

A KÖZPONTI SZERZŐDŐ FELEK GARANCIARENDSZER-SZABÁLYOZÁSÁNAK KRITIKÁJA¹

Váradi Kata

A pénzügyi infrastruktúra megfelelő működése elengedhetetlen a piaci tranzakciók gördülékeny végrehajtásában. Ebből kifolyólag a szabályozásukra egyre nagyobb hangsúlyt helyeznek a szabályozó hatóságok mind nemzetközi, mind magyar viszonylatban. A tanulmány célja, hogy ezen infrastruktúra egyik intézményének, a központi szerződő feleknek a szabályozását elemezzem az általuk működtetett garanciarendszert vizsgálva. A központi szerződő felek szerepe az a piacon, hogy a tőzsdei kereskedés során átvállalják a partnerkockázatot a piaci szereplőktől. Ehhez egy összetett garanciarendszert kell üzemeltetni, amelynek a működését a jelenleg hatályban lévő EMIR-jogszabály szabályozza. A tanulmány rávilágít arra, hogy melyek a szabályozásnak azon pontjai a garanciarendszerben, ahol hiányosságok, esetleg szakmai pontatlanságok mutatkoznak gyakorlati vagy módszertani szempontból. Az elemzés szakértővel készített interjú, illetve a szakirodalom alapján készült.

JEL-kódok: G15, G18, G23, G28

Kulcsszavak: központi szerződő fél, PFMI, EMIR, garanciarendszer

1. BEVEZETÉS

A pénzügyi infrastruktúra (FMI – financial market infrastructure) gördülékeny működése minden gazdaság számára elengedhetetlen, ugyanis a pénzügyi infrastruktúra biztosítja, hogy a reálgazdaságban és a pénzügyi szektorban is minden tranzakció akadály nélkül végbemehessen. A pénzügyi infrastruktúra alatt az olyan nemzeti és nemzetközi rendszereket értjük, idesorolva a rendszert üzemeltető jogi egységeket, amelyek a rendszer tagjai között megvalósuló pénzügyi tranzakciók – fizetési, értékpapír- vagy egyéb pénzügyi tranzakciók – megvalósulását, elszámolását, kiegyenlítését és rögzítését teszi lehetővé (CPSS-IOSCO, 2012). *Bernanke* (2009) megfogalmazásában a pénzügyi infrastruktúrán a fizetési és elszámolási rendszert, vagyis a pénzügyi „közművezeték” értjük. A pénzügyi infrastruktúra minden gazdaságban egy komplex, több intézményt magába foglaló rendszer, amelynek a főbb elemei:

¹ A tanulmány az Emberi Erőforrások Minisztériuma ÚNKP-17-4-III-BCE-10 (1500000696) kód-számú Új Nemzeti Kiválóság Programjának támogatásával készült.

Köszönetet szeretnék mondani *Szanyi Csillának*, a KELER KSF Zrt. Kockázatkezelési osztálya vezető kockázatkezelőjének a hasznos szakmai segítségért, véleményért.

- 1) fizetési rendszerek (PS – payment systems),
- 2) a központi értéktár (CSD – central securities depository),
- 3) a központi szerződő fél (CCP – central counterparty),
- 4) az értékpapír-kiegyenlítési rendszer² (SSS – securities settlement system), és
- 5) a kereskedési adattárak (TR – trade repositories).

Azokat az intézményeket, amelyek ezeket a tevékenységeket végzik, egységesen rendszerszinten fontos fizetési rendszereknek (SIPS – systematically important payment systems) nevezik³ (BIS – PFMI, 2017).

Magyarországon a következő intézmények azok, amelyek jelentős szerepet töltenek be a pénzügyi infrastruktúra működtetésében (MNB 2017):

Elszámolás:

- Bankközi klíringrendszer (BKR), GIRO: csoportos beszedések, átutalások
- Fizetési kártya-elszámolási rendszerek: fizetési kártyával belföldön végzett műveletek
- Posta Elszámoló Központ (PEK): postai pénzbefizetés fizetési számlára
- CLS: CLS-ben kiegyenlített devizaügyletek (forintoldal)
- KELER KSZF (CCP): OTC-piac, garantált tőzsdei azonnali és származékos piaci ügyletek

Elszámolások kiegyenlítése:

- MNB ügyfélszámla-vezető rendszer (GIRO)
- VIBER (GIRO, kártyaműveletek, PEK, CLS, KELER Csoport)
- KELER (CSD – kiegyenlítések)
- T2S (TARGET2-Securities)

Ezen intézmények egyfelől hozzájárulnak az egész gazdaság stabilitásának kialakításához, illetve a tranzakciók zökkenőmentes kivitelezéséhez; másfelől azonban jelentős kockázatot koncentrálnak, például egy sokk esetén illikviditás kialakulását okozhatják, vagy akár a hitelkockázatot is növelhetik (PFMI, 2012). Ebből következik, hogy minden egyes szereplő, vagyis SIPS tevékenysége rendszerszinten jelentős hatással van a gazdaságra, emiatt fontos, hogy megfelelő szabályozással

² Az értékpapír-kiegyenlítési rendszerek a gyakorlatban sokszor nem válnak el a központi értéktári tevékenységtől, azokat egy intézményen belül integrálják.

³ A SIPS tágabb európai értelmezése szerint csak az EU-szinten jelentős fizetési rendszerek tartoznak ebbe a kategóriába.

felügyeljük, irányítsák a tevékenységüket. Jelen tanulmány célja, hogy a rendszerkockázati szempontból jelentős intézmények közül a központi szerződő felet mint kockázatintegráló intézményt kiragadva értékeljem és megvizsgáljam, a garanciarendszerére vonatkozó szabályozás, illetve a szabályok mögött meghúzódó kockázatmérséklési szempontok mennyire tudnak érvényesülni, illetve milyen esetekben lehet szükség a szabályozás egyértelműsítésére vagy annak esetleges lazítására. E tanulmánynak ugyanakkor nem célja, hogy az összes szabályozást ismertesse, amely erre a komplex intézménytípusra vonatkozik.

Az elemzés középpontjában álló intézmény a központi szerződő fél (továbbiakban: KSZF), amelynek fő feladata, hogy a szabályozott tőkepiacokon végrehajtott tranzakciókat elszámolja, illetve a partnerkockázatot átvállalja a piaci szereplőktől garanciavállalási tevékenysége révén. Ennek az a célja, hogy egy esetleges nemteljesítés esetén a vétlen fél számára biztosítsa azt, hogy teljesüljön a tranzakció. Annak érdekében, hogy a KSZF a partnerkockázatot megfelelőképpen át tudja vállalni a piaci szereplőktől, többszintű garanciarendszert kell üzemeltetnie. Ezen tevékenység azonban jelentős kockázatot hordoz magában.

A tanulmány felépítése a következő: a 2. fejezetben a KSZF-ek tevékenységét befolyásoló szabályozás kialakulását, ismertetem, majd a 3. fejezetben az irodalomban található kritikákat és saját értékelésemet ismertetem, végül a tanulmány egy összeggel zárul a 4. fejezetben.

2. A KÖZPONTI SZERZŐDŐ FELEK SZABÁLYOZÁSÁNAK KIALAKULÁSA

A KSZF-ek működésének a jogi keretrendszere a tevékenység kialakulásához képest viszonylag későn, csak 2010-ben jelent meg az ún. Dodd–Frank-törvényvel⁴ az Egyesült Államokban, amelyet Európában 2012-ben követett az EMIR⁵. *Biedermann és Orosz* (2015) tanulmányában hasonlítja össze a két szabályozás közti különbségeket, illetve hasonlóságokat. Jelen tanulmány fókuszában az utóbbi, vagyis az európai szabályozás áll.

A központi szerződő fél tevékenysége – ahogy arról már a bevezetőben volt szó – elsősorban a partnerkockázatot hivatott kezelni. Ebből eredően a piaci szereplőknek érdekében állt, hogy egy ilyen intézménytípust létrehozzanak. Számos fejlett országban a központi szerződő felek tulajdonosi struktúrája a mai napig tükrözi ezt, ugyanis a rendszertagok egyben a központi szerződő fél tulajdonosai is.

4 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

5 European Market Infrastructure Regulation – 648/2012/EU rendelet

Figyelembe véve, hogy a partnerkockázat mérséklése volt a fő cél, a piaci szereplők olyan, a kockázat mérséklésére alkalmas módszereket, illetve modelleket fejlesztettek ki, amelyek a lehető legjobban képesek kezelni a partnerkockázatot, illetve egyben azokat a kockázatokat, amelyek a központi szerződő fél kockázatintegrálásából erednek. Más megfogalmazásban mondhatjuk azt is, hogy a központi szerződő felek kockázatkezelési eszközei, illetve módszerei organikus módon fejlődtek az évek során.

A központi szerződő felek – pontosabban azok kockázatintegráló szerepe – kapcsán 2004 novemberében jelent meg az első központi szerződő felekre vonatkozó nemzetközi ajánlás RCCP (Recommendation for Central Counterparties) néven, amely a korábbi SSS-ekre vonatkozó ajánlásokon, illetve az iparági legjobb gyakorlatokon (best practices) alapult. Összesen 15 ajánlást fogalmazott meg, amelyek a KSZF-ek tevékenysége során felmerülő kockázatok kezelését tartalmazzák (PFMI, 2012). Az ajánlások megjelenését össze tudjuk kötni az 1990-es Lámfalussy-jelentéssel abból a szempontból, hogy a jelentés kapcsán megjelenő központi banki felvigyázói tevékenység egyik fókuszát is a kockázatintegráló központi szerződő fél tevékenysége adta, illetve adja. Ebben a tekintetben a nemzetközi ajánlások megjelenése egységes nemzetközi működési szempontrendszert jelentett, amelynek a központi bankok morális befolyásolással, illetve helyi szabályozó eszközökkel igyekeztek érvényt szerezni. Más megfogalmazásban: az ajánlások betartása és alkalmazása a nemzeti hatóságok, illetve az intézmények döntése, felelőssége volt (Swift, 2017).

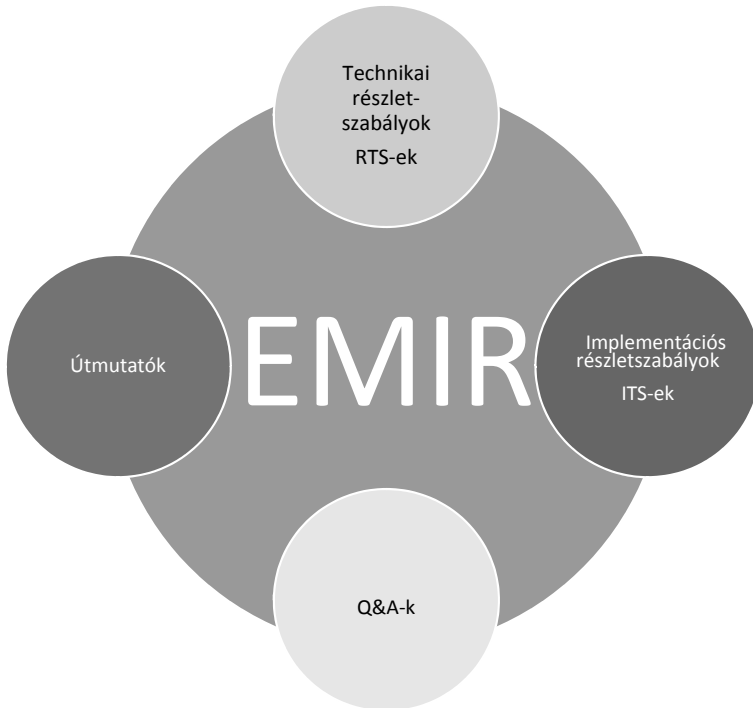
A 2008-as pénzügyi válságig ugyanakkor a központi szerződő felek működése, pontosabban annak szabályozása nem szerepelt kiemelt helyen a jogalkotóknál. A válságot és annak lefolyását elemezve azonban arra lettek figyelmesek, hogy a központi szerződő félén keresztül elszámolt tranzakciókat, illetve a kapcsolódó kitétséget viszonylag gyorsan, de leginkább eredményesen sikerült lezárni, míg az akkor még felbecsülhetetlen nagyságrendű, ún. OTC (tőzsdén kívüli) ügyletek tekintetében ugyanezt nem lehetett elmondani. Utóbbiak egyben jelentős nemzetközi fertőzési hatást gyakoroltak. Emiatt döntöttek úgy 2009-ben a G20 képviselői Pittsburghben, hogy érdemes lenne minél több ügyletet, beleértve az OTC-ügyleteket is, a központi szerződő feleken keresztül elszámolni, mert az csökkenthetné a teljes pénzügyi rendszerben rejlő kockázatot. Az ügyletekből eredő kockázatok ilyen mértékű koncentrációja azonban szükségessé tette a központi szerződő felek szabályozásának kialakítását.

A központi szerződő felekre vonatkozó európai szabályozás 2012-ben jelent meg, ezt az angol rövidítése után EMIR-nek nevezzük. Az EMIR egy összefoglaló név, amely alatt az európai jogszabály fő szövegét, a technikai részletszabályokat tartalmazó ún. RTS-eket és a jogszabály implementálását segítő ITS-eket (végrehajtási rendeleteket) értjük. Ezeket egészítik ki a jogszabály értelmezését, illetve

alkalmazását segítő, ún. Q&A-k (magyar fordításban Gy.I.K.), valamint az ESMA rendszeresen bocsát ki útmutatókat is. Az EMIR-hez összesen 9 RTS és 3 ITS tartozik (1. melléklet). Fontos megjegyeznünk, hogy a szabályozás legnagyobb része a központi szerződő fél tevékenységre vonatkozik, ugyanakkor a kereskedési adattárházak, illetve a kötelező adatszolgáltatás szempontjából is jelentős változást eredményezett.

1. ábra

Az EMIR-szabályozással kapcsolatos rendeletek és útmutatók



Az EMIR a pénzügyi rendszerben jelenlévő partnerkockázatot a központi szerződő felek felé tereli, amelyek működése így a korábbiaknál is magasabb kockázatot hordoz. Annak ellenére tehát, hogy a múltban világszinten összesen csupán három központi szerződő fél csődjéről tudunk⁶, a szabályozás fókuszában jelenleg a központi szerződő felek helyreállításának, illetve szanálásának szabályozása áll. Az előzőeken túl jelenleg folyik az EMIR felülvizsgálata is.

6 1) Caisse de Liquidation (Párizs) 1974-ben, 2) Kuala Lumpur Commodity Clearing House 1983-ban, 3) Hong Kong Futures Guarantee Corporation 1987-ben (European Commission 2016; HILLS et al., 1999).

A szabályozás mellett nem marad el a központi szerződő felekre vonatkozó ajánlások fejlődése sem. 2012-ben a pénzügyi infrastruktúrákra vonatkozó ajánlásokat egységes szerkezetbe foglalták, és az értékelésükhöz kapcsolódó keretrendszer is megszületett – ezt nevezzük az angol rövidítés után PFMI-nak (Principles for Financial Market Infrastructures). A PFMI-ban található ajánlásokat később további ajánlások egészítették ki, amelyek a központi szerződő felek helyreállítását, stabilitását és transzparenciájának javítását célozzák.

A PFMI és az EMIR – bár ugyanazt a célt, vagyis a pénzügyi rendszer stabilitását szolgálják –, mégis részben eltérnek egymástól. A kettő közötti alapvető különbséget adja, hogy az EMIR részletesebben szabályoz. Vannak területek azonban, ahol jogszabályi előírás nem született – ezeket a területeket a PFMI fedi le. A PFMI-ajánlások 2012 óta fejlődtek (l. előző bekezdés), azokon a területeken, amelyeket az EMIR jelenleg nem tud teljes mértékben lefedni (ilyen értelemben nőtt a rés a PFMI és az EMIR között az utóbbi években).

3. AZ EMIR KRITIKÁI

Jelen tanulmány célja a hatályban lévő EMIR-szabályozás kritikájának értékelése a gyakorlati alkalmazás, illetve elméleti szempontból egy KSZF által működtetett garanciarendszer vizsgálatával. A kritikákat az EMIR-jogszabályhelyek sorrendjében ismertetem, a fókuszban a KSZF-ek által működtetett garanciarendszer-elemek állnak. Vagyis azon jogszabályhelyek nem tartoznak az elemzés tárgyához, amelyek nem a garanciarendszerrel, illetve az azzal szoros kapcsolatban álló tesztelésekkel kapcsolatosak. Vagyis az elemzés tárgya az EMIR prudenciális követelményekkel foglalkozó 3. fejezete, illetve az RTS (2013) VI.–XII. fejezete, kizárólagosan a következő témákra fókuszálva:

- alapbiztosíték-számítás,
- garanciaalap meghatározása és a stresszteszt,
- utóteszt,
- érzékenységvizsgálat,
- egyéb felmerülő kérdések.

3.1. Alapbiztosíték-számítás

Az alapbiztosíték célja, hogy normális piaci körülmények között bekövetkező árváltozás esetén garanciát nyújtson az esetleges veszteségek fedezésére. Az alapparaméterek, amelyekkel az alapbiztosíték-számítási modellnek rendelkeznie kell, a következők (EMIR, 41. cikk; RTS, VI. fejezet) a tőzsdén kereskedett termékek

esetében: 2 napos likvidációs periódus, 99%-os szignifikanciaszint és 12 hónap visszatekintési idő. Ezen paraméterektől szigorúbb irányba el lehet térni, enyhítés irányába nem, továbbá a 12 hónapos visszatekintési időt növelni kell, amennyiben nem tartalmazott stresszhelyzetet az adatsor. A jogszabály azonban arra nem ad támpontot, hogy ezen stresszhelyzetet miképpen kellene meghatározni, definiálni, így nagyfokú bizonytalanság van abban, hogyan kellene módosítani a visszatekintési periódust a modellekben. Például, hogy elég-e, ha a stresszt egy szakértő megállapítja szubjektív döntés alapján, vagy egy objektív szempontrendszer kell felépíteni; és milyen eszközökben, milyen piacon lévő stressz az, amelyet figyelembe kell venni. A stressz definiálásával egy központi szerződő fél szempontjából *Berlinger et al. (2016)* foglalkozott. Ami azonban még lényegesebb: ha az alapbiztosíték célja, hogy a normális piaci helyzetekre nyújtson biztosítékot, akkor nem feltétlenül kell a modellt úgy felépíteni, hogy az stresszhelyzetet is tartalmazzon. Annak kezelésére egyéb garanciarendszerbeli biztosítékok szolgálnak – a garanciaalap, amelynek tárgyalását a következő fejezet tartalmazza.

Általában a KSZF-ek esetében az alapbiztosíték meghatározásának az alapja egy kockázati mérték, azon belül is jellemzően a kockázatotott érték, a VaR (*Szanyyi, 2017*). Jelen tanulmány nem a VaR-ra mint a kockázati mérték kritikájára összpontosít, hanem magának az alapbiztosíték értékellenek a meghatározására, azon belül is a prociklikussági puffer kezelésére. A prociklikussági puffer célja, hogy a gazdaságban jelen levő ciklikusság hatását kezelje, kisímtsa, vagyis amikor emelni kellene egy turbulensebb gazdasági környezetben az alapbiztosíték értékét, akkor el lehet engedni a prociklikussági puffer értékét, hogy ne terhelje a piaci szereplőket a megnövekedett alapbiztosítéki követelmény. Különböző alapbiztosíték-számítási módokat vizsgált *Berlinger et al. (2017)*, ahol ugyancsak a prociklikusság kezelése volt a fókuszban. Ők alátámasztották azt, hogy igenis van létjogosultsága a prociklikusság figyelembevételének mind a KSZF-ek, mind a szabályozók, illetve a piaci szereplők szempontjából.

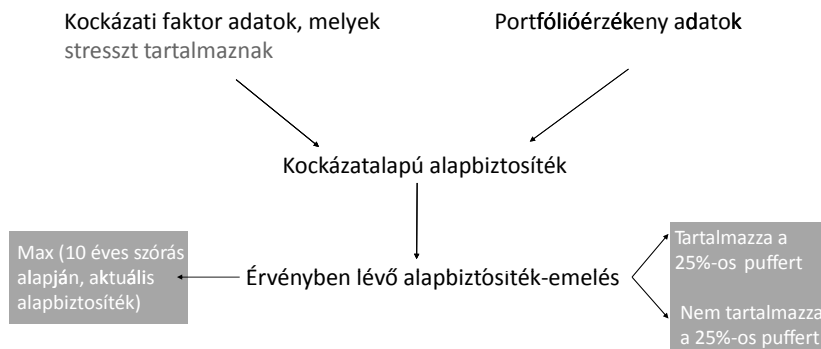
A prociklikussági puffer helyes kezelését vizsgálta *Murphy et al. (2016)*. A szabályozás három lehetséges megoldást kínál fel a prociklikussági puffer kezelésére (RTS, 2013, 28. cikk):

- a) A kiszámított biztosítékok legalább 25%-át kitevő biztosítéki puffer alkalmazása, amely puffer ideiglenesen felhasználható azokban az időszakokban, amikor a kiszámított biztosítéki követelmények jelentős mértékben emelkednek.
- b) Legalább 25%-os súlyozás hozzárendelése a 26. cikk szerint kiszámított visszatekintési időszakban megfigyelt stresszhelyzetekhez.
- c) Annak biztosítása, hogy biztosítéki követelményei nem alacsonyabbak azoknál, amelyeket tízéves múltbéli visszatekintési időszakra becsült volatilitás alkalmazásával számítottak volna ki.

Murphy et al. (2016) egy ábrában foglalta össze a három módszertant a könnyebb érthetőség kedvéért. A különböző betűstílusok a különböző módszertanokat jelölik.

2. ábra

A prociklikusság kezelési módozatai az EMIR szerint



Forrás: Murphy et al. (2016. 7. o.)

A szerzők a szabályozás nyújtotta három lehetőséget még további két prociklikusságkezelési módszertannal (Murphy et al., 2014) egészítették ki. Mindegyik módszertan alkalmazását ismertetik is a tanulmányukban. Azt találják, hogy mind az öt módszer hatékony a prociklikusság kezelésére, azonban azt állítják: a szakértő szubjektív döntése fogja azt meghatározni mindegyik esetben, mi a lényegesebb – hogy a prociklikusság kezelése során „alulbiztosítékolás” történik-e, vagy inkább egy „felülbiztosítékolás”. Attól függ, milyen az éppen aktuális piaci helyzet; illetve, hogy a piaci szereplők (kisebb alapbiztosíték) vagy a KSZF kockázatcsökkentéssel kapcsolatos érdekeit (magasabb biztosíték) tartja-e szem előtt az alapbiztosítékot meghatározó. A szerzők javasolják a szabályozóknak: ahelyett, hogy a prociklikusság kezelésének módszertanát definiálnák, érdemesebb lenne inkább a kívánt eredményt meghatározni; ilyen lehet az alapbiztosíték-szintre való hatásuk, vagy a prociklikusság hatásának a minimalizálása (vagyis az, hogy időben minél stabilabb legyen az alapbiztosíték). A különböző módszertanok különböző aspektusokat helyeznek előtérbe (Murphy, 2016). Továbbá, a fő megállapításuk az, hogy nem érdemes „alulbiztosítani”, mert akkor az utótesztelésen előfordulhat, hogy nem megfelelő a modell, vagy túl nagy kockázatot fut a KSZF; illetve indokolt lehet a „felül-biztosítás”, ugyanis ha a piaci körülmények úgy alakulnak, hogy emelni kellene az alkalmazott modell alapján az alapbiztosítékon, akkor arra nem lesz szükség, mert alapból felül volt biztosítva. Fő kritikájuk a szabályozással kapcsolatban az, hogy nem mond ki semmiféle

szabályt a prociklikussági puffer elengedésére/visszaépítésére az a) eset alkalmazása kapcsán, illetve a stresszelt kockázati mérték meghatározását sem definiálja a b) esetben.

Továbbá úgy vélem, hiányos a szabályozásban az, hogy nem köti össze a stresszhelyzet definiálását – a 12 hónapos visszatekintés során alkalmazottnál – az alapbiztosíték meghatározása során alkalmazandó prociklikussági pufferrel. Ugyanis a prociklikussági puffer elengedésének az a kritériuma, hogy akkor lehet elengedni, ha nagyon megemelkedne az alapbiztosíték szintje, ami nem feltétlenül esik egybe a stresszeseményekkel. Véleményem szerint ezt a két esetet össze kellene kötni, és a prociklikussági puffer kezelését a stresszhelyzet azonosításával összefüggésbe hozni. Másrészt viszont a prociklikussági puffernek egy „kisimítási” funkcióval kellene rendelkeznie, vagyis amikor növekednének a letéti követelmények, akkor a puffer elengedése által alacsonyabb letétet kellene fizetni, ezáltal nem terhelnék a piaci szereplőket egy alapbiztosíték megemelésével egy olyan piaci környezetben, amikor előfordulhat, hogy fizetési nehézségeik támadhatnak – például egy stresszhelyzetben. Azonban a „kisimítás” nem csupán egy nagy növekedés ellensúlyozására szolgálhat, hanem a nagy csökkenés elkerülésére is. Csakhogy amíg a nagy növekedés elkerülése a klíringtag érdekeit nézi, addig a nagy csökkenés elkerülése a KSZF érdekeit tartja szem előtt. A szabályozásban ez áttételesen úgy jelenik meg, hogy a prociklikussági puffert vissza kell építeni. Azonban arról nem esik szó a szabályozásban, hogy mikor lehet visszaépíteni a puffert az alapbiztosíték értékébe. A visszaépítésnél továbbá könnyen előfordulhat, hogy nagy ugrás következik be az alapbiztosíték értékében (mivel hirtelen 25%-kal lesz magasabb az értéke), de a szabályozó ezt a nagyarányú ugrást már nem akadályozza. Összességében véleményem szerint érdemes jobban hangsúlyozni a szabályozásban: a KSZF-eknek törekedniük kell arra, hogy az alapbiztosíték értéke időben minél kevésbé ingadozzon. Tehát nem annyira a prociklikussági puffer elengedésére kellene helyezni a hangsúlyt, hanem a kisimításra, amire nem feltétlenül a prociklikussági puffer egyszeri elengedése és visszaépítése a megfelelő eszköz, hanem egy fokozatos elengedés-visszaépítés, ahol a fókuszban a kis ingadozás lenne. Ez azonban a szabályozásban nincs megfelelőképpen, hatékonyan meghatározva, pedig a prociklikussági puffer célja a kisimítás, stabilitás.

3.2. A garanciaalap meghatározása és a stresszteszt

A stresszteszt elkészítésének az a célja, hogy a rendkívüli, de valószínű piaci helyzeteket azonosítsa historikus és hipotetikus szcenáriók vizsgálatával, és megszilárdítsa a garanciaalap meghatározását az EMIR 42. és 49. cikke, valamint az RTS 4. szakasza alapján. Hull (2012) hangsúlyozza: a 2007/2008-as válság világított rá arra, hogy sokkal kisebb hangsúlyt kell adni a kockázatkezelésen belül a VaR-

modelleknek, és sokkal nagyobbat a stresszteszteknek, mivel a VaR visszafelé tekint, míg a kockázatkezelésben a jövőbe tekintés a lényeges. Számos KSZF azonban ahelyett, hogy valószínű tesztek határoznák meg, számtalan gazdasági nézőpontból elképzelhetetlen, hipotetikus scenáriót épít fel, és ezen scenáriók alapján végzi el a stressztesztszámításokat (Szanyi, 2017). Véleményem szerint a szabályozásban a scenáriók valószínűségére kellene helyezni a hangsúlyt, vagyis nem a scenáriók mennyiségére, hanem a minőségére fókuszálni a gyakorlatban. Ahogyan az alapbiztosíték számításában a stresszt nem szükséges figyelembe venni, ugyanígy ebben az esetben kerülni kell a gyakorlatban a valószínűtlen scenáriók kialakítását. Azok vizsgálatára a fordított stressztesztek szolgálnak, ahol azt nézik meg, hogy milyen piaci körülmények esetén fordulhatna elő a garanciarendszer egyes tételeinek a teljes felélése.

2015-ben az ESMA (European Securities and Markets Authority – Európai Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóság) készített egy EU-szintű stressztesztet, amelyben a stresszteszt eredményét úgy határozta meg, hogy egy adott stresszscenárió esetén kapott eredményből nem csupán egy adott tag alapbiztosítékát (és egyéb biztosítékait) vonta le, hanem az éppen aktuális egyedi garanciaalap-hozzájárulását is. A szabályozásból nem derül ki azonban, hogy ezt meg lehet-e tenni – és véleményem szerint nem megfelelő ezt így meghatározni, hiszen éppen a garanciaalap méretének meghatározására szolgál a fedezetlen stresszteszt eredménye, így ha azt az értéket is bele vesszük a számításokba, amit végeredményül szeretnénk kapni, akkor alul fogjuk becsülni a garanciaalap szükséges méretét. Ugyancsak ebben az elemzésben szerepel a minimum scenárióparaméterek alkalmazása, ami két termékcsoporthoz esetében kifogásolható⁷: a devizák és az opciók esetén.

- A teszt a devizák esetében a G7-országok devizáin kívül minden devizára egy magas (+10%-os) stresszparamétert állapít meg. Ez módszertanilag azért nem megfelelő, mert a devizák árfolyamai nem függetlenek egymástól. Vagyis ha veszünk két devizát, illetve a belőlük alkotott keresztdevizát (pl: EUR/HUF, HUF/PLN és az EUR/PLN), akkor az nem fordulhat elő, hogy mindhárom deviza árfolyama 10%-kal növekedjen egyszerre, emiatt túl szigorú – és irreális – lesz a stresszteszt eredménye, így magas garanciaalapot fognak meghatározni.
- Az opció esetében az ESMA-ajánlás tartalmazza a volatilitás tesztelését is. Azonban ennek alkalmazására nincs szükség, mivel azt olyan származtatott termékek esetében érdemes stresszelni, ahol a származtatott termék árának változása nem lineáris függvénye az alaptermék árfolyamváltozásának, mint például az opciók esetében. Ezen termékeknél azonban a vételár az ügylet megkötésekor ki kell fizetni, így a lejáratig az opció értékének változásából

⁷ Ezek a kritikák ugyan nem közvetlenül az EMIR-t kritizálják, inkább az EU-szintű szabályozó hatóságoknak az EMIR betartásához kapcsolódó követelményeit.

nincs kockázata sem a vevőnek, sem az eladónak. A pozíción elérhető veszteség csak short esetben lehetséges, ugyanis aki long pozícióban van, az csak az opcióra előre kifizetett vételárat bukhatja el. Short esetben, amennyiben put opcióval rendelkezik, akkor a veszteségek maximalizálva vannak, ugyanis maximum a kötési árat bukhatja el lejáratkor. Egyedül a short call opció az, ahol a végtelenbe mehet a veszteség. Amennyiben azonban a call opció kiírója rendelkezik az alaptermékkel, akkor nem jelentkezik pénzben a veszteség, amit finanszírozni kellene. Tehát amennyiben rendelkezik az alaptermékkel, nincs értelme stresszelni az opciókat (Szanyi, 2017). A szabályozás azonban ilyen típusú nettózást nem enged meg, amennyiben eltérő garanciaalapokhoz tartoznak a spot és a származtatott termékek. Továbbá, az opciókat azért sincs értelme stresszesztelni, mert azok esetében a SPAN-rendszeren keresztül történik az alapbiztosíték-meghatározás különféle scenáriók alapján (Szanyi, 2017).

3.3. Utóteszt

Az RTS 2. szakasza tartalmazza az utótesztelési eljárást. Az utóteszt célja ellenőrizni, hogy az alapbiztosíték ténylegesen megfelelt-e a 99%-os követelménynek portfóliószinten. Azonban annak a kimutatásához, hogy az alkalmazott modellek megfelelőképpen működnek-e, termékszintű utótesztet kellene készíteni, nem pedig portfóliószintűt. Ugyanis portfóliószintű utóteszt esetén az alapbiztosítékot kell tesztelni, amelyben számos járulékos hatás érvényesül, mint például a prociklikussági pufferé. Ebből kifolyólag az, hogy az alkalmazott VaR-modell teljesíti-e a 99%-os megfelelést, nem igazán állapítható meg. Továbbá, a szabályozónak nem lenne szabad szigorúan vennie a 99%-os határt, ugyanis a modell tesztelésénél várható értékben kell a 99%-ot teljesíteni, ami azt is tartalmazza, hogy esetleg 99% alatti az utóteszt eredménye. Ettől még nem feltétlen működik rosszul a kialakított modellünk. Amennyiben a szabályozó szigorúan ragaszkodik a 99%-hoz, akkor azt érdemes esetleg további pufferek alkalmazásával biztosítani, például, ha a termékszintű utóteszt nem mutat legalább 99%-os megfelelést, akkor szakértői puffert kell alkalmazni a megfelelés érdekében.

3.4. Érzékenységvizsgálat

Az EMIR-ben nem szereplő, de az RTS 3. szakaszában megjelenő érzékenységvizsgálat nem ugyanazt az érzékenységvizsgálatot követeli meg a KSZF-ektől, amit módszertanilag az érzékenységvizsgálat alatt értünk. A RTS-ben ugyanis az szerepel, hogy az érzékenységvizsgálat egy olyan tesztelés, ahol a KSZF egy reprezentatív portfólióján kell tesztelni az alapbiztosíték-szintet meghatározó modell paramétereit. Az érzékenységvizsgálatnak azonban azt kellene tartalmaznia,

hogyan ha a garanciarendszerben megjelenő modellek paramétereit *ceteris paribus* ugyanolyan mértékben, például 1%-kal változtatjuk, akkor melyik paraméter lesz az, amelyik a leginkább hatással lesz az éppen vizsgált tényezőre, mint például az alapbiztosíték, a garanciaalap vagy akár az utóteszt eredménye.

3.5. Egyéb felmerülő kérdések

Yagiz (2014) megemlíti néhány olyan témát, amelyek véleményem szerint lényegesek a garanciarendszer szempontjából, azonban a szabályozás nem megfelelőképpen kezeli azokat. Jelen tanulmány témája szempontjából ezek közül a morális kockázat kérdésköre az, ami lényeges. A garanciarendszer működése ugyanis azt váltja ki, hogy a jó, kis kockázattal rendelkező klíringtagok elállnak a klíringtagságtól, ugyanis nekik kell viselniük a rossz klíringtagok kockázatát a garanciaalapon keresztül. Emiatt nagyon lényeges, hogy egy KSZF megfelelő egyensúlyt tudjon tartani az alapbiztosíték szintje és a garanciaalap mérete között, hogy a jó klíringtagok ne maradjanak távol a piactól.

A másik lényeges kérdéskör a KSZF-ek versenye a klíringtagokért. Ez rossz ösztönző a KSZF-ek számára, ugyanis arra motiválja őket, hogy minél kisebb biztosítékokat kérjenek be az ügyfelektől, így csábítva őket magukhoz. Ezáltal viszont a kockázat növekszik meg a kisebb garanciarendszer miatt. Erre a rossz ösztönzőre a szabályozónak jelentős figyelmet kellene fordítania.

A másik lényeges kérdés Szanyi (2017) alapján: a szabályozás előtti, illetve a jelenleg alkalmazott garanciarendszer közötti jelentős különbség számos KSZF esetében, hogy a szabályozás előtt lényegesen magasabb volt mind az alapbiztosíték, mind a garanciaalap mértéke. A szabályozás következtében számos KSZF garanciarendszerének az értéke csökkent jelentős mértékben.

4. ÖSSZEFOGLALÁS

A tanulmány célja az volt, hogy az európai központi szerződő felekre vonatkozó EMIR-szabályozás egy kis elemét vizsgálja abból a szempontból, hol találhatóak pontatlanságok, esetleg hiányosságok a szabályozásban. A fókusz a garanciarendszerre, azon belül is az alapbiztosítékre és a garanciaalap meghatározására, illetve néhány tesztelési eljárás, a stresszteszt, az utóteszt és az érzékenységvizsgálat bírálatára irányult.

A fő szempontok, amelyek mentén az elemzés készült, az alapbiztosíték esetében a stresszdefiníció meghatározásának hiányosságai, illetve a prociklikussági puffer kezelése voltak. A garanciaalap meghatározásánál a stresszteszteken, azon belül is néhány termék stresszparamétereinek alkalmazásán volt a hangsúly. Az utótesztelésnél a termék szintű utóteszt hiányossága az, ami számottevő a kockázatkezelés szempontjából, illetve véleményem szerint az érzékenységvizsgálat nem azt takarja a szabályozásban, mint amit módszertani szempontból ténylegesen jelent. Zárásképpen pedig a szabályozás miatt kialakult rossz ösztönzőkre mutatott rá a tanulmány.

1. melléklet

1. szintű szabályozás	Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU Rendelete (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról
2. szintű szabályozás	<p>A Bizottság 148/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.)</p> <p>a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a kereskedési adattáraknak bejelentendő adatok minimális részleteit meghatározó szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről</p>
	<p>A Bizottság 149/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a közvetett elszámolási megállapodásokról, az elszámolási kötelezettségről, a nyilvános jegyzékről, a kereskedési helyszínhez való hozzáférésről, a nem pénzügyi szerződő felekről és a nem központi szerződő fél által elszámolt, tőzsdén kívüli származtatott ügyletek tekintetében alkalmazott kockázatcsökkentési technikákról szóló szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről</p>
	<p>A Bizottság 151/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a kereskedési adattárak által közzéteendő és hozzáférhetővé teendő adatokat, valamint az adatok összesítésére, összehasonlítására és az adatokhoz való hozzáférésre vonatkozó működési standardokat meghatározó szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről</p>
	<p>A Bizottság 153/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a központi szerződő felekre vonatkozó követelményekről szóló szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről</p>

2. szintű szabályozás	A Bizottság 876/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2013. május 28.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a központi szerződő felek kollégiumairól szóló szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről
	A Bizottság 1003/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2013. július 12.) a 648/2012/EK európai parlamenti és tanácsi rendeletnek az Európai Értékpapír-piaci Hatóság által a kereskedési adattáraknak felszámított díjak tekintetében történő kiegészítéséről
	A Bizottság 285/2014/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2014. február 13.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek az Unióban közvetlen, jelentős és előrelátható hatást kifejtő ügyletekre, valamint a szabályok és kötelezettségek kijátszásának megakadályozására alkalmazandó szabályozástechnikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről
	A Bizottság (EU) 2017/979 felhatalmazáson alapuló rendelete (2017. március 2.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a mentesített szervezetek jegyzéke tekintetében történő módosításáról
	A Bizottság 1247/2012/EU végrehajtási rendelete (2012. december 19.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek megfelelően a kereskedési adattáraknak benyújtandó kereskedési jelentések formátumára és gyakoriságára vonatkozó végrehajtási technikai standardok meghatározásáról
	A Bizottság 1248/2012/EU végrehajtási rendelete (2012. december 19.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek megfelelően a kereskedési adattárak nyilvántartásba vétel iránti kérelmének formátumára vonatkozó végrehajtási technikai standardok megállapításáról

2. szintű szabályozás

A Bizottság 1249/2012/EU végrehajtási rendelete (2012. december 19.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról szóló 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek megfelelően a központi szerződő felek által vezetett nyilvántartások formátumára vonatkozó végrehajtási technikai standardok megállapításáról

HIVATKOZÁSOK

- BERLINGER, E. – DÖMÖTÖR, B. – ILLÉS, F. . (2017): Anti-cyclical versus Risk-sensitive Margin Strategies in Central Clearing. Corvinus Economics Working Paper, 3.
- BERLINGER, E. – DÖMÖTÖR, B. – ILLÉS, F. – VÁRADI, K. (2016): Stress Indicator for Clearing Houses. *Central European Business Review*, 5(4), pp.47–60.
- BERNANKE, B. S. (2009): *Financial Reform to Address Systematic Risk*. Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the Council of Foreign Relations. Washington, D.C.: FED, március 10.
- BIEDERMANN, Z. – OROSZ, Á. (2015): Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszainak összevetése. *Hitelintézeti Szemle*, 14 (1), pp: 30–56.
- BIS, PFMI (2017): Principles for Financial Market Infrastructure. https://www.bis.org/cpmi/info_pfmi.htm (letöltve: 2017. december 17.).
- CPSS-IOSCO (2012): Principles for financial market infrastructures. Basel: BIS, 2012. április.
- CDR (2014): Az Európai Parlament és a Tanács 909/2014/EU rendelete (2014. július 23.) az Európai Unión belüli értékpapír-kiegyenlítés javításáról és a központi értéktárakról, valamint 98/26/EK és a 2014/65/EU irányelv, valamint a 236/2012/EU rendelet módosításáról. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0909- from=EN> (letöltve: 2017. november 30.).
- DODD-FRANK (2010): Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.
- EMIR (2012): Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete (2012. július 4.) a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról (EMIR – European Market Infrastructure Regulation).<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32012R0648> (letöltve: 2016. április 8.).
- ESMA (2016): European Securities and Markets Authority: Report – EU-wide CCP stress test 2015. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-658_ccp_stress_test_report_2015.pdf, április 29.
- ESMA (2017): Questions and Answers – Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-658_ccp_stress_test_report_2015.pdf
- European Commission (2016): Commission staff working document – Impact assessment Accompanying the document Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on a framework for the recovery and resolution of central counterparties and amending regulations (EU) No 1095/2010, (EU) No 648/2012, and (EU) 2015/2365. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016SC0368- from=EN> (letöltve: 2017. december 17.).
- FSB (2010): Financial Stability Board: Implementing OTC Derivatives Market Reforms http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf (letöltve: 2017. december 17.).
- HILLS, B. – RULE, D. – PARKINSON, S. – YOUNG, C. (1999): Central Counterparty Clearing Houses and Financial Stability, Bank of England Financial Stability Review, június, pp. 122–133.
- HULL, J.C. (2012): *Risk Management and Financial Institution*. Wiley Finance, Hoboken (New Jersey): Wiley, 3rd edition.
- ITS (2014): A Bizottság 680/2014/EU végrehajtási rendelete (2014. április 16.) az intézmények 575/2013/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet szerinti felügyeleti adatszolgáltatása tekintetében végrehajtási-technikai standardok megállapításáról <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0680- from=EN> (letöltve: 2017. november 30.).
- MNB (2016): Budapest ad helyszínt az IOSCO éves konferenciájának 2018-ban. MNB-sajtóközlemény, február 22. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2016-evi-sajtokozlomenyek/budapest-ad-helyszint-az-iosco-eves-konferenciajanak-2018-ban> (letöltve: 2017. november 30.).

- MNB (2017): Fizetési rendszer jelentés. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-rendszer-jelente-s-2017-hun-digitalis.pdf> (letöltve: 2017. december 17.).
- MURPHY, D. – VASIOS, M. – VAUSE, N. (2014): An investigation into the procyclicality of risk-based initial margin models. Bank of England, Financial Stability Paper No. 28.
- MURPHY, D. – VASIOS, M. – VAUSE, N. (2016): A comparative analysis of tools to limit the procyclicality of initial margin requirements. Bank of England, Working Paper 597.
- PFMI (2012): Principles for Financial Market Infrastructure. Committee on Payment and Settlement Systems – Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> (letöltve: 2017. december 17.)
- RTS (2013): A Bizottság 153/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete (2012. december 19.) a 648/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendeletnek a központi szerződő felekre vonatkozó követelményekről szóló szabályozási technikai standardok tekintetében történő kiegészítéséről. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:052:0041:0074:EN:PDF> (letöltve: 2016. április 8.).
- Swift (2017): CPSS-ISOCO's Principles for Financial Market Infrastructures https://www.swift.com/our-solutions/cpss-iosco_s-principles-for-market-infrastructures (letöltve: 2017. december 17.).
- SZANYI, Cs. (2017): Szakmai interjúk a központi szerződő felek kockázatkezeléséről 2017. decembere során.
- YAGIZ, B. (2014): Clearinghouses' default "waterfall" offers no panacea against their potential failure. <http://blogs.reuters.com/financial-regulatory-forum/2014/04/10/clearinghouses-default-waterfall-offers-no-panacea-against-their-potential-failure/> (letöltve: 2017. december 8.).