

Hírlevél – 2019. január

**A referenciakamat rendszer reformja**

A Brexit mellett egy másik – ugyancsak Angliából induló – forgathatja fel a pénzügyi piacokat és lehet alapvető hatása a teljes gazdaságra nézve. 2018. szeptemberben az angol pénzügyi felügyeletet ellátó hatóságok (Prudential Regulation Authority, illetve Financial Conduct Authority) vezetősége levélben hívta fel a nagybankok vezetőinek figyelmét a referencia kamat rendszer reformját megvalósító erőfeszítések fontosságára. A levél célja, hogy a bankok igazgatóságai komolyan foglalkozzanak az átállás miatt jelentkező kockázatok kezelésével, és megtegyék a kellő intézkedéseket a problémamentes átállás megvalósítása érdekében. Az intézkedési terveket 2018. decemberig kellett elküldeni a felügyelő hatóságok részére.

Ez a hatósági intézkedés várhatóan lendületet ad a reform folyamatnak, amelynek határideje még távolinak tűnik (2021), azonban a hatékony és eredményes átállás érdekében érdemes a cégeknek mielőbb elkezdni a témával való ismerkedést és a felkészülés elindítását.

Ezen hírlevelünkben összegyűjtöttük a legfontosabb információkat a témával kapcsolatban, amelyek segítséget nyújthatnak a kezdő lépések megtételéhez.

#### *A korábbi referenciakamat rendszer*

A nemzetközi piacok szereplőinek lényegesen több kockázattal kell szembenéznük, mint a tranzakcióikat országhatáron belül lebonyolító pénzügyi intézményeknek. A többlet kockázatok nagy része abból fakad, hogy a tranzakciók résztvevőinek bevételei és költségei eltérő pénznemben merülnek fel, amelynek mérséklésére jellemzően egy stabil valutát választanak tranzakcióik elszámolásához. Ahhoz pedig, hogy a bankok képesek legyenek finanszírozni ezeket a tranzakciókat, bankközi kölcsönt vettek és vesznek fel ezen devizákban, melyek gyakran eltérnek a bank székhelyén érvényes lokális pénznemtől.

A bankok egymás közötti hitelügyleteiket úgynevezett bankközi kamatlábak (IBOR), azaz Interbank Offered Rate alkalmazásával számolták el. Ezek

a kamatlábak idővel nagyon sok egyéb ügyletben, tranzakcióban is meghatározó referencia értékeké váltak. A legismertebb ilyen referenciakamat a LIBOR (London Interbank Offered Rate) és az EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate). A világgazdaságban jelenleg több mint 400 ezer milliárd dollár – ami a világ GDP-jének többszöröse – értékű szerződést kötnek a LIBOR-hoz, amelyek között megtalálhatóak lakossági és vállalati hitelek, derivatív ügyletek (pl. swapok) és egyéb vállalatok közötti tranzakciók. A pénzügyi piacokon a változó kamatozású ügyletek esetében ezek a kamatmértékek olyan referenciaértékké váltak, amelyek egyfajta mindenkor „kockázatmentes” kamatlábként funkcionálnak, amelyen felül a hitelfelvevő hitelkockázata határozza meg a kockázati felárat, s e kettő összegéből adódik a teljes kamat mértéke. Az IBOR-ok így a pénzügyi tranzakciók valós

értékének kiszámításakor, és sok esetben belső vállalati elszámoló árak meghatározásakor is alapvető referencia értékeké váltak. Az IBOR-ok ilyen jellegű és mértékű alkalmazása azonban már messze túlmutat az eredetileg szándékolt szerepükön. Az IBOR-okon alapuló referenciakamat rendszert továbbá a válságot követően számos egyéb kritika is érte, melyek erősítették a szabályozói elköteleződést új referencia kamatok bevezetése iránt. A kritikák közül az alábbiakban hármat emelünk ki:

Először is a válság a pénzpiacokon jelentős változásokat okozott, és az IBOR-okon alapuló rendszer nem volt képes lépést tartani a megváltozott körülményekkel. A válság alatt a nemzetközi bankközi piacokon, így az IBOR-okhoz kötött ügyletek esetében is jelentősen csökkent a kereskedés volumene, mivel a bizalom drasztikus mértékben csökkent a piaci szereplők között.

Másrészt, a központi bankok a nemzeti piacokon adtak szabályozói keretet az állampapír-piacoknak. Ebből természetes módon következett, hogy a kockázatmentes kamatlábak is a hazai piacokon alakultak ki. A LIBOR pedig valójában nem kockázatmentes kamatláb, hanem a kockázatmentes hozam és a banki kockázatból eredő spread összegének a helyettesítője (proxy).

Harmadrészt, mivel a bankok közötti fedezet nélküli hitelezés a válság óta nem jellemző és az IBOR-ok meghatározásának alapját jellemzően bankközi fedezetlen hitelek adják, az IBOR alapú ügyletek volumene bizonyos devizákban és lejáratokban nagyon lecsökkent. A valós tranzakciókat a panel bankok „szakértői becslésével” helyettesítették annak érdekében, hogy a LIBOR reprezentatív maradjon a pénzpiacra vonatkozóan. A becslésen alapuló rendszer pedig hordozza a szándékos manipuláció kockázatát, és ez sajnos be is következett. A leghíresebb példa a 2012-ben kirobbant LIBOR manipulációs botrány, amely során kiderült, hogy több nagybank úgy határozta meg az általa becsült kamatlábat, hogy abból többlet nyereség származzon a számára. Végül is a botrányosorozat egyértelművé tette a pénzpiacokat felügyelő hatóságok és a piaci szereplők számára is, hogy a referencia kamatlábak megállapításának mechanizmusán mélyreható reformokat szükséges végrehajtani.

### *Új referencia kamatlábak (RFR-ek)*

A szabályozó hatóságok először a régi referencia kamatok rendszerének megreformálásával próbálkoztak (ezt hívják IBOR+ rendszernek), de az ügyletkötések volumene ezután sem növekedett számottevően, ezért új referencia kamatok bevezetése mellett döntöttek, ezek az ún. Alternative Reference Rate-ek (ARR).

A folyamat már régebben elindult és 2017 nyarán gyorsult fel, amikor munkacsoportok alakultak az Egyesült Államokban, Európában, az Egyesült Királyságban, Svájcban és Japánban

is. A megreformált rendszer a munkacsoportok szándékai szerint új *kockázatmentes kamatlábakra, ún. Risk Free Rate-ekre (RFR)*, illetve, kapcsolódó mechanizmusokra épül. A legnagyobb piaci szereplők és szabályozó hatóságok a munkacsoportok keretében megvalósuló koordináció során már formálódó konkrét javaslatokkal is előálltak az új referencia kamatokra vonatkozóan: ezek a SOFR, SONIA, ESTER, TONA, és a SARON, amelyek overnight kamatlábakon alapuló benchmarkok, az értéküket valós tranzakciók alapján határozzák meg.

A SONIA (Sterling Overnight Index Average) 1997 óta létezik, 2016-ban a Bank of England lett az adminisztrátora, és 2018 áprilisában egy reformcsomag után alakult ki a jelenlegi kalkulációs mechanizmusa. Az értékét fedezetlen overnight ügyletek alapján kalkulálják. A SONIA már egy jelenleg is használt benchmark, ezt használják referenciaként az angol fontban kötött overnight index swapokhoz.

A SOFR (Secured Overnight Financing Rate) overnight tranzakció alapú, USA államkötvény repo ügyletekre épül. Közzétételét 2018 áprilisában kezdték meg. A SONIA-val szemben a SOFR egy teljesen új benchmark, ennek megfelelően a derivatív piacon még nem igazán jelentek meg ezen alapuló termékek, de kötvénypiacon már használják, például a Fannie Mae jelzálog hitelező kibocsátott ki nemrég SOFR alapú kötvényeket.

A japán munkacsoport a TONA-t (Tokyo Overnight Average Rate) találta a legmegfelelőbbnek a yen alternatív RFR szerepének betöltésére, míg Svájcban a SARON (Swiss Average Rate Overnight) alkalmazását javasolják, amely 6 elektronikus repo kereskedési platform adatai alapján kalkulálódik.

Az Európai Központi Bank (ECB) Kormányzótanácsa az ESTER (Euro Short-Term Rate) referenciakamat alkalmazását támogatja, amelyet az eurozóna bankjai által beküldött, a fedezetlen overnight ügyletekre vonatkozó statisztikai adatszolgáltatások alapján kalkulálnak. A tervek szerint az ECB 2019 októberétől kezdi majd publikálni az ESTER-t.

### *Az új referencia kamatok alkalmazásának elterjedése*

A szabályozó hatóságok célja, hogy a régi referencia kamatok alkalmazása fokozatosan megszűnjön, és egyre szélesebb körben használják a piaci szereplők az új referencia kamatokot a pénzpiaci termékek árazásánál. Ehhez azonban szükséges, hogy megfelelő mértékű olyan likviditás álljon rendelkezésre a piacon, amely az adott referencia kamathoz van árazva. A likviditás növelése érdekében állami és nemzetközi pénzügyi intézmények (Fannie Mae, World Bank) folyamatosan bocsátanak ki ilyen adósság instrumentumokat.

Az RFR kamatok elterjedésének következő lépéseként elérendő cél, hogy további lejáratokra (1 havi, 3 havi, 6 havi, 12 havi) is kialakuljanak likvid piacok. Ennek érdekében szükséges olyan

platformokat kialakítani, ahol futures ügyleteket köthetnek a piaci szereplők az adott lejáratokra.

A likviditás növelését a szabályozó hatóságok igyekeznek aktív kommunikációval is elősegíteni, mégis az új benchmarkok elterjedése nagyrészt a piaci szereplők aktivitásán múlik, és ilyen módon nehezen előre jelezhető, hogy milyen ütemben terjed el az új benchmarkok alkalmazása.

Az RFR-ek bemutatásánál láthattuk, hogy ez a folyamat a különböző területeken (USA, EU, Svájc, Japán) eltérő fázisban van, ami tovább növeli az átállási folyamat komplexitását.

Az átállás menetét alapvetően befolyásolja a londoni piacot felügyelő hatóság, a Financial Conduct Authority döntése, amely szerint 2021 végén megszünteti a bankok számára előírt adatszolgáltatási kötelezettséget, amely alapján a LIBOR-t publikálják. Ezt követően nem garantálható, hogy a LIBOR az egész piacot lefedő benchmark marad, ezért a piaci szereplők arra számítanak, hogy 2021 után a LIBOR-t nem lehet felhasználni az árazásnál.

A LIBOR-t azonban hosszú távú szerződések árazására is használják, tehát 2021 után is biztosan lesznek LIBOR-hoz árazott élő ügyletek. A vonatkozó szerződések túlnyomó része nem tartalmaz olyan klauzult, amely rendelkezne arról, hogyan kell a kamatot meghatározni a LIBOR megszűnése esetén, vagy legalább iránymutatást adna a kamat újratárgyalására vonatkozóan, ami jelentős jogi kockázatot generál a piaci szereplők számára.

## Kihívások az átállással kapcsolatban

Az új referencia kamatokra való átállás során számos problémát kell megoldani az átállásban érintett piaci szereplőknek és szabályozó hatóságoknak. Az *alapvető kihívás* az, hogy olyan új referencia kamatok bevezetése valósuljon meg, ami választ ad, illetve kiküszöböli a meglévő rendszerrel kapcsolatos hiányosságokat és kritikákat, biztosítva az általános elfogadottságot, az elegendő likviditást, a megerősített kontrollokat, a megfelelő kockázati jellemzőket. Ezen alapvető kihíváson túl azonban további nagyon összetett körülmények és problémák nehezítik a folyamatot, amelyek közül most a lentieket emeljük ki:

Az egyik legfontosabb ilyen kihívás a korábban már említett *szerződéses kockázat*, amely abból fakad, hogy a szerződések nem tartalmazzak „fallback” klauzult a referenciakamat megszűnésének esetére vonatkozóan. A kamatlábak újratárgyalása során a pénzügyi intézményeknek nagy körültekintéssel kell eljárniuk. Amennyiben az ügyfél nem fogadja el a megajánlott új kamatfelárat (spread), akkor lehetősége lesz jogi útra terelni az ügyet. Ha az intézmények megpróbálnak egységes metódusokat kialakítani az átárazásra vonatkozóan, akkor könnyen a tröszt-ellenes törvények által tiltott ‘ár rögzítés’ (price fixing) vádjával találhatják szembe magukat. A problémára az ISDA (International Swaps and

Derivatives Association) is megoldást igyekszik találni, konzultációs folyamat révén bevonva a piaci szereplőket is.

Megoldandó problémát jelent a piaci szereplők számára, hogy az új referencia kamatok overnight indexek, a különböző lejáratú *határidős piacok* kialakulása a különböző régiókban eltérő fázisban van. A határidős piacok pedig kulcsfontosságúak a fedezeti ügyletek megkötéséhez. Ezen piacoknak szintén likvidnek kell lenniük, mert csak ebben az esetben lesz a fedezés hatékony.

Az új referencia kamatok rendszere *nem egységes a mögöttes kockázat tekintetében*. Az USA-ban alkalmazott SOFR fedezett, míg a SONIA fedezetlen ügyleteken alapul. Ez a cross-currency swap piac szereplőit arra kényszeríti, hogy olyan swapokat kössenek, amelyeknek egyik lába fedezett, a másik fedezetlen indexhez van kötve. Ez az asszimetria az ügyletek napi értékelésénél okozhat problémát.

A SOFR fedezett volta további kockázatot jelent a jövőbeni használhatóságára vonatkozóan. Pénzügyi válság esetén a befektetők a kockázatmentes eszközökbe ‘menekülnek’, ami csökkenti ezen eszközök hozamát. Ilyen esetben a SOFR is csökkenni fog, míg a piacon a kamatlábak növekednek. Ez piaci anomáliákat okozhat, pl. ha a bankok által nyújtott, SOFR-hoz árazott kölcsönök kamata csökken, míg a piacról felvett kölcsönök kamata növekszik.

## Elvégzendő feladatok

A sikeres átállási folyamat megvalósítása érdekében a következő feladatokat kell a pénzügyi szereplőknek elvégezni.

### *Az érintett szerződések azonosítása*

Az összes termékre és üzletágra vonatkozóan szükséges a szerződések átvizsgálása. A rendszerben nem nyilvántartott információk (pl. szerződéses klauzulák) megismeréséhez magát a szerződéseket is át kell nézni.

### *Az ügyfelek elérése*

A szerződéseket újra kell tárgyalni, az árazást az új referencia kamatokhoz kell igazítani, és a megfelelő klauzulákkal ki kell egészíteni a szerződést. Az újratárgyalás történhet bilaterális, vagy multilaterális alapon. Egyértelmű és korai kommunikációra van szükség az ügyfelek felé, hogy megfelelő tájékoztatást kaphassanak, elősegítsék a szerződések újratárgyalását, és együttműködők legyenek a gyorsabb átmenet érdekében.

Az ISDA (International Swaps and Derivatives Association) kulcsszerepet fog játszani a derivatív piacon megvalósuló átmenet alakításában, ott az átállás várhatóan egységes és szabályozott módon fog megtörténni. A készpénz termékek azonban általában kevésbé normalizált szerződéseken alapulnak, ezért várhatóan nem lesz egységes átállási metódus.

## Értékelés, modellek és kockázatkezelés

Az IBOR-ok fontos szerepet töltenek be a különböző értékelő eljárásokban, modellekben, például diszkont faktorként szolgálnak a jövőbeni cash-flow-k diszkontálásánál. Ezeket az eljárásokat át kell vizsgálni, újra kell kalibrálni, és validálni az új referencia kamatok alkalmazásával. Az új rendszer szükségessé fogja tenni a piaci és likviditás kockázat kezelési eljárások, módszerek újragondolását is. Ezek a változások jelentős IT fejlesztéseket is generálhatnak.

## Számvitel

Az ügyletek átárazásánál meg kell vizsgálni a fedezeti ügyleteket, hogy a fedezeti hatékonyság az átárazást követően is fennáll-e. A fedezeti mismatch, vagy a fedezeti kapcsolat felbontása jelentős eredményhatással járhat.

## Adózás

A referencia kamatok a transzferárazásban is megjelennek, mint piaci benchmarkok, ezért szükséges a transzferár dokumentációk felülvizsgálata.

## Hatásvizsgálat további területeken

A cégek operatív működésében is felhasználnak referencia kamatokot, a pénzügyi folyamatokban (pl. késedelmi kamat), jövőben bónuszok, juttatások tervezése, pénzügyi tervek készítése (budgeting and planning) során. A hatásvizsgálatot minden területre átfogóan el kell végezni.

## Irányítás és oktatás

A cégeknek belső döntési folyamatokat kell működtetniük, hogy jóváhagyják a politikák, rendszerek, folyamatok és kontrollok megváltoztatását. A cégeknek az átmenet miatti változásokat belső oktatásokkal kell támogatniuk.

\*\*\*\*\*

A fenti feladatok megvalósítása több évet vesz igénybe, ezért célszerű projektbe, vagy programba szervezni a végrehajtást, amely összefogja a több szervezeti egységen átívelő feladatokat, és biztosítja, hogy az átállás minden üzletágban sikeresen megvalósuljon.

\*\*\*\*\*

A piaci szereplőknek a következő hónapokban arra kell első sorban koncentrálniuk, hogy felmérjék a jövőbeni átállás következményeit, az érintett területeket, szerződéseket, illetve az új referenciakamatok által ezekre gyakorolt hatást és az átálláshoz kapcsolódó feladatokat.

\*\*\*\*\*

2019-ben már célszerű megkezdeni a kapcsolatfelvételt az érintett ügyfelekkel, valamint az összes érintett rendszer és modell felülvizsgálatát.

## Kapcsolat:



**Rakó Ágnes**  
Partner

**M:** +36 70 370 1792  
**E:** agnes.rako@kpmg.hu

**KPMG.hu**



**Szalai Péter**  
igazgató

**M:** +36 70 370 1739  
**E:** peter.szalai@kpmg.hu



Az itt megjelölt információk tájékoztató jellegűek, és nem vonatkoznak valamely meghatározott természetes vagy jogi személy, illetve jogi személyiség nélküli szervezet körülményeire. Társaságunk ugyan törekszik pontos és időszzerű információkat közölni, ennek ellenére nem vállal felelősséget a közölt információk jelenlegi vagy jövőbeli hatályosságáért. Társaságunk nem vállal felelősséget az olyan tevékenységből eredő károkért, amelyek az itt közölt információk felhasználásából erednek, és nélkülözik társaságunknak az adott esetre vonatkozó teljes körű vizsgálatát és az azon alapuló megfelelő szaktanácsadást.

A KPMG név, a KPMG logó a KPMG International lajstromozott védjegye.

© 2019 KPMG Tanácsadó Kft., a magyar jog alapján bejegyzett korlátozott felelősségű társaság, és egyben a független tagtársaságokból álló KPMG-hálózat magyar tagja, amely hálózat a KPMG International Cooperative-hez ("KPMG International"), a Svájci Államszövetség joga alapján bejegyzett jogi személyhez kapcsolódik. Minden jog fenntartva.