

*Béres Dániel*

# **A központi értéktárak szerepe az európai versenyképesség növelésében és az értékpapír-tranzakciók kiegyenlítési kockázatának csökkentésében**

## **The Role of EU CSDs in Improving EU Competitiveness and Mitigating Settlement Risk**



### *Összefoglalás*

A központi értéktáraknak kitüntetett szerepe van a tőke szabad áramlásának biztosítása szempontjából, ezért az intézménytípus európai versenyképességre gyakorolt hatásának vizsgálata indokolt. A tanulmány célja annak közgazdasági szempontokat előtérbe helyező vizsgálata, milyen hatásmechanizmuson keresztül érhető el az európai versenyképesség növekedése, eközben milyen kockázatok merülnek fel a központi értéktáraknál, és azokat milyen módon lehetséges kezelni. Az európai versenyképesség növelése elsősorban a központi értéktárak közötti hatékony számlakapcsolatok (úgynevezett linkek) kialakításán keresztül érhető el, amely közép- és hosszú távon hozzájárul a határon átnyúló értékpapír-tranzakciók (költség-) hatékony lebonyolításához, vagyis a tőke áramlása előtt álló pénzügyi akadály lebontásához. A befektetői bizalom fenntartása érdekében a központi értéktáraknak hatékony kockázatkezelési eszköz-

---

DR. BÉRES DÁNIEL, PhD, főiskolai docens, Budapest Metropolitan Egyetem  
(beres.daniel.ino@gmail.com).

tárral kell rendelkeznie, amely biztosítja az értékpapír-tranzakciókban részt vevő felek számára, hogy a kezdeményezett tranzakció teljesül, vagyis az értékpapír-tranzakciók kiegyenlítése (teljesítése) minimalizált rendszerkockázat mellett valósulhat meg.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** B17, F36, F41, F55, G15, G21

**Kulcsszavak:** központi értéktár, versenyképesség, kiegyenlítési kockázat

#### *Summary*

As central securities depositories (CSDs) have a significant role in the free movement of capital, the effects of CSDs on EU competitiveness should be assessed. The main objective of this study is to introduce a framework for CSDs to contribute to increasing competitiveness and to introduce risk mitigating measures. The key element in improving competitiveness is the establishment of links between EU CSDs, which will reduce the costs of (cross-border) securities transactions over the medium or long term. In order to establish and maintain the trust of the investors, CSDs need to operate an effective and sound settlement system, including appropriate risk mitigation measures.

**Journal of Economic Literature (JEL) codes:** B17, F36, F41, F55, G15, G21

**Keywords:** central securities depository, competitiveness, settlement risk

---

## BEVEZETÉS

Lentner (2006), illetve Szalai és Kolozsi (2016) szerint egy gazdasági térség versenyképességét számos tényező befolyásolja. Az amerikai és az európai vállalati versenyképességet összehasonlító, illetve elemző munkák szinte kivétel nélkül megemlítik, hogy az amerikai tőkepiaci vállalatfinanszírozási modell nagyobb üzleti lehetőséget teremt az amerikai vállalatok számára, mint az európai, főként banki finanszírozáson alapuló modell. Ezen túlmenően a tőkepiaci finanszírozás a pénzügyi-gazdasági válságok gyorsabb lefolyását is lehetővé teszi. Az európai versenyképesség akadályozó tényezőit kutatva jutottak arra a felismerésre is, hogy a tőke szabad mozgása és egyben a befektetői lehetőségek bővítése kiemelkedő jelentőséggel bír. A határon átnyúló befektetések esetében azonban nemcsak annak kockázata, hanem magas tranzakciós költsége miatt sem volt vonzó korábban Európában, amely részben az erősen fragmentált értékpapír-kereskedés utáni infrastruktúrára vezethető vissza.

Az Európai Unió szabályozói törekvéseinek eredményeként 2015. június 22-én elindult az úgynevezett *TARGET2-Securities* (röviden: T2S) platform, amely az európai értékpapír-kereskedés utáni infrastruktúra szabályainak harmonizációjával, illetve folyamatainak egységesítésével teret enged a határon átnyúló értékpapír-tranzakciók (költség)hatékony lebonyolításának, amelyhez 2017 februárjában a magyar központi értéktár is csatlakozott.

Az értékpapír-tranzakciók során jelentkező partnerkockázatot mindenképpen meg kell említeni, amikor az európai központi értéktárak versenyképesség-növelésében, illetve a tőke szabad áramlásában játszott szerepüket elemezzük. Egy-egy (határon átnyúló) értékpapír-tranzakció során ugyanis valamilyen módon biztosítani kell, hogy a tranzakció az előre meghatározott módon, illetve időben teljesülni is fog. Ezt a partner-, illetve hitelkockázatot a központi értéktárak szemszögéből elemezve kiegyenlítési kockázatnak nevezzük.

Jelen tanulmány elsődleges célja annak a bemutatása, hogy az értékpapír-kereskedés utáni infrastruktúra milyen hatásmechanizmuson keresztül lehet képes az európai versenyképesség növelésére. Ezenkívül bemutatjuk a befektetői bizalom kialakításához és fenntartásához elengedhetetlenül szükséges kiegyenlítési kockázat megjelenési formáit, illetve azok kezelési módszereit is.

A magyar nyelven megjelent, értékpapír-kereskedés utáni pénzügyi infrastruktúrára vonatkozó, tudományos igényű munkák köre igen szűkös, így jelen tanulmány másik fő célkitűzése, hogy betöltse ezt a hiányt. Ebből eredően a tanulmány a releváns nemzetközi szakirodalomra épül. A tanulmány első felében az értékpapír-kereskedés utáni pénzügyi infrastruktúra jelentőségét ismertetjük, amelyet a központi értéktár és az értékpapír-tranzakciók fogalmi kereteinek meghatározása követ. A cikk ezután tér ki a központi értéktárak európai versenyképesség-növelésében játszott szerepére, amelynek keretein belül bemutatjuk az európai központi értéktárak közötti kapcsolatokat (linkek), illetve az azok kialakítását befolyásoló tényezőket. A T2S-platform kiegyenlítésben betöltött szerepének ismertetése után a tanulmány kitér az értékpapír-tranzakciók kiegyenlítési folyamatának bemutatására, illetve részleteibe menően taglalja a központi értéktárak kiegyenlítési folyamata során jelentkező kockázatokat, illetve kezelési módjukat.

## A KÖZPONTI ÉRTÉKTÁRAK SZEREPE AZ EURÓPAI VERSENYKÉPESSÉG NÖVELÉSÉBEN

### *A pénzügyi infrastruktúra fogalmi kerete*

A pénzügyi infrastruktúra a Világbank definíciója alapján magában foglal minden olyan intézményt, információt, technológiát, jogszabályi környezetet és ajánlást, amely lehetővé teszi a pénzügyi közvetítést (The World Bank, 2009). Tömörebb megfogalmazásban, a pénzügyi infrastruktúra nem más, mint a pénzügyi rendszer alapja. Ha a fontosságát akarjuk érzékeltetni, akkor kijelenthetjük, hogy a pénzügyi infrastruktúra nélkül elképzelhetetlen a gazdálkodás jelenleg ismert formája.

A pénzügyi infrastruktúrát alkotó intézmények több szálon kapcsolódnak egymáshoz, egyfajta hálózatot képezve mind országon belül, mind nemzetközi viszonylatban. Ahhoz, hogy a pénzügyi infrastruktúra be tudja tölteni a szerepét a gazdaságban, azt működtetni kell. Ezt a feladatot az intézmények egy specializálódott csoportja látja el, amelyet pénzügyi alap-infrastruktúrának is nevezhetünk.

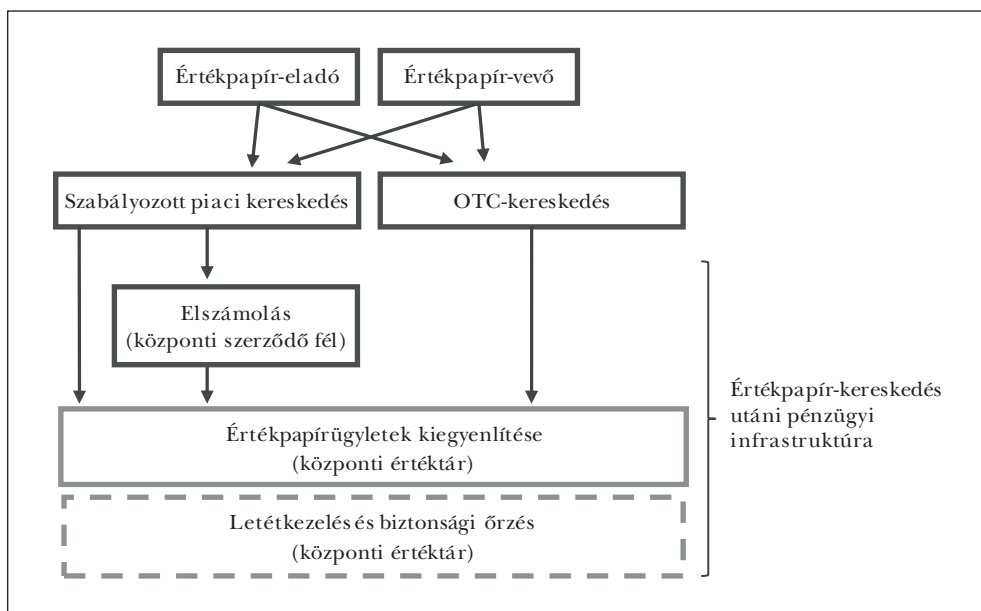
Az alap-infrastruktúrák általánosan megfogalmazható szerepe, hogy biztosítsák a pénzügyi infrastruktúrát alkotó intézmények között létrejövő tranzakciók lebonyo-

lítását. A pénzügyi alap-infrastruktúrát másképpen fizetési és értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszernek nevezzük. Bár a piaci szereplők közötti tranzakciók lebonyolításában nincsen szerepe, alap-infrastruktúraként tekinthetünk a kereskedési adattárházakra is, amelyek a piaci szereplők közötti OTC derivatív ügyletek nyilvántartásán keresztül segítik a döntéshozókat a teljes pénzügyi rendszer stabilitását érintő kérdések megvitatása során.

### A központi értéktár

A központi értéktár definícióját az Európai Unióban az úgynevezett CSD-rendelet<sup>1</sup> határozza meg. A CSD az angol Central Securities Depository rövidítésből ered. A rendelet alapján a központi értéktár az értékpapír-kiegyenlítési rendszert működtető jogi személy, amely központi számlavezetési szolgáltatást nyújt, és nyilvántartásba veszi az újonnan kibocsátott értékpapírokat. A kiegyenlítési<sup>2</sup> tevékenység a klasszikus értelemben vett értékpapír-kereskedés utáni tevékenység. Helyét az értékpapírügylet általános értékláncában az 1. ábra mutatja.

1. ábra: A kiegyenlítés helye az értékpapírügylet általános értékláncában



Forrás: Saját szerkesztés Kazarian, 2006 és Olasz et al., 2010 alapján

Az 1. ábra alapján értékpapírügyletet a felek köthetnek kereskedési helyszínen, szabályozott piaci körülmények között (pl. tőzsde), vagy bilaterálisan egymás között – az utóbbit tőzsdén kívüli kereskedésnek, az angol rövidítés után OTC-kereskedésnek hívjuk.

Ami a központi értéktár definíciójában szereplő értékpapírszámla-vezetési tevékenységet illeti, a központi értéktárak általában nem magánszemélyek részére vezetik a központi értékpapírszámlákat, hanem a pénzügyi közvetítőrendszer tagjai számára (hitelintézetek, befektetési vállalkozások, brókerek stb.). Ez a gyakorlat azonban nem egységes: Európa több északi országában például magánszemélyek is nyithatnak közvetlenül számlát a központi értéktárakban (pl. Finnország), Magyarországon viszont a központi értéktárban magánszemélyek jelenleg nem nyithatnak értékpapírszámlát, csak a pénzügyi közvetítőkön keresztül kapcsolódnak a központi értéktárhoz.

A fentieket összegezve azt mondhatjuk, hogy a központi értéktár központi nyilvántartást vezet a rajta keresztül kibocsátott értékpapírokról, illetve azokról, amelyeket letétkezelési céllal beszállítottak vagy áttranszferáltak hozzá. Ami az értékpapír-kereskedés utáni szerepét, vagyis a kiegyenlítési tevékenységet illeti, a központi értéktár a beadott értékpapír-instrukcióknak megfelelően megterheli, illetve jóváírja a nála vezetett központi értékpapírszámlákon a kereskedett értékpapírokat, ha esedékességgor az ügyletben részt vevő felek rendelkezésére áll a szükséges értékpapír, illetve annak ellenértéke.

#### *A nyomdai úton előállított értékpapírok*

A nyomdai úton előállított értékpapírok esetében a központi értéktárnak akkor van szerepe, ha egyben ő bocsátja ki az értékpapír-előállításához szükséges ISIN-kódot,<sup>3</sup> vagy azt közvetlenül vagy közvetve megkapja az ISIN-kód kibocsátására jogosult intézménytől. Ebben az esetben az értékpapír regisztrációja megtörténik a központi értéktárban. Meg kell jegyezni ugyanakkor azt is, hogy a nyomdai úton előállított értékpapírokkal kapcsolatban a központi értéktárnak további információja csak abban az esetben van, ha beszállítják hozzá letétkezelésre. Egyéb esetben a központi értéktárnak nincsen információja arról, hogy az általa kibocsátott ISIN-azonosító kapcsán valójában történt-e értékpapír-keletkeztetés, vagy sem.

Annak ellenére, hogy számos előnye van az értékpapírok dematerializációjának, több esetben jobban megéri a kibocsátónak papíralapon kibocsátani az értékpapírokat, tekintve, hogy akkor nem kapcsolódik hozzá folyamatosan felmerülő költség, mint például az értékpapírszámla számlavezetési díja. Magyarországon a tanulmány írásakor aktív 8516 darab zárt körűen működő részvénytársaságból 5195 (vagyis több mint 61 százalékuk) nyomdai formában bocsátotta ki törzsrésztvényét. A döntésben feltehetőleg a költségminimalizációs cél is szerepet játszott. Ezeknek a vállalatoknak a nyomdai úton előállított értékpapírjaival ugyanakkor kereskedési helyszínen nem kereskednek.

Ami az értékpapír-kereskedést illeti, az európai szabályozás szerint csak olyan értékpapírral lehet kereskedési helyszínen kereskedni, amelyik dematerializált formában létezik, vagyis a kereskedés során egyszerű könyvelési tétellel át lehet vezetni az egyik központi értékpapírszámláról a másikra. A fejlett és fejlődő gazdaságokban az értékpapírok döntő hányadát dematerializált formában bocsátják ki, így részt vehetnek az elektronikus alapon működő értékpapír-kereskedelemben, valamint az ügyletek kiegyenlítése a központi értéktáron keresztül tud megvalósulni.

*Központi értéktárak szerepe a versenyképesség növelésében*

Az egyes gazdasági övezetek versenyképessége több tényező együttes hatásának eredőjeként értelmezhető. Ennek egyik eleme a tőke szabad áramlása, amelyet az Európai Unió egyik alapszabadságaként is szoktak említeni.

Frydman et al. (2015) szerint az Európai Unió nemzetközi gazdasági versenyképességének megőrzése céljából elengedhetetlen, hogy a vállalati szektor finanszírozásában a banki forrásokon kívül az alternatív finanszírozási lehetőségek is, mint például az értékpapír-alapú finanszírozás, nagyobb teret kapjanak a korábbiaknál. Az értékpapír-alapú vállalatfinanszírozás és a tőke szabad mozgásának alapeszméje szorosan összefügg egymással, hiszen ilyen módon nemcsak a hazai, hanem a nemzetközi befektetők is potenciális finanszírozóként jelenhetnek meg.

A 2001-ben megjelent Lámfalussy-jelentés szerint azonban a határon átnyúló értékpapír-tranzakciók költsége akkoriban körülbelül tízszer magasabb volt,<sup>4</sup> mintha ugyanazt az értékpapírügyletet belföldön bonyolították volna le. Ez természetesen erőteljesen befolyásolja a befektetőket a döntéseik meghozatala során. Ezek a körülmények nyilvánvalóan nem voltak ideálisak az Európai Unió versenyképessége szempontjából, így az Európai Bizottság megrendelésére készülő riportban tárták fel a hatékony európai tőkepiac kialakulásának gátló tényezőit. A riportot a munkacsoport vezetője után Giovannini-riportnak nevezték el.

A riport szerint a legnagyobb gátat a széttagolt európai pénzügyi infrastruktúra, pontosabban a kiegyenlítés folyamatának eltérő technikai és eljárási szabályai, az eltérő adózási, illetve az egységes jogi keretrendszer hiányából fakadó bizonytalanságok jelentik. Ezek a gátló tényezők nehezítik az Európai Unión belül az országhatáron átnyúló értékpapír-tranzakciók lebonyolítását, végső soron pedig a tőke szabad áramlása elé állítanak akadályt.

Az értékpapírügyletek kiegyenlítési folyamatában a központi értéktáraknak a fentiek alapján kulcsszerepe van, ezért még 2001-ben több lehetséges megoldási javaslat született. Ezek egyike, hogy a helyi (EU-s) központi értéktárakat teljes mértékben integrálni kellene, míg egy másik elgondolás szerint elegendő, ha a központi értéktárak között bilaterális (kétoldalú) kapcsolatokat alakítanak ki.

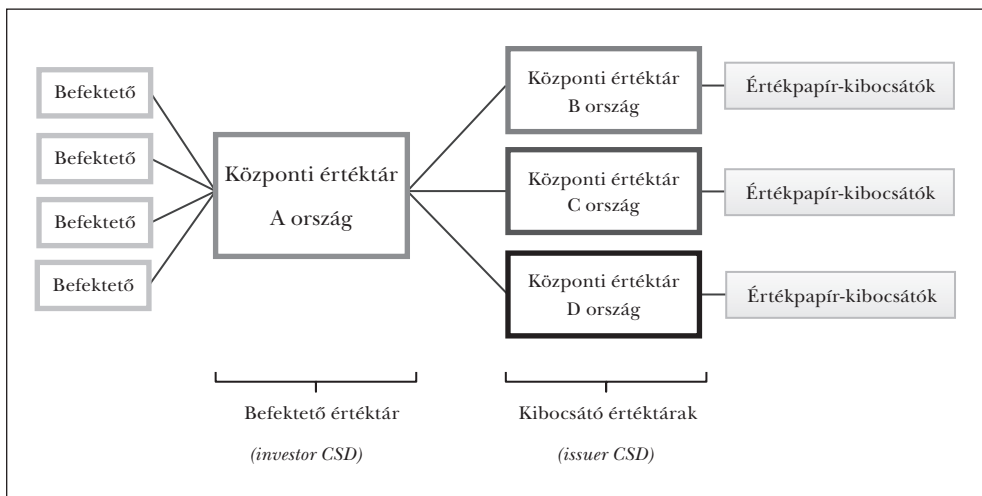
Mindezek az ötletszerűen megjelenő megállapítások végül a TARGET2-Securities (T2S) technikai kiegyenlítést elősegítő platformban öltöttek testet. Ennek lényege, hogy a helyi központi értéktárak közötti kapcsolatokat közszolgáltatás jelleggel, egységes szabványok és szabályok mentén, alacsony költségek mellett üzemelteti. A T2S tehát ebben a tekintetben nem más, mint az európai versenyképesség megteremtésének egyik alappillére, amely működteti a helyi központi értéktárak közötti kapcsolatokat.

Központi értéktári kapcsolatok (linkek)

A központi értéktárak közötti számlakapcsolatot másképpen értéktárak közötti linknek nevezzük. A linkek lényege abban áll, hogy egyik központi értéktár a másiknak (vagy kölcsönösen) letétkezelési szolgáltatást nyújt. Ennek a gyakorlati jelentősége,

hogy így egy befektetőnek elegendő egy központi értéktárral kapcsolatban lennie, amelynek a linkjein keresztül akár több további országban kibocsátott értékpapírt is tarthat anélkül, hogy közvetlenül kapcsolódnia kellene a másik ország értéktárához, vagyis megspórolja a számlafenntartási költségek egy részét (2. ábra). Azért nem a teljes összeget, mert a központi értéktárnak, amelyhez a letétkezelő vagy a befektetési vállalkozás kapcsolódik, fent kell tudnia tartani a kapcsolatot a másik értéktárral, amelynek költségét a központi értéktár továbbra is a befektetőre hárítja valamilyen módon. Viszont ennek a költségnek a mértéke még így is lényegesen alacsonyabb lehet annál, mint amit fizetnie kellene a befektetőnek akkor, ha saját maga tartana fent értékpapírszámlákat a külföldi központi értéktáraknál.

2. ábra: A központi értéktárak közötti linkek jelentőségének sematikus ábrázolása



Forrás: Saját szerkesztés

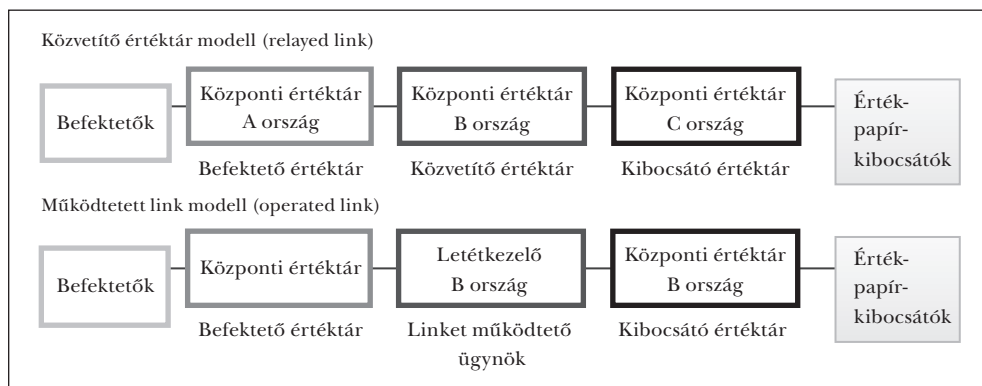
Egy értéktári link lehet egyirányú, illetve kétirányú. Egyirányú link esetében csak az egyik értéktár nyit a másiknál értékpapírszámlát, míg kétirányú link esetében ez kölcsönös. Egyirányú link esetében az a központi értéktár képes a másik értéktárban kibocsátott értékpapírok tartását nyújtani az ügyfelei (befektetők) számára, amelyek a másik központi értéktárnál számlát nyitott. A számlanyitó értéktárat másként befektető értéktárnak,<sup>5</sup> míg a számlavezető értéktárat kibocsátó értéktárnak<sup>6</sup> hívjuk.

Az értéktárak közötti linkek több típusa is kialakult. Közvetlen linknek nevezzük, amikor a két központi értéktár közvetlenül kapcsolódik egymáshoz, ahogy azt például a 2. ábra is mutatja. A közvetett linkek esetében egy vagy több letétkezelő bank, illetve központi értéktár kapcsolódik a láncba (3. ábra).

A központi értéktárak közötti kapcsolat szorossága, illetve testreszabottsága szerint is tipizálhatunk egy linket. Ha csak értékpapírszámla-vezetési szolgáltatást nyújt a kibocsátó értéktár, úgy sztenderd linkről (*standard link*) beszélünk. Ha a központi értéktárak közötti linkszerződésben egyik (vagy mindkét) fél kedvezményeket vagy

speciális<sup>7</sup> szolgáltatást biztosít a másik központi értéktár részére, akkor egyedi linkről (*customized link*) beszélünk. Végül, de nem utolsósorban, ha a linkelt központi értéktárak közösen nyújtanak egy-egy szolgáltatást, akkor interoperabilitásról beszélünk (*interoperability link*).

3. ábra: A közvetett központi értéktári linkek típusai



Forrás: Saját szerkesztés ECSDA, 2012 alapján

#### Linkek kialakítását befolyásoló tényezők

A közgazdaságtani racionalitást alapul véve, az értéktári linkek kialakulását alapesetben a kereslet-kínálat törvénye határozza meg, vagyis a központi értéktári linkek kialakításában lényeges szerep jut a befektetői szándéknak. Más oldalról megközelítve azt is mondhatjuk, hogy azzal az értéktárral érdemes a többi értéktárnak linkeket kialakítani, ahol a jelentős kereslettel bíró értékpapírokat kibocsátják.

Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy ez nem egyirányú folyamat, vagyis nemcsak a kibocsátott értékpapírok határozzák meg, hogy egy értéktárhoz a többi értéktár akar-e csatlakozni, hanem fordítva is igaz. Egy értéktár rövid és középtávon azért is érdekelt lehet egy-egy link fenntartásában, hogy a nála kibocsátott értékpapírok iránti keresletet az alacsonyan tartott tranzakciós költségek révén ösztönözze.

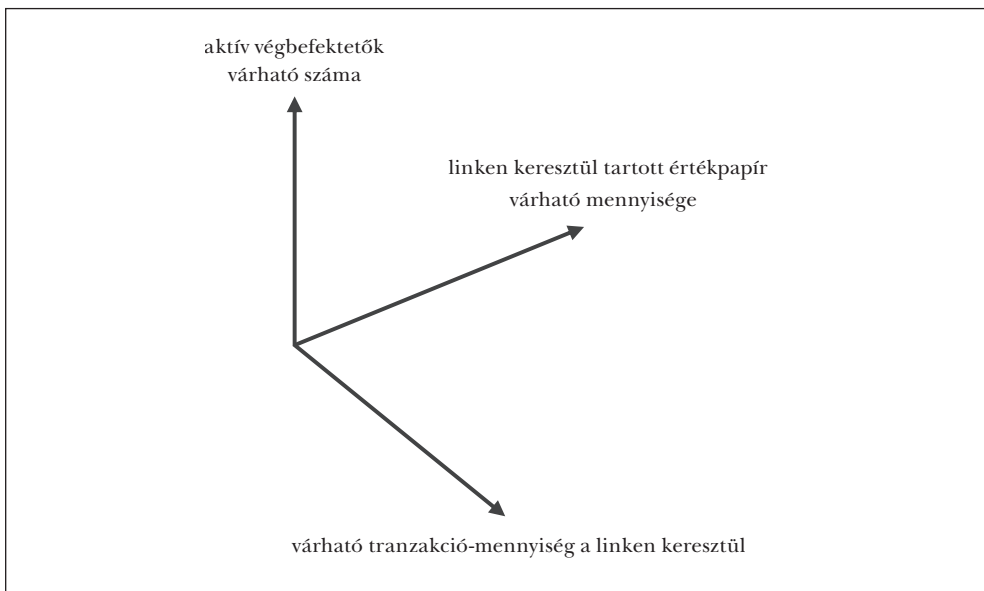
A fentieket alapul véve nézzük meg, hogy milyen szempontokat érdemes figyelembe venni a központi értéktárak közötti linkek kialakításakor a befektető értéktár, illetve a kibocsátó értéktár szemszögéből.

A befektető központi értéktárnak elméletileg egyszerű a dolga: összegyűjti a piaci igényeket, és a megvalósíthatósági (jövedelmezőségi és megtérülési) számok alapján dönt a számlanyitásról a másik értéktárban, így hozzájárulva a keresett értékpapírok költséghatékony eléréséhez és tartásához. A gyakorlatban viszont az esetek többségében a központi értéktáraknak nincs közvetlen kapcsolatuk a végbefektetőkkel, így az információhoz jutás tranzakciós költsége magas. Ebbe beleértendő egyfelől az, hogy a végbefektető és a központi értéktár közötti ügynök preferenciái eltérhetnek, illetve az is, hogy arra vonatkozóan csak becslések állnak majd rendelkezésre, hogy egy-egy

más értéktárban kibocsátott értékpapír (vagy értékpapír-portfólió) iránti kereslet milyen stabil lesz. Utóbbi azért lényeges, mert mind a számlafenntartásnak, mind pedig a tranzakcióknak költsége van. Így például egy nagy összegű, egyszeri tranzakció kedvéért valószínűleg nem éri meg fenntartani hosszabb távon az értéktárak közötti számlakapcsolatot, mivel a link fenntartásának fajlagos költsége esetlegesen magasabb is lehet, mintha ugyanezt közvetett kapcsolaton keresztül valósítaná meg a központi értéktár a végbefektető.

Teljes központi értéktári informáltságot feltételezve, az alábbi háromdimenziós tér alapján érdemes meghozni a linknyitásra vonatkozó döntést (4. ábra).

4. ábra: Az értéktári linkek nyitása előtt mérlegelendő tényezők



Forrás: Saját szerkesztés

Általános szabályként, minél messzebb helyezkedik el egy potenciális link a tengelyek metszéspontjától, annál bizonyosabban éri meg a központi értéktárnak közvetlen linket nyitnia. Ha valamely tényező ezek közül alacsony lenne, úgy dönteni kell arról, hogy a központi értéktár a közvetlen linket kialakítja (vagy továbbra is fenntartja), vagy közvetett formában biztosítja a piac elérhetőségét (vagy esetleg sehogy). Mivel egy negyedik dimenzió, az idő is szerepet játszik a döntéshozatalban, rövid és középtávon még átmeneti veszteség árán is megérheti a linkek fenntartása.

A fentiek alapján ahhoz, hogy egy-egy linknyitás sikeres legyen olyan esetben is, amikor a linkelt központi értéktár világ- vagy Európa-szinten kevésbé ismert értékpapírokat bocsát ki, a befektető központi értéktárnak szorosan együtt kell tudni működni a piaci szereplőkkel, hiszen a végbefektetők felé ők tudnak hatékony módon információkat továbbítani.

Az előzőeken túl a 4. ábra alapján kiválóan lehet kategorizálni és értékelni a központi értéktárak közötti linkeket, amelyek kontrollingcélok is szolgálhatnak a központi értéktáraknál.

A kibocsátó értéktárak szempontjából a közvetlen és közvetett linkek létrehozása alapvető érdek, hiszen ezeken keresztül egyben a nála kibocsátott értékpapírok keresletét is ösztönözni tudja, így ezek tartási és tranzaktálási költségei alacsony szinten állandósulhatnak. A kibocsátó értéktár érdekelt tehát abban, hogy díjszabályzatán keresztül ösztönözze a közvetlen és közvetett linkek kialakítását.

Figyelembe véve, hogy a központi értéktári linkek kialakítása csupán egy tényező a tényleges befektetési láncban, önmagában a központi értéktár csak kis mértékben tudja befolyásolni a határon átnyúló befektetések irányát, illetve volumenét. Erre jó példaként szolgálhat két kisebb, egymástól távol eső európai ország. Az adott ország végbefektetői leginkább a pénzügyi központokban összpontosuló értékpapírok iránt támasztanak keresletet (hiszen azokat ismerik, azokról gondolják úgy, hogy rendelkeznek velük kapcsolatban megfelelő információkkal). A másik ország vállalatairól jelentősen kevesebb információ áll rendelkezésükre,<sup>8</sup> vagy az információ megszerzésének költsége magas.

Ha egy magyar befektető a korlátozott informáltság ellenére a magyar értéktárban például észt értékpapírt akar tartani, vagy azzal tranzaktálni, akkor azt jelenleg csak közvetítőn keresztül teheti meg. Ez addig nem növeli az értékpapír tartásának és tranzaktálásának költségét, amíg a magyar és az észt értéktár a közvetítőn keresztüli linknél nem tud jobb feltételeket biztosítani a végbefektetőnek. A jobb feltétel vagy úgy valósulhat meg, hogy egymás számára ingyenesen vagy nagyon alacsony költségekkel biztosítanak letétkezelési lehetőséget erre a magyar és észt központi értéktárak (ami fenntarthatósági kérdéseket vet fel közép- és hosszú távon), vagy jelentősen javul a magyar és észt piaci szereplők informáltsága egymás piacairól, illetve piaci szereplőiről, ami megteremti a megfelelő befektetési légkört a két ország között, és amely végeredményben a megnövekedett forgalmon keresztül méretgazdaságosságos működést, fenntartható linkeket eredményez.

#### Linkek és a versenyképesség

Európai perspektívából nézve jelenleg a pénzügyi központok jelentős elszívó hatással bírnak, ami egyfelől az elért méretgazdaságosságból, másfelől pedig a befektetők számára elérhető információkból adódik. Ez az elszívó hatás egyben a koncentrációs szint megnövekedéséhez is vezet mind a kereskedési, mind a kereskedés utáni infrastruktúra tekintetében, amely végső soron további méretgazdaságosság-beli előnyt eredményez pénzügyi központokban működők számára. Másképpen úgy is fogalmazhatunk, hogy egyfajta elszívó hatás érvényesül. A kérdés ebben a tekintetben úgy merül fel, hogy ez a koncentráció fenntartható előnyöket biztosít-e az európai versenyképesség szemszögéből.

Az imént említett koncentráció, illetve elszívó hatás jelentős előnyökkel szolgál a pénzügyi központokban értékpapírt kibocsátók számára, mivel az ő értékpapírjaik tartási, illetve tranzaktálási költségei alacsony szinten tudnak stabilizálódni. Az alacsony költségek egyben keresletnövelő hatással is párosulhatnak. Logikusan következhet ebből, hogy a vállalkozásoknak is érdemes inkább a pénzügyi központokban érték-

papírt kibocsátaniuk, amely végső soron az európai piac pénzügyi központokba való koncentrálódását eredményezi. Közgazdasági szempontból az imént kifejtett folyamat során a pénzügyi központokban kibocsátó vállalatok kvázi elszívják az értékpapír-kibocsátásból nyerhető hasznokat azoktól a vállalkozásoktól, amelyek nem a pénzügyi központokban bocsátják ki értékpapírjaikat (a periféria vállalkozásaitól).

Az imént bemutatott folyamat hosszú távon érvényesül, tekintve, hogy rövid távon számos koncentráció ellen ható tényező van. Ilyen többek között az eltérő árszínvonal az egyes országok között. A perifériavállalkozások esetében, az eltérő árszínvonal miatt, a pénzügyi központban történő kibocsátás növelheti a kibocsátás tranzakciós költségét, tekintve, hogy drágábban tud kibocsátani, mint a helyi központi értéktáron keresztül. A perifériavállalat pénzügyi központban történő kibocsátását negatívan befolyásolhatja továbbá az is, hogy az eltérő pénznemben denominált értékpapír növelheti mind a kibocsátó, mind pedig a befektető kockázatát, amelyhez magasabb kockázati felár is párosul, vagyis a kibocsátó tranzakciós költségét növelheti.

A fentiek alapján, összességében, ha elfogadjuk azt az alaptételt, miszerint az európai versenyképesség egyik kulcsa, hogy az értékpapír-alapú vállalati finanszírozás teret nyerjen, akkor amíg az Európai Unió tagországaiban fejlettségbeli különbségek vannak, addig az Európai Unió versenyképessége a pénzügyi központok körül javul, a periféria tekintetében viszont nem javul, hanem éppen ellenkezőleg, romlik az értékpapír-kereskedési és kereskedés utáni infrastruktúra koncentrálódásával.

Az európai versenyképesség növeléséhez ezért nem egyközpontú, csillagsémaszerű közvetlen központi értéktári kapcsolatokra van szükség, sokkal inkább a központi értéktárak közvetlen linkrendszerének megalkotására, hogy a tőke szabad áramlása ne a periféria és a pénzügyi központ közötti mozgásra szűkítve jelenjen meg. Ez önmagában természetesen még nem oldja meg a központ-periféria problémát, de megteremti annak kezelési lehetőségét.

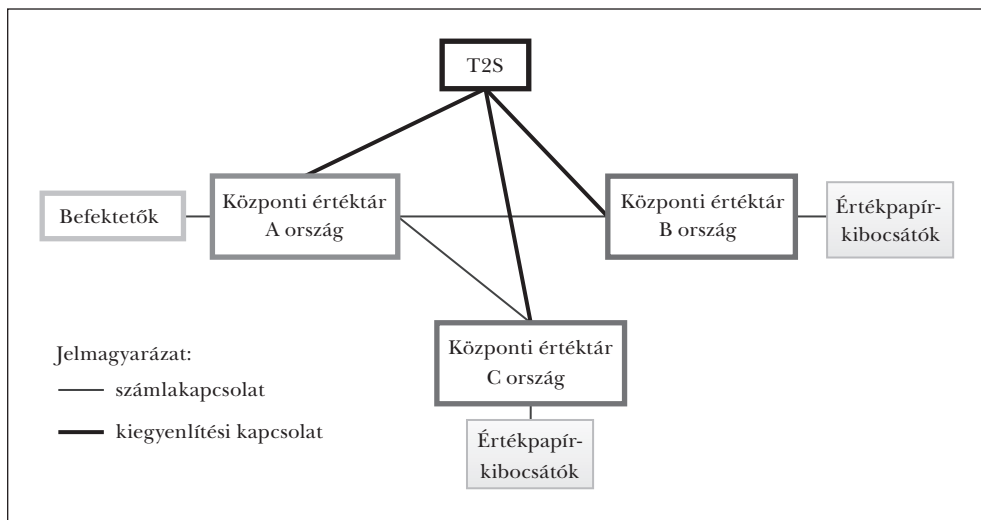
#### T2S és a központi értéktári linkek

A T2S egy, az értékpapír-kereskedést követő számlarendezést (kiegyenlítést) segítő nemzetközi platform. Ez egyfelől azt jelenti, hogy az egyes központi értéktáraknak a továbbiakban is rendelkezniük kell linkekkel ahhoz, hogy lehetséges legyen az értékpapírok központi értéktáron keresztüli birtoklása. Másfelől pedig azt jelenti, hogy a központi értéktáraknak egységesíteni kell folyamataikat, szabályrendszerüket, hogy az egységes T2S-platformon keresztül költséghatékonyan tudják az értékpapírmozgásokat lebonyolítani (5. ábra).

A T2S-platformon keresztül történő, határon átnyúló értékpapírügylet-kiegyenlítés az alábbi – a Giovannini-riportban szereplő – korlátok felszámolását jelenti:

- Nemzeti különbségek az információtechnológia és az interfészek terén;
- Elszámolással és kiegyenlítéssel kapcsolatos nemzeti korlátozások, melyek több rendszer használatát teszik szükségessé;
- Nemzeti szabályok közötti különbségek a társasági események, a végbefektetők és a letétkezelés terén;

5. ábra: Központi értéktárak közötti számlakapcsolatok és az értékpapírügyletek kiegyenlítésének szétválása



Forrás: Saját szerkesztés

- A végleges napközbeni kiegyenlítés hiánya;
- A nemzeti elszámolási és kiegyenlítési rendszerekhez való távoli hozzáférést gátló tényezők;
- Nemzeti különbségek a rendszerek nyitvatartása és a kiegyenlítési határidők tekintetében.

Mindezen korlátok lebontásával tehát egy olyan rendszer létrehozására törekedett az európai közösség, mely egységes informatikai megoldással, egyponthoz való hozzáféréssel és azonos folyamatok, definíciók és napi menetrend mentén nyújt nemzetközi értékpapír-kiegyenlítési szolgáltatást a platformhoz csatlakozó központi értéktárak ügyfelei számára (Balla, 2017).

Végül, de nem utolsósorban meg kell jegyezni, hogy a T2S ugyan hozzájárul a kiegyenlítési folyamat költséghatékonyabbá tételéhez és az európai versenyképesség javításához, de kiteljesedni igazán csak a fentiekben felvázolt linkrendszeren keresztül tud működési logikája alapján.

## A KÖZPONTI ÉRTÉKTÁRAK ÉS A KIEGYENLÍTÉSI KOCKÁZAT

### *Az értékpapír-tranzakciók kiegyenlítési folyamata*

Az értékpapír-kereskedés után az ügyletben részt vevő felek a kereskedésről szóló információt közvetve vagy közvetlenül eljuttatják a központi értéktár részére, ahol megtörténik az értékpapírügyletek kiegyenlítése. A kiegyenlítés alapvetően három módon mehet végbe az alábbiak szerint:

1. Fizetés nélküli, úgynevezett FoP<sup>9</sup> típusú tranzakcióról beszélünk akkor, ha az értékpapírmozgáshoz pénzmozgás közvetlenül nem kapcsolódik.<sup>10</sup> Ez nem azt jelenti, hogy nem történik meg az értékpapír vételárának kifizetése, csupán azt, hogy olyan csatornán keresztül történik, amelyről a központi értéktárnak nincsen tudomása. Ilyen lehet az, amikor két külföldi vállalatcsoport tranzaktál, és az értékpapír vételárát a saját külföldi bankjaikon keresztül intézik. Ami a központi értéktárat illeti, az FoP típusú tranzakciók során akkor tudja elvégezni az értékpapírszámlákon a terhelést, illetve a jóváírást, ha az értékpapír-átadónak esedékességkor megvan rá a fedezete, ugyanakkor azt nem vizsgálja a központi értéktár, hogy a vevőnek megvan-e rá a pénzbeli fedezete.

2. Fizetés szállítás ellenében, azaz DVP<sup>11</sup> típusú ügyletről beszélünk akkor, ha az értékpapírmozgáshoz közvetlenül pénzmozgás is kapcsolódik. Ebben az esetben mind az értékpapíroldali, mind pedig a pénzoldali fedezetnek rendelkezésre kell állnia az eladónál, illetve a vevőnél, mivel az ügylet csak abban az esetben kerül kiegyenlítésre a központi értéktárban.

3. Szállítás szállítás ellenében, azaz DVD<sup>12</sup> típusú ügylet esetében a felek értékpapírt adnak át a másik félnek értékpapír ellenében. Ebben az esetben akkor kerül sor az ügylet kiegyenlítésére, ha esedékességkor mindkét fél rendelkezésére áll a szükséges értékpapír-mennyiség.

Az imént felsorolt tranzakciótípusok közül a DVP típusú a legösszetettebb, mivel értékpapíroldali és pénzoldali fedezetet egyaránt igényel. Ennek okán érdemes ennek az ügylettípusnak az alapján nyomon követni a kiegyenlítési folyamatot.

A legfelsőbb szintű, vagyis a központi értékpapírszámlákat a központi értéktárak definíciója alapján maguk a központi értéktárak vezetik. A pénzszámlavezetés azonban nem alapfeladata egy központi értéktárnak. Vannak olyan központi értéktárak, amelyek rendelkeznek hitelintézeti engedéllyel. Ebben az esetben a pénzszámlát a központi értéktárnál is meg lehet nyitni. Vannak ugyanakkor olyan központi értéktárak, amelyek nem rendelkeznek hitelintézeti engedéllyel, ezek egy bank szolgáltatása-it veszik igénybe erre a célra. Ezeket a bankokat hívjuk kiegyenlítő bankoknak.<sup>13</sup>

Egy DVP típusú ügylet esetében, amely nem T2S-platfommon keresztül kerül kiegyenlítésre, a központi értéktár a hozzá beadott instrukciók alapján ellenőrzi, hogy az értékpapír-eladónak rendelkezésére áll-e a szükséges értékpapír a számláján. Ha igen, akkor azt blokkolja. Ezután megnézi, hogy a nála vagy a kiegyenlítő banknál vezetett pénzszámlán van-e fedezet. Ha igen, akkor végrehajtja a tranzakciót. Ha nem, akkor a beadott instrukció típusától függően sorba állítja (várja, hogy értékpapír- és pénzoldalon meglegyen az ügylet fedezete), vagy törli azt. A T2S-platfommon keresztül kiegyenlítendő tételek esetében az eljárás ugyanaz, azzal a különbséggel, hogy ebben az esetben a központi értéktáron keresztül kell biztosítani az értékpapíroldali, illetve pénzoldali fedezetet.

#### *A központi értéktárak kiegyenlítési folyamata kapcsán jelentkező kockázatok és kezelésük*

A pénzügyi alap-infrastruktúrára, vagyis a fizetési és értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerre vonatkozó kockázatokat a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) és az *Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete* (IOSCO) gyűjtötte össze és publikálta 2012-ben,

24 alapelv formájában. Ebből 20 kapcsolódik a központi értéktárak tevékenységéhez. Ha az értékpapír-kereskedés utáni kiegyenlítési folyamatra koncentrálnunk, akkor ez a kör tovább szűkül. A következőkben a kiegyenlítési folyamathoz kapcsolódó kockázattípusokat, illetve azok kezelését tekintjük át.

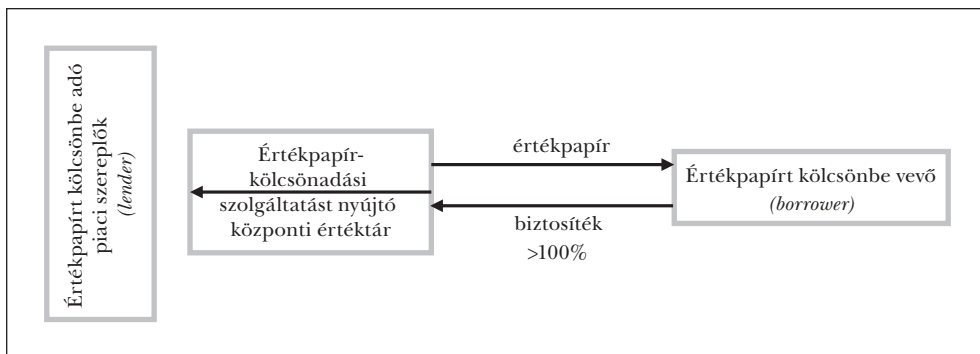
#### Hitelkockázat

Egy központi értéktárnak az alapfeladatához kapcsolódóan, vagyis az értékpapírok kibocsátásának regisztrálásához, illetve a központi értékpapírszámlák vezetéséhez kapcsolódóan nem jelentkezik jelentős hitelkockázata. Amennyiben azonban további szolgáltatásokat kínál, mint például az értékpapír-kölcsönzés, vagy hitelintézeti engedéllyel is rendelkezik, és kiegyenlítési hitelt is nyújt, akkor a hitelkockázata jelentőssé válhat. A hitelintézeti engedély kapcsán megjelenő hitelkockázatot a különböző hitelintézetekre vonatkozó EU-s és nemzeti jogszabályok részleteibe menően szabályozzák, amelynek betartását rendszeresen vizsgálja az adott központi értéktár felügyelete. Terjedelmi okokból csak a speciálisan központi értéktári kiegyenlítési tevékenységhez kapcsolódó kockázatokat részletezzük, a hitelintézeti működésből eredő kockázatokat nem.

Az értékpapír-kölcsönzési tevékenység a központi értéktár szempontjából egyszerre jelent hitelkockázatot, valamint az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer szempontjából kockázatmérséklési eszközt. Ha egy központi értéktár értékpapír-kölcsönzési szolgáltatást nyújt, az gyakorlatilag azt jelenti, hogy a nála lévő – erre a célra használható – értékpapírokat kölcsönadja a piaci szereplőknek díj ellenében. Ha a piaci szereplő azért kéri kölcsön ezt a papírt, mert másként nem tudná teljesíteni szállítási kötelezettségét, akkor az értékpapír-kölcsönzés rendszerkockázat-csökkentési előnye érvényesül, így ugyanis nem történik nemteljesítés,<sup>14</sup> illetve a nemteljesítés elkerülése okán nemteljesítési lánc (fertőzési hatás) sem alakul ki. Az értékpapír-kölcsönzés kapcsán a hitelkockázat ugyanakkor abban testesül meg, hogy fennáll a lehetősége annak, hogy az értékpapírt kölcsönbe vevő nem tudja visszaadni az értékpapírokat azok esedékességekor a kölcsönadónak. Ezt kiküszöbölendő, az értékpapír-kölcsönzés sohasem fedezetlen tevékenység, vagyis az értékpapírért cserébe a kölcsönbe vevő minden esetben biztosítékot ad. A biztosíték értéke az ügylet megkötésekor mindig magasabb, mint a kölcsönbe vett értékpapír értéke (6. ábra).

A biztosítékot, vagyis az ügylet fedezetét az értékpapírt kölcsönbe vevő teljesítheti pénzben (különböző devizákban), valamint értékpapírban is. Ha pénzben teljesíti biztosítékképzési kötelezettségét a kölcsönbe vevő, akkor egy további kockázati elem is megjelenik az ügylet kapcsán, ez pedig annak a kockázata, hogy a pénzt a központi értéktár addicionális jövedelem reményében befekteti, és esetlegesen nem tudja visszafizetni esedékességgkor. Ennek a kockázatát a központi értéktárak befektetési politikájában kell kezelni, ami a gyakorlatban azt jelenti, hogy a központi értéktár csak biztonságosnak tekintett, nagy likviditást biztosító befektetéseket eszközölhet. Értékpapír-fedezet elfogadása esetén fennáll annak a lehetősége, hogy a biztosítékként elfogadott értékpapír értéke csökken, és így a biztosíték szintje esetlegesen százszázalékos

6. ábra: Az értékpapír-kölcsönzés sematikus ábrázolása



Forrás: Bassler et al., 2015

szint alá csökken. Ennek a kockázatát az értékpapírt kölcsönbe adó értéktár úgy kezeli, hogy a biztosítékként elfogadott értékpapírt az aktuális piaci árnál alacsonyabb értéken fogadja csak be (befogadási értéken). A valós és befogadási érték közötti különbséget nevezzük „haircut”-nak, amelynek a mértékét az adott értékpapír piaci árának változékonysága (volatilitása) figyelembevételével határoznak meg. Értékpapír-biztosíték esetén a befogadási értéken számított összértékének kell legalább százszázalékos fedezettséget biztosítania.

Az értékpapír-fedezet mellett nyújtott értékpapír-kölcsönzés kockázatának másik aspektusa, hogy nem minden értékpapír alkalmas arra, hogy fedezetként funkcionáljon. Általában a kis volatilitással rendelkező, nagy forgalmú értékpapírok alkalmasak erre a célra, tekintve, hogy azokat könnyen likviddé lehet tenni viszonylag stabil árfolyamon. Felmerül ugyanakkor az is – elsősorban a kisebb, koncentrált piacokon –, hogy a befogadható értékpapírok körének meghatározásával egy-egy értékpapír forgalmát a központi értéktár akár jelentősen is befolyásolja. Ebben az esetben érdemes lehet a központi értéktárnak konzultációs fórumot működtetni az adott értékpapírok kereskedési helyszíneivel, valamint az adott ország monetáris hatóságával, hogy elkerülhető legyen, a központi értéktár befogadható értékpapírokra vonatkozó döntése alapján, a potenciálisan jelentkező rendszerkockázat-növekedés. A befogadható értékpapírok körének szűkítése ugyanis azon túl, hogy csökkentheti a kikerülő értékpapír forgalmát, növeli a fedezetként elfogadható értékpapírok koncentrációját, vagyis növeli a rendszerkockázatot.

Végül, de nem utolsósorban a hitelkockázat kapcsán is felmerül az idő kérdése. Esetünkben ez egy-egy értékpapír-kölcsönzési tranzakció időtávjában mutatkozik meg. Az időben rejlő kockázat kezelését a fedezetként elfogadott eszközök napi szintű értékelésével kezelik a központi értéktárak, így ha 100 százalék alá csökkenne a fedezeti szint, akkor további biztosítékokat kérhetnek be az értékpapírt kölcsönbe vevőtől.

Ami az értékpapír-kölcsönzési tevékenység minősítését illeti, Novick et al. (2012) szerint a 2008-as pénzügyi válság tapasztalatai arra utalnak, hogy az értékpapír-fedezet mellett nyújtott értékpapír-kölcsönzési tevékenység biztonságosabb a pénzfedezet

mellett nyújtott értékpapír-kölcsönzésnél, ugyanis ezekben az esetekben nem volt szükség szabályozói intervencióra.

#### Az értékpapír-kiegyenlítési folyamat rendszerkockázata

Az értékpapír-kiegyenlítési folyamatban a pénz és értékpapír rendelkezésre állását alapesetben a központi értéktár ügyfeleinek, vagyis a rendszertagoknak kell biztosítaniuk. Annak ellenére, hogy a kiegyenlítési folyamatnál bemutatott ügylettípusok, vagyis a DVP (szállítás fizetés ellenében) és DVD (szállítás szállítás ellenében) ügyletek alapvetően megvédik a központi értéktárat a veszteségektől, egy-egy ilyen ügylet nemteljesítése rendszerszinten további nemteljesítéseket eredményezhet. Ezt megelőzendő, a kiegyenlítési tevékenység kapcsán részben a központi értéktár felelősségi körébe tartozik a nemteljesítésből eredő kiegyenlítési kockázat mérséklése is.

Azokban az esetekben, amikor az értékpapír fizetés ellenében kerül az új tulajdonoshoz (DVP típusú ügylet), az értékpapírt pénzért megvásárló rendszertagnak biztosítania kell azt, hogy az ügylet pénzügyi fedezete (pénzlába) rendelkezésre álljon a kiegyenlítő banknál. Ennek kapcsán érdemes néhány szót ejteni a kiegyenlítő banki tevékenységről, amely két alapmodell mentén fejlődött ki.

Az első és talán legegyszerűbb modell, ha a központi értéktár egyben hitelintézet is. Ebben az esetben a kiegyenlítő bank szerepét is a központi értéktár látja el, így ennek kapcsán a pénzoldali kiegyenlítéssel kapcsolatban csak akkor jelentkezik kiegyenlítési kockázat, ha a rendszerrésztvevőnek nem áll rendelkezésére elegendő pénz a számláján egy-egy tranzakció esedékességekor. Ebben az esetben a központi értéktár hitelintézeti tevékenysége kapcsán nyújthat úgynevezett kiegyenlítési hitelt. Ez a hitelintézeti tevékenységből eredő hitelkockázatot jelent.

A második modell, amelyben a központi értéktár nem hitelintézet, egy vagy több külső hitelintézet van megbízva a pénzszámlák vezetésével (kiegyenlítő bankok). Ebben az esetben a kiegyenlítési kockázat nagyobb, hiszen nem a központi értéktárnál vezetik a rendszerrésztvevők a pénzszámlákat, így nem biztos, hogy a központi értéktár azonnal hozzá tud férni az ügyfelek pénzeszközeihez. A számlavezető működési kockázata ekkor minden aspektusában megjelenik a központi értéktárnál is, így a központi értéktárnak a kiegyenlítő bank kiválasztásakor kell alaposan felmérni az addicionális kockázatokat, illetve folyamatosan nyomon kell tudnia követni azokat. Ennél a modellnél a rendszerrésztvevők addicionális pénzügyi forráshoz jutására a központi értéktárnak limitált ráhatása van, ami további kockázatként jelentkezik. Amennyiben a kiegyenlítő bank szerepét az adott ország jegybankja tölti be, úgy az előzőekkel ellentétben a kiegyenlítő bank kockázata minimálisra csökken. A rendszerkockázati szempontból kiemelt intézménytípusok, mint például a hitelintézetek, a pénzszámlákat alapvetően a jegybankoknál vezetik. Ezáltal a rendelkezésükre álló jegybanki eszközökön keresztül hirtelen fellépő likviditási igényüket könnyebben tudják kezelni. Ez a kiegyenlítési kockázat jelentős mérséklését jelenti, mivel a pénzoldali kiegyenlítés kvázi garantálnak tekinthető azoknál a rendszerrésztvevőknél, akiknek a kiegyenlítő bankja a jegybank. A szakirodalomban ezt hívják jegybankpénzben történő kiegyen-

lítésnek. Amikor a kiegyenlítő bank nem a jegybank (beleértve a hitelintézeti engedéllyel rendelkező központi értéktár is), akkor kereskedelmi banki pénzben történő kiegyenlítésről beszélünk.

A fentiek alapján, ha a pénzüldali kiegyenlítés kockázatossági sorrendjét fel kellene állítani, akkor a legkockázatosabb az, ha a kiegyenlítő bank a központi értéktártól teljesen független hitelintézet. Ennél egy fokkal kockázatmentesebb, ha a kiegyenlítő bank és a központi értéktár egy vállalatcsoport tagja, de egymástól kvázi független. Nagy kockázatsökkenést jelent a kiegyenlítési kockázat szempontjából, ha a központi értéktár hitelintézeti engedéllyel rendelkezik, és ő maga vezeti a pénzszámlákat is. Végül, de nem utolsósorban, kvázi kockázatmentesnek tekinthető, ha a kiegyenlítő bank szerepét a jegybank tölti be – a BIS (2003) megfogalmazása alapján a jegybankpénz eliminálja a pénzláb hitelkockázatát.

Megjegyzendő, hogy a fenti két alapmodell kombinációja is létezik, vagyis van olyan eset is, amikor a kiegyenlítő banki tevékenységet egyszerre látják el különböző kereskedelmi bankok és a központi bank. Ekkor a központi értéktár kockázata arányosan változik a jegybanki és kereskedelmi banki kiegyenlítési volumen arányával.

A Központi Értéktárak Európai Szövetségének (ECSDA, 2016) adatai alapján az Európai Unió országaiban található 30 központi értéktárból öt rendelkezik hitelintézeti engedéllyel (köztük a magyar is), a többi értéktár alapvetően kiegyenlítő banki szolgáltatást vesz igénybe.

#### A központi szerződő fél és a kiegyenlítési kockázat

Az értékpapír-, illetve pénzüldali kiegyenlítés kockázatát az előzőekben megfogalmazottaknál túl az is mérsékli, ha az ügyletek központi szerződő fél közbeiktatásával történnek (lásd *1. ábra*). Ebben az esetben ugyanis a megkötött ügyletek pénz- és értékpapírlábjának rendelkezésre állását a központi szerződő fél a garanciavállalási tevékenységén keresztül biztosítja. A központi szerződő felekre vonatkozó szigorú EU-s<sup>15</sup> és nemzeti előírások, valamint a pénzügyi alap-infrastruktúrákra megfogalmazott nemzetközi ajánlások hivatottak azt biztosítani, hogy a központi szerződő fél mint kockázatintegráló intézmény még a rendkívüli helyzetek esetén is megőrizze működőképességét (fizetőképességét). A szigorú szabályozás okán a központi szerződő feleken keresztül lebonyolított értékpapírügyletek a kiegyenlítési kockázat szempontjából további kockázatkezelési intézkedést nem igényelnek a központi értéktár részéről.

#### Az FoP-ügyletek kiegyenlítésének rendszerkockázata

Azokban az esetekben, amikor két rendszerrésztevő úgy cserél értékpapírt, hogy a fizetést nem a központi értéktáron keresztül intézik, további rendszerkockázat generálódik. Ez a kockázat abból ered, hogy az értékpapír leszállítása, valamint a fizetés időben és térben elválnak egymástól, vagyis a rendszerrésztevőknél hitelkockázat (partnerkockázat) lép fel. A központi értéktár szempontjából az értékpapír-terhelés, illetve -jóváírás közvetlenül nem okoz kockázatot, ugyanakkor a rendszerrésztevők

hitelkockázati kitettségének jelentős felépülése rendszerszinten okozhat negatív hatásokat, amelyek aztán visszahathatnak a központi értéktárra. A központi értéktár a díjszabályzatán keresztül tudja ösztönözni a piaci szereplőket a DVP és DVD típusú tranzakciók felé, amely így csökkentőleg hathat a rendszerkockázatra.

Megjegyzendő, hogy az elszámolás technikája miatt a központi szerződő félen keresztül elszámolt tranzakciók is FoP típusú tranzakcióval kerülnek rendezésre a központi értéktárban. Ez természetesen nem jelent addicionális hitelkockázatot a tranzakciókban részt vevő felek számára, és így egyben a rendszerkockázati szintet sem befolyásolja. Az FoP típusú tranzakciók nagyságrendje így csak akkor mutatja a tényleges rendszerkockázatot, amennyiben a központi szerződő félen keresztül elszámolt tranzakciókat a statisztika nem tartalmazza.

#### A nemteljesítések büntetése

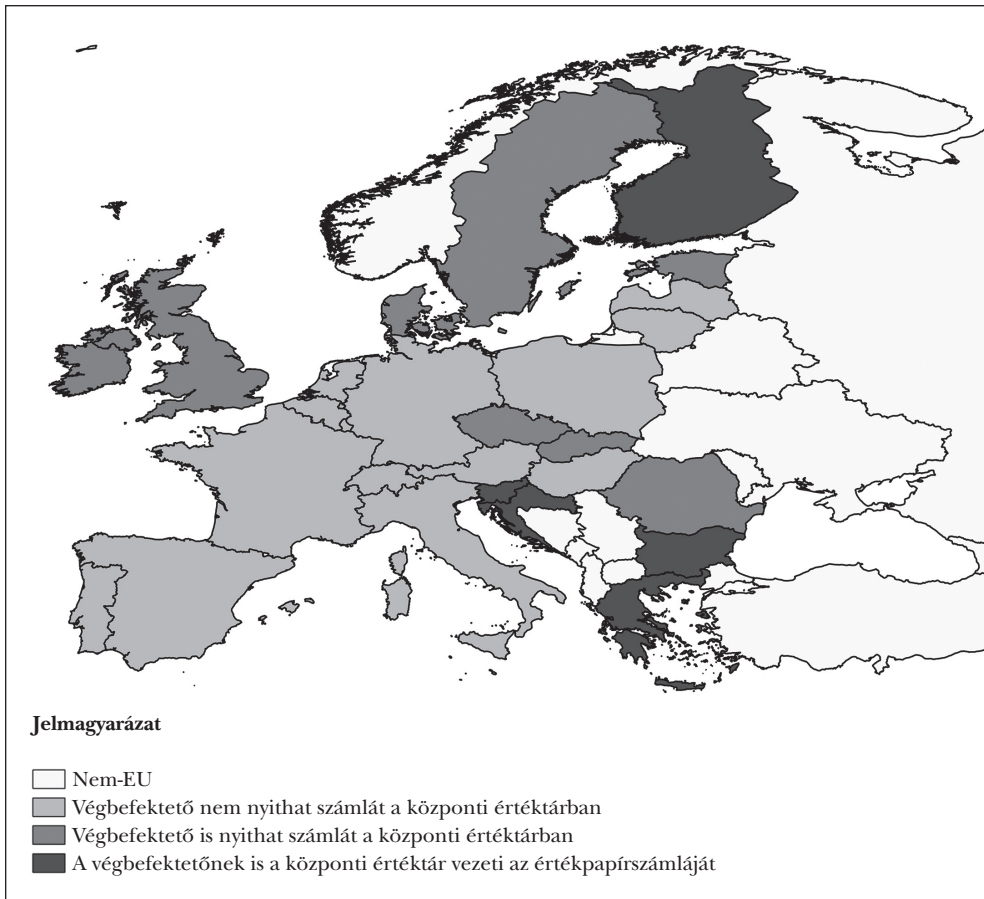
Amennyiben az értékpapír-tranzakcióban részt vevő egyik vagy másik fél nem teljesíti értékpapír-szállítási vagy ellenérték-fizetési kötelezettségét, nemteljesítés következik be. A nemteljesítések kapcsán a központi értéktárnak lehetősége van (illetve az új európai szabályozás, a CSDR és a technikai részletszabályokat tartalmazó sztenderdek bevezetésével kötelező lesz) megbüntetni azokat a rendszerrésztvevőket, amelyek a központi értéktárhoz beadott ügyleteikkel kapcsolatosan nemteljesítésbe esnek. A legtöbb értéktár jelenleg nem alkalmaz büntetési tételt a nemteljesítésekre, azokat nap végén egyszerűen törli. A rendszerrésztvevők eddig nem voltak érdekeltek a hibásan benyújtott ügyletek törlésében, ha az többletköltséggel járt, így logikusan választhatták a nap végi ingyenes törlést. A szabályozás a jövőben mindenképpen növeli fogja a nemteljesítés tranzakciós költségét, ezért a díjszabályzatot is érdemes lesz úgy kialakítani, hogy a piaci szereplők az ügyletek törlését előnyben részesítsék a nemteljesítésekkel szemben. Ami a központi szerződő félen keresztül elszámolt tranzakciókat illeti, a központi szerződő fél szinte az intézménytípus megalakulása óta bünteti az értékpapír-tranzakcióban részt vevő felek nemteljesítését, amellyel természetesen a kiegyenlítés rendszerkockázatának csökkentését célozza.

A kiegyenlítési kockázat megjelenése a rendszerrésztvevőknél, illetve az értékpapír-tulajdonosoknál

Ahogy korábban arról érintőlegesen volt szó, a központi értéktárak két modellje alakult ki az értékpapírszámla-vezetés szempontjából. Az egyik modellben a központi értéktár nem vezet számlát végbefektetők (pl. magánszemélyek) részére, a másik modellben pedig bárki nyithat értékpapírszámlát a központi értéktárban. Az ECSDA (2016) adatai alapján az Európai Unióban jelenleg 14 értéktárnál lehet végbefektetőknek is számlát nyitni (7. ábra).

Az első modellben, vagyis amikor a végbefektetők nem nyithatnak közvetlenül számlát a központi értéktárnál, a kiegyenlítési kockázat nagy része sem a végbefektetőknél jelenik meg. Ebben az esetben ugyanis a végbefektető és a központi értéktár

7. ábra: Végbefektetői számlavezetés az EU-ban



Forrás: Saját szerkesztés ECSDA, 2016 adatok alapján

közötti ügynök (pl. befektetési vállalkozás, bróker stb.) a saját érdekében (elkerülve a reputációja romlását) általában biztosítja azt, hogy a végbefektető nála vezetett számláján megjelenjen a megvásárolt értékpapír. Ezt úgy éri el, hogy a saját számláján tartott értékpapírokból csoportosít át az ügyfele részére. Ezzel gyakorlatilag eliminálja saját reputációs kockázatát (amely egyben rendszerkockázat is), valamint átvállalja a kiegyenlítési kockázatot a végbefektetőtől.

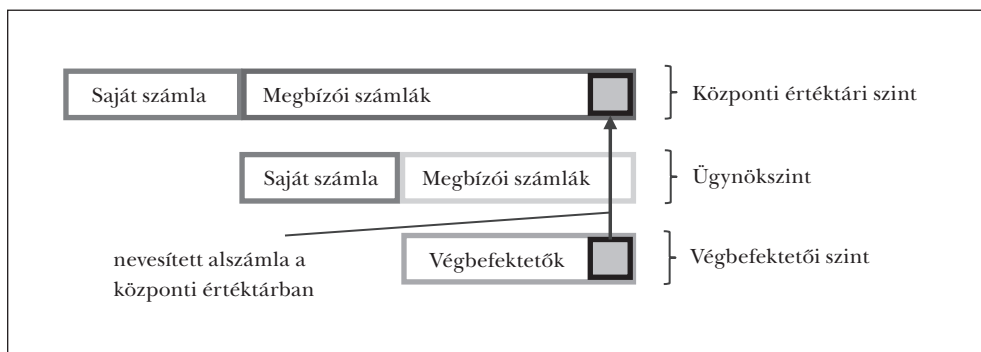
Azoknál az értéktáraknál, ahol a végbefektetők közvetlenül is nyithatnak számlát a központi értéktárakban, ott a kiegyenlítési kockázat is a végbefektetőnél jelenik meg.

Az imént felvázolt két modellben alapvetően két számlatípus jelent meg. Az egyik az úgynevezett saját számla, amelyen a végbefektetők, valamint az ügynöki szerepet betöltő vállalkozások saját értékpapírai jelennek meg. A másik az úgynevezett omnibusz számla, ami gyűjtőszámlaként funkcionál. Egy befektetési vállalkozás esetében

ez azt jelenti, hogy legalább két értékpapírszámlája van a központi értéktárnál: egy saját és egy megbízáói számla. A megbízáói számla jellegét tekintve omnibusz számla. A központi értéktár ebből eredően csak azt tudja, hogy melyik értékpapírból mennyinek kell a rendszerrésztvevő megbízáói számláján lennie, de hogy annak ki a tulajdonosa, azt nem. Ez alapján rendszerkockázatként jelentkezik, ha a központi értéktárnál megbízáói számlán tartott értékpapírok egyenlege nem egyezik meg a végbefektetők számára szolgáltatást nyújtó ügynök számlavezetési rendszerében nyilvántartott adatokkal. Ezt a kockázatot a központi értéktár napi legalább egyszeri rekonziliációval (számlaegyenleg-egyeztetés) tudja mérsékelni, ugyanakkor ez nem zárja ki annak a kockázatát, hogy egy befektetési vállalkozás párhuzamos könyvelést vezessen. Ebben az esetben mindig a központi értéktár nyilvántartása minősül hitelesnek.

A számlatípusok speciális esete, amikor ugyan a végbefektető – például egy magánszemély – nem nyithat számlát a központi értéktárban, de megvan rá a lehetősége, hogy az ügynökén (például egy befektetési vállalkozáson) keresztül nevesített alszámlát igényeljen. Ebben az esetben a központi értéktárban a végbefektető értékpapírjai az ügynök nevesített alszámláján fognak megjelenni, vagyis a végbefektető értékpapírjait a központi értéktárban is elkülönítetten tartják nyilván (8. ábra). Ebben az esetben csökken a végbefektető kiegyenlítési kockázata, valamint az ügynök számlavezetési rendszerének hiányosságaiból és hibáiból eredő kockázat is alacsony szinten marad. A központi értéktár a díjszabályzatával tudja ösztönözni a nevesített alszámlák alkalmazásának elterjedését.

8. ábra: Értékpapírszámla-típusok résztvevői szintenként



Megjegyzés: Ahol lehetőség van a végbefektetőknek is számlát vezetni a központi értéktárnál, ott értelemszerűen az ügynökszint kimarad, és a megbízáói számlák egyben nevesített számlának minősülnek.

Forrás: Saját szerkesztés

A kiegyenlítési kockázat kezelése

A fentiekben ismertetett kiegyenlítési kockázatokat lehetséges, illetve már jelenleg is alkalmazott kezelési módjait az 1. táblázat tartalmazza.

1. táblázat: A központi értéktárak kiegyenlítési kockázata és kezelése

Kiegyenlítési kockázat forrása	Kiegyenlítési kockázat kezelési módja
Hitelintézeti tevékenységre való jogosultság	A hitelintézetekre vonatkozó szigorú EU-s és nemzeti szabályozások, amelyek betartását az adott központi értéktár felügyelete rendszeresen ellenőrzi.
Értékpapír-kölcsönzésből eredő hitelkockázat	Befektetési politika – csak biztonságos és nagy likviditást biztosító befektetések Fedezetkezelés – befogadási érték meghatározása és folyamatos kitétségmentő monitoring Befogadható értékpapírok körének meghatározása
Értékpapírügylet-kockázat	DVP és DVD típusú ügyletek ösztönzése a díjszabályzaton keresztül (az FoP típusú ügyletekkel szemben)
Pénzoldali kiegyenlítés kockázata	Jegybankpénzben történő kiegyenlítés ösztönzése Kiegyenlítő bank körültekintő kiválasztása és folyamatos monitorozása
Nemteljesítés	Nemteljesítések büntetése Ügyletek rendezésének ösztönzése a díjszabályzaton keresztül a nemteljesítésekkel szemben
Központi és ügynöki értékpapírszámlák egyezősége	Napi legalább egyszeri rekonziliáció Nevesített alszámlák a központi értéktárban

Forrás: Saját szerkesztés

### A kiegyenlítési kockázat megjelenése a T2S-ben

Az első dolog, ami ugyan nem tartozik a kockázatok közé, de nagyon fontos hangsúlyozni, az, hogy a T2S-ben történő kiegyenlítési folyamathoz az értéktárnak rendelkeznie kell linkekkel (értékpapírszámla-kapcsolat más központi értéktárakkal), vagyis ez egyfajta alapfeltétele a T2S-platfornon való részvételnek. A tanulmány írásakor az egyes értéktárak közötti kialakított linkeket a 9. ábra szemlélteti. Fontos megjegyezni, hogy az ábra minden linket feltüntet, függetlenül attól, hogy az milyen irányú, illetve hogy közvetlen vagy közvetett linknek minősül.

Figyelembe véve, hogy a T2S egy értékpapír-tranzakciók kiegyenlítését segítő és koordináló platform, amely alapvetően az európai központi értéktáraknál kibocsátott értékpapírok kereskedelmének előmozdítására jött létre, a T2S-ben megjelenik minden kockázattípus, amely érinti a helyi központi értéktárakat is. A különbség az, hogy a T2S-sel szerződéses kapcsolatban a központi értéktárak állnak, így az értékpapíroldali fedezetet is a központi értéktáron keresztül kell rendelkezésre bocsátani. Ez azt jelenti szemantikusan ábrázolva a 8. ábra alapján, hogy a központi értéktári szint felett egy T2S szint is elhelyezkedik, ahol a központi értéktár saját, megbízói, illetve nevesített alszámlái találhatóak.

Ami a kiegyenlítés módszerét illeti, a T2S-en keresztül is csak DVP, FoP és DVD értékpapírügyletek végrehajtására van mód.<sup>16</sup> Az értékpapír-kölcsönzés tekintetében

9. ábra: Értéktárak között kialakított linkek



Forrás: Saját szerkesztés ECSDA, 2016b adatok alapján

elmondhatjuk, hogy a T2S erre nem ad lehetőséget, az továbbra is megmaradt a helyi központi értéktárak szintjén. Az értékpapír-tranzakció pénzlábjának kiegyenlítési kockázatát úgy minimalizálták, hogy a T2S-ben részt vevő központi értéktárak csak és kizárólag jegybankpénzben teljesíthetnek, vagyis a központi értéktáraknak valamely jegybankon vagy annak ügynökén keresztül kell intéznie a pénzláb rendelkezésre állását, amelyet a T2S ellenőriz a kiegyenlítési folyamat során. Fontos megjegyezni, hogy jelenleg a T2S-ben csak az euróban kiegyenlítésre kerülő értékpapír-tranzakciók szerepelnek,<sup>17</sup> így a központi értéktáraknak olyan jegybankon keresztül kell számlát vezetniük, amelyek képesek euróban biztosítani a felmerülő likviditási igényeket (jellemzően az eurózóna jegybankjai).

## ÖSSZEFOGLALÁS

A kereskedés utáni infrastruktúra, pontosabban a központi értéktárak kiemelkedő szerepet játszanak az értékpapírok kibocsátása és kereskedése kapcsán jelentkező rendszerkockázat mérséklésében, valamint az európai versenyképesség növelésében. Ezért jelen cikk a kettőt együtt, egymással párhuzamba állítva mutatta be.

A központi értéktári tevékenység, valamint az értékpapírokkal történő tranzaktálás (beleértve a kibocsátási folyamatokat is) kockázatokkal jár. A központi értéktárnál a

kiegyenlítési folyamat során jelentkező kockázatok bírnak kiemelkedő jelentőséggel, hiszen az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerben betöltött szerepüknel fogva egy-egy kockázati esemény nemcsak az ügyletben részt vevő feleket érinti, hanem fennáll a lehetősége nemteljesítési láncok kialakulásának, amely végső soron rendszerkockázatot eredményez.

Az értékpapírügyletek kiegyenlítési folyamata során jelentkező kockázatok többfélék, így kezelésük is eltérő módon valósulhat, illetve valósul meg. A központi értéktárak által végzett hitelintézeti tevékenységből eredő kockázatokat a hitelintézetekre vonatkozó nemzetközi szabályok kezelik. Az értékpapírkölcsönzésből eredő kockázatokat a központi értéktárak befektetési politikáján, fedezetkezelésén, illetve a befo gadható értékpapírok körének meghatározásával tudja kezelni. Az értékpapírügyletek kockázatát DVP és DVD típusú ügyletek kötésének díjszabályzaton keresztül történő ösztönzésével tudja elérni. Az értékpapírügyletek pénzoldali kiegyenlítésének kockázatát a jegybankpénzben történő kiegyenlítés csökkenti leginkább – amennyiben erre nincs mód, a kiegyenlítő bankok körültekintő kiválasztása csökkenti a kiegyenlítési kockázatot. Az értékpapír-tranzakciók nemteljesítése kapcsán alkalmazható büntetések a nemteljesítési láncok kialakulásának kockázatát csökkentik. Végül, de nem utolsósorban, az értékpapír-állományok legalább napi egyszeri egyeztetése a letétkezelőkkel, illetve a központi értéktár szintjén vezetett nevesített alszámlák az ügyfelek eszközeinek védelmét erősítik.

A fentiekben bemutatott kockázatok, valamint kezelési módjuk organikus módon fejlődött, így az alkalmazott kockázatkezelési eljárások előreláthatóan még sokáig be tudják tölteni a nekik szánt szerepet.

A versenyképesség szempontjából két fontos fejlemény említhető. Egyfelől az, hogy 2015 második felében elindult a T2S-platform, amelyen keresztül a csatlakozó európai központi értéktárak költséghatékony módon tudják lebonyolítani a határon átnyúló értékpapír-tranzakcióikat, vagyis magát a kiegyenlítési folyamatot. Ez a költséghatékonyság, illetve a központi értéktári szabályok és eljárások harmonizációja gyakorlatilag a hatékony európai értékpapírpiac megteremtésének jelentős mérföldköveként könyvelhető el.

Figyelembe kell venni ugyanakkor azt is, hogy az európai alapszabadságként emlegetett tőke szabad áramlásának továbbra is gátjaként szolgál, hogy az európai végbefektetők a saját központi értéktárukon keresztül csak közvetve (vagyis pluszköltségek árán) érik el a legtöbb esetben a másik országban kibocsátott értékpapírt. A tőke szabad áramlását ezért jobban segítené egy olyan komplex, központi értéktárak közötti linkhálózat kialakítása, amelyen keresztül biztosítható a közvetlen és költséghatékony tőkeáramlás. Ez abból a szempontból is fontos tényező, hogy a T2S-ben rejtlő lehetőségeket ekkor lehet a legnagyobb hatékonysággal kihasználni. Jelenleg a linkek kialakítása üzleti szempontokat mérlegelve történik, ami a linkhálózat kialakulását lassítja. Másként megfogalmazva, az európai versenyképesség növeléséhez a közös elszámolási platform csak az első lépés, amelyet a központi értéktárak közötti linkek jelenleginél összetettebb hálózatának kell követnie.

## JEGYZETEK

- <sup>1</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 909/2014/EU rendelete 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.
- <sup>2</sup> Angolul *settlement*. A gyakorlatban sok esetben tévesen keveredik a fogalom az elszámolás (*clearing*) definíciójával.
- <sup>3</sup> Az ISIN-kód az értékpapír-sorozatok azonosítására szolgáló egyedi azonosító, angolul: *International Securities Identification Number*.
- <sup>4</sup> Francia–német viszonylatban.
- <sup>5</sup> *Investor CSD*.
- <sup>6</sup> *Issuer CSD*.
- <sup>7</sup> Más rendszerrésztvevő számára nem biztosított.
- <sup>8</sup> Extrém esetben az információtartalom torzított módon jelentkezik.
- <sup>9</sup> Az angol elnevezés rövidítése: *Free of Payment (FoP)*.
- <sup>10</sup> Lehetséges, hogy más csatornán keresztül megtörtént az értékpapírügylet pénzlábanak a kiegyenlítése is (pl. magyar papírok átadása két külföldi anyavállalattal rendelkező piaci szereplő között úgy, hogy a pénzmozgás a külföldi számlákon jelenik meg).
- <sup>11</sup> Az angol elnevezés rövidítése: *Delivery Versus Payment (DVP)*.
- <sup>12</sup> Az angol elnevezés rövidítése: *Delivery Versus Delivery (DVD)*.
- <sup>13</sup> Az angol szakirodalomban a *settlement bank* kifejezést használják rá.
- <sup>14</sup> Nemteljesítésnek nevezzük, amikor az értékpapír-tranzakcióban érintett fél valamelyike nem teljesíti kötelezettségét, vagyis nem szállítja a szükséges értékpapírt vagy az értékpapír ellenértékét.
- <sup>15</sup> Például az EMIR: Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról.
- <sup>16</sup> A T2S-ben lehetséges a központi értéktárak pénzszámlái közötti átvezetés is.
- <sup>17</sup> Később a kiegyenlítési devizák köre bővíülhet.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- Balla Gergely Patrik (2017): A TARGET2-Securities működése és a hazai értékpapírpiacra gyakorolt hatása. *MNB-tanulmányok 128.*, Magyar Nemzeti Bank, [www.mnb.hu/letoltes/mnb-tanulmany-hun-128-0322.pdf](http://www.mnb.hu/letoltes/mnb-tanulmany-hun-128-0322.pdf).
- BIS (2003): *The Role of Central Bank Money in Payment Systems. CPSS Report*, August, [www.bis.org/cpmi/publ/d55.pdf](http://www.bis.org/cpmi/publ/d55.pdf).
- BIS-IOSCO (2012): *Principles for Financial Market Infrastructures. CPSS Report*, April, [www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf](http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf).
- Bassler, Peter – Oliver, Ed (2015): *Securities Lending Best Practices. A Guidance Paper for Institutional Investors*. Securities Finance Trust Company, [www.eseclearing.com/wp-content/themes/klasik-child/pdfs/eSecLending\\_Securities\\_Lending\\_Best\\_Practices.pdf](http://www.eseclearing.com/wp-content/themes/klasik-child/pdfs/eSecLending_Securities_Lending_Best_Practices.pdf).
- ECSDA (2012): *Typology of CSD links*. European Central Securities Depositories Association, 7 November, [https://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2014/07/2012\\_11\\_07\\_Typology\\_CSD\\_links.pdf](https://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2014/07/2012_11_07_Typology_CSD_links.pdf).
- ECSDA (2016a): *CSD Factbook*. European Central Securities Depositories Association, [http://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2015\\_CSD\\_Factbook.pdf](http://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2015_CSD_Factbook.pdf).
- ECSDA (2016b): *Overview of CSD Links in Europe*. European Central Securities Depositories Association, 29 July, [http://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2016\\_07\\_29\\_CSD\\_Links\\_Overview.pdf](http://ecdsa.eu/wp-content/uploads/2016_07_29_CSD_Links_Overview.pdf).
- Frydman, Roman – Khan, Omar – Rapaczynski, Andrzej (2015): *Entrepreneurship in Europe and the United States: Security, Finance, and Accountability*. Columbia University, [http://capitalism.columbia.edu/files/ccs/workingpage/2015/ccswp9\\_frydmankhanrapaczynski.pdf](http://capitalism.columbia.edu/files/ccs/workingpage/2015/ccswp9_frydmankhanrapaczynski.pdf).

- The Giovannini Group (2001): *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*. European Commission, Brussels, November, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf).
- Kazarian, Elias (2006): Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues. *IMF Working Paper*, 06/241, <https://doi.org/10.5089/9781451865011.001>.
- Lamfalussy, Alexandre (2001): *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*. EC, Brussels, 15 February, [http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index_en.htm).
- Lentner Csaba (2006): A magyar nemzetgazdaság versenyképességi tényezőinek alakulása az új konvergenciaprogram tükrében. In: „*Globális és hazai problémák tegnaptól holnapig*.” VI. Magyar Jövőkutatói Konferencia. Konferenciakötet, Arisztotelész Stúdió Bt., Budapest, 68–75., <http://vmek.niif.hu/04600/04602/04602.pdf>.
- Novick, Barbara – Medero, Joanne – Hoerner, Rich – Mendelson, Simon (2012): *Securities Lending: Balancing Risks and Rewards*. BlackRock, May, [www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/balancing-risks-and-rewards-may-2012.pdf](http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/balancing-risks-and-rewards-may-2012.pdf).
- Olasz Henrietta – Kóczán Gergely (2010): Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon. *MNB-tanulmányok* 86., [www.mnb.hu/letoltes/mt-86.pdf](http://www.mnb.hu/letoltes/mt-86.pdf).
- Szalai Ádám – Kolozsi Pál Péter (2016): Mit kell tennünk egy versenyképesebb magyar gazdaságért? *Polgári Szemle*, 12. évf., 4–6 sz., 183–195.
- The World Bank (2009): *Financial Infrastructure. Building Access Through Transparent and Stable Financial Systems*. The World Bank, <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/282044-1252596846652/FinancialInfrastructureReport.pdf>.