

SUTA GÁBOR

Szabályozási törekvések a CDS-piacon

A CDS-piac – életciklusát tekintve – az ezredfordulóra érte el érettségi szakaszát (Smithson [2003]; Mengle [2007]). Az azóta eltelt időszakban a piac likviditása jelentősen megnőtt. Köszönhető ez egyrészt egyszerű és olcsó használhatóságának, másrészt a piacon azóta végbemenő szabványosításoknak. A jelenkori válsággal azonban ez az eddig igen népszerű pénzügyi termék és méretét tekintve, exponenciális növekedést produkáló piaca is nagyító alá került. Felerősödtek ugyanis azok a hangok, amelyek szerint a CDS a kockázatok transzferálásának legátláthatatlanabb eszköze, mivel leválasztja a kockázatot az alaptermétről, így a transzferált kockázatok mibenléte – főleg a strukturált pénzügyek térhódításával¹ – nem megfelelően követhető és értékelhető. A hatékony hitelkockázat-transzferálási rendszer (Credit Risk Transfer – CRT) – amelyet a hitelderivatívek alkotnak, élükön a CDS-szel – pedig lehetővé teszi, hogy a hitelkockázatból adódó veszteségek tovagyűrűzzenek a piacon, veszélyeztetve az egész pénzügyi rendszer stabilitását. Ezekon felül a csökkenő kockázathétség, s így a strukturált pénzügyektől való menekülés hatására is alábbhagyott a használata, ami piaci szempontból felvet bizonyos racionalizálási kérdéseket.

1. CDS ÉS HITELDERIVATÍV ALAPOK

Elsőként lássuk, hogy pontosan milyen jellegű termékről is van szó, és hogyan működik. Ez segít megérteni a piacon napjainkban lejátszódó folyamatokat.

A hitelderivatívek olyan over-the-counter (OTC) termékek, amelyek a hitelkockázat két fél közötti transzferálását szolgálják. A legnépszerűbb hitelderivatív termék a credit default swap (CDS) ügylet. Az utóbbi években a hitelderivatív piac az egyszerű (plain vanilla, single-name) CDS-ek piacából egy jóval komplexebb piaccá fejlődött, amelyen az egyszerű (mind befektetési minősítésű [Investment Grade – IG], mind magas hozamú [High Yield – HY] termékekre köthető) CDS-ek mellett likvid CDS-indexek (CDX, iTraxx) és egyéb egzotikus – korreláción, illetve volatilitáson alapuló – termékek is megtalálhatók.

A gazdasági életben a különböző szereplőknek természetes igényük, hogy értékeljék, kezeljék, illetve csökkentsék a hitelkockázatnak való kitettségeiket. A hitelderivatívek a következő lehetőségeket nyújtják (Merrill Lynch [2006], 4.):

- a hitelkitettség csökkentése vagy teljes fedezése,
- a hitelkockázat transzferálása,
- a hitelkockázat szétválasztása a finanszírozástól,
- tőkeáttétel generálása vagy hozamnövelés,

1 A válságot közvetlenül megelőzően a CDS-ek egyik leggyakoribb felhasználási módja szintetikus CDO-k előállításuk volt.

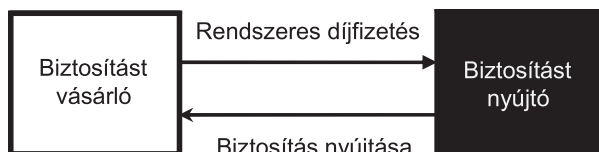
- szintetikus kötvény strukturálása olyan lejáratokra, amelyekre nem történt kibocsátás az adott referenciakibocsátótól (azaz attól a kibocsátótól, akire a CDS-t kötötték²),
- portfóliószerű proaktív hitelkockázat-kezelés,
- szabályozói tökemegfelelés kezelése.

A felsorolt lehetőségek nagy részére megoldást nyújthat egy sima CDS-ügylet, de a piaci szereplők igénye a minél szofisztikáltabb kockázatkezelésre ennél bonyolultabb hitelderivatívok megjelenését eredményezte.

A Credit Default Swap (CDS) tulajdonképpen egy olyan hitelderivatív, amely egy *referenciakötelezettségből* (például vállalati kötvény vagy hitel) eredő hitelkockázat transzferálására szolgál. Egy *biztosítást vásárló* és egy *biztosítást nyújtó* közötti megállapodás, ahol a vásárló fix időszakos díjat (prémiumot, kupont) fizet – az *ügylet névértékére* vetített százalékban kifejezve – a biztosítást nyújtó feltételes fizetéséért cserébe, amit a biztosítást nyújtó egy – a *referenciakibocsátón* a szerződés lejáratáig bekövetkező – *hitelesemény* esetén teljesít. Amikor a hitelesemény bekövetkezik, a biztosítást nyújtó köteles a biztosítást vásárlójának az elvesztett névérték⁴ kifizetni, a vásárló kötelezettsége a díj fizetésére pedig megszűnik (Lehman Brothers [2003]).

1. ábra

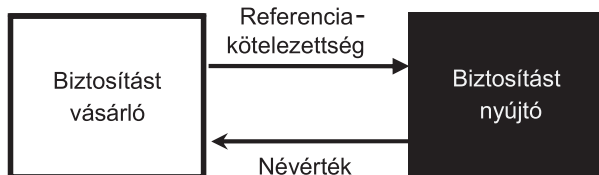
CDS-pénzáramlások lejárat/hitelesemény előtt



Megjegyzés: A cikkben található ábrákat a szerző készítette.

2a. ábra

CDS-pénzáramlások fizikai teljesítés esetén



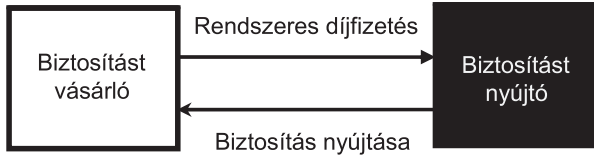
2 Szintetikus CDO-k strukturálása történik ilyen módon.

3 Az angol nyelvű szakirodalmak a referenciaentitás (reference entity) elnevezést használják a CDS alanyául szolgáló entitás, azaz a referenciakötelezettség kibocsátójának elnevezéseként. A cikkben a „referenciakibocsátó” elnevezést használom.

4 Fizikai teljesítés esetén a biztosítást nyújtója kifizeti a teljes névérték, cserébe pedig megkapja a referenciakötelezettséget, míg pénzbeli teljesítésnél a referenciakötelezettségen keletkezett megtérülés (recovery) meghatározása után a névérték megtérülést fizeti a biztosítást vásárlójának.

2b. ábra

CDS-pénzáramlások pénzbeli teljesítés esetén



A CDS-szerződések vonatkozhatnak egyszerű kötelezettségekre⁵ vagy portfóliókra, például indexekre, esetleg eszközfedeztetű értékpapírokra (asset-backed securities – ABS). Mivel a CDS-ek OTC-termékek, minden egyes szerződést az egyéni igényeknek megfelelően lehet kialakítani. Ennek ellenére a tranzakciók többsége meglehetősen standardizált. Ezt a standardizálást segíti elő, hogy az ügyleteket az ISDA⁶ által ajánlott dokumentációk alapján kötik meg, valamint a szerződésben szereplő fogalmak az ISDA 2003-ban kiadott – azóta többször kiegészített – hitelderivatív definícióinak⁷ megfelelőek.

2. A SZABÁLYOZÁSI INTÉZKEDÉSEK HÁTTERE

Az első CDS-konstrukciót az 1990-es évek közepén dolgozták ki. Alkalmazásának célja az volt, hogy egy adott eszköz hitelkockázatát annak tulajdonosa átadta egy harmadik félnek, így az nem számított bele a minimális tőkekövetelmény kiszámításának alapjául szolgáló eszközállományba. A konstrukció tehát egy szabályozói joghézagot volt hivatott kihasználni.

A piac rohamos fejlődése a 2000-es évek elején elsősorban annak volt köszönhető, hogy a CDS-t egyedi igényekre lehetett szabni. Piaca a kamat- és devizaswappiac után a második legnagyobb OTC-piac⁸, ahol az ügyletkötés napjaink szabályozási törekvései mellett is jelentős volumenben történik például telefonon, Bloomberg-üzenetben vagy e-mailben. Emellett népszerűségében természetesen nagy szerepet játszik az a tulajdonsága, hogy nem jár nagymértékű kezdeti befektetéssel (bizonyos esetekben történik előzetes fizetés [upfront payment], így hatékony kockázatkezelési eszköz.

Mára azonban az ügyletek jelentős részét spekuláció céljából kötik, fogadva tulajdonképpen arra, hogy a referenciakibocsátó, amelyre a CDS-t kiírták, csődbe megy-e az ügylet élettartama alatt.⁹ Lehetővé teszi mindezt az, hogy nem szükséges az alapterméket (a referenciakötelezettséget, azaz a referenciakibocsátó egy kötvényét vagy egy számára nyújtott

5 Alapvetően megkülönböztethetjük az „adósság”, a „hitel” és a „kötvény” fogalmakat, amelyekre lehetőség van CDS-t kötni. A továbbiakban ezeket összefoglalóan „kötelezettségeknél” hívom.

6 International Swaps & Derivatives Association, Inc.

7 ISDA Credit Derivative Definitions [2003]

8 Forrás: ISDA Mid-Year 2009 Market Survey.

9 A csőd tulajdonképpen csak egy a lehetséges hitelesemények közül, amelyek körébe tartozik még a nemteljesítés és bizonyos esetekben az újrastrukturálás is. A hitelesemények köre az aktuális szabványosítások során jelentősen lecsökkent.

hitelt) birtokolni ahhoz, hogy egy bizonyos névértékre biztosítást kössenek.¹⁰ Mindezzel az a probléma, hogy ezáltal hatalmas kitéettségre is lehet CDS-ügyletet kötni, így – amennyiben egy igen kis valószínűségű hitelesemény következik be (használhatjuk rá a mostanában igen népszerű „tail event” kifejezést is) –, az jelentős és nem várt kifizetési kötelezettséget jelent az ügylet kiírója számára. Főleg, ha a kiíró igen sok ügyletben érdekelt biztosítást nyújtó (protection seller) oldalon az adott referenciakibocsátóra vonatkozóan. Ebből adódik az erős csődkorreláció (default correlation) a referenciakibocsátó és a CDS kiírója között. Emellett a biztosítást nyújtó esetleges csődje partnerkockázatot jelent a biztosítás vásárlója (protection buyer) szempontjából. A partnerkockázatból és a CDS kiírójának és referenciakibocsátójának erős csődkorrelációjából együttesen pedig már adódik is a legfontosabb következtetés: a biztosítás vásárlója éppen akkor marad védelem nélkül, amikor arra szüksége lenne.

A CDS-szel szemben megfogalmazott kritikák a válság legnagyobb sokkjával, illetve sokkjaival hangosodtak fel. A Lehman és az AIG között ugyanis éppen a két intézmény CDS-állománya jelentette a különbséget. Míg az egyiknek túl kevés volt ahhoz, hogy az amerikai kormány segítséget nyújtson, a másiknak túl nagy volt ahhoz, hogy hagyják csődbe menni. Tulajdonképpen ezen a ponton nem is lehet eldönteni, hogy melyik esemény jelentette a nagyobb sokkot, illetve melyik esetben született jó döntés. Mindenesetre a Lehman csődjének hatására láthatóvá vált, hogy ha a piacon ekkora jelentőségű intézmény összeomlik, az az egész pénzügyi rendszert – ezáltal természetesen az egész világgazdaságot – megrengeti. A CDS pedig itt válik fontossá: az erős csődkorrelációkon és az ügyletek által tovaryűrűző kockázatokon keresztül elég egy kritikus mértékű csődesemény ahhoz, hogy az a teljes rendszer összeomlásával járjon. Persze nem szükségszerű pénzügyi apokalipszist vizionálni, de látni kell, hogy a piac szabályozatlansága milyen károkat okozhat.

Éppen ezért 2008 végére fontos döntés előtt álltak a szabályozó szervek és a piaci szereplők. Hangos volt azok tábora, akik szerint a CDS-ügyletek kötését be kellene tiltani, vagy legalábbis bizonyos feltételekhez kötni (például: naked swapok tilalma [Soros 2009]). Ugyanakkor a piac volumene nyilvánvalóvá tette, hogy van igény a termékre. A kérdés ezek után tehát már nem az, hogy a CDS-t betiltsák-e vagy sem, hanem hogy milyen formában, milyen szabályozás mellett működjön ez a piac. A 2008-as és 2009-es esztendő intézkedéseinek célja így a szabályozott piac megeremtése és az ügyletkötés kockázatainak csökkentése volt. Mindezek az intézkedések tulajdonképpen a mintegy két évtizede zajló folyamatok egyenes vonalú folytatásai, hiszen az ISDA már az 1980-as évek vége óta munkálkodik a derivatív piacok szabványainak kidolgozásán.

Az intézkedések három olyan fogalom köré csoportosíthatók, amelyek a piac szabályozottságát és likviditását hivatottak növelni. Ez a transzparencia, a szabványosítások és a kockázatok csökkentése. A továbbiakban sorba veszem, hogy a közelmúltban milyen intézkedések történtek ennek jegyében.

¹⁰ Ezt nevezik naked swapnak.

2.1. *Transzparencia*

A piac felmérése¹¹ problémát okoz az olyan OTC-piacok esetében, mint a CDS-piac. Volume-nének meghatározása például úgy történik, hogy az olyan szervezetek, mint az ISDA, a BIS¹² vagy a BBA¹³ felkéri a piacon résztvevő, legnagyobb szereplőket, hogy adják meg, mekkora kitettséggel rendelkeznek a CDS-piacon biztosítást vásárló, illetve nyújtó oldalon.¹⁴

A DTCC¹⁵ már korábban megkezdte adatszolgáltatási tevékenységét különböző OTC-piacok számára, és 2008. november 2-ától kezdve a CDS-piacra vonatkozóan is szolgáltat adatokat. A DTCC információs adattárházában (Trade Information Warehouse) a hitelderivatív ügyletek döntő többségét rögzítik, így az általa szolgáltatott információk gyakorlatilag a piac egészét lefedik. A DTCC nyújtja ugyanis azt a platformot, amelyen keresztül az ügyleteket teljesítik, emellett pedig automatikus nettósítást biztosít, és egyéb – az ügyletekhez kapcsolódó – szolgáltatásokat nyújt. Ezek az adatok a sima (single name) CDS-ek és CDS-indexek volumenére, valamint a nettó pozíciók méretére vonatkoznak, ezáltal hasznos információt nyújtanak a piac résztvevőinek aktivitásáról, valamint a pénzügyi piacok általános várakozásairól. Ez utóbbi azért is fontos, mivel napjainkban a CDS-felárak váltak a piacok általános szentimentjének mérőfokává, egyszerű és likvid lehetőséget nyújtanak a szereplők várakozásainak kifejezésére a hagyományos pénzügyi eszközök (részvények, kötvények) finanszírozási és likviditási nehézségei nélkül.

A DTCC szerepe fontos volt a Lehman csődje során is. Felröppent ugyanis az a pletyka, hogy a bank CDS-kötelezettségei 400 milliárd dollárra rúgnak, általános félelmet és bizonytalanságot keltve a pénzügyi piacokon. A DTCC ekkor – információs adattárházának köszönhetően – képes volt fellépni, és hivatalos közleményben tudatni, hogy a Lehman kötelezettségeinek mértéke kevesebb, mint 6 milliárd dollár, ezzel megnyugtatta a piacokat.

A DTCC ezek mellett lehetővé tette a központi elszámolóházak gyors felállítását, mivel azoknak a DTCC szolgáltatásainak (automatikus kalkuláció, fizetések egyeztetése, központosított teljesítés, hitelesemények utáni teljesítés) igénybevételével csupán kockázatkezelési és fedezeti rendszerük kidolgozására kellett koncentrálniuk.

2.2. *Szabványosítások*

Az OTC-piacok legfontosabb jellemzője, hogy a termékekkel nem szabványok alapján kereskednek, így azok az egyéni igényekre szabhatók. Ugyanakkor, ha akkora volumenben kereskednek egy termékkel, mint a CDS esetében, meg kell határozni bizonyos ügyletkötési sztenderdeket, hogy biztosítsák a kellő likviditást és transzparenciát a piacon. Ezeknek a szabványoknak a kidolgozásában az ISDA úttörő szerepet játszik.

Az ISDA a tőzsdén kívüli derivatív piacok szereplőinek globális kereskedelmi egyesülete, 1985 óta működik, 56 országból 800 tagja van, amelyek között megtalálhatók a legnagyobb kereskedelmi, univerzális és befektetési bankok, valamint minden, az OTC derivatív piacon aktív vállalat és intézmény.

11 A piacfelmérések legfontosabb eredményei megtalálhatók a Függelékben.

12 Bank for International Settlements

13 British Bankers' Association

14 Az így nyert adatokat természetesen nettósítani kell.

15 The Depository Trust & Clearing Corporation

Az ISDA az elmúlt két évtizedben fontos sztenderdizálási lépéseket kezdeményezett a piac likviditásának elősegítésére, valamint a jogi kockázatok csökkentésére. Elsőként az 1987-ben kiadott, majd 1992-ben, illetve legutóbb 2002-ben módosított ISDA Master Agreement volt az, amely az ügyletkötés szabványosítására ajánlasként szolgált. Ez a szerződés a származtatott ügyletek jogi lebonyolítására vonatkozó, általános keretmegállapodás. Az ISDA Master szerződés nemzetközi szabványait globális szinten a derivatív tranzakciók több mint 90 százalékánál alkalmazzák.

Az ISDA-keretszerződés általános kikötéseket és feltételeket tartalmaz (pl. fizetések számítása és időzítése, szerződő felek szerződésenkötési felhatalmazásai, szerződés megszűnésének feltételei, szerződésszegési események felsorolása, kötelező biztosítékok), tartalma azonban nem terjed ki az egyes származtatott ügyletek részleteire. A keretmegállapodás egy előre rögzített formanyomtatvány, amely nem módosítható (csak a szerződő felek, illetve az aláírások kitöltendők). A hozzá tartozó mellékletben (Schedule to the Master Agreement) a szerződő felek különböző opciók közül választhatnak, illetve lehetőségük nyílik a keretszerződés egyes részeinek a módosítására.

Az egyes származtatott tranzakciókra vonatkozó részleteket az ún. Megerősítés (Confirmation) tartalmazza, amely a keretmegállapodást egészíti ki. A különböző megerősítések meghatározott tranzakció típusokhoz tartoznak, és – a felek közötti megállapodásnak megfelelően – magukban foglalják az adott ügylet kereskedelmi feltételeit. A megerősítés általában eléggé rövid, mivel tartalmazza az ISDA által közzé tett meghatározásokat (ISDA Credit Derivatives Definitions). Ezeket a hitelderivatívkra vonatkozó meghatározásokat, avagy definíciókat az ISDA 1999-ben adta ki, majd 2003-ban módosította annak érdekében, hogy az addig problémát jelentő esetekben (mint például az újrastrukturálás vagy a moratórium) megfelelő útmutatást nyújtson a piac szereplőinek. Ezek a meghatározások főként kamat- és devizaswapügyletek dokumentálására alkalmazhatók, de más típusú tranzakciók (például áru-, részvény- és hitelderivatív ügyletek) esetében is előszeretettel használják ezeket a definíciókat.

Az elmúlt évek talán legfontosabb intézkedése az ISDA által kidolgozott aukciós eljárás, amely az ügyletek lezárását könnyíti meg olyan esetekben, amikor hitelesemény történt. Az eljárást azért vezették be, mert a hitelesemény bekövetkezése után a referenciakötelezettségen keletkező megtérülés (recovery) gyakran csak hosszú idő után válik ismertté, ami megnehezíti a pénzbeli teljesítést. Azon ügyletek esetében, amelyek megkötésénél a felek megegyeztek abban, hogy hitelesemény esetén az ISDA aukciós eljárását alkalmazzák, hitelesemény esetén – miután az ISDA deklarálta, hogy hitelesemény történt – 30 napon belül megtörténik az aukció. Ezeken az aukciókon a defaultos kötelezettségekre lehet licitálni. Az így kialakult ár szolgál megtérülésként a pénzügyi teljesítés esetén, függetlenül attól, hogy mi is lesz a későbbiekben a valódi megtérülés. Az aukciós eljárás a fizikai teljesítés során leszállítandó kötelezettségek mértékére is iránymutatással szolgál.

2009. április 8-án lépett életbe az ISDA három új szabványa, amelyek jelentős hatást gyakorolnak a CDS-piacra. Az ún. SNAC (Standard North American Corporate Contract) szerződést csak észak-amerikai (egyesült államokbeli és kanadai) kötelezettségekre (kötvényekre, illetve hitelekre) lehet kötni világszerte és pénznemtől függetlenül. A legfontosabb tulajdonsága, hogy az így megkötött ügyletek prémiuma – hasonlóan a CDS-indexekhez – sztenderd: 100 vagy 500 bázispont. Az ilyen módon megkötött ügyletekkel való kereskedés

során az ügylet mark-to-market értékét kell kifizetnie az érintett félnek. Emellett a SNAC alapján megkötött CDS-ek megtérülése (recovery rate) rögzített, ami a hitelesemény során bekövetkező pénzbeli teljesítés során jelent könnyebbséget. Az így meghatározott megtérülési ráták a senior kötelezettségek esetében 40%, míg a subordináltak esetében 20%. Emellett rendkívül fontos, hogy a hitelesemények köréből kikerült az újrastrukturálás, amelynek a különböző változatai (módosított, majd módosított-módosított újrastrukturálás – azaz ModR és ModModR –) a korábbiakban komoly bonyodalmakat okoztak.

Az ún. Kiegészítés (ISDA Supplement) az újonnan – 2009. április 8-a után – kötött hitelderivatív tranzakciókra vonatkozik, és létrehozta az ún. hiteldeterminációs bizottságokat (Credit Determination Committees), amelyek feladata a Kiegészítésnek megfelelően kötött ügyletekkel kapcsolatban a hitelesemény megtörténtének megállapítása, valamint az aukciós eljárás levezénylése. Nem minden 2009. április 8-a után kötött ügylet tartozik azonban a Kiegészítés hatálya alá. A következő típusokra nem vonatkozik a Kiegészítés: csak hitelekből, illetve amerikai önkormányzati kötvényekből (US Municipal) álló portfóliókra kötött ügyletekre, ABS-ekre, illetve CDO-kra kötött CDS-ekre, azokra a ügyletekre, amelyeknek a szerződésében kizárták azt, illetve a SNAC alapján megkötött ügyletekre.

A Protokoll (vagy közkezdvelt nevén ISDA Big Bang protokoll) a 2009. április 8-a előtt megkötött ügyletekre vonatkozik, és előírásai azt célozzák, hogyan lehet módosítani az adott szerződéseket ahhoz, hogy azok az új Kiegészítés hatálya alá essenek.

Végül pedig 2009. június 22-én lépett hatályba az Európára vonatkozó, ún. Small Bang protokoll, amely tulajdonképpen három különböző típusú szerződést takar. Ezek a következők (megrögzült magyar fordítás hiányában angolul): Standard European Corporate contract, Standard Subordinated European Insurance Corporate contract és Standard Western European Sovereign contract. Ezek a szabványosított szerződések négyféle prémium használatát teszik lehetővé: 25, 100, 500 és 1000 bázispont.

2. 3. A kockázatok csökkentése

A likviditásnövekedés elősegítéséhez a különböző szabványok kidolgozása mellett az ügyletkötéssel kapcsolatos kockázatok – azokon belül is a partnerkockázat – csökkentésére van szükség. Ezt a célt szolgálja az elszámolóházak bevezetése a CDS-piacra.

Központi elszámolóházakat régóta alkalmaznak a derivatív tőzsdék, és az utóbbi időben egyre több értékpapírtőzsdén is bevezették őket. Ezekon felül az elszámolóházak az OTC-piacok (például értékpapír repó- és derivatív piacok) számára is elérhetővé tették szolgáltatásaikat.

A CDS-piac napjainkban zajló változásaival kapcsolatban egyértelműen az elszámolóházak bevezetését előzték meg a legnagyobb várakozások. Az elszámolóházak bevezetése a CDS-piacra nem új keletű felvetés, már 2004-óta – amikor a BIS kiadta ajánlásait a központi elszámolóházak szerepét ellátó intézmények számára – foglalkoztatta a piac szereplőit.¹⁶

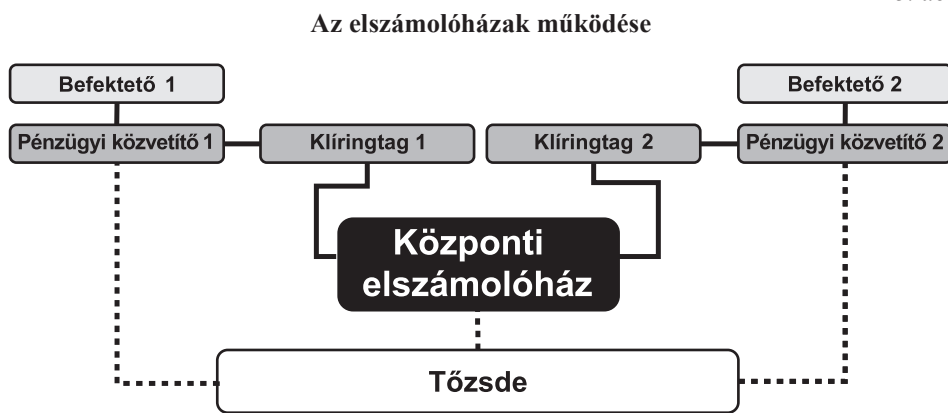
Ha az alapoknál szeretnénk kezdeni, avagy világosan látni, hogy egy elszámolóház miként is csökkenti minimálisra a partnerkockázatot, ismernünk kell, hogyan lép be a piacra.

16 Bank for International Settlements [2004]: Recommendations for Central Counterparties, BIS, Bazel.

Az elszámolóház tulajdonképpen az ügyletek résztvevői közé helyezkedik el oly módon, hogy minden eladó vásárlójává és minden vásárló eladójává válik, ezáltal biztosítja a teljesítést. A központi elszámolóháznak megvan a lehetősége arra, hogy jelentősen csökkentse a piaci szereplők kockázatait, mivel robusztusabb kockázatkezelést követel meg az összes szereplőtől, és multilaterális nettósítást tesz lehetővé a szereplők különböző ügyletei között (BIS [2004]).

Az elszámolóházak működését a következő ábra szemlélteti:

3. ábra



Az ábra általánosságban igaz minden olyan piacra, amelyen elszámolóház működik. Az OTC-piacok esetében természetesen nem működik központi tőzsde, ezt jelzik a szaggatott vonalak is.¹⁷

Az elszámolás menete a következő:

1. A befektetők (egyik vételi, másik eladási oldalon, azaz biztosítást vásárló, illetve nyújtó) megbízást adnak pénzügyi közvetítőiknek.
2. A pénzügyi közvetítők – amelyek lehetnek egyben klíringtagok is – jelzik az üzletet a klíringtagnál. Nekik ugyanolyan számlájuk van a klíringtagoknál, mint amelyet ők vezetnek a befektetőik számára. (A pénzügyi közvetítők állnak kapcsolatban a tőzsdével is, de ezt a szálát itt nem részletezem.)
3. A klíringtagok jelzik az elszámolóháznak az elszámolandó ügyletet.
4. Az elszámolóház ellenőrzi, hogy minkét oldalon egyeznek-e az ügylet paraméterei, és megtörténik az elszámolás, az alapletét behívása.
5. Végül a klíringtagok leszállítják az esetleges előzetes fizetéseket (upfront payment).

A CDS-eket tekintve: amennyiben hitelesemény történik, a teljesítés menete ugyanez, mindkét fél az elszámolóháznak teljesít (fizikai teljesítés esetén a biztosítást vásárló a refe-

¹⁷ Az ábra akkor lenne igazán pontos, ha értéktárakat is berajzoltunk volna, mivel bizonyos piacokon, az elszámolt termékek jellegéből adódóan, ilyenek is működnek. De ha elfogadjuk, hogy a központi elszámolóház ellátja az értéktárfunkciót is – mint Magyarországon a KELER –, máris pontos az ábra.

renciakötelezettséget, a biztosítást nyújtó pedig a névértéket szállítja le). Amennyiben valamelyik fél nem képes teljesíteni, az elszámolóház szenvedni el az ebből fakadó veszteséget.

Éppen ezért – hogy limitálja az esetlegesen felmerülő veszteségeket, illetve megfelelő fedezze magát – az elszámolóház meghatározza a szükséges garanciát minden tagjának portfóliója után, és mindennap kiszámolja a tag kötelezettségeit. Ezek a kötelezettségek alkotják együttesen az elszámolóház garanciarendszerét, amelyek megvédik a felmerülő veszteségektől.

Elemei a következők:

- alapbiztosíték (initial margin),
- napi árkülönbözet (variation margin),
- pénzügyi fedezet (guarantee fund).

Amennyiben ezek nem nyújtanak fedezetet a veszteségekre, az elszámolóháznak saját tőkéjéből kell teljesítenie.

Az **alapbiztosítékot** a portfólió után, annak fenntartása érdekében helyezi el a klíringtag, és ez visszajár a pozíció lezárásakor. A tagok ennél nagyobb alapletétet is megkövetelhetnek ügyfeleiktől. A tag letétjére az elszámolóházak gyakran kamatot fizetnek.

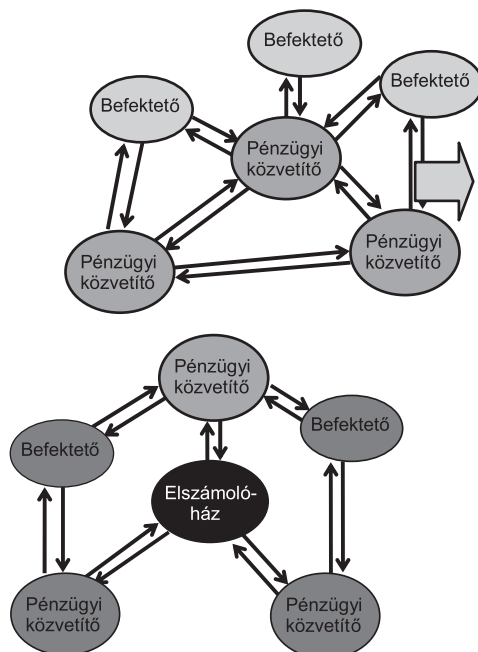
A **napi árkülönbözet** a tagok nyitott pozícióiból származó napi szintű nyereség, illetve veszteség. Ezt az elszámolóház a piacokon kialakult napi záróárakból (mark-to-market close value) számítja ki. Így a pozíciókat napi szinten mark-to-market alapon átértékelik és lezárják. Az így kapott nyereséget (veszteséget) az elszámolóház jóváírja (ráterheli) a tag számlájára. Így megakadályozza a pozíciókon keletkező veszteségek halmozódását. Amennyiben a napi árkülönbözetekből fakadó veszteségek hatására a tag alapletétje egy bizonyos szint (fenntartandó letét – maintenance margin) alá csökken, az elszámolóház számlafeltöltésre kötelezi a tagot a fenntartandó letét értékéig (margin call).¹⁸

A **pénzügyi fedezet** a klíringtagok által közösen finanszírozott alap, így a tagok kockázati közösségeket alkotnak, diverzifikálva a kockázataikat.

Az elszámolóházak megjelenésével alapvető változások történnek a CDS-piacon. A legfontosabb változást az jelenti, hogy a pénzügyi közvetítők ezentúl nem egymás partnerkockázatát futják, hanem az elszámolóházét, ami természetesen jóval kisebb. Az ügyletek kötése viszont alapvetően ugyanúgy történik majd, mint az eddigiekben – azaz a befektetők és a pénzügyi közvetítők egymással kötik az ügyleteket –, de az elszámolás egy központosított rendszeren keresztül teljesül (*4. ábra*).

18 HULL [2002] egy jól érthető számpéldán keresztül mutatja be a letétek működését (24. o.).

Az ügyletek elszámolásának menete



Az elszámolóházak bevezetésével megvalósuló centralizáció viszont alapvetően elősegíti a termékek szabványosítását is, mivel az elszámolóház kiköti, hogy milyen típusú ügyleteket számol el.

Mindezzel együtt az elszámolóházak koncentrálnak is a kockázatokat, ami nagyobb felelősséget ró az elszámolóház kockázatkezelési rendszerére. Éppen ezért az elszámolóház kockázatkezelésének hatékonysága és megfelelő ellátottsága a pénzügyi forrásokkal kritikus tényező a piac számára. A központi elszámolóház kockázatkezelésének csődje az elszámolóház által szolgált piac egészét megbéníthatja, és fennakadásokat okozhat az adott piacon kereskedett termékek teljesítési rendszerében. Az elszámolóházak az értékpapír- és derivatív piacokra, valamint a fizetési és teljesítési rendszerekre gyakorolt, potenciális destruktív hatásai miatt a szabályozók és a központi bankok nagymértékben érdekelték az elszámolóházak kockázatkezelési rendszerének megfelelő működésében.

Bár az elszámolóházak használata a CDS-ügyletek esetében egyelőre nem kötelező, az ügyletben résztvevő feleknek jól felfogott érdeke a teljesítés biztosítása. A probléma abból adódik, hogy az elszámolóházak csak a szabványos módon megkötött ügyleteket számolják el, a piac szereplői viszont nem szeretnék lemondani az OTC-piac nyújtotta rugalmasságról.

Az elszámolóházak bevezetésének operatív előnyei is vannak. A pozíciók nettósításából következően az ügyletek fennálló névértéke jelentősen csökken. Ez a kockázatok értékelését is könnyebbé teszi. Emellett más procedúrák is jóval szabványosabbá válnak az

elszámolóházak működésével. A pozíciók nettósításból fakadóan, valamint – mivel a klíringtagok kockázati közösséget alkotnak –, csökkenhet az igény azon CDS-ügyletek iránt is, amelyeket a tagok az egymással szembeni pozícióik fedezésére kötöttek.

Az elszámolóházak bevezetésének legnagyobb negatív hatása a sima CDS-ügyletek résztvevői számára az, hogy várhatóan nagyobb tőke kell az ügyletek megkötéséhez. Fix prémiumok esetén ugyanis, amennyiben az adott lejáratú CDS-szel más prémiumon kereskednek a piacon, előzetes fizetést (upfront payment) kell teljesítenie valamelyik félnek. Ez az előzetes fizetés pedig igen nagy összegű lehet a sima CDS-ek esetén, hiszen a prémiumokban bekövetkező mozgás akár napi szinten is számottevő, ellentétben például a befektetési minősítésű (IG) CDS-indexekkel, ahol a prémiumok mozgása napi szinten elenyésző. Ez igencsak taszíthatja a befektetőket, hiszen így nem képesek megfelelően nagy tőkeát-tételt elérni. Ráadásul – az ügyletek értékének ilyen jellegű változásaiból fakadóan – az elszámolóházak által bekért alapletek a sima CDS-ek esetében jóval magasabbak, mint az indexeknél.¹⁹ Ugyanakkor világosan látszik, hogy a szabályozók bele fogják kényszeríteni a sima CDS-ügyletek résztvevőit, hogy ügyleteiket elszámolóházakon keresztül számolják el, még ha ez gazdaságtalan is számukra.

Az elszámolóházak bevezetésével kapcsolatban a legnagyobb érdeklődés a befektetési minősítésű vállalati kötelezettségekre kötött CDS-ek felé irányul, mivel ezek esetében a legnagyobb az ún. „ugrás a csödbe” (jump to default) típusú kockázat, vagyis az a jelenség, hogy egy vállalat hirtelen – akár minden előzetes jel nélkül – megy csödbe.

Ezek után érdemes megnézni, hogy hogyan is állnak jelenleg az elszámolóházak.

Az észak-amerikai piacon 2009. március 9-én indította útjára saját platformját az atlantai székhelyű Intercontinental Exchange (ICE) Trust, és 2009. október 5-éig 3 ezer milliárd dollár névértékben számolt el CDS-ügyleteket. Az elszámolt ügyletek nagy részét észak-amerikai CDS-indexek (a CDX-index család tagjai) tették ki, összesen 2,3 ezer milliárd dollár névértékben.²⁰

A Chicago Mercantile Exchange (CME) 2009. szeptemberének végén jelentette be, hogy átszervezi a szintén chicagói székhelyű Citadel Investment Group-pal közösen működtetett CMDX-platformját, mivel az – jóllehet, a március 13-ai felügyeleti felülvizsgálatot sikerrel vette – üzletet eddig nem vonzott. A 2008. októberében elindított platformjakkal az volt a probléma, amit előnyének szántak: nevezetesen, a kereskedési platformjukon keresztül megkötött ügyleteket azonnal el is számolták volna a CME rendszerében, így integrálva az elszámolóházi tevékenységet a kereskedési szolgáltatásukba. A piaci szereplők azonban jelezték azon szándékukat, hogy a termékkel továbbra is OTC-jelleggel kívánják kereskedni, így a CME most szétválasztja kereskedési platformját elszámolóházi tevékenységétől.²¹

Az Európai Bizottság 2009. július 31-i határidőt tűzött ki arra, hogy az elszámolóházak megkezdjék működésüket az európai piacokon. Jóval megelőzve ezt a dátumot, a londoni székhelyű derivatív tőzsde, a NYSE Liffe konzorcium már 2008. december 22-én elérhetővé

19 A problémával elsőként a Chicago Mercantile Exchange (CME) állt elő (*Risk Magazine* [2009]), az ő modelljeik alapján a főként CDS-indexeket tartalmazó portfóliókra a névérték mintegy 1-2%-a lehet az alapletét, míg a sima CDS-ekre a portfólió összetételétől függően 6–10% közötti. A CME ezen felvetését számításokkal is igyekeztem igazolni szakdolgozatomban (SUTA [2009]).

20 <http://ir.theice.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=413610>, 2009. 10. 05.

21 <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1534303/cme-restructures-us-cds-clearing-service>, 2009. 09. 22.

tette szolgáltatásait a szintén londoni LCH.Clearnet elszámolóházzal karöltve, platformja azonban nem bizonyult életképesnek, így hiába lépett elsőként piacra, elszámolt ügylet hiányában 2009. július 27-én – egy hónapos felülvizsgálati periódust követően – felfüggesztette működését.²²

A frankfurti székhelyű Eurex Credit Clear 2009. július 27-én kezdte meg működését, és augusztus 28-án a piacon elsőként számolt el sima CDS-ügyletet 5 millió euro értékben. Mindemellett viszont nem vonzott túl sok üzletet: 2009. október 4-éig mindössze 3 index-ügyletet számolt el 85 millió euro értékben.²³

Európában is az ICE Trust piacra lépése bizonyult a legsikeresebbnek, hiszen a július 27-ei nyitást követően október 5-éig 514 milliárd euro (750 milliárd dollár) értékben számolt el CDS-index ügyleteket. Az ICE Trustnak mind az amerikai, mind az európai székhelyű platformja technikailag felkészült sima CDS-ek elszámolására, és 2009. október végére várja a szabályozói jóváhagyást.²⁴

A fentiekben kívül még a CME európai platformja kíván elszámolóházi szolgáltatást nyújtani CDS-ügyletek számára, de még mindig a brit FSA (Financial Services Authority) jóváhagyására vár.²⁵

Alapvetően elmondható, hogy a várakozások az eddigi tapasztalatok alapján beteljesedni látszanak, hiszen úgy tűnik, hogy a piac gyorsan koncentráldódik, és piaconként csak egy elszámolóházat tart életben: azt, amelyik a legolcsóbb, illetve a legjobb elszámolási rendszerrel rendelkezik.

3. MIT HOZ A JÖVŐ?

Az ISDA szeptember 15-én tette közzé a 2009-es év első félévére vonatkozó OTC-derivatív piacok felmérését.²⁶ Általánosságban véve, a derivatív piacok konzisztens növekedést mutattak az év első felében, amiből azt a következtetést szűrhetjük le, hogy a mostani bizonytalan gazdasági környezetben a piaci szereplők számára fontosak a derivatív ügyletek nyújtotta, személyre szabható kockázatkezelési megoldások. Ezzel szemben a fennálló CDS-ügyletek összértékének csökkenése volt megfigyelhető, ami az elszámolóházak bevezetésével és a pozíciók folyamatos nettósításával magyarázható. A hitelderivatívok egészének fennálló névértéke 2008 végéhez képest 19 százalékkal, 38,6 ezer milliárd dollárról 31,2 ezer milliárd dollárra csökkent, míg az elmúlt 12 hónapot tekintve, összesen 43 százalékkal esett vissza. Mint az adatokból is látszik, az elszámolóházak bevezetésével az előbb már említett folyamatok játszódhatnak le, azaz a fennálló névérték – a pozíciók nettósításából fakadóan – jelentősen csökken, elősegítve a kockázatok értékelését.

A kérdés persze az, hogy mit hoz a jövő. Ami egyértelműen látható: az a törekvés, hogy a piac működését átláthatóbb, szabályozottabb mederbe tereljék, megóvva ezáltal más pénzügyi piacokat attól, hogy a CDS-ügyleteken keresztül a kockázatok értékelését.

22 <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1530793/nyse-liffe-shuts-down-cds-clearing-service>, 2009. 08. 12.

23 http://www.eurexclearing.com/markets/creditclear/credit_clear_volume_en.html, 2009. 10. 04.

24 <http://ir.theice.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=413610>, 2009. 10. 05.

25 <http://www.risk.net/risk-magazine/news/1534303/cme-restructures-us-cds-clearing-service>, 2009. 09. 22.

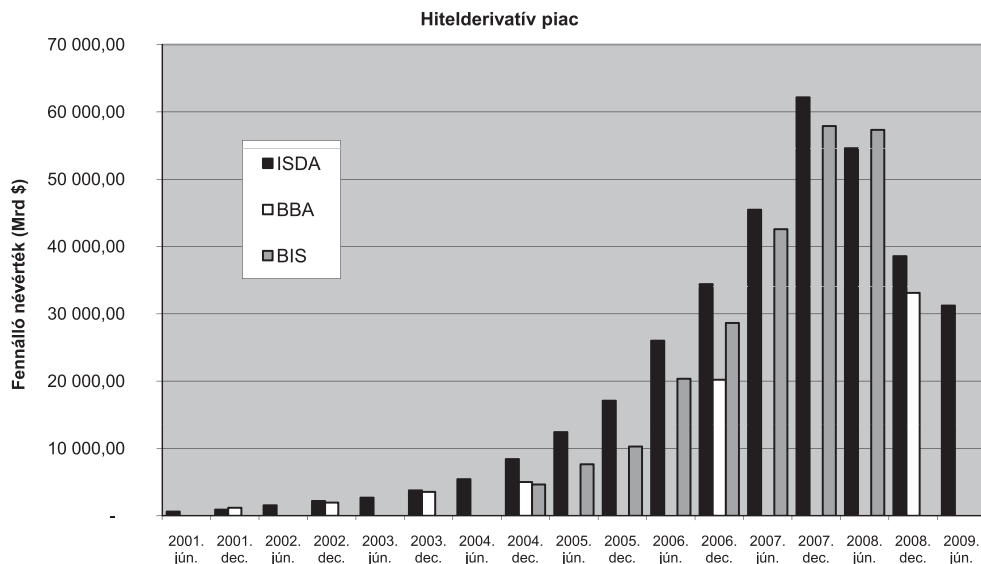
26 ISDA Mid-Year 2009 Market Survey

bulenciát okozzon, s így azok stabilitását veszélyeztethesse. Ezt a célt szolgálják mind a szabványosítási törekvések, mind az elszámolóházak bevezetése. Ugyanakkor az is látható, hogy a piaci szereplőket nem lehet rákényszeríteni a központosított kereskedelemre, mivel ők a CDS-ügyleteknek éppen azt az OTC-piac által nyújtott flexibilitását szeretik, ami lehetővé teszi, hogy egyedi céljaikra használhassák ezt az eszközt. Mindez azt jelenti, hogy a CDS-piac a közeljövőben tisztán OTC-piac marad; de lehet, hogy a szabványosan megkötött és elszámolóházakon keresztül elszámolt ügyletek esetében a távoli jövőben megvalósulhat a központosított kereskedelem.

FÜGGELÉK – A PIACFELMÉRÉSEK FŐBB EREDMÉNYEI

5. ábra

A hitelderivatív piac méretének alakulása 2008 végéig



Forrás: ISDA, BBA, BIS

1. táblázat

A hitelderivatív piac termékek szerinti megoszlása (2000–2006)

Típus	2000	2002	2004	2006
Basket típusú termékek	6,0%	6,0%	4,0%	1,8%
Credit linked notes	10,0%	8,0%	6,0%	3,1%
Credit spread opciók	5,0%	5,0%	2,0%	1,3%
Részvényhez kapcsolódó hiteltermékek	n/a	n/a	1,0%	0,4%
CDS-indexügyletek	n/a	n/a	9,0%	30,1%
Sima CDS-ek	38,0%	45,0%	51,0%	32,9%
Swap opciók	n/a	n/a	1,0%	0,8%
Szintetikus CDO-k (teljesen finanszírozott)	n/a	n/a	6,0%	3,7%
Szintetikus CDO-k (részben finanszírozott)	n/a	n/a	10,0%	12,6%
Sávós indexügyletek	n/a	n/a	2,0%	7,6%
Egyéb	41,0%	36,0%	8,0%	5,7%

Forrás: BBA – Credit Derivatives Report [2006]

2. táblázat

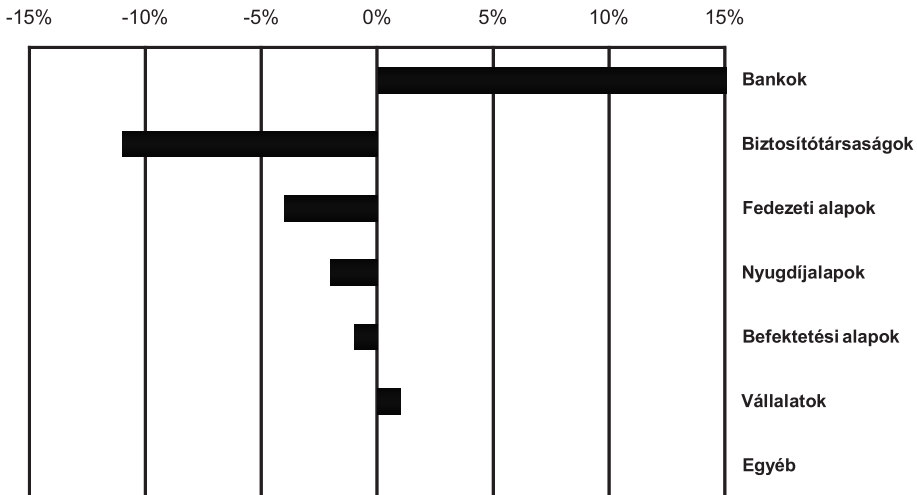
A CDS-piac szereplők szerinti megoszlása (2006)

Típus	Vásárlók	Nyújtók
Bankok	59%	44%
Biztosítótársaságok	6%	17%
Fedezeti alapok	28%	32%
Nyugdíjalapok	2%	4%
Befektetési alapok	2%	3%
Vállalatok	2%	1%
Egyéb	1%	1%

Forrás: BBA – Credit Derivatives Report [2006]

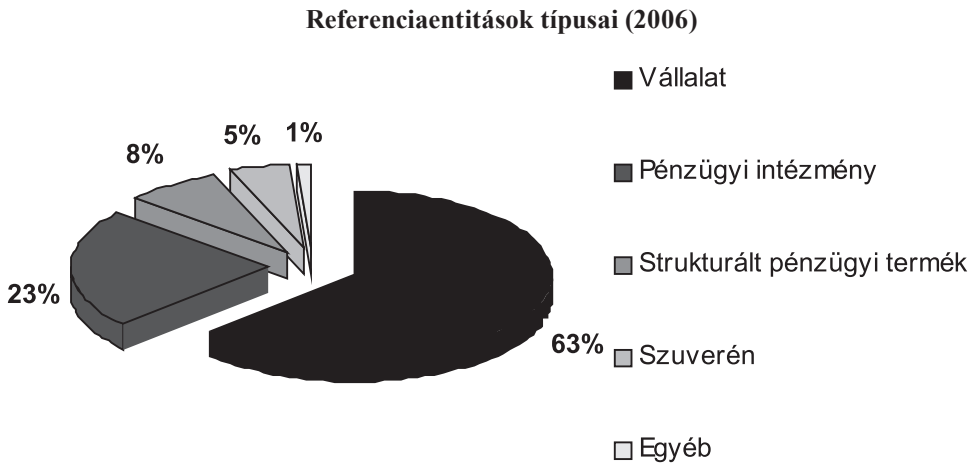
6. ábra

CDS-piac-nettó biztosítást vásárlók (nyújtók) megoszlása (2006)



Forrás: BBA – Credit Derivatives Report [2006]

7. ábra



Forrás: Fitch

IRODALOMJEGYZÉK

- Bank for International Settlements [2004]: Recommendations for Central Counterparties, BIS, Bazel
- Bank for International Settlements [2008]: BIS Quarterly Review, BIS, Bazel, 2008. december
- British Bankers' Association [2006]: Credit Derivatives Report 2006., BBA, London
- Fitch Ratings [2007]: CDx Survey, Special Report, 2007. július 16.
- HULL, J. C. [2002]: Options, Futures and Other Derivatives, 5th ed., Prentice Hall, New Jersey
- ISDA 2008 Mid-Year Market Survey (letölthető: www.isda.org)
- ISDA 2009 Mid-Year Market Survey (letölthető: www.isda.org)
- Lehman Brothers [2003]: The Lehman Brothers Guide to Exotic Credit Derivatives, Riskwatersgroup, London
- MENGLÉ, D. [2007]: Credit Derivatives: An Overview, ISDA
- MERRILL LYNCH [2006]: Credit Derivatives Handbook 2006 – Vol. 1., 2006. február 14.
- Risk Magazine [2009]: Portal combat, *Risk Magazine*, 2009. január
- SMITHSON, CHARLES [2003]: Credit Portfolio Management, Wiley, Hoboken, New Jersey
- SOROS, GY. [2009]: The game changer, FT.com (letöltés időpontja: 2009. január 28. 19:55)
- SUTA GÁBOR [2009]: A CDS-piac elemzése, különös tekintettel az elszámolóházak bevezetésére (szakdolgozat),
Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest
- www.isda.org
- www.theice.com
- www.cmegroup.com