amit a jelenleg előnyös helyzetben levők (a főbb származékos piaci kereskedők) hátrányként érzékelnek. Az is igaz, hogy a központi szerződő fél nem minden helyzetben alkalmazható. A központi szerződő fél alkalmazásának több, főként a likviditással és a szabványosítással összefüggő előfeltétele van. Mivel nem minden tőzsdén kívüli származtatott ügylet teljesíti a KSZF-klíring feltételeit, a Bizottság a kétoldalú klíring során alkalmazott partnerkockázat-kezelést is javítani kívánja.

Összességében megállapítható, hogy a származtatott ügyletekkel kapcsolatos kockázatok a piaci struktúra függvényében változnak. A tőzsdén kívüli származékos piacok általában jóval kockázatosabbak, mint a szabályozott kereskedési helyszínek, mivel kevésbé átláthatóak, partnerviszonyaik pedig összetettebbek. A partnerkockázat csökkentésére szolgáló kétoldalú eszközök az eredményesség és a módszerek tekintetében még jelentős javításra szorulnak.

4. A BIZOTTSÁG ÁLTAL MÁR MEGHOZOTT INTÉZKEDÉSEK A SZÁRMAZÉKOS PIACOK PÉNZÜGYI STABILITÁSÁNAK JAVÍTÁSÁRA

Noha a származtatott ügyletek nincsenek kivéve a pénzügyi szolgáltatásra vonatkozó európai uniós szabályok hatálya alól, a tőzsdén kívüli származékos piacok rendkívüli mértékű növekedése, a származtatott ügyletek révén felépített spekulatív pozíciók növekvő volumene

³ A KSZF-klíring részletes leírását lásd a kísérő szolgálati munkadokumentum 2.4.2. szakaszában.

és a nem szabályozott szereplők származékos piacokon való fokozott részvétele olyan kérdéseket vet fel, amelyek a szabályozói keret felülvizsgálatát indokolják. A pénzügyi válság kirobbanása óta a Bizottság gyors intézkedésekkel kezelni próbálta a származtatott ügyletekkel kapcsolatban felmerülő legégetőbb kockázatokat.

Először, ami a hitel-nemfizetési csereügyleteket illeti, McCreevy biztos 2008. októberben i. a pénzügyi válságból levont tanulságok fényében a származékos piacok rendszerszintű szemléletére tett felhívást és ii. konkrét javaslatokat kért arra vonatkozóan, hogy miként csökkenthetők a hitelderivatívákból eredő kockázatok⁴. Erre válaszul a hitel-nemfizetési csereügyletek kereskedői vállalták, hogy az európai referenciavállalatok és az ezen vállalatokon alapuló indexek esetében egy vagy több európai központi szerződő fél révén 2009. július 31-től megkezdik az arra alkalmas hitel-nemfizetési csereügyletek klíringjét⁵.

Másodszor, a tőkekövetelmény-irányelv felülvizsgálata kezelni próbált egyes, értékpapírosítással, túlzott kockázatátruházással és a kockázatok téves árazásával kapcsolatos problémákat⁶. Ez a javaslat különösen azt rögzítette, hogy a hiteleket átruházható értékpapírokká alakító társaságoknak (az úgynevezett kezdeményezőknél) ezentúl meg kell tartaniuk az értékpapírokhoz kapcsolódó kockázatok egy részét, míg az értékpapírokba fektető társaságok befektetési döntéseiket csak a kellő körültekintésnek megfelelő eljárás után hozhatják meg. Amennyiben ezt elmulasztják, úgy tőkekövetelményeik súlyos szigorítására számíthatnak.

Harmadszor, ami a spekulatív kereskedéssel kapcsolatos rendszerszintű kockázatot illeti, a Bizottság hamarosan javaslatot fog elfogadni a pénzügyi intézmények kereskedési könyvére, valamint az értékpapírosítási és újra-értékpapírosítási pozíciókra vonatkozó tőkekövetelményekkel kapcsolatban. A javaslatban tervezett megemelt tőkekövetelmények valószínűleg elriasztják majd a pénzügyi intézményeket a túlzott rövid távú kockázatvállalástól.

Negyedszer, a Bizottság jelenleg a pénzügyi piacok felügyeletére vonatkozó megközelítést is felülvizsgálja. A javasolt európai makropénzügyi felügyelő létrehozásával Európa képessé válhat a rendszerben felhalmozódó túlzott kockázatok feltárására és e kockázatok visszaszorítására. Az Európai Rendszerkockázati Testület kiemelt szerephez juthat abban, hogy a származékos piacokhoz kapcsolódó kockázatok ne okozzanak problémákat a teljes pénzügyi és gazdasági rendszerben.

Ötödször, mivel a hitelminősítő intézetek – részben a „kibocsátó fizet” modellel együtt járó összeférhetlenség miatt – elmulasztották az összetett instrumentumok megfelelő értékelését,

⁴ McCreevy, C (2008), „Time for regulators to get a better view of derivatives” („Itt az ideje, hogy a szabályozók tisztábban lássák a származtatott ügyleteket”), 2008. október 17., SPEECH/08/538.

⁵ 2009. február 17-én kilenc globális szereplő (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) vállalta, hogy az Európai Unióban egy vagy több központi szerződő felet fog alkalmazni – amint azokat az elszámolások véglegességéről szóló 98/26/EK irányelv szerinti rendszerként létrehozták – i. az európai referenciavállalatok és az ezen vállalatokon alapuló indexek esetében a KSZF-klíringre alkalmas hitel-nemfizetési csereügyletek klíringjére és ii. a fennálló alkalmas szerződések átalakítására. A kötelezettségvállalást egy további közvetítő, a Nomura is aláírta, továbbá az Európai Bankszövetség, a European Public Banks Board és több más európai banki szervezet is támogatja.

⁶ COM/2008/0602 végleges – COD 2008/0191: a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelvnek a központi hitelintézetek kapcsolt bankjai, egyes szavatolótoke-elemek, nagykockázat-vállalások, felügyeleti szabályok és válságkezelés tekintetében történő módosításáról.

nyilvánvalóvá vált, hogy ezeket az intézeteket is szabályozni kell. 2009 áprilisában a Tanács és az Európai Parlament jóváhagyta azt a Bizottság által előterjesztett rendeletet⁷, amely szerint a hitelminősítő intézeteknek szigorú integritási, minőségi és átláthatósági követelményeknek kell megfelelniük és folyamatosan állami hatóságok felügyelete alatt kell állniuk.

Végül, az Európai Bizottság javaslatot terjesztett elő a fedezeti alapokról és más alternatív befektetésialap-kezelőkről (ABAK) szóló irányelvre, amely európai szinten átfogó és hatásos szabályozói és felügyeleti keretet teremtene. A javasolt irányelv lehetővé tenné a tagállamoknak, hogy javítsák a szektor makroprudenciális felügyelését és a mikroprudenciális felügyeletet, hogy korlátokat szabjanak a hatálya alá tartozó alapok tőkeáttételi szintjére, és hogy a szükséges összehangolt fellépéssel biztosítsák a pénzügyi piacok megfelelő működését⁸.

5. TOVÁBBI TEENDŐK: ÚJ KEZDEMÉNYEZÉSEK A PÉNZÜGYI STABILITÁS JAVÍTÁSÁRA

A jelenlegi válság rávilágított arra, hogy a tőzsdén kívüli származékos piacok helyzetét rendezni kell ahhoz, hogy a rendszer stabilitásának veszélyeztetése nélkül tölthessék be gazdasági szerepüket. A Bizottság úgy ítéli meg, hogy e célból a következő intézkedéseket kell hozni: a) a szabályozók és a felügyelők számára lehetővé kell tenni, hogy teljes körű információkkal rendelkezzenek a tőzsdén kívüli származékos piacokon zajló ügyletekről és az ott kialakuló pozíciókról, b) fokozni kell a tőzsdén kívüli származékos piacok átláthatóságát a felhasználók számára; különösen fontos, hogy több és jobb információ álljon rendelkezésre az árakról és a mennyiségekről; c) javítani kell a származékos piacok működési hatékonyságát, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek ne károsítsák a pénzügyi stabilitást és d) csökkenteni kell a partnerkockázat mértékét és ösztönözni kell a központosított struktúrák kialakítását. E célkitűzések megvalósításához a következő fő eszközök vezethetnek: i. a további szabványosítás elősegítése, ii. központi adattárak használata, iii. átállás a KSZF-klíringre, és iv. a kereskedés áthelyezése a nyilvánosabb kereskedési helyszínekre⁹. Ez a szakasz ezeket az eszközöket elemzi és utat mutat a jövőbeni munkához.

5.1. Szabványosítás

A tőzsdén kívüli, KSZF-klíringre alkalmas származtatott ügyletek esetében a szabványosítás a továbbiakban felvázolt eszközök előfeltételét képezi. Azon tőzsdén kívüli származtatott ügyletek esetében pedig, amelyek a KSZF-klíring szempontjából alkalmatlanok, a további szabványosítással a működési hatékonyságot lehetne javítani és a működési kockázatokat lehetne csökkenteni, például a szabványos szerződések, valamint az elektronikus megerősítési és hitelesítési szolgáltatások alkalmazásának ösztönzése, a központi tárolás, továbbá a fizetési műveletek és a biztosítékkezelési folyamatok automatizálása révén. Mivel a szabványosítás a

⁷ Európai Bizottság, 2008. „Javaslat: az Európai Parlament és a Tanács rendelete a hitelminősítő intézetekről”, COM(2008) 704, ahogy az Európai Parlament és a Tanács 2009. április 23-án jóváhagyta.

⁸ Európai Bizottság, 2009., „Javaslat: az Európai Parlament és a Tanács irányelve az alternatív befektetésialap-kezelőkről”, COM(2009) 207.

⁹ A felsorolt eszközök alkalmazhatósága valamelyest az adott piaci szegmenstől is függ, végrehajtásuk jelentősen eltérő lehet. A tőzsdén kívüli származékos piacokon alkalmazott jelenlegi kockázatcsökkentési eszközök hatásosságát és a további intézkedések szükségességét a kísérő szolgálati munkadokumentum 4. fejezete elemzi részletesen.

további intézkedések előfeltétele, a Bizottság ezt helyezi a származékos piac hatékonyabbá, biztonságosabbá és stabilabbá tételét célzó törekvéseinek középpontjába.

A szabványosításhoz azonban beruházásokra van szükség. A Bizottság továbbra is támogatni fogja az iparág ilyen irányú beruházási erőfeszítéseit, hogy ezáltal minden olyan tőzsdén kívüli származtatott ügylet tekintetében megvalósulhasson a szabványosítás, amely sem KSZF-klíringre, sem tőzsdei kereskedésre nem alkalmas.

5.2. Központi adattár

Az átláthatóság és az ismeretanyag növelése céljából a központi adattár minden fajta – tehát mind a KSZF-klíringre alkalmas, mind az arra alkalmatlan – kereskedéstről adatokat gyűjt, ideértve az ügyletek számát és a fennálló pozíciók nagyságrendjét¹⁰. Az adatgyűjtés nemcsak az átláthatóságot növeli, hanem a piac működési hatékonyságát is javítja. Az adattár más szolgáltatásokat is végezhet (például az elszámolási és kifizetési utasítások megkönnyítését).

A Bizottság a megnövelt átláthatóságban és ismeretanyagban olyan előnyöket lát, amelyeket a központi adattárak a felügyelők számára is átadhatnak. Ez amiatt is különösen fontos, mert a KSZF-klíringet nem lehet könnyen alkalmazni minden származtatott ügyletre, hiszen az előfeltételek nem mindig teljesülnek és nem könnyen alkalmazhatók. A jogbiztonság, a felügyelet és a vállalkozások folytatásának szempontjait mérlegelve az európai értékpapírpiaci szabályozók bizottsága (CESR) megvizsgálja az ilyen célú felhasználás hasznosságát. A Bizottság a CESR erről készítendő jelentésének fényében megteszi a szükséges lépéseket.

5.3. KSZF-klíring

A négy említett eszköz közül a legtöbb figyelmet eddig a KSZF-klíring kapta. A központi szerződő felek a pénzügyi válság alatt bizonyították felkészültségüket, például a Lehman Brothers fizetéképtelenségéből adódó következmények kezelésében betöltött szerepükkel. A Bizottság már kérte az ágazatot, hogy terjessze ki a KSZF-klíring alkalmazását, a továbbiakban pedig prioritásként fogja kezelni, hogy megvalósuljanak a de Larosière csoport vonatkozó ajánlásai.

A KSZF-klíring európai megvalósításának erős indokai vannak, amelyek szabályozói, felügyeleti és monetáris politikai aggodalmakból erednek. Ha a központi szerződő fél európai, akkor európai szabályozás és felügyelet alá tartozik. Ennek megfelelően a felügyelők is kétségbevonhatatlan és akadálytalan hozzáféréssel rendelkeznek a központi szerződő felek információihoz. Problémák felmerülése esetén az európai hatóságok is könnyebben tudnak beavatkozni egy európai központi szerződő félnél, hiszen például a központi bankok nem adnak közvetlen hozzáférést likviditási mechanizmusaikhoz olyan pénzügyi intézmények számára, amelyek kívül esnek valutaterületükön¹¹.

¹⁰ A hitel-nemfizetési csereügyletek esetében már létezik egy ilyen adattárház, a Trade Information Warehouse, amelyet a US Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) üzemeltet.

¹¹ A központi bankok között létezhetnek valutacsere-megállapodások, de mivel a likviditási mechanizmusokhoz nem nyújtanak közvetlen hozzáférést, az EKB erőteljes óhaját fejezte ki arra nézve, hogy az euroövezetben jöjjön létre egy központi szerződő fél: Kormányzótanácsának 2008. december 18-i közleménye leszögezte, hogy *a hitelderivatívák tekintetében szükség van legalább egy európai központi szerződő félre, és hogy az értékpapírklíring és -elszámolási rendszerek potenciális rendszerkockázata miatt ilyen intézményt az euroövezetben kell létrehozni.* EKB (2008), a

Ami a hitel-nemfizetési csereügyleteket (CDS) illeti, a jelentősebb derivatívakereskedők írásban vállalták az Európai Bizottság előtt, hogy az európai hitel-nemfizetési csereügyletek klíringjét 2009. július 31-ig egy vagy több európai központi szerződő félhez viszik át, jelenleg pedig azon dolgoznak, hogy a KSZF-klíring lehetővé tétele céljából elvégezzék az európai CDS-szerződések szükséges szabványosítását. Két európai központi szerződő fél várhatóan 2009. július 31-ig megkezdte a CDS-ekkel kapcsolatos szolgáltatások nyújtását, a harmadik várhatóan 2009. decemberre készül el, a negyedik még nem közölt időpontot. A Bizottság összességében üdvözli az iparág erőfeszítéseit a kötelezettségvállalásban foglalt határidő betartására. Ami a CDS-ek szabványosítását illeti, az ágazat erőfeszítései eddig az Atlanti-óceán mindkét partján eredményesek voltak. Mindazonáltal bizonyos – például szerkezetátalakítással kapcsolatos hitelkockázati eseményeknél felmerülő – technikai kérdések megoldásának végrehajtása még nem tisztázott. Ezért ha az iparág nem lesz képes teljesíteni vállalását, a Bizottságnak más módszereket kell megfontolnia, amelyek az alábbiakban találhatók. A Bizottság üdvözli az iparági kezdeményezéseket, megvalósításukat és végrehajtásukat pedig teljes körűen figyelembe fogja venni, amikor annak értékelésére kerül sor, hogy szükség van-e további intézkedésekre a KSZF-klíring lehető legteljesebb körű alkalmazásának biztosításához.

A központi szerződő felek alkalmazására már több ösztönző létezik. A piaci szereplőknek természetes ösztönzők vannak a KSZF-klíring alkalmazására, hiszen az partnerkockázatuk és a szabályozói tőkekövetelmények csökkentését teszi lehetővé. Ezek az ösztönzők azonban nem voltak elégségesek a kétoldalú klíring mellett szóló üzleti ösztönzők leküzdéséhez. A Bizottság ezért más módokon próbálja jelentősen növelni a KSZF-klíring alkalmazására ható ösztönzőket, hogy ezáltal ahol lehet, elejét vegye a KSZF-klíring átvételével szembeni üzleti ellenkezésnek. Ilyen mód lehet: i. a tőkekövetelmény-irányelvben foglalt tőkekövetelmények módosítása és ii. további szabályozói és felügyeleti garanciák arra nézve, hogy a központi szerződő felek biztonságosak és stabilak, ennek eszközeül indokolt esetben új európai jogszabályok jövőbeni megalkotása és esetleg közös felügyelet kialakítása¹². Ez a további munka természetesen semmilyen módon nem érinti azt a határidőt, amelyet az európai hitel-nemfizetési csereügyletek klíringjének egy vagy több európai központi szerződő félhez való átvételére tűztek ki, azaz 2009. július 31-ét.

5.4. Ügyletkötés

A központi szerződő fél klíringtevékenységébe tartozó szabványos származtatott ügyletek esetében a következő logikus lépés az lenne, hogy az ügyletkötést olyan szervezett kereskedési helyszínekre vigyék át, ahol nyilvánosan feltüntetik az árakat és más kereskedési információkat, például egy szabályozott piacra (azaz derivatívátözsdére) vagy az átláthatósági követelményeknek megfelelő multilaterális kereskedési rendszerbe. Ez javítaná az árak átláthatóságát és a kockázatkezelést.

Mindazonáltal a jellemzően nyilvános helyszíneken forgalmazott szabványos szerződések nem teljes körben fedik le a derivatívahasználók kockázatkezelési igényeit. A legtöbb piaci szereplő üzleti érdeke, hogy tőzsdén kívül kereskedjen. A fő szempontnak azonban azt kell tekinteni, hogy a pénzügyi stabilitás szempontjából elengedhetetlen az átlátható és hatékony működésű piacok léte. A kockázatértékelés és az ármeghatározás céljából a szereplők

Kormányzótanács által hozott határozatok, 2008. december 18., <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

¹² Európai Bizottság, 2009. Az Európai Bizottság közleménye, *Európai pénzügyi felügyelet*, COM(2009)252.

társadalmi érdeke, hogy a kereskedelemre a lehető legnyilvánosabb és legszabványosabb átlátható kereskedési helyszíneken kerüljön sor.

A különböző kereskedési helyszínek (tőzsdén kívüliek (OTC), tőzsdék és multilaterális kereskedési rendszerek) versenyén alapuló rendszer a piaci hatékonyság szempontjából is előnyös, amennyiben az összes helyszín célszerű, tisztességes versenyt biztosító átláthatósági és szervezeti követelményeknek kötelezően meg kell felelni. Az átlátható és szervezett kereskedelem melletti döntés más pénzügyi piacokon is ismert. A pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID) eltörölte azt a szabályt (az úgynevezett koncentrációs szabályt), miszerint az ügyleteket szabályozott piacokon kell végrehajtani, de a többi kereskedési helyszínt (multilaterális kereskedési rendszereket, rendszeres internalizálókat) is célszerű átláthatósági követelményeknek vetette alá. Következésképpen a részvényügyletek esetében a kereskedési helyszínek közötti verseny közös átláthatósági és szervezeti szabályoknak megfelelően zajlik. A MiFID átláthatósági szabályai azonban jelenleg nem terjednek ki a származtatott ügyletekre, az ügyletek bejelentésére vonatkozó kötelezettség pedig nem terjed ki azokra a pénzügyi eszközökre, amelyeket nem vezettek be szabályozott piacra.

A Bizottság a tőzsdén kívüli származékos piacok egyedi és rugalmas jellege, valamint a részvényügyletekre vonatkozó szabályok figyelembevételével meg fogja vizsgálni, hogy miként lehetne átláthatóbb és hatékonyabb kereskedési folyamatokat kialakítani a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek esetében is. A Bizottság e tekintetben részletesebben értékeli majd i. a kereskedelem további részeinek átlátható és hatékony kereskedési helyszínekre való átirányítását és ii. a származékos piacok különböző kereskedési helyszínein alkalmazandó célszerű átláthatósági szintet (árak, ügyletek és pozíciók tekintetében).

6. KÖVETKEZTETÉS

A származtatott ügyletek fontos szerepet játszanak a gazdaságban, de bizonyos kockázatokkal járnak. A válság rávilágított arra, hogy ezeket a kockázatokat – különösen a hitel-nemfizetési csereügyletek tekintetében – nem kielégítően csökkentik a piac tőzsdén kívüli részében. A Bizottság a pénzügyi válság kezdete óta dolgozik a legégetőbb kockázatok kezelésén.

Ezen túlmutatóan azonban a Bizottságnak további intézkedéseket is meg kell fontolnia a következők céljából: az ügyletek fokozott szabványosítása és átláthatósága, a KSZF-klíring alkalmazásának irányába történő elmozdulás és annak biztosítása, hogy az a tőzsdén kívüli származékos piacok egészén az alapvető normává váljék, valamint, ahol lehetséges, a kereskedelem átlátható és hatékony kereskedési helyszínekre való átirányítása.

Az e közlemény által elindított nyilvános konzultációt követően a Bizottság 2009. szeptember 25-én nyilvános meghallgatást tart. Az érdekeltek által előterjesztett nézetek és tények alapján a Bizottság részletes hatásvizsgálatot indít álláspontjának kialakítása céljából. A konzultáció eredményeitől függően a Bizottság még jelenlegi mandátumának vége előtt operatív következtetéseket fog levonni és még az év vége előtt előterjeszti a megfelelő kezdeményezéseket, beleértve az indokolt jogalkotási javaslatokat.

A Bizottság teljes körűen figyelembe veszi az iparág erőfeszítéseit, az EU legfontosabb partnereinél történt fejleményeket, valamint különösen azt az átfogó szabályozási keretet, amelyet az Egyesült Államok pénzügyminisztériuma a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek tekintetében bejelentett. Ez a keret ugyanis előírja, hogy minden tőzsdén kívüli szabványos származtatott ügylet valamely központi szerződő fél klíringtevékenységébe tartozzon, továbbá

arra ösztönöz, hogy az ügyletek megkötését „szabályozott tőzsdéken és tőzsdén kívüli származtatott ügyletekre vonatkozó szabályozott elektronikus ügyletkötési rendszereken” végezzék¹³. A Bizottság – többek között a pénzügyi szolgáltatások szabályozásáról folytatott párbeszéd keretében – folytatni fogja az Egyesült Államok hatóságaival ez ügyben folytatott együttműködést annak érdekében, hogy biztosítsák a szakpolitikai megközelítések globális összhangját és elkerüljék a szabályozási arbitrázs kockázatát.

¹³ Lásd: US Treasury Financial Regulatory Reform, 2009. június 17.