

**EL**

**EL**

**EL**



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 3.7.2009  
COM(2009) 332 τελικό

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ**

**Διασφάλιση αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων**

{SEC(2009) 905 τελικό}  
{SEC(2009) 914 τελικό}

## ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

### Διασφάλιση αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

#### 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Λόγω της συνεχιζόμενης χρηματοπιστωτικής κρίσης η νομοθεσία επικεντρώνεται στα παράγωγα προϊόντα. Η σχεδόν κατάρρευση της Bear Sterns τον Μάρτιο 2008, η αθέτηση υποχρεώσεων από την Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 και η σωστική παρέμβαση υπέρ της AIG στις 16 Σεπτεμβρίου υπογραμμίζουν τον σημαντικό ρόλο των παραγώγων προϊόντων γενικότερα και, ειδικότερα, των συμβάσεων αντιστάθμισης κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας (Credit Default Swaps (CDS)).

Υπάρχει ευρεία συμφωνία σε ό,τι αφορά τα οφέλη και τους κινδύνους των αγορών παραγώγων προϊόντων, όπως αυτοί αποκαλύφθηκαν με την χρηματοπιστωτική κρίση. Η έκθεση της ομάδας υψηλού επιπέδου, υπό την προεδρία του Jacques de Larosière, αποκαλύπτει τους κινδύνους που ενέχει η αιφνίδια αύξηση της χρήσης πιστωτικών παραγώγων προϊόντων και υπογραμμίζει την ανάγκη αντιμετώπισης της έλλειψης διαφάνειας στην αγορά. Για να επιτευχθεί αυτό η έκθεση συνιστά να αναληφθεί δράση για την απλούστευση και την τυποποίηση των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων και να καθιερωθεί συμψηφισμός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Η διάσκεψη κορυφής της ομάδας των 20, που πραγματοποιήθηκε στο Λονδίνο τον περασμένο Απρίλιο, δεσμεύτηκε να προωθήσει την τυποποίηση και την μεγαλύτερη ευελιξία των αγορών πιστωτικών παραγώγων προϊόντων, ειδικότερα με την καθιέρωση συμψηφισμού κεντρικών αντισυμβαλλόμενων, οι οποίοι θα διέπονται από αποτελεσματικές ρυθμίσεις και θα υπόκεινται σε αποτελεσματική εποπτεία. Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 19<sup>ης</sup> Ιουνίου 2009 έκανε επίσης έκκληση για περαιτέρω πρόοδο προκειμένου να διασφαλιστεί η διαφάνεια και σταθερότητα των αγορών παραγώγων προϊόντων.

Από τον Οκτώβριο 2008 η Επιτροπή έχει δρομολογήσει μια εις βάθος επανεξέταση των αγορών παραγώγων προϊόντων. Όπως αναφέρεται στην ανακοίνωση «Η υλοποίηση της ευρωπαϊκής ανάκαμψης», στην παρούσα ανακοίνωση παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της επανεξέτασης αυτής και προετοιμάζεται το έδαφος για προσεχή μέτρα αντιμετώπισης των εντοπισθέντων προβλημάτων. Παράλληλα, η Επιτροπή θα συνεχίσει να συνεργάζεται εποικοδομητικά με τον χρηματοπιστωτικό κλάδο προκειμένου να διασφαλίσει ότι εκπληρώνεται η δέσμευσή της για την καθιέρωση κεντρικού συμψηφισμού σε επίπεδο ΕΕ, μέχρι τα τέλη Ιουλίου 2009. Η Επιτροπή θα λάβει πλήρως υπόψη τα μέτρα που έλαβε ο χρηματοπιστωτικός κλάδος για την παρακολούθηση της κατάστασης.

Η ανακοίνωση συνοδεύεται από έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής, το οποίο περιέχει μια γενική εικόνα (i) των αγορών παραγώγων προϊόντων, (ii) των τμημάτων της αγοράς εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων και (iii) της εκτίμησης της αποτελεσματικότητας των τρεχόντων μέτρων για τον περιορισμό του κινδύνου, ιδίως σε ό,τι αφορά τις συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας.

Η Επιτροπή καλωσορίζει τις συμβολές των ενδιαφερομένων σχετικά με τους προσανατολισμούς οι οποίοι παρουσιάζονται στην παρούσα ανακοίνωση και ειδικότερα, σχετικά με τα ειδικά θέματα τα οποία παρατίθενται λεπτομερέστερα στο συνοδευτικό έγγραφο διαβούλευσης. Οι παρατηρήσεις πρέπει να αποσταλούν στην Επιτροπή το αργότερο στις 31 Αυγούστου 2009.

## **2. ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΚΑΙ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ**

Στο παρόν κεφάλαιο εξηγείται ο όρος παράγωγο προϊόν, τα οφέλη που αυτά παρέχουν για την οικονομία καθώς και οι πιθανοί κίνδυνοι. Οι κίνδυνοι αποτέλεσαν το επίκεντρο της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

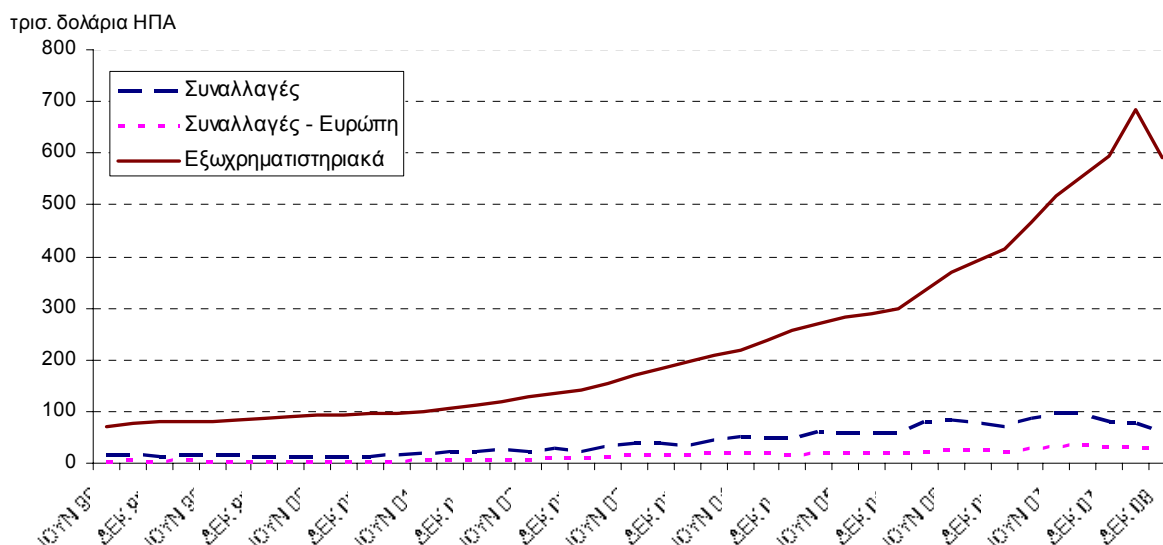
### **2.1. Τι είναι τα παράγωγα προϊόντα;**

Τα παράγωγα προϊόντα είναι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις με αντικείμενο την διαπραγμάτευση και ανακατανομή κινδύνων που γεννώνται στην πραγματική οικονομία και τα οποία αποτελούν επομένως για τους οικονομικούς φορείς σημαντικά εργαλεία μεταφοράς του κινδύνου. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την κάλυψη/αντιστάθμιση καθώς και την απόκτηση κινδύνου με στόχο την πραγματοποίηση κέρδους. Ονομάζονται παράγωγα προϊόντα επειδή η αξία τους «παράγεται» από «υποκείμενο» μέσο, για παράδειγμα χρηματοπιστωτικό μέσο, βασικό προϊόν, μεταβλητή της αγοράς ή ακόμη και υπηρεσία.

Υπάρχουν πολλών ειδών παράγωγα προϊόντα. Κάποια από αυτά είναι συνήθη προϊόντα (όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης [ΣΜΕ]) ενώ άλλα δεν είναι, δεδομένου ότι κάθε συμβόλαιο καλύπτει συγκεκριμένες και ατομικές ανάγκες του χρήστη (π.χ. τα συμβόλαια αντιστάθμισης). Η διαπραγμάτευση των τυποποιημένων παραγώγων προϊόντων γίνεται κατά κανόνα σε οργανωμένους τόπους διαπραγμάτευσης όπου οι τιμές επιδεικνύονται δημόσια (π.χ. χρηματιστήρια παραγώγων προϊόντων) ενώ η διαπραγμάτευση των μη τυποποιημένων παραγώγων προϊόντων γίνεται, κατά τα κοινώς λεγόμενα, εξωχρηματιστηριακά, όπου οι τιμές δεν ανακοινώνονται δημόσιας.

Η χρήση τους σημείωσε τεράστια αύξηση την τελευταία δεκαετία. Η αύξηση αυτή εκδηλώνεται στις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές όπως φαίνεται στην γραφική παράσταση που ακολουθεί.

## Το μέγεθος των αγορών παραγωγών προϊόντων: εντός και εκτός χρηματιστηρίου

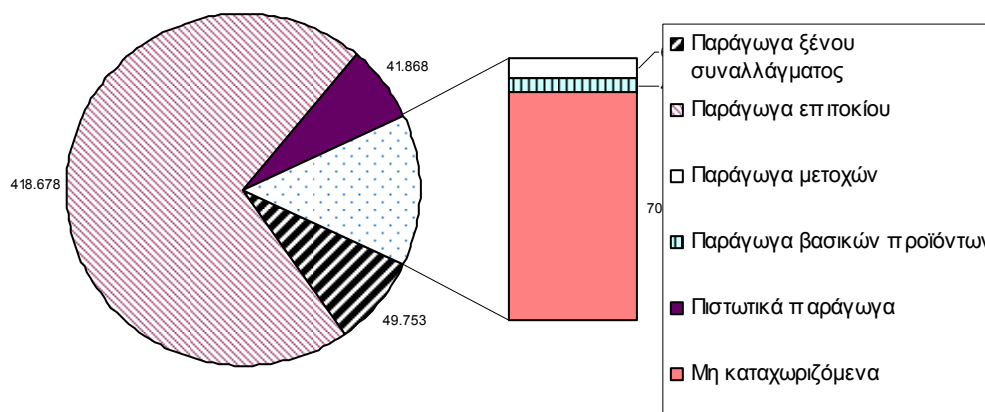


**Σημείωση:** Στη γραφική παράσταση φαίνονται τα ανεξόφλητα ονομαστικά ποσά στα τμήματα της ενδο- και εξωχρηματιστηριακής αγοράς, σε τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, μεταξύ 1998 και 2008. Από τις απεικονιζόμενες τάσεις διαπιστώνονται ανεξόφλητα ποσά ανά τον κόσμο, ενώ το μερίδιο της αγοράς που καταλαμβάνουν τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια απεικονίζεται χωριστά (δεν υπάρχει παρόμοια γεωγραφική κατανομή για εξωχρηματιστηριακά δεδομένα). Πηγή: Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (ΤΔΔ).

Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα χωρίζονται εν γένει σε πέντε μεγάλες ομάδες: παράγωγα προϊόντα ξένου συναλλάγματος, παράγωγα προϊόντα επιτοκίου, παράγωγα προϊόντα μετοχών, παράγωγα προϊόντα βασικών προϊόντων και πιστωτικά παράγωγα προϊόντα, εκ των οποίων τα σπουδαιότερα είναι οι συμβάσεις αντιστάθμισης κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας. Στη γραφική παράσταση που ακολουθεί φαίνεται η σχετική σημασία της κάθε ομάδας. Στο κεφάλαιο 3 του εγγράφου εργασίας παρουσιάζονται λεπτομερέστερα οι ομάδες αυτές και περιγράφονται τα διάφορα χαρακτηριστικά και κίνδυνοι που ενέχουν τα διάφορα είδη εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων.

### Τμήματα αγοράς εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων

Ανεξόφλητα ονομαστικά ποσά, σε τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, Δεκέμβριος 2008



Πηγή: ΤΔΔ (2009)

## **2.2. Τα παράγωγα προϊόντα παρουσιάζουν οφέλη για την οικονομία...**

Δεν υπάρχει οικονομία που να ανθεί αν κανείς δεν θέλει να αναλάβει κίνδυνο. Ο επιχειρηματίας ο οποίος ξεκινά μια επιχείρηση λαμβάνει τον κίνδυνο να αποτύχει. Η τράπεζα η οποία δανείζει στην επιχείρηση αυτή αναλαμβάνει τον κίνδυνο της μη πλήρους αποπληρωμής του δανείου. Ωστόσο, αν δεν συσταθεί μια επιχείρηση από έναν επιχειρηματία, ο αποταμιευτής ο οποίος έχει καταθέσει το κεφάλαιό του στην τράπεζα δεν θα έχει την ευκαιρία για ικανοποιητική απόδοση των αποταμιεύσεών του. Ο αποταμιευτής γνωρίζει ότι το ύψος της απόδοσης της τοποθέτησής του εξαρτάται άμεσα από το μέγεθος του κινδύνου. Επομένως, η χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων εξαρτάται από το κατά πόσον κάποιος επιθυμεί να αναλάβει τον συναφή κίνδυνο. Ουδείς επιθυμεί να αναλάβει πολύ μεγάλο κίνδυνο, συνεπώς η κατανομή του κινδύνου είναι επωφελής για όλους.

Αυτό ακριβώς επιτυγχάνεται με τα παράγωγα προϊόντα. Κατανέμουν ή ανακατανέμουν τον κίνδυνο και μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ασπίδα κατά συγκεκριμένου κινδύνου («αντιστάθμιση») ή ως εργαλείο για κερδοσκοπικές τοποθετήσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι εμπορικές οντότητες, όπως οι αεροπορικές εταιρείες, οι κατασκευαστές κλπ, χρησιμοποιούν παράγωγα προϊόντα για την κάλυψη του κινδύνου αύξησης των τιμών των βασικών υλικών που χρησιμοποιούν στην επιχειρηματική τους δραστηριότητα και για τον καλύτερο σχεδιασμό των μελλοντικών τους αναγκών.

## **2.3. ...αλλά μπορούν να την θέσουν και σε κίνδυνο...**

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που συμμετέχουν σε αγορές παραγώγων προϊόντων μπορούν να καλύπτουν ή να «αντισταθμίζουν» τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν από τη χρήση παραγώγων προϊόντων. Ωστόσο, όταν οι κίνδυνοι αντισταθμίζονται στις εξωχρηματιστηριακές αγορές παραγώγων προϊόντων, είναι δύσκολο για τους συμμετέχοντες και τους επόπτες της αγοράς, ελλείψει αξιόπιστης ενημέρωσης του κοινού σχετικά με τις αγορές αυτές, να προσδιορίσουν κατά πόσον είναι αποτελεσματική η αντιστάθμιση των κινδύνων.

Όταν οι έμποροι παραγώγων προϊόντων δεν είναι ούτε κύριοι διαπραγματευτές ούτε έχουν κάποιο ενδιαφέρον για το υποκείμενο μέσο, διευκολύνουν την κερδοσκοπία, την αστάθεια και τη συσσώρευση κινδύνων στο σύστημα. Τα παράγωγα προϊόντα μπορούν στη συνέχεια να χρησιμοποιηθούν ως μέσο μόχλευσης των ισολογισμών των παρεμβαλλόμενων στις αγορές παραγώγων προϊόντων, αφού δίδουν την δυνατότητα στους συμμετέχοντες στην αγορά να συμμετέχουν με μικρότερο κεφάλαιο σε σχέση με αυτό που απαιτεί μια επένδυση σε αγορές μετρητών.

Επιπλέον, στην περίπτωση αθέτησης κινδύνου από αντισυμβαλλόμενο είναι ενδεχομένως δύσκολο να βρεθούν άλλοι αντισυμβαλλόμενοι για την αντικατάσταση της αντιστάθμισης. Διότι είτε οι ίδιοι βρίσκονται σε κίνδυνο είτε είναι απρόθυμοι να συμμετέχουν σε μια συναλλαγή με την προοπτική ακόμη μεγαλύτερης αβεβαιότητας. Σε αγορές με λίγους συμμετέχοντες το πρόβλημα αυτό οξύνεται.

Εν ολίγοις, όταν συνάπτεται μια εξωχρηματιστηριακή σύμβαση είναι δύσκολο να εκτιμηθεί ο κίνδυνος αθέτησης του αντισυμβαλλόμενου. Για να είναι καταρχήν δυνατή η εκτίμηση αυτή σε ένα περιβάλλον στο οποίο οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι έντονα αλληλοσυνδεδεμένες, θα πρέπει ο συμμετέχων να γνωρίζει καλά τα σχετικά με όλους τους λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά. Επειδή όμως σ' αυτές τις εξωχρηματιστηριακές αγορές δεν υπάρχει ενημέρωση του κοινού, η γνώση αυτή είναι ελλιπής.

Οι συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες απ' όλες αυτές τις απόψεις. Ενώ τα περισσότερα από τα παράγωγα προϊόντα εξαρτώνται από τις δυνάμενες να παρατηρηθούν τιμές της αγοράς (π.χ. επιτόκια ή τιμές συναλλάγματος), η κατάσταση είναι διαφορετική για τις συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας. Ο καλυπτόμενος κίνδυνος – πιστωτικός κίνδυνος – δεν μπορεί να παρατηρηθεί άμεσα αλλά, για να γίνει αυτό, χρειάζονται συγκεκριμένες πληροφορίες για τον δανειολήπτη, τις οποίες κανονικά διαθέτουν μόνο οι τράπεζες. Ωστόσο, τις τελευταίες δεκαετίες ο πιστωτικός κίνδυνος είναι περισσότερο διαπραγματεύσιμος, π.χ. μέσω της τιλοποίησης των απαιτήσεων. Η εκτίμηση του κινδύνου παραμένει δυσχερής και αυτό ενδέχεται να θέσει ξαφνικά την αγορά ενώπιον μιας σημαντικής κατάστασης αδυναμίας πληρωμών. Επί πλέον, οι κίνδυνοι οι συνδεδόμενοι με συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας αυξάνονται περαιτέρω λόγω του ότι είναι τεράστιες οι πιθανές υποχρεώσεις που συνδέονται με αυτούς<sup>1</sup>. Οι κίνδυνοι αυτοί δεν αφορούν μόνο τις συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας: αφορούν εν γένει τα παράγωγα προϊόντα, αν και σε μικρότερο βαθμό.

#### **2.4. ...όπως απεδείχθη με την χρηματοπιστωτική κρίση**

Η χρηματοπιστωτική κρίση απέδειξε ότι οι κίνδυνοι αυτοί δεν είναι θεωρητικοί αλλά πραγματικοί. Οι Bear Sterns, Lehman Brothers και AIG ήταν σημαντικοί παίκτες στην εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων προϊόντων είτε ως διαπραγματευτές (dealers) είτε ως χρήστες των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων ή και τα δύο. Το πρόβλημα που αντιμετώπισαν ξεκίνησε εκτός των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων προϊόντων, εισέδυσσε στην αγορά παραγώγων προϊόντων μέσω των συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας που είχαν εκδώσει τα τρία αυτά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και, λόγω του κεντρικού ρόλου των ιδρυμάτων αυτών σε όλες τις εξωχρηματιστηριακές αγορές παραγώγων προϊόντων, εξαπλώθηκε πέραν των συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας και έπληξε το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας. Αφενός, λόγω της αδιαφάνειας της αγοράς ήταν αδύνατο οι λοιποί συμμετέχοντες στην αγορά να γνωρίζουν ακριβώς το άνοιγμα (συναλλαγές) των αντισυμβαλλομένων τους προς τα τρία αυτά ιδρύματα, πράγμα που είχε ως αποτέλεσμα την έλλειψη εμπιστοσύνης και την αιφνίδια διάβρωση της ρευστότητας. Αφετέρου, εμπόδισε επίσης τους ρυθμιστές να μπορέσουν να προσδιορίσουν εγκαίρως τους συσσωρευμένους στο σύστημα κινδύνους, το βαθμό στον οποίο συσσωρεύονται αυτοί και, επομένως, τις συνέπειες που θα είχε η αδυναμία πληρωμών για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι χαλαρές κανονιστικές ρυθμίσεις για την αγορά διόγκωσαν το πρόβλημα αυτό καθώς οι επόπτες δεν διέθεταν επαρκείς πληροφορίες.

Εν ολίγοις, με την κρίση έγινε φανερό ότι τα παράγωγα προϊόντα εν γένει, και οι συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας ειδικότερα, δημιούργησαν ένα δίκτυο αμοιβαίας εξάρτησης που ήταν δύσκολο να κατανοηθεί, να διαχωριστεί και να συγκρατηθεί αμέσως μετά την εκδήλωση της αδυναμίας πληρωμής. Επομένως, η κρίση κατέδειξε με σαφήνεια ότι τα χαρακτηριστικά των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων προϊόντων –

---

<sup>1</sup> Οι ταμειακές ροές σε μια σύμβαση αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας είναι «ασυνεχείς», δηλαδή, ενώ υπό κανονικές συνθήκες ο πωλητής μιας σύμβασης αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας εισπράττει μια σταθερή ροή αμοιβών, παρόλα αυτά αντιμετωπίζει τον κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής από την εκδότηρια οντότητα της σύμβασης αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας, πράγμα που θα τον εξαναγκάσει να εξοφλήσει το συνολικό ποσό μείον την αξία της αθετηθείσας υποχρέωσης. Εξαιτίας αυτού κάποιοι κάνουν κατάχρηση των συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας ως χρηματοπιστωτικών μέσων.

ο ιδιωτικός χαρακτήρας της σύναψης συμβάσεων με περιορισμένη πληροφόρηση του κοινού, ο πολυσύνθετος ιστός της αμοιβαίας εξάρτησης, η δυσκολία κατανόησης της φύσης και του μεγέθους των κινδύνων – αυξάνουν την αβεβαιότητα σε περίοδο πέσεων στις αγορές και επομένως, θέτουν σε κίνδυνο την χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

### 3. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΥ

Οι κίνδυνοι αυτοί μπορούν να μετριαστούν ανάλογα με το πώς διαρθρώνονται οι διαδικασίες πριν και μετά τη διαπραγμάτευση. Είναι δυνατόν να περιοριστούν οι κίνδυνοι σε επίπεδο διαπραγμάτευσης, μέσω της βελτίωσης της λειτουργικής αποδοτικότητας, π.χ. εκτέλεση ηλεκτρονικών συναλλαγών, δήλωση και επιβεβαίωση<sup>2</sup>. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα η εκτέλεση μιας εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης να γίνεται με τον ίδιο τρόπο όπως μια χρηματιστηριακή συναλλαγή. Οι ρυθμιστές, πριν από την χρηματοπιστωτική κρίση, συγκέντρωσαν την προσοχή τους στη βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας, σε αυτό δε οφείλεται εν μέρει, για παράδειγμα, το ότι σήμερα η δήλωση και επιβεβαίωση των συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας πραγματοποιούνται σε αυξανόμενο βαθμό ηλεκτρονικά.

Όμως, ενώ η λειτουργική αποδοτικότητα είναι αναγκαία δεν είναι ωστόσο επαρκής από μόνη της. Για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των κινδύνων που περιγράφονται πιο πάνω είναι σημαντικό να ενισχυθούν και οι λειτουργίες πριν από τη διαπραγμάτευση, ιδίως ο συμψηφισμός. Ο συμψηφισμός είναι ο τρόπος με τον οποίο μετριάζονται οι κίνδυνοι που περιγράφονται πιο πάνω. Επομένως, παίζει ουσιώδη ρόλο στις αγορές παραγώγων προϊόντων. Ο συμψηφισμός είτε γίνεται διμερώς μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων για συγκεκριμένη διαπραγμάτευση ή σε επίπεδο κεντρικής αγοράς, μέσω κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Στις χρηματιστηριακές αγορές ο συμψηφισμός γίνεται σχεδόν αποκλειστικά από τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους. Στις εξωχρηματιστηριακές αγορές, κανόνας παραμένει ο διμερής συμψηφισμός, αν και σε κάποια τμήματα της αγοράς γίνεται και συμψηφισμός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου (κυρίως συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίου).

- **Διμερής συμψηφισμός:** οι δύο αντισυμβαλλόμενοι πολύ συχνά συνάπτουν διμερείς συμφωνίες παροχής εγγυήσεων στις οποίες προβλέπεται τακτική παρακολούθηση της εξέλιξης της αξίας του συμβολαίου ώστε να διαχειρίζονται τα αμοιβαία πιστωτικά τους ανοίγματα. Αν η αξία εξελιχθεί έτσι ώστε ο ένας αντισυμβαλλόμενος να έχει απαίτηση έναντι του άλλου, τότε αυτός δικαιούται να ζητήσει την παροχή εγγύησης. Αν και η παροχή εγγύησης είναι σημαντική για τον μετριασμό του κινδύνου, απαιτεί τη διαχείριση σχέσεων συμψηφισμού με πολλούς αντισυμβαλλόμενους. Λόγω του χαρακτήρα αυτού του περίπλοκου διμερούς δικτύου, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δύσκολα αντιλαμβάνεται το δικό του πιστωτικό άνοιγμα σε σχέση με τα ανοίγματα που έχουν οι αντισυμβαλλόμενοί του μεταξύ τους, και ακόμη λιγότερο μπορεί να εκτιμήσει τις αλυσιδωτές συνέπειες της αδυναμίας πληρωμής αντισυμβαλλόμενου.
- **Συμψηφισμός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου:** ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος αρχίζει μια διαπραγμάτευση ενεργώντας ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε μέρος της συναλλαγής. Οι υποχρεώσεις εκάστου εκ των δύο διαπραγματευόμενων εταίρων υφίστανται τώρα έναντι του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου, επομένως κάθε μέρος κάνει άνοιγμα στην αγορά αυτή με ένα και το αυτό μέρος. Είναι πολλά τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η

---

<sup>2</sup> Βλ. συνοδευτικό έγγραφο εργασίας, τμήμα 2.2 για περαιτέρω περιγραφή των εννοιών αυτών.



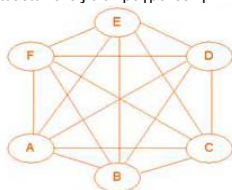
χρήση του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος αποτελεί όντως μια αμοιβαία ασφάλεια με αμοιβαίες άμυνες. Καθιστά απλούστερη την διαχείριση των εγγυήσεων, δεδομένου ότι ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος είναι αυτός που συγκεντρώνει και διαχειρίζεται τις εγγυήσεις. Είναι επίσης ασφαλέστερη, διότι κύριος εγγυητής είναι ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος ο οποίος είναι χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που ασχολείται αποκλειστικά με τη διαχείριση των κινδύνων σε πολλά επίπεδα προστασίας. Το γεγονός ότι ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος ασχολείται αποκλειστικά με τη διαχείριση του κινδύνου τον καθιστά ουδέτερο. Λόγω της κεντρικής του θέσης, κατανοεί και διαχειρίζεται ευκολότερα τον κίνδυνο. Επί πλέον, οι ρυθμιστές διευκολύνονται στην επόπτευση των κινδύνων χάρη στην κεντρική πληροφόρηση που διαθέτουν οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Λόγω του συστημικού του ρόλου, ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος πρέπει να λειτουργεί με τρόπο επαγγελματικό, να έχει μεγάλη κεφαλαιοποίηση και να τελεί υπό τις δέουσες ρυθμίσεις ώστε να είναι ασφαλής και υγιής<sup>3</sup>.

### Διμερής συμψηφισμός έναντι συμψηφισμού κεντρικού αντισυμβαλλόμενου

## Πλεονεκτήματα συμψηφισμού ΚΑ

#### Διμερής συμψηφισμός

- Πλέγμα ανοίγματος έναντι αντισυμβαλλομένων
- Περίπλοκες κινήσεις των εξασφαλίσεων
- Πιθανό αποτέλεσμα ντόμινο από την αθέτηση υποχρεώσεων ενός διαπραγματευτή



#### Συμψηφισμός ΚΑ

- Κομβικό και ακτινωτό μοντέλο με κεντρικό εγγυητή
- Όλες οι κινήσεις των εξασφαλίσεων από/προς ΚΑ
- Κεφαλαιοποιημένος ΚΑ για να αντέξει σε αθετήσεις υποχρεώσεων διαπραγματευτών



Διερωτάται κανείς γιατί οι συμμετέχοντες στην αγορά, αφού υπάρχουν αυτά τα οφέλη, δεν κάνουν γενικευμένη χρήση του συμψηφισμού κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Η πρώτη και προφανής λόγος είναι ότι η ασφάλεια έχει κάποιο κόστος για τους συμμετέχοντες, δεδομένου ότι αυτοί οφείλουν να συνεισφέρουν στα επίπεδα προστασίας του κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Δεύτερον, ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος βελτιώνει τη διαφάνεια και έτσι ανακατανέμεται το όφελος πληροφόρησης για τους συμμετέχοντες στην αγορά, εις βάρος αυτών οι οποίοι επωφελούντο μέχρι τώρα (π.χ. οι κύριοι διαπραγματευτές εξωχρηματοστηριακών παραγωγών προϊόντων). Ωστόσο αληθεύει ότι δεν είναι πάντα δυνατή η χρήση κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Για να χρησιμοποιηθεί κεντρικός αντισυμβαλλόμενος απαιτούνται κάποιες προϋποθέσεις οι οποίες συνδέονται στενά με τη

<sup>3</sup> Βλ. συνοδευτικό έγγραφο εργασίας, τμήμα 2.4.2 για λεπτομερέστερη περιγραφή του συμψηφισμού κεντρικού αντισυμβαλλόμενου.

ρευστότητα και την τυποποίηση. Με την έννοια αυτή, επειδή μερικά μόνο εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα πληρούν τις αναγκαίες προϋποθέσεις ώστε να είναι δυνατός ο συμψηφισμός μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου, έργο της Επιτροπής θα συνίσταται στην ενίσχυση της διαχείρισης κινδύνου του αντισυμβαλλομένου στις διμερείς διαπραγματεύσεις.

Εν ολίγοις, οι κίνδυνοι οι συνδεδεμένοι με τα παράγωγα προϊόντα ποικίλλουν ανάλογα με τη δομή της αγοράς. Γενικά, οι αγορές εξωχρηματιστηριακών παραγώγων προϊόντων ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με τους ρυθμιζόμενους τόπους διαπραγμάτευσης επειδή οι πρώτες είναι περισσότερο αδιαφανείς και οι σχέσεις των αντισυμβαλλομένων πιο σύνθετες. Επομένως, δεν είναι ικανοποιητική η αποτελεσματικότητα των εργαλείων μετριασμού του κινδύνου στην περίπτωση διμερούς αντισυμβαλλομένου και πρέπει να βελτιωθεί ουσιαστικά ο τρόπος με τον οποίο περιορίζεται ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου.

#### **4. ΔΡΑΣΕΙΣ ΠΟΥ ΗΔΗ ΑΝΕΛΑΒΕ Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΓΙΑ ΤΗ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ**

Τα παράγωγα προϊόντα δεν βρίσκονται εκτός του πεδίου εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, δικαιολογείται ωστόσο η επανεξέταση του κανονιστικού πλαισίου λόγω της τεράστιας αύξησης των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων προϊόντων, του αυξανόμενου όγκου των κερδοσκοπικών θέσεων που δημιουργούνται μέσω των παραγώγων προϊόντων και της μεγαλύτερης συμμετοχής των μη ρυθμιζόμενων ιδρυμάτων σε αγορές παραγώγων προϊόντων. Από τότε που εκδηλώθηκε η χρηματοπιστωτική κρίση, η Επιτροπή έδρασε άμεσα λαμβάνοντας μέτρα για την αντιμετώπιση ορισμένων από τους πλέον επείγοντες και σοβαρούς κινδύνους που συνδέονται με τα παράγωγα προϊόντα.

Πρώτον, σε ό,τι αφορά τα συμβόλαια αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας, τον Οκτώβριο του 2008 ο Επίτροπος McCreevy ζήτησε (i) την συστηματική επανεξέταση των αγορών παραγώγων προϊόντων κατόπιν της κτηθείσας πείρας από την χρηματοπιστωτική κρίση και (ii) συγκεκριμένες προτάσεις για τον τρόπο μετριασμού του κινδύνου που συνδέεται με τα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα<sup>4</sup>. Έτσι, οι διαπραγματευτές συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας δεσμεύθηκαν να αρχίσουν, μέχρι τις 31 Ιουλίου 2009, τον συμψηφισμό μέσω ενός ή περισσότερων ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων, των επιλέξιμων συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας σε ευρωπαϊκά ιδρύματα αναφοράς και των δεικτών για τα ιδρύματα αυτά<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> McCreevy, C. (2008). «Time for regulators to get a better view of derivatives», 17 Οκτωβρίου 2008, SPEECH/08/538.

<sup>5</sup> Στις 17 Φεβρουαρίου 2009, εννέα διεθνείς διαπραγματευτές (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) ανέλαβαν τη δέσμευση να χρησιμοποιούν έναν ή περισσότερους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους στην Ευρωπαϊκή Ένωση όταν έχουν συγκροτηθεί ως συστήματα βάσει της οδηγίας σχετικά με το αμετάκλητο των διακανονισμών (98/26/EK) όταν (i) αρχίζουν τον συμψηφισμό συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας που είναι επιλέξιμα για κεντρικό αντισυμβαλλόμενο σε ευρωπαϊκά ιδρύματα αναφοράς και δείκτες που βασίζονται στα ιδρύματα αυτά και (ii) αρχίζουν να επικεντρώνονται σε ανεξόφλητες επιλέξιμες συμβάσεις. Τη δέσμευση αυτή ανέλαβε ακόμη ένας διαπραγματευτής (Nomura) και η πρωτοβουλία αυτή υπεστηρίχθη από την Ομοσπονδία Ευρωπαϊκών Τραπεζών, το Συμβούλιο Ευρωπαϊκών Κρατικών Τραπεζών και άλλες ενώσεις ευρωπαϊκών τραπεζών.

Δεύτερον, ορισμένα από τα προβλήματα σχετικά με την τιτλοποίηση και την μεταφορά υπερβολικών κινδύνων και την κακή εκτίμηση των κινδύνων μελετηθήκαν κατά την επανεξέταση της οδηγίας για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (ΟΚΑ)<sup>6</sup>. Η πρόταση αυτή προβλέπει ιδίως ότι εταιρείες (γνωστές ως «originators» ή δημιουργοί των δανείων) που ανασκευάζουν δάνεια σε διαπραγματεύσιμους τίτλους θα πρέπει να διατηρούν ένα μέρος του κινδύνου αυτών των τίτλων, ενώ οι επιχειρήσεις που επενδύουν σε αυτούς τους τίτλους, θα μπορούν λαμβάνουν μια τέτοια απόφαση μόνο αφού επιδείξουν διεξοδική δέουσα επιμέλεια. Εάν δεν το πράττουν, θα υπόκεινται σε αυστηρές κυρώσεις.

Τρίτον, σε ό,τι αφορά τον συστημικό κίνδυνο που συνδέεται με κερδοσκοπική διαπραγμάτευση, η Επιτροπή θα εγκρίνει σύντομα πρόταση σχετικά με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις που ισχύουν για το χαρτοφυλάκιο συναλλαγών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και για τις θέσεις τιτλοποίησης και νέας τιτλοποίησης. Με τα αυξημένα επίπεδα κεφαλαίου που προβλέπονται στην πρόταση αυτή είναι πολύ πιθανόν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μην αναλαμβάνουν υπερβολικό βραχυπρόθεσμο κίνδυνο.

Τέταρτον, η Επιτροπή επανεξετάζει την προσέγγισή της σε ό,τι αφορά την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών αγορών. Προτείνοντας τη δημιουργία ευρωπαϊκού μακροοικονομικού επόπτη, η Ευρώπη θα αποκτήσει την ικανότητα εντοπισμού των υπερβολικών κινδύνων που συσσωρεύονται στο σύστημα και δράσης για την αντιμετώπισή τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Συστημικών Κινδύνων θα συμβάλει ώστε οι κίνδυνοι που συνδέονται με τις αγορές παραγώγων προϊόντων να μην δημιουργούν πρόβλημα στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού και οικονομικού συστήματος.

Πέμπτον, οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ) δεν κατάφεραν να αξιολογήσουν με τρόπο ικανοποιητικό τους κινδύνους που ενέχουν τα σύνθετα μέσα, ιδίως λόγω των συγκρούσεων συμφερόντων που είναι εγγενείς στο μοντέλο «ο εκδότης πληρώνει», ως εκ τούτου κατέστη σαφής η ανάγκη επιβολής κανονιστικών ρυθμίσεων. Τον Απρίλιο 2009, το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ενέκριναν κανονισμό που πρότεινε η Επιτροπή σύμφωνα με τον οποίο οι ΟΑΠΙ πρέπει να συμμορφώνονται με αυστηρά πρότυπα ακεραιότητας, ποιότητας και διαφάνειας και να υπόκεινται στη συνεχή εποπτεία των κρατικών αρχών<sup>7</sup>.

Τέλος, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρότεινε οδηγία για τα κεφάλαια αντισταθμιστικού κινδύνου και για άλλους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ), με την οποία δημιουργείται ένα πλήρες και αποδοτικό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η προτεινόμενη οδηγία θα βοηθήσει τα κράτη μέλη να βελτιώσουν την προληπτική εποπτεία του κλάδου σε μακροοικονομικό καθώς και σε μικροοικονομικό επίπεδο, να θέσουν όρια στο επίπεδο μόχλευσης των οντοτήτων αυτών και να δρουν συντονισμένα, εφόσον χρειάζεται, για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματαγορών<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> COM/2008/0602 τελικό – COD 2008/0191 για την τροποποίηση των οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK όσον αφορά τράπεζες συνδεδεμένες με κεντρικά ιδρύματα, ορισμένα στοιχεία των ιδίων κεφαλαίων, μεγάλα χρηματοδοτικά ανοίγματα, εποπτικές ρυθμίσεις και διαχείριση κρίσεων.

<sup>7</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2008), «Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας» COM(2008) 704, όπως εγκρίθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο στις 23 Απριλίου 2009.

<sup>8</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2009), «Πρόταση οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων», COM(2009) 207.

## 5. Η ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ: ΝΕΕΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

Με την πρόσφατη κρίση τονίζεται η ανάγκη ρύθμισης του θέματος των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων προϊόντων ώστε αυτές να μπορέσουν να παίξουν τον οικονομικό χωρίς να διακινδυνεύει η σταθερότητα του συστήματος. Προς το σκοπό αυτό, η Επιτροπή θεωρεί ότι πρέπει να αναληφθούν δράσεις προκειμένου: α) να μπορούν οι ρυθμιστές και οι επόπτες να έχουν πλήρη γνώση των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στις εξωχρηματιστηριακές αγορές παραγώγων προϊόντων καθώς και των θέσεων που δημιουργούνται στις αγορές αυτές, β) να αυξηθεί η διαφάνεια των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων προϊόντων έναντι των χρηστών τους· ειδικότερα, πρέπει να διατίθεται περισσότερη και καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις τιμές και τον όγκο των συναλλαγών· γ) να ενισχυθεί η λειτουργική αποδοτικότητα των αγορών παραγώγων προϊόντων για να διασφαλιστεί ότι τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα δεν βλάπτουν την σταθερότητα και δ) να μετριασθούν οι κίνδυνοι αντισυμβαλλομένου και να προωθηθούν οι κεντρικές δομές. Τα κύρια εργαλεία προς επίτευξη των στόχων αυτών είναι τα εξής: (i) περαιτέρω προώθηση της τυποποίησης, (ii) χρήση κεντρικών αποθετηρίων δεδομένων, (iii) χρήση του συμψηφισμού κεντρικού αντισυμβαλλομένου και (iv) χρήση τόπων διαπραγμάτευσης πιο ανοικτών στο κοινό<sup>9</sup>. Στο τμήμα αυτό επιχειρείται μια ανάλυση των εργαλείων και προτείνονται γενικές κατευθύνσεις για το μελλοντικό έργο.

### 5.1. Τυποποίηση

Σε ό,τι αφορά τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα για τα οποία μπορεί να γίνει συμψηφισμός μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου, η τυποποίηση αποτελεί προϋπόθεση για να μπορέσουν να εφαρμοστούν όλα τα άλλα εργαλεία που περιγράφονται πιο κάτω. Σε ό,τι αφορά τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα για τα οποία δεν μπορεί να γίνει συμψηφισμός μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου, πρέπει να ενισχυθεί η λειτουργική αποδοτικότητα και να μειωθούν οι λειτουργικοί κίνδυνοι, μέσω μιας πιο προωθημένης τυποποίησης, π.χ. με την ευρύτερη χρήση τυποποιημένων συμβολαίων και υπηρεσιών ηλεκτρονικής δήλωσης και επιβεβαίωσης, κεντρικής αποθήκευσης, αυτόματων πληρωμών και διαδικασιών διαχείρισης των εγγυήσεων. Επειδή η τυποποίηση αποτελεί προϋπόθεση για τη συνέχιση της δράσης, θα τεθεί στο επίκεντρο των προσπαθειών της Επιτροπής οι οποίες στοχεύουν στη δημιουργία αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων.

Για την τυποποίηση απαιτούνται ωστόσο επενδύσεις. Η Επιτροπή, με τις ενέργειές της, προτρέπει να παρακινήσει τις αναληφθείσες προσπάθειες των επιχειρήσεων του κλάδου για πραγματοποίηση επενδύσεων υπέρ της τυποποίησης σε όλα τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα για τα οποία είναι λίγες οι πιθανότητες συμψηφισμού μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου και τα οποία είναι ακατάλληλα για διαπραγμάτευση σε χρηματιστήριο αξιών.

---

<sup>9</sup> Η δυνατότητα εφαρμογής των εργαλείων αυτών ποικίλλει κάπως ανάλογα με το τμήμα της αγοράς. Υπάρχει σημαντική διαφορά από άποψη πολυπλοκότητας κατά την εφαρμογή των εργαλείων αυτών. Στο κεφάλαιο 4 του συνοδευτικού εγγράφου εργασίας περιγράφονται και αναλύονται λεπτομερέστερα η αποτελεσματικότητα των σημερινών μεθόδων μείωσης του κινδύνου και η συναφής ανάγκη για πρόσθετα μέτρα σε κάθε τμήμα της εξωχρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων προϊόντων.

## 5.2. Κεντρικό αποθετήριο δεδομένων

Στο κεντρικό αποθετήριο δεδομένων συγκεντρώνονται δεδομένα – όπως αριθμός συναλλαγών, μέγεθος των ανεξόφλητων θέσεων – για το σύνολο των διαπραγματεύσεων (αυτών για τις οποίες ο συμψηφισμός μπορεί να γίνει μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου καθώς και αυτών για τις οποίες δεν μπορεί να γίνει) με στόχο τη μεγαλύτερη διαφάνεια και πληροφόρηση<sup>10</sup>. Αυτό όχι μόνο συμβάλλει στη διαφάνεια αλλά και βελτιώνει την λειτουργική αποδοτικότητα της αγοράς. Το αποθετήριο μπορεί επίσης να προσφέρει και άλλες υπηρεσίες (π.χ. να διευκολύνει εντολές διακανονισμού και πληρωμών).

Η Επιτροπή αναγνωρίζει τα οφέλη που μπορούν να αποκομίσουν οι επόπτες από τα κεντρικά αποθετήρια δεδομένων σε ό,τι αφορά την διαφάνεια και την πληροφόρηση. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία διότι ο συμψηφισμός μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου δεν εφαρμόζεται εύκολα σε όλα τα παράγωγα προϊόντα επειδή δεν συντρέχουν πάντα οι αναγκαίες προϋποθέσεις και δεν είναι εύκολη η εφαρμογή τους. Για λόγους νομικής ασφάλειας, εποπτείας και συνέχειας των συναλλαγών, η Ευρωπαϊκή επιτροπή ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (ΕΡΑΑΚΑ) θα μελετήσει τη χρησιμότητα του μέσου αυτού. Συνεπώς, η Επιτροπή, υπό το φως της επικείμενης έκθεσης της ΕΡΑΑΚΑ, θα προβεί στις κατάλληλες προς τούτο ενέργειες.

## 5.3. Συμψηφισμός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου (ΚΑ)

Από τα εξετασθέντα τέσσερα μέσα την μεγαλύτερη προσοχή τράβηξε μέχρι σήμερα ο συμψηφισμός κεντρικού αντισυμβαλλόμενου. Οι ΚΑ απέδειξαν την αξία τους με την ευκαιρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης, αυτή δε φαίνεται από τον ρόλο τους στη διαχείριση των συνεπειών της αθέτησης υποχρεώσεων από την Lehman Brothers. Η Επιτροπή ήδη παρακίνησε τον κλάδο να επεκτείνει τη χρήση του συμψηφισμού ΚΑ και προτίθεται να δώσει προτεραιότητα στην εφαρμογή της σύστασης της ομάδας de Larosière.

Ο συμψηφισμός ΚΑ πρέπει να γίνεται στην Ευρώπη και υπέρ αυτού συνηγορούν ισχυροί λόγοι που αφορούν την ρύθμιση, την εποπτεία και τη νομισματική πολιτική. Αν ο ΚΑ είναι εγκατεστημένος στην Ευρώπη, τότε διέπεται από ευρωπαϊκούς κανόνες και εποπτεία. Οι επόπτες έχουν έτσι αδιαμφισβήτητη και απρόσκοπτη πρόσβαση στις πληροφορίες που έχουν στη διάθεσή τους οι ΚΑ. Είναι επίσης ευκολότερο για τις ευρωπαϊκές αρχές να παρεμβαίνουν σε περίπτωση προβλήματος όταν οι ΚΑ είναι εγκατεστημένοι στην Ευρώπη. Για παράδειγμα, οι κεντρικές τράπεζες δεν παρέχουν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είναι εγκατεστημένα εκτός της νομισματικής τους ζώνης άμεση πρόσβαση στις ταμειακές τους διευκολύνσεις<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Παρόμοια αποταμίευση δεδομένων υπάρχει για τα συμβόλαια αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας με τη μορφή του Trade Information Warehouse και την ευθύνη λειτουργίας του έχει το αμερικανικό Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

<sup>11</sup> Συμφωνίες ανταλλαγής του κεφαλαίου και του τόκου νομισμάτων μπορεί να υπάρχουν μεταξύ κεντρικών τραπεζών, αλλά επειδή δεν υπάρχει άμεση πρόσβαση σε ταμειακές διευκολύνσεις, η ΕΚΤ εξέφρασε την έντονη προτίμησή της για ΚΑ εγκατεστημένο στη ευρωζώνη, όπως προκύπτει από δήλωση του Διοικητικού της Συμβουλίου, της 18<sup>ης</sup> Δεκεμβρίου 2008, όπου επιβεβαιώνεται ότι «υπάρχει ανάγκη τουλάχιστον ενός ευρωπαϊκού συστήματος εκκαθάρισης πιστωτικών παραγώγων μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου και ότι, δεδομένης της δυναμικής συστημικής σημασίας των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού τίτλων, αυτή η υποδομή θα πρέπει να βρίσκεται στη ζώνη του ευρώ». ΕΚΤ (2008), Αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου, 18 Δεκεμβρίου 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>.

Στον τομέα των συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας, οι κύριοι διαπραγματευτές παραγώγων δεσμεύτηκαν γραπτώς έναντι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να εκτελούν τον συμψηφισμό των ευρωπαϊκών συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας μέσω ενός ή περισσότερων ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων, μέχρι τις 31 Ιουλίου 2009 και έχουν ήδη ξεκινήσει τις εργασίες για την απαραίτητη τυποποίηση των ευρωπαϊκών συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας ώστε να είναι δυνατός ο συμψηφισμός αυτός. Δύο ευρωπαϊκοί κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι αναμένεται ότι θα είναι έτοιμοι να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους για συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας, μέχρι τις 31 Ιουλίου 2009, ενώ ένας τρίτος αναμένεται ότι θα είναι έτοιμος μέχρι τον Δεκέμβριο 2009 και ένας τέταρτος δεν έχει δεσμευθεί για συγκεκριμένη ημερομηνία. Γενικά, η Επιτροπή καλωσορίζει τις προσπάθειες του κλάδου για την τήρηση της προθεσμίας που ορίζεται στην γραπτή δέσμευση. Πράγματι, οι πρωτοβουλίες του χρηματοπιστωτικού κλάδου, και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού, απεδείχθησαν μέχρι στιγμής αποδοτικές σε ότι αφορά την τυποποίηση των συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, δεν έχουν ακόμη εφαρμοστεί ολοκληρωτικά οι λύσεις που αφορούν κάποιες τεχνικές πλευρές, όπως αυτές οι οποίες συνδέονται με την αναδιάρθρωση πιστωτικού γεγονότος. Επομένως, αν η δέσμευση του χρηματοπιστωτικού κλάδου δεν αποφέρει αποτελέσματα, η Επιτροπή θα εξετάσει άλλους τρόπους, όπως περιγράφεται αναλυτικότερα πιο κάτω. Η Επιτροπή καλωσορίζει τις πρωτοβουλίες του χρηματοπιστωτικού κλάδου και θα λάβει πλήρως υπόψη τα αποτελέσματα και την εφαρμογή τους ενόσω θα εξετάζει την ανάγκη περαιτέρω πρωτοβουλιών προκειμένου να διασφαλιστεί η κατά το δυνατόν ευρύτερη χρήση του συμψηφισμού μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου.

Υπάρχουν ήδη κίνητρα για τη χρήση κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Οι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν φυσικό κίνητρο να χρησιμοποιούν συμψηφισμό μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου, επειδή με τον τρόπο αυτό μειώνεται ο πιστωτικός κίνδυνος αντισυμβαλλομένου και είναι δυνατές οι μειώσεις των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Ωστόσο, τα κίνητρα αυτά δεν ήταν επαρκή ώστε να υπερισχύσουν των εμπορικών κινήτρων που ευνοούν τον διμερή συμψηφισμό. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή εξετάζει πώς θα δώσει ισχυρότερα κίνητρα για χρήση συμψηφισμού κεντρικού αντισυμβαλλομένου ώστε να μην υπάρχουν πλέον δισταγμοί για χρήση συμψηφισμού κεντρικού αντισυμβαλλομένου, εφόσον είναι δυνατόν. Αυτό θα επιτευχθεί με (i) την τροποποίηση των κανόνων για το υποχρεωτικό κεφάλαιο που περιέχονται στις οδηγίες περί κεφαλαιακών απαιτήσεων και (ii) την παροχή πρόσθετων κανονιστικών και εποπτικών διαβεβαιώσεων για τον ασφαλή και υγιή χαρακτήρα των κεντρικών αντισυμβαλλομένων με την πιθανή θέσπιση ευρωπαϊκής νομοθεσίας και κοινής εποπτείας<sup>12</sup>. Βεβαίως, το έργο αυτό ουδόλως θίγει την προθεσμία η οποία ισχύει για τις εν εξελίξει προσπάθειες με στόχο την πραγματοποίηση του συμψηφισμού των ευρωπαϊκών συμβάσεων αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας μέσω ενός ή περισσότερων ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων, δηλαδή την 31η Ιουλίου 2009.

#### **5.4. Εκτέλεση συναλλαγών**

Καταρχήν, σε ό,τι αφορά τα τυποποιημένα παράγωγα των οποίων ο συμψηφισμός γίνεται μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου, το επόμενο λογικό βήμα είναι η διαπραγμάτευση των συμβάσεων αυτών να γίνεται σε οργανωμένο τόπο διαπραγμάτευσης, όπου οι τιμές και άλλες συνδεόμενες με την συναλλαγή πληροφορίες επιδεικνύονται δημόσια, όπως σε μια

<sup>12</sup> Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2009). Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, *Ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική εποπτεία* COM(2009)252.

ρυθμιζόμενη αγορά (π.χ. χρηματιστήρια παραγώγων) ή σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) που υπόκειται σε απαιτήσεις διαφάνειας. Με τον τρόπο αυτό θα επιτευχθεί μεγαλύτερη διαφάνεια των τιμών και καλύτερη διαχείριση του κινδύνου.

Ωστόσο, τα είδη τυποποιημένων συμβάσεων που κατά κανόνα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε δημόσιους τόπου, δεν επαρκούν κατ' ανάγκη για να καλύψουν όλες τις ανάγκες διαχείρισης του κινδύνου των χρηστών παραγώγων. Οι περισσότεροι συμμετέχοντες στην αγορά δίδουν εμπορική προτίμηση στις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές. Ωστόσο, αυτό που πρέπει κυρίως να λαμβάνεται υπόψη είναι η σημασία που έχουν οι διαφανείς και λειτουργικά αποδοτικές αγορές για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η κοινωνία στο σύνολό της δείχνει προτίμηση για διαφανείς τρόπους διαπραγμάτευσης, κατά το δυνατόν ανοικτούς και τυποποιημένους, ώστε να είναι δυνατή η αξιολόγηση του κινδύνου και ο καθορισμός των τιμών.

Ένα σύστημα που βασίζεται στον ανταγωνισμό μεταξύ των διαφόρων τρόπων διαπραγμάτευσης (εξωχρηματιστηριακά, χρηματιστήρια και ΠΜΔ) παρουσιάζει επίσης πλεονεκτήματα σε ό,τι αφορά την αποδοτικότητα της αγοράς, στο βαθμό που όλοι οι τόποι υπόκεινται στις δέουσες απαιτήσεις διαφάνειας και οργάνωσης, οι οποίες διασφαλίζουν θεμιτό ανταγωνισμό. Και άλλες χρηματοπιστωτικές αγορές επέλεξαν τη διαφανή και οργανωμένη διαπραγμάτευση. Η οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) κατήργησε τον κανόνα σύμφωνα με τον οποίο οι συναλλαγές πρέπει να γίνονται σε ρυθμιζόμενες αγορές (ο αποκαλούμενος κανόνας «συγκέντρωσης των συναλλαγών»), αλλά επέβαλε τις κατάλληλες υποχρεώσεις διαφάνειας σε άλλους τρόπους διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ, συστηματικούς εσωτερικοποιητές). Έτσι, σε ό,τι αφορά τις διαπραγματεύσιμες μετοχές, ο ανταγωνισμός μεταξύ τρόπων διαπραγμάτευσης λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο κοινών κανόνων για τη διαφάνεια και την οργάνωση. Ωστόσο, το καθεστώς διαφάνειας της MiFID δεν καλύπτει σήμερα τα παράγωγα και η γνωστοποίηση συναλλαγών δεν ισχύει για τα χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία δεν γίνονται δεκτά για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Λαμβανομένου υπόψη του ιδιάζοντος και ευέλικτου χαρακτήρα των εξωχρηματιστηριακών αγορών παραγώγων και του καθεστώτος που εφαρμόζεται στις διαπραγματεύσιμες μετοχές, η Επιτροπή θα εξετάσει πώς μπορεί να επιτύχει μια περισσότερο διαφανή και αποδοτική διαδικασία διαπραγμάτευσης για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα. Προς τούτο, θα αξιολογήσει περαιτέρω (i) πώς μπορούν οι συναλλαγές να γίνονται περισσότερο μέσω διαφανών και αποτελεσματικών τρόπων διαπραγμάτευσης και (ii) το κατάλληλο επίπεδο διαφάνειας (τιμή, συναλλαγή, θέση) για τα διάφορα είδη τρόπων διαπραγμάτευσης αγορών παραγώγων.

## **6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ**

Τα παράγωγα διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην οικονομία αλλά συνδέονται με ορισμένους κινδύνους. Με την κρίση απεδείχθη ότι οι κίνδυνοι αυτοί δεν μειώνονται επαρκώς στο εξωχρηματιστηριακό τμήμα της αγοράς, ιδίως σε ό,τι αφορά συμβάσεις αντιστάθμισης του κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας. Από τότε που εκδηλώθηκε η χρηματοπιστωτική κρίση, η Επιτροπή καταβάλλει προσπάθειες για την αντιμετώπιση ορισμένων από τους πλέον επείγοντες κινδύνους.

Πέραν τούτου, η Επιτροπή θα εξετάσει τη δυνατότητα να ληφθούν περαιτέρω μέτρα για την προώθηση μεγαλύτερης τυποποίησης και διαφάνειας των συναλλαγών, για την παγίωση της

χρήσης του συμψηφισμού μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου και για να διασφαλιστεί ότι αυτός θα αποτελεί πλέον τον κανόνα για τις εξωχρηματιστηριακές αγορές παραγώγων στο σύνολό τους, καθώς και για τη διοχέτευση των περαιτέρω ροών συναλλαγών μέσω διαφανών και αποδοτικών τόπων διαπραγμάτευσης, εφόσον είναι δυνατόν.

Κατόπιν της δημόσιας διαβούλευσης την οποία δρομολογεί η ανακοίνωση, η Επιτροπή θα πραγματοποιήσει δημόσια συζήτηση στις 25 Σεπτεμβρίου 2009. Οι απόψεις και τα αποδεικτικά στοιχεία που θα παρουσιάσουν οι ενδιαφερόμενοι θα αποτελέσουν τροφή για μια λεπτομερή μελέτη αξιολόγησης του αντικτύπου, η οποία θα βοηθήσει την Επιτροπή να διαμορφώσει την προσέγγισή της. Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα της διαβούλευσης, η Επιτροπή θα καταρτίσει λειτουργικά συμπεράσματα πριν από τη λήξη της τρέχουσας εντολής της και θα παρουσιάσει κατάλληλες πρωτοβουλίες, περιλαμβανομένων των νομοθετικών προτάσεων, κατά περίπτωση, πριν από το τέλος του έτους.

Η Επιτροπή θα λάβει πλήρως υπόψη τις προσπάθειες του χρηματοπιστωτικού κλάδου καθώς και τις εξελίξεις στους κύριους εταίρους της ΕΕ και, ιδίως, το πλήρες ρυθμιστικό πλαίσιο για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα που ανήγγειλε το αμερικανικό υπουργείο οικονομικών. Αυτό το πλαίσιο προβλέπει κυρίως την υποχρέωση συμψηφισμού όλων των τυποποιημένων συμβάσεων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων και ενθαρρύνει την εκτέλεση συναλλαγών σε «ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια και με ηλεκτρονικά συστήματα εκτέλεσης των συναλλαγών εξωχρηματιστηριακών παραγώγων ρυθμιζόμενα και διαφανή»<sup>13</sup>. Η Επιτροπή θα εξακολουθήσει τις εργασίες της επί των θεμάτων αυτών με τις αμερικανικές αρχές, μεταξύ άλλων, στο πλαίσιο διαλόγου για ρυθμίσεις που αφορούν τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, προκειμένου να διασφαλιστεί παντού η συνέπεια στις προσεγγίσεις πολιτικής και να αποφευχθεί τυχόν κίνδυνος δυνατότητας επιλογής ευνοϊκότερου ρυθμιστικού καθεστώτος.

---

<sup>13</sup> Βλ. Χρηματοπιστωτική κανονιστική μεταρρύθμιση των ΗΠΑ, 17 Ιουνίου 2009.