

**HU**

**HU**

**HU**



EURÓPAI BIZOTTSÁG

Brüsszel, 15.9.2010  
SEC(2010) 1059

**BIZOTTSÁGI SZOLGÁLATI MUNKADOKUMENTUM**

**A HATÁSVIZSGÁLAT ÖSSZEFOGLALÁSA,**

**amely a következő dokumentumot kíséri:**

**Javaslat:**

**AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS RENDELETE  
a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési  
adattárakról**

{COM(2010) 484 végleges}  
{SEC(2010) 1058}

A származtatott ügyletek a modern pénzügyek fontos építőelemei. Alapvetően olyan pénzügyi szerződések, amelyek elősegítik a kockázatok kereskedését és újraelosztását. Nevük onnan ered, hogy értéküket egy alapul szolgáló eszközből, például egy pénzügyi termék (pl. tőzsdén jegyzett társaság részvénye) vagy egy nyersanyag (pl. olaj) árából származtatják. Mivel ezek a termékek újraosztják a kockázatot, felhasználhatók egy adott kockázattal szembeni biztosítás (fedezet) céljára, vagy fordítva, kockázatvállalásra (befektetési vagy spekulatív céllal). A különböző piacok közötti arbitrázs céljára is alkalmasak.

A származtatott ügyletek választéka a teljes mértékben szabványosított jellemzőkkel – névleges értékkel vagy futamidővel – rendelkezőktől (például a határidős ügyletek) a teljes mértékben az adott felhasználó sajátos igényeire szabott termékekig (például a csereügyletek vagy más néven swapok) terjed. A származtatott ügylet típusa rendszerint a termék kereskedési módját is meghatározza: a teljes mértékben szabványosított származtatott ügyletekkel jellemzően szervezett kereskedési helyszíneken – azaz származékos tőzsdéken – kereskednek, míg a személyre szabott származtatott ügyletek kereskedése bilaterális módon, azaz tőzsdén kívül (over-the-counter, OTC) zajlik.

A pénzügyi válság a szabályozói figyelem középpontjába helyezte a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket. A Bear Sterns 2008. márciusi összeomlás-közeli helyzete, a Lehman Brothers 2008. szeptember 15-én bekövetkezett fizetésektelensége, majd ezt követően az AIG megmentése rámutatott e piac működési hiányosságaira. Ebben az összefüggésben a szabályozók különös figyelmet szenteltek a hitel-nemteljesítési csereügyletek (CDS) válság során játszott szerepének.

A Bizottság 2008 októbere óta tevékenyen dolgozik a válsággal napvilágra került hiányosságok leküzdésén. Rövid távon a Bizottság a hitel-nemteljesítési csereügyletek piacára összpontosított és a piac legnagyobb kereskedőitől kötelezettségvállalást kapott arra, hogy az európai referenciakibocsátók hitel-nemteljesítési csereügyleteit központi szerződő fél (central counterparty - CCP) bevonásával fogják elszámolni. Középtávon a származtatott ügyletek piacának mélyreható átvizsgálása állt a középpontban, melynek eredménye a származtatott ügyletek piacáról szóló két közlemény közzététele volt, 2009 júliusában illetve októberében.

Az első közlemény vizsgálta a származtatott ügyletek pénzügyi válságban betöltött szerepét és elemezte a származtatott ügyletek piacainak előnyeit és kockázatait, valamint felmérte, hogyan lehetne csökkenteni az azonosított kockázatokat. A második közlemény meghatározta a Bizottság által a származékos piacok átláthatóságának növelése, a kereskedés működési és partnerkockázatának csökkentése, valamint a piaci integritás és felügyelet fokozása érdekében javasolni kívánt jövőbeli szakpolitikai intézkedéseket.

Ez a hatásvizsgálat a Bizottság által bejelentett javaslatok egy részét kíséri, nevezetesen azokat, amelyek az átláthatóság növelésével és a partner-hitelkockázat és a működési kockázat kereskedés utáni infrastruktúrák alkalmazása révén történő csökkentésével foglalkoznak.

### *Átláthatóság*

A származtatott ügyletek tőzsdén kívüli piaca természeténél fogva átláthatatlan. Ennek oka, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek magánúton kötött megállapodások, következésképpen az ezekre vonatkozó információk általában csak a szerződő felek számára elérhetők.

A pénzügyi válság rávilágított az egyes vállalatok tőzsdén kívüli származtatott ügyletek terén meglévő pozícióira és kitettségeire vonatkozó információk hiányára. Ez az információhiány egyrészt megakadályozza a szabályozókat abban, hogy kellő időben észrevegyék az egyes intézményeknél és az egész rendszerben kialakuló kockázatokat. Abban is meggátolja őket, hogy pontosan felmérjék valamely piaci szereplő nemteljesítésének a következményeit, és ezáltal abban, hogy megfelelő módon reagáljanak, ha egy ilyen nemteljesítés bekövetkezik (a Lehman Brothers esete ennek egyértelmű bizonyítéka volt). Másrészt az információhiány válság idején fokozza a piaci szereplők között a gyanakvást és a bizonytalanságot.

### *Partner-hitelkockázat*

A származtatott ügyletek a tőzsdén kívüli származtatott ügylet időtartamára egymáshoz kötik a szerződő feleket. Az ügylet futamideje alatt a szerződő felek követeléseket állítanak egymással szembe, ahogyan a szerződésben foglalt jogok és kötelezettségek változnak az ügylet alapjául szolgáló termék alakulásának megfelelően. Ez partner-hitelkockázatot rejt magában, vagyis annak a kockázatát, hogy valamely fél nem teljesíti az ügylet szerinti, esedékessé váló kötelezettségét. A klíring (elszámolás) az a funkció, amellyel ezeket a kockázatokat kezelik az idők folyamán. El lehet végezni központon, központi szerződő fél bevonásával, vagy bilaterálisan is. Jóllehet, mindkét típusú elszámolást alkalmazzák a származtatott ügyletek tőzsdén kívüli piacán, a bilaterális elszámolás az elterjedtebb forma a kettő közül.

A válság rámutatott, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekhez kapcsolódó partner-hitelkockázat szintje sokkal magasabb volt annál, mint amit a piaci szereplők és a szabályozók korábban feltételeztek. Másképp megfogalmazva: a partner-hitelkockázat csökkentéséhez használt biztosíték összege nem volt elegendő. Ennek fő oka a piac bilaterálisan elszámolt részében a nem megfelelő biztosítékgyűjtés, vagy azért, mert néhány piaci szereplőtől nem követelik meg, hogy tőzsdén kívüli származtatott ügyleteiket biztosíték nyújtásával biztosítsák, vagy a biztosítékot nyújtó piaci szereplők kockázatkezelési eljárásaihoz kapcsolódó problémák miatt.

### *Működési kockázat*

Egy tőzsdén kívüli származtatott ügylet számos feldolgozási lépésen megy keresztül attól a ponttól kezdve, hogy két fél megegyezik az ügyletben, addig a pontig, amikor az ügyletet megerősítik. Továbbá a tőzsdén kívüli származtatott ügylet futamideje során számos, az ügyletbe kötődő jogokból és kötelezettségekből eredő eseményt (például biztosítékkezelést és a készpénzkifizetések teljesítését) kell kezelni.

Mivel a származtatott ügyletek tőzsdén kívüli piaca nagyfokú rugalmasságot tesz lehetővé a származtatott ügyletek gazdasági és jogi feltételeinek meghatározásában, számos, nagymértékben személyre szabott és összetett termék létezik. Ezek az ügyletek a feldolgozás több szakaszában továbbra is jelentős manuális beavatkozást igényelnek. Ez növeli a működési kockázatot, és jogi kockázathoz vezethet, korlátozhatja az átláthatóságot és még a partner-hitelkockázat növekedését is eredményezheti.

### *A célkitűzések*

E hatásvizsgálat célja annak vizsgálata, hogy a fent felvázolt problémákra találhatók-e uniós szintű megoldások. Az általános célkitűzés a rendszerszintű kockázat csökkentése a tőzsdén kívüli származékos piac biztonságának és hatékonyságának növelése révén. A korábban

említetteknek megfelelően ezen általános cél eléréséhez három konkrét szakpolitikai célkitűzés megvalósítására van szükség, ezek i) az átláthatóság növelése, ii) a partner-hitelkockázat csökkentése és iii) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekhez kapcsolódó működési kockázatok csökkentése. Mivel ezek a célkitűzések elég tágak, sokkal konkrétabb operatív célokat kell meghatározni:

1. a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek pozícióiról teljes és átfogó információszerzés;
2. a központi szerződő felek általi elszámolás igénybevételének növelése;
3. a bilaterális elszámolási gyakorlat javítása;
4. a tőzsdén kívüli származékos ügyletek szabványosításának fokozása.

#### *Előnyben részesített szakpolitikai lehetőségek és szakpolitikai eszközök*

A hatásvizsgálat ezt követően a legmegfelelőbb intézkedés meghatározása érdekében elemzi a fenti operatív célokhoz kapcsolódó szakpolitikai lehetőségeket és összehasonlítja azokat egy alapforgatókönyvvel. Az elemzés alapján a hatásvizsgálat megállapítja, hogy a legnagyobb nettó előny olyan intézkedések elfogadásával érhető el, amelyek:

1. előírják a piaci szereplők számára, hogy tőzsdén kívüli származtatott ügyleteik portfóliójára vonatkozó minden szükséges információt közöljenek egy kereskedési adattárral, vagy amennyiben ez nem lehetséges, közvetlenül a szabályozó hatóságokkal; előírják az aggregált pozíció-információk közzétételét;
2. előírják az előzetesen meghatározott alkalmassági kritériumokat teljesítő tőzsdén kívüli származtatott ügyletek központi szerződő fél bevonásával történő elszámolását;
3. specifikus célokat tűznek ki a tőzsdén kívüli származtatott ügyletek bilaterális elszámolása terén; valamint
4. specifikus célokat tűznek ki a jogi és a folyamatszabványosítás terén.

Tekintettel az előnyben részesített lehetőségekre, valamint annak szükségességére, hogy a jogi keretet EU-szerte pontosan ugyanazzal a hatállyal alkalmazzák, túlszabályozás nélkül és anélkül, hogy a nemzeti jogalkotók maradék hatásköröket kapnának, a kitűzött célok eléréséhez a rendelet a legmegfelelőbb szakpolitikai eszköz.

#### *A kereskedés utáni piaci infrastruktúra*

A központi szerződő felek és a kereskedési adattárak kötelező használatára vonatkozó döntés növeli az előbbiek rendszerszintű jelentőségét és rendszerszintű szerepet szán az utóbbiaknak (amennyiben még nem rendelkeztek ezzel). Ez azzal a kötelezettséggel jár, hogy biztosítani kell az infrastruktúra biztonságosságát és megbízhatóságát egy olyan helyzet kialakulásának megelőzése érdekében, amelyben az infrastruktúra használata valójában növelné a rendszerszintű kockázatot annak csökkentése helyett. E cél elérése érdekében a hatásvizsgálat elismeri, hogy foglalkozni kell a központi szerződő felek és a kereskedési adattárak működésével kapcsolatosan azonosított, függőben lévő kérdésekkel.

#### *Központi szerződő felek*

A központi szerződő fél olyan szervezet, amely egy vagy több pénzügyi piacon kereskedett ügyletek szerződő felei között közvetít és valamennyi eladóval szemben vásárlóként, illetve valamennyi vásárlóval szemben eladóként lép fel. A piacon betöltött központi szerepéből adódóan a központi szerződő fél rendszerint nem visel piaci kockázatot (ezt ugyanis továbbra is a szerződés eredeti felei viselik). Mindazonáltal, mivel a központi szerződő fél minden egyes pozíció tekintetében szerződő fél, viselnie kell a hitelkockázatot, ha valamely szerződő fele nem teljesít. Hasonlóképpen, a központi szerződő fél partnerei viselik a központi szerződő fél nemteljesítésének a kockázatát. A központi szerződő fél partner-hitelkockázati kitettséget védelmi mechanizmusok révén csökkenti, amelyek közé jellemzően a hozzáférés korlátozása, kockázatkezelő eszközök (például biztosítékgyűjtés) és a veszteség kölcsönössé tétele tartoznak. Ezek a mechanizmusok együttesen alkotják a központi szerződő fél többlépcsős kockázatfedezését.

Kockázatsökkentő szerepüknél fogva a központi szerződő felek az általuk kiszolgált piacok kritikus alkotóelemei. Következésképpen nemteljesítésük potenciális rendszerszintű jelentőséggel bíró esemény lenne. Tekintettel arra, hogy szerepük rendszerszintű jelentőséggel bír, a központi szerződő felekre szigorú szabályok vonatkoznak. Az Unióban a központi szerződő feleket nemzeti szinten szabályozzák. Mivel a központi szerződő felekre alkalmazandó szabályok tagállamonként eltérnek, az ebből eredő egyenlőtlen versenyfeltételek a kívánatosnál potenciálisan kevésbé biztonságossá, viszont költségesebbé teszik a központi szerződő felek határokon átnyúló szolgáltatásnyújtását, és akadályt állítanak az európai pénzügyi piac integrációja elé.

Ezek fényében a Bizottság 2006-ban fontolóra vette a központi szerződő felekre vonatkozó uniós jogszabály bevezetésének lehetőségét, de ellene döntött és inkább az ágazat önszabályozása (felszólította az ágazatot egy magatartási kódex elfogadására) és a tagállami együttműködés (felszólította a központi szerződő felekre vonatkozó KBER-CESR ajánlások végrehajtására) kombinációjára szavazott, annak érdekében, hogy biztosítsa az EU-ban a központi szerződő felek biztonságosabb és hatékonyabb szolgáltatásnyújtását.

Azóta nyilvánvalóvá vált, hogy a Bizottság által választott megközelítés nem elég a központi szerződő felekkel kapcsolatos problémák megszüntetéséhez, részben a megközelítés hiányosságai miatt, részben pedig új problémák felmerülése miatt. Az előbbi főként arra a felismerésre utal, hogy ajánlásokkal nem érhető el ugyanaz a szabályharmonizációs eredmény, mint uniós szintű jogszabályokkal. Az utóbbihoz a kapcsolatok létrehozásának akadályai, a központi szerződő felek közötti kockázatverseny veszélyének felmerülése, és a biztosíték központi szerződő felek közötti hordozhatóságának problémája tartoznak.

Tekintettel a fent kiemelt problémákra, a hatásvizsgálat elemzi, hogy mik az uniós kereskedés utáni infrastruktúra és a befektetővédelem biztonságát és hatékonyságát növelő lehetséges megoldások. E célból négy konkrét célkitűzést határoz meg, ezek i) a központi szerződő felek biztonságosságának növelése, ii) egyenlő versenyfeltételek kialakítása a központi szerződő felek szolgáltatásnyújtásához, iii) a központi szerződő felek közötti kapcsolatok létrehozásának elősegítése, és iv) a központi szerződő féllel közvetlenül kapcsolatba lépő piaci szereplők számára kiegészítő biztosítékok nyújtása. A fent felsorolt konkrét célok a következő operatív célkitűzések megvalósítását követelik meg:

1. a központi szerződő felek határokon átnyúló szolgáltatásnyújtása előtt álló akadályok eltávolítása;

2. a központi szerződő felek közötti kapcsolatok létrehozása előtt álló akadályok eltávolítása;
3. a központi szerződő felek közötti kockázatverseny megelőzése; valamint
4. az ügyfélpozíciók és a hozzájuk kapcsolódó letétek hordozhatóságának megkönnyítése.

A hatásvizsgálat ezt követően a legmegfelelőbb intézkedés meghatározása érdekében elemzi a fenti operatív célokhoz kapcsolódó szakpolitikai lehetőségeket és összehasonlítja azokat egy alapforgatókönyvvel. Az elemzés alapján a hatásvizsgálat következtetése az, hogy a legnagyobb nettó előny olyan intézkedések elfogadásával érhető el, amelyek:

1. útlevelet vezetnek be a központi szerződő felek szolgáltatásai számára, amely a központi szerződő felek nemzeti engedélyezésén és felügyeletén alapul, és amelyet a felügyeletek kollégiumának megerősített szerepe kísér;
2. közös követelményeket és eljárásokat vezetnek be, amelyek alapul szolgálnak a központi szerződő felek azon jogához, hogy interoperábilissá váljanak, feltéve, hogy a kockázatokat kezelik és az illetékes hatóságok jóváhagyják a kapcsolatot;
3. a központi szerződő felekre vonatkozóan közös, szigorú kockázati standardokat vezetnek be; valamint
4. előírják a központi szerződő felek számára, hogy a közvetett résztvevők számára kínálják fel a lehetőséget, hogy letéteiket elkülönített (gyűjtő vagy névre szóló) számlákon tartsák, és bízzák rájuk a döntést, hogy kihasználják-e a lehetőséget.

A kitűzött célok eléréséhez ebben az esetben is a rendelet a legmegfelelőbb szakpolitikai eszköz.

### *Kereskedési adattárak*

A kereskedési adattár olyan központi nyilvántartás, amely a nyitott, tőzsdén kívüli származtatott ügyletek (szerződések) adatainak elektronikus adatbázisát kezeli. Ezen elsődleges tevékenység mellett a kereskedési adattár foglalkozhat más szolgáltatásokkal is, például szerződés-eseménykezelési és kereskedésfeldolgozási szolgáltatásokkal. Ezek az adattárak a piaci infrastruktúrák családjának igen új tagjai (az elsőt 2006 végén indították el) és a közelmúltig nem is voltak szabályozottak. A kereskedési adattárak elsődleges közérdekű előnye, hogy nyilvántartási funkciója és a kezelt információk integritása megnövelt átláthatóságot tesz lehetővé.

A válság során felmerült legfőbb probléma a sebesség volt, amellyel a szabályozók hozzáférhettek a hitelderivatívák kereskedési adattárában (az akkoriban létező egyetlen kereskedési adattár) tárolt információhoz. Mivel a jelentéstételi követelmény miatt a kereskedési adattárak rendszerszintű jelentőségre tesznek szert, még fontosabbá válik a szabályozók információhoz való hozzáféréseinek kérdése. Ezenkívül a kereskedési adattárak tevékenységének sok más szempontjával is foglalkozni kell a jelentéstételi követelmény miatt.

A hatásvizsgálat feltárja az olyan biztonságos, megbízható és hatékony kereskedési adattárak kialakításának módját, amelyek biztosítják a jelentéstételi követelményhez szükséges támogatást, és azt, hogy az illetékes hatóságok rendelkezésére álljon a feladataik elvégzéséhez

szükséges információ. Ezen általános célkitűzés elérése érdekében a hatásvizsgálat meghatároz három konkrét szakpolitikai célkitűzést, ezek i) a kereskedési adattárban tárolt adatok védelmének és integritásának biztosítása, ii) egyenlő versenyfeltételek kialakítása a kereskedési adattárak szolgáltatásnyújtásához és iii) annak biztosítása, hogy az illetékes hatóságok korlátlan hozzáféréssel rendelkezzenek a kereskedési adattárakban tárolt információkhoz. A hatásvizsgálat egyetlen operatív célkitűzést határoz meg, mégpedig a kereskedési adattárak tevékenységére irányadó közös szabályok bevezetését.

A hatásvizsgálat ezt követően a legmegfelelőbb intézkedés meghatározása érdekében elemzi a fenti operatív célokhoz kapcsolódó szakpolitikai lehetőségeket és összehasonlítja azokat egy alapforgatókönyvvel. Az elemzést követően a hatásvizsgálat megállapítja, hogy a legnagyobb előny a kereskedési adattárak tevékenységét szabályozó jogszabály elfogadásával érhető el, úgy, hogy a nyilvántartásba vételt és a felügyeletet uniós szinten az ESMA végzi.

A kitűzött célok eléréséhez ebben az esetben is a rendelet a legmegfelelőbb szakpolitikai eszköz.