

Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής με θέμα «Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών»

COM(2010) 484 τελικό — 2010/0250 (COD)

(2011/C 54/14)

Γενικός εισηγητής: ο κ. **ΙΟΖΙΑ**

Το Συμβούλιο στις 13 Οκτωβρίου 2010, και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στις 7 Οκτωβρίου 2010, σύμφωνα με το άρθρο 114 της ΣΛΕΕ, αποφάσισαν να ζητήσουν τη γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής με θέμα:

Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών

COM(2010) 484 τελικό – 2010/0250 (COD)

Στις 20 Οκτωβρίου 2010, το Προεδρείο της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής ανέθεσε στο ειδικευμένο τμήμα «Ενιαία αγορά, παραγωγή και κατανάλωση» την προετοιμασία των σχετικών εργασιών.

Λόγω του επείγοντος χαρακτήρα των εργασιών, η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή στη διάρκεια της 467ης συνόδου ολομέλειας της στις 8 και 9 Δεκεμβρίου (συνεδρίαση της 8ης Δεκεμβρίου) όρισε γενικό εισηγητή τον κ. ΙΟΖΙΑ και υιοθέτησε την ακόλουθη γνωμοδότηση με 144 ψήφους υπέρ, 4 ψήφους κατά και 6 αποχές.

1. Παρατηρήσεις και συστάσεις

1.1 Η ονομαστική αξία των παραγώγων στα τέλη του 2009, σύμφωνα με την Τράπεζα διεθνών διακανονισμών (ΤΔΔ) άγγιζε τα 615 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ (615 000 000 000 000), ποσό δεκαπλάσιο του παγκοσμίου ΑΕγχΠ. Τα έσοδα που αποφέρουν αυτά τα παράγωγα στις τράπεζες θα φτάσουν, για το 2010, τα 150 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 40 % αυτών αφορά την εξωχρηματιστηριακή αγορά. Από πρόσφατη μελέτη μεγάλου διεθνούς τραπεζικού ομίλου προκύπτει πως οι μεταρρυθμίσεις που θα υιοθετηθούν στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ σχετικά με αυτήν την αγορά θα οδηγήσουν σε μείωση των εσόδων κατά περίπου 15 δισεκατομμύρια δολάρια.

1.2 Η ΕΟΚΕ επικροτεί την πρόταση Κανονισμού για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών και συμμερίζεται την άποψη του Επιτρόπου Barnier πως: «Οι χρηματιστηριακές παράγωγα έχουν μεγάλο αντίκτυπο στην πραγματική οικονομία, από τα δάνεια μέχρι τις τιμές των τροφίμων. Η απουσία ρυθμιστικού πλαισίου για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα συνέβαλε στη χρηματοπιστωτική κρίση και στις δραματικές της συνέπειες τις οποίες βιώνουμε όλοι».

1.3 Η επιλογή της μορφής του κανονισμού για τη ρύθμιση του ζητήματος είναι προσηκουσα και απαντά στην ανάγκη θέσπισης γενικών και ενιαίων υποχρεώσεων για όλους τους φορείς του κλάδου.

1.4 Η ΕΟΚΕ συμφωνεί με την πρόταση της Επιτροπής περί της εκκαθάρισης των τυποποιημένων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων (ΚΑΣ) και της διασφάλισης ότι οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι, οι οποίοι θα αναλαμβάνουν σημαντικούς κινδύνους, θα υπόκεινται σε ενιαία εποπτικά πρότυπα στην ΕΕ. Αυτή η ιδέα εξάλλου συμπεριλαμβανόταν σε προηγούμενη γνωμοδότηση της ΕΟΚΕ: «Οι εξωχρηματιστηριακές αγορές

παραγώγων προϊόντων δεν πρέπει να είναι ανοιχτές σε διμερείς συναλλαγές, αλλά να διεξάγονται αποκλειστικά με έναν κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, ο οποίος, παρακολουθώντας τον συνολικό βαθμό κινδύνου, να μπορεί να εμποδίσει την πρόσβαση στις συναλλαγές σε υπερβολικά εκτεθειμένα μέρη. Οι συναλλαγές θα πρέπει να διεξάγονται σε μια ενιαία πλατφόρμα ή, τουλάχιστον, σε ένα καθορισμένο σύνολο από πλατφόρμες, βελτιώνοντας έτσι τη διαφάνεια των αγορών.»

1.5 Η ΕΟΚΕ κρίνει ιδιαίτερος θετικά την επιλογή ανάθεσης από κοινού στις εθνικές αρχές και στην ΕΑΚΑΑ της ευθύνης για την εποπτεία των αγορών εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, τον καθορισμό των διαφορετικών τύπων παραγώγων που θα πρέπει να αποτελούν αντικείμενο επεξεργασίας σε κεντρικό επίπεδο, την παραχώρηση, ανάκληση ή τροποποίηση της άδειας των ΚΑΣ και την άσκηση παρόμοιου ρόλου σχετικά με τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών.

1.6 Η ΕΟΚΕ κρίνει αναγκαία την ενίσχυση της συνεργασίας μεταξύ της ΕΑΚΑΑ και των εθνικών αρχών, οι οποίες σίγουρα θα κληθούν να συμβάλουν με την εμπειρία και τη γνώση των τοπικών αγορών και οι οποίες θα πρέπει να διευκολύνουν τη διαδικασία σταδιακής αύξησης της διαλειτουργικότητας των ΚΑΣ, αξιολογώντας το επίπεδο ικανότητάς τους, την εσωτερική τους οργάνωση και την ικανότητα αντιμετώπισης κινδύνων. Προς το παρόν, κρίνεται σκόπιμο, να περιοριστεί η διαλειτουργικότητα σε χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγής τοις μετρητοίς.

1.7 Η πρόταση κανονισμού υλοποιεί τις προτάσεις του Συμβουλίου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας για την επέκταση των υπηρεσιών των κεντρικών αντισυμβαλλομένων στα τυποποιημένα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, καθώς η ομάδα G-20 όρισε πως μέχρι το τέλος του 2012 αυτές οι συμβάσεις θα πρέπει να ανταλλάσσονται στις αγορές ή σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες και να εκκαθαρίζονται μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Οι δε συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων πρέπει να αναφέρονται στα αρχεία καταγραφής συναλλαγών.

1.8 Σε διεθνές επίπεδο, μια κοινή ομάδα εργασίας CPSS-IOSCO ξεκίνησε τον Φεβρουάριο του 2010 συνολική αναθεώρηση των προτύπων υποδομών της αγοράς: συστημάτων πληρωμής, συστημάτων διακανονισμού αξιόγραφων και κεντρικών αντισυμβαλλομένων. Στόχος είναι η επικαιροποίηση των σημερινών αρχών/συστάσεων και η ενίσχυσή τους υπό το φως των διδαγμάτων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ένα πρώτο σημαντικό αποτέλεσμα επετεύχθη με την έκδοση, τον Μάιο του 2010, του εγγράφου «Παρατηρήσεις σχετικά με τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών στην αγορά εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων». Όσον αφορά το ρόλο των ΚΑΣ, ήδη από το Μάρτιο του 2004 είχαν δοθεί χρήσιμες συμβουλές από την Τεχνική Επιτροπή, οι οποίες ωστόσο δεν εισακούστηκαν.

1.9 Η πρόταση της Επιτροπής δεν αναφέρεται σε συγκεκριμένο κανονισμό για τις συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (CD-S). Η ΕΟΚΕ ελπίζει σύντομα να υιοθετηθεί ρύθμιση για τις CDS, που θα υπόκεινται σε περιορισμούς, όπως και οι ανοικτές πωλήσεις (*short selling*) από την 1η Ιουλίου 2012. Για τα παράγωγα αυτό θα ισχύσει στο τέλος του 2012.

1.10 Τον Οκτώβριο του 2009 η Επιτροπή εξέδωσε ανακοίνωση για τις μελλοντικές δράσεις που θα ληφθούν για τη ρύθμιση της αγοράς παραγώγων. Στόχος είναι η αύξηση της διαφάνειας, η μείωση των λειτουργικών κινδύνων μέσω της τυποποίησης, η ανάπτυξη των αγορών τυποποιημένων παραγώγων και η αρμόζουσα τροποποίηση της οδηγίας MiFID.

1.11 Η ΕΟΚΕ είναι πεπεισμένη πως οι προτεινόμενες ρυθμίσεις θα αυξήσουν τη διαφάνεια των αγορών, μέσω ενός ολοένα σημαντικότερου ρόλου των αρχείων καταγραφής συναλλαγών, θα περιορίσουν τον κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων μέσω της προοδευτικής αύξησης των συναλλαγών που θα εκκαθαρίζονται μέσω των ΚΑΣ, οι οποίοι με τη σειρά τους θα υπόκεινται σε αυστηρότερους κανόνες όσον αφορά τη διαχείριση, την εσωτερική οργάνωση και το απαιτούμενο κεφάλαιο. Οι ρυθμίσεις θα περιορίσουν επίσης τους λειτουργικούς κινδύνους μέσω της χρήσης ηλεκτρονικών διαδικασιών επικύρωσης των όρων των συμβάσεων που αφορούν εξωχρηματοπιστηριακά παράγωγα.

1.12 Η ΕΟΚΕ συμφωνεί τόσο με τη πρόταση για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους όσο και με τους περιορισμούς στις ανοικτές πωλήσεις. Η επιβολή της διαφάνειας στις συναλλαγές, της λογοδοσίας των παραγόντων και των αντισυμβαλλομένων και η αποφυγή κερδοσκοπικών καταχρήσεων αποτελούν αναγκαίους στόχους τους οποίους η Επιτροπή επιδιώκει αποτελεσματικά, λαμβάνοντας μέτρα για την κάλυψη, έστω και εν μέρει, της απουσίας κανονισμών που συνέβαλε στη χρηματοπιστωτική κρίση.

1.13 Η ΕΟΚΕ επισημαίνει, ωστόσο, πως υφίστανται κίνδυνοι που δεν πρέπει να υποτιμηθούν όσον αφορά, π.χ., την υπερβολική έμφαση στα οφέλη που μπορούν να επιφέρουν βραχυπρόθεσμα οι ΚΑΣ στις αγορές CDS. Η ανταγωνιστική φύση των διαφόρων ΚΑΣ κατά την εκκαθάριση και τον κατακερματισμό της διαδικασίας αποτελεί άλλον παράγοντα που δεν πρέπει να υποτιμηθεί, όπως και ο κίνδυνος περιορισμού του εύρους των διαθέσιμων μέσων και αύξησης του κόστους για τις συναλλαγές που σχετίζονται με τις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες.

1.13.1 Για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των εν λόγω κινδύνων, θα πρέπει πρωτίστως να εξετασθούν προσεκτικά τα ακόλουθα θέματα: η διαλειτουργικότητα των ΚΑΣ, το απόρρητο της ανταλλαγής δεδομένων, η συγκέντρωση των υποχρεώσεων συλλογής δεδομένων και αναφοράς στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους, και η συμμετοχή των πελατών στη διακυβέρνηση των ΚΑΣ.

1.14 Η ΕΟΚΕ συνιστά στα ευρωπαϊκά όργανα:

- να υιοθετήσουν σύντομα τον κανονισμό για τις αγορές εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων, που αποσκοπεί στην ανάκτηση της εμπιστοσύνης και της ηρεμίας στην αγορά και στην προστασία των αποταμιευτών,
- να συμπληρώσουν τη νέα ρύθμιση όσον αφορά τα παράγωγα όπως προτείνει η Επιτροπή,
- να επιταχύνουν τη συμπλήρωση του συνόλου της θεσμικής και ρυθμιστικής διάρθρωσης που σχετίζεται με τη μεταρρύθμιση της νομοθεσίας που διέπει τις χρηματαγορές.

2. Η πρόταση της Επιτροπής

2.1 Η ομάδα G-20 έχει επαναλάβει πολλάκις τη δέσμευσή της να επιταχύνει την υιοθέτηση αυστηρών μέτρων για την αύξηση της διαφάνειας και την αντιμετώπιση της έλλειψης ρυθμίσεων για τα εξωχρηματοπιστηριακά παράγωγα.

2.2 Η πρόταση Κανονισμού αναφέρεται στα πολυάριθμα μέτρα που προτεινόταν στο Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 15ης Ιουνίου 2010 («Αγορές παραγώγων προϊόντων - μελλοντικές δράσεις πολιτικής») και συνάδει με την αμερικανική νομοθεσία που υιοθετήθηκε πρόσφατα και αποκαλείται «*Frank-Dodd Act*».

2.3 Όσον αφορά την εκκαθάριση, την αναφορά και την άμβλυνση των κινδύνων των εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων, η εκκαθάριση μέσω ΚΑΣ δεν προβλέπεται παρά μόνο για τις τυποποιημένες συμβάσεις. Κατά συνέπεια, ο κανονισμός προβλέπει δύο προσεγγίσεις για τον καθορισμό των συμβάσεων που πρέπει να εκκαθαριστούν, προκειμένου να ενταχθεί στο μηχανισμό της υποχρεωτικής εκκαθάρισης ο μεγαλύτερος δυνατός αριθμός εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων.

2.4 Η πρώτη προσέγγιση, από τη βάση, προβλέπει πως ο ΚΑΣ θα εξουσιοδοτείται από την αρμόδια αρχή να λαμβάνει αποφάσεις σχετικά με την εκκαθάριση ορισμένων τύπων συμβάσεων. Σε συνέχεια της έγκρισης, η ίδια αρμόδια αρχή θα υποχρεούται να ενημερώσει την ΕΑΚΑΑ η οποία θα δύναται να αποφασίσει εάν παρόμοια υποχρέωση εκκαθάρισης θα εφαρμόζεται σε όλες τις ανάλογες συμβάσεις εντός της ΕΕ.

2.5 Η δεύτερη προσέγγιση, αντίθετα, εκ των άνω, επιτρέπει τον καθορισμό των συμβάσεων που δεν εκκαθαρίζονται από ΚΑΣ. Σύμφωνα με αυτήν, η ΕΑΚΑΑ, από κοινού με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) θα καθορίζουν τις συμβάσεις που δύναται να υπόκεινται σε υποχρεωτική εκκαθάριση. Οι αντισυμβαλλόμενοι που υπόκεινται σε υποχρεωτική εκκαθάριση θα πρέπει να απευθύνονται σε ΚΑΣ.

2.6 Ο Κανονισμός, αρχικά, δεν θα εφαρμόζεται σε μη χρηματοπιστωτικούς (εταιρικούς) αντισυμβαλλόμενους, εκτός εάν οι θέσεις τους σε εξωχρηματοπιστηριακά παράγωγα φθάνουν σε ορισμένο κατώφλι και θεωρούνται συστημικά σημαντικές.

2.7 Ο Κανονισμός θεσπίζει διαδικασία για τον εντοπισμό των μη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με συστημικά σημαντικές θέσεις σε εξωχρηματοπιστηριακά παράγωγα και επιβάλλει ειδικές υποχρεώσεις σε αυτά. Η διαδικασία βασίζεται στον καθορισμό δύο κατωφλίων: ενός κατωφλίου ενημέρωσης και ενός κατωφλίου εκκαθάρισης.

2.8 Ο Κανονισμός απαιτεί, συνεπώς, τη χρήση ηλεκτρονικών μέσων και την ύπαρξη διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων. Τέλος, οι χρηματοπιστωτικοί και μη αντισυμβαλλόμενοι που υπερβαίνουν το όριο εκκαθάρισης πρέπει να αναφέρουν τις λεπτομέρειες κάθε σύμβασης παραγώγου και κάθε μεταγενέστερης τροποποίησης σε αρχείο καταγραφής συναλλαγών.

3. Οι απαιτήσεις για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους

3.1 Επειδή οι ΚΑΣ οφείλουν να αναλαμβάνουν επιπρόσθετους κινδύνους, ο Κανονισμός απαιτεί, για λόγους ασφαλείας, να υπόκεινται σε αυστηρή δεοντολογία οργάνωσης της επιχείρησης και σε απαιτήσεις εποπτείας (κανόνες εσωτερικής διακυβέρνησης, αυξημένες απαιτήσεις σε κεφάλαιο κλπ.).

3.2 Ένας ΚΑΣ πρέπει να διαθέτει σταθερή δομή διαχείρισης που θα λαμβάνει υπόψη κάθε δυνητική σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών, της διοίκησης, των μελών της υπηρεσίας εκκαθάρισης και όσων συμμετέχουν έμμεσα σε αυτόν. Ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο ρόλος των μελών της ανεξάρτητης επιτροπής. Παράλληλα, απαιτείται από κάθε ΚΑΣ ένα ελάχιστο ποσό κεφαλαίου, προκειμένου να χορηγηθεί άδεια λειτουργίας για την άσκηση των δραστηριοτήτων του. Ο Κανονισμός θα απαιτήσει από τους ΚΑΣ να διαθέτουν ταμείο για την περίπτωση χρεοκοπίας στο οποίο θα συνεισφέρουν τα μέλη τους.

4. Εγγραφή και εποπτεία των αρχείων καταγραφής συναλλαγών

4.1 Ο κανονισμός προβλέπει υποχρεωτικές πληροφορίες σχετικά με συναλλαγές εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που θα πρέπει να αναφέρονται στα αρχεία καταγραφής συναλλαγών προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια αυτής της αγοράς. Τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών θα καταχωρούνται στην ΕΑΚΑΑ η οποία θα έχει την εποπτεία τους.

4.2 Ο Κανονισμός περιλαμβάνει επίσης δείκτες για τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών προκειμένου να διασφαλισθεί πως πληρούν ορισμένες προδιαγραφές. Αυτές σχεδιάζονται με στόχο οι πληροφορίες που θα συλλέγονται για ρυθμιστικούς σκοπούς τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών να είναι αξιόπιστες, ασφαλείς και προστατευμένες. Ειδικότερα, τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών θα υπόκεινται σε υποχρεώσεις οργάνωσης και λειτουργίας που θα εγγυώνται τη δέουσα προστασία.

5. Παρατηρήσεις της ΕΟΚΕ

5.1 Οι υποδομές των αγορών κινητών αξιών παρουσίασαν σημαντικές ελλείψεις ως προς τη διαχείριση κινδύνου αντισυμβαλλομένων και τη διαφάνεια των συναλλαγών στην αγορά εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, ιδίως όσον αφορά τις συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αδέτησης (CDS) που αναγνωρίστηκαν ως οι αιτίες της οικονομικής κρίσης.

5.2 Αυτές οι «άτυπες» συμβάσεις συνέβαλαν στη μείωση της αντίληψης κινδύνου και στην επέκταση της τρέχουσας κρίσης, ζημιώνοντας σοβαρά τους οργανισμούς που τις εξέδωσαν και κατ'επέκταση τους τελικούς αποταμιευτές. Από την πλευρά των εκδοτών CDS, η κερδοσκοπία των τραπεζών που πωλούσαν ακάλυπτα, δηλαδή χωρίς υποκείμενο, CDS, αύξησε τα επιτόκια και κατά συνέπεια τις υποχρεώσεις των εκδοτών, πράγμα που οδήγησε στη χρεοκοπία τους.

5.3 Για τους λόγους αυτούς οι CDS χαρακτηρίστηκαν «μολυβένια αλεξίπτωτα», καθώς αποτελούν θανάσιμο κίνδυνο για το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η μόνη συγκεκριμένη λύση που υιοθετήθηκε ήταν το να μην επιτραπεί η χρεοκοπία των οργανισμών, με την κεφαλαιακή τους ενίσχυση με δημόσιους πόρους και άρα την κρατικοποίησή τους. Αυτή η παρέμβαση οδήγησε απλά σε αναπόφευκτη αύξηση του δημοσίου χρέους, μεταφέροντας έτσι το πρόβλημα και τον κίνδυνο από την τράπεζα στη χώρα όπου αυτή ανήκε, προκαλώντας σοβαρές αναταράξεις των αγορών αξιών της ευρωζώνης και αναγκάζοντας όλες τις χώρες να λάβουν αυστηρά μέτρα λιτότητας, που επιβράδυναν την ισχνή οικονομική ανάκαμψη.

5.4 Στις ΗΠΑ, η *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) συνέστησε ειδική εταιρία (*The Warehouse Trust Company LLC*) με άδεια να λειτουργεί ως σύστημα καταγραφής συμβάσεων για τις CDS. Η κυβέρνηση προέβη σε νομοθετική μεταρρύθμιση όσον αφορά τις συναλλαγές εξωχρηματιστηριακών παραγώγων που προβλέπει την υποχρέωση χρήσης κεντρικών αντισυμβαλλομένων για τις τυποποιημένες συμβάσεις και τη συγκέντρωση των συναλλαγών σε οργανωμένες αγορές ή πλατφόρμες.

5.5 Στην Ευρώπη, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επεξεργάζεται νομοθετική πρόταση (Ευρωπαϊκή νομοθεσία για τις υποδομές των αγορών) προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και η σταθερότητα της αγοράς εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Οι δράσεις που προτείνονται συνάδουν με την αμερικανική πρόταση γιατί αποσκοπούν (πράγμα σημαντικό) στην αποφυγή καταχρηστικής επιλογής του ευνοϊκότερου καθεστώτος εποπτείας.

5.6 Η ΕΟΚΕ εφιστά την προσοχή σε ορισμένους κινδύνους που σχετίζονται με τα μέτρα που προτείνονται για την αγορά παραγώγων. Πράγματι, δεν ευθύνονται μόνο τα παράγωγα, η έλλειψη κεντρικών αντισυμβαλλομένων ή η απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων για την κατάρρευση των χρηματαγορών.

5.7 Από τη δεκαετία του '80 διατέθηκαν στις χρηματαγορές ολοένα πιο σύνθετα παράγωγα προϊόντα που αύξησαν την αποδοτικότητά τους, πλησιάζοντας την ιδεατή πληρότητα των αγορών όπως περιγράφεται από την οικονομική θεωρία. Αυξήθηκε, κατά συνέπεια, και η πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων ρύθμισης, ελέγχου και εποπτείας, ενώ οι δέσμες μεταρρυθμίσεων που συζητιόνταν αποσκοπούσαν πάντοτε στον μεγαλύτερο έλεγχο των αγορών, μειώνοντας έτσι την αποδοτικότητά τους.

5.8 Μια αγορά είναι αποδοτικότερη όταν η τιμή (ή η απόδοση) ενός τίτλου αντανakλά τη διαθέσιμη ενημέρωση. Για να καταστεί αποδοτικότερη μια αγορά, συνεπώς, θα πρέπει να ενθαρρυνθεί η μετάδοση των πληροφοριών προκειμένου αυτές να ενσωματώνονται το ταχύτερο δυνατό στην τιμή των τίτλων. Είναι σημαντική η γνώση των συμβίβασμών που οδηγούν στην αποδοτικότητα.

5.9 Πρωτίστως, τα μέτρα που αποσκοπούν στη μείωση του εύρους των διαθέσιμων χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως οι περιορισμοί στις λεγόμενες «ακάλυπτες» CDS ή στις ανοικτές πωλήσεις θα μπορούσαν να μην αυξήσουν την αποδοτικότητα των αγορών. Ο περιορισμός των διαθέσιμων μέσων μειώνει την ικανότητα των αγορών να απορροφήσουν και να διαδώσουν την ενημέρωση που διαθέτουν οι φορείς τους.

5.10 Θα μπορούσαμε βέβαια να συζητάμε για τη χρησιμότητα των ακάλυπτων CDS, για το ποιες είναι οι επιπλέον πληροφορίες που αυτές διαχειρίζονται σε σχέση με τα λοιπά μέσα, για το πώς αυτές επηρεάζουν το κόστος χρηματοδότησης. Ωστόσο, η απαγόρευσή τους δε θα επέφερε σημαντικά οφέλη ως προς την αποδοτικότητα. Ο περιορισμός της δυνατότητας ανοικτών πωλήσεων περιορίζει τη ρευστότητα του συστήματος και κατά συνέπεια την ικανότητα άμεσης αντίδρασης σε νέες διαθέσιμες πληροφορίες. Παράλληλα, ο περιορισμός της διαδικασίας εξωχρηματοπιστηριακών τίτλων μέσω της υποχρέωσης των διαχειριστών να επεξεργάζονται όλα τα παράγωγα εντός οργανωμένων αγορών και μέσω της χρήσης γραφείων εκκαθάρισης μπορεί να έχει διπλό αποτέλεσμα.

5.11 Από τη μία πλευρά, να συμβάλει στη μεγαλύτερη διαφάνεια της αγοράς (θα είναι ευκολότερη, για παράδειγμα, η παρακολούθηση του κεφαλαίου και του κινδύνου που ενέχουν οι τίτλοι στην κατοχή των φορέων) και θα επιτρέψει τον, έστω και μερικό, περιορισμό πιθανών πηγών αστάθειας. Ωστόσο, σε συνθήκες χρηματοπιστωτικής πίεσης η διαφάνεια από μόνη της δεν αρκεί. Η πρόταση της Επιτροπής δίνει στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές σαφείς εξουσίες, σε ειδικές περιπτώσεις, περιορισμού ή κατάργησης «προσωρινά» της απαγόρευσης ανοικτών πωλήσεων χρηματοπιστωτικών μέσων, σε συντονισμό με την ΕΑΚΑΑ η οποία θα διαθέτει τη δυνατότητα άμεσης παρέμβασης σε δύο περιπτώσεις: όταν υφίσταται απειλή για την ομαλή λειτουργία και την ακεραιότητα των αγορών ή όταν οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές δεν έχουν λάβει μέτρα ή τα μέτρα που έλαβαν κρίνονται ανεπαρκή.

5.12 Από την άλλη πλευρά, ο κίνδυνος είναι, εκ νέου, ο περιορισμός του εύρους των διαθέσιμων μέσων και η αύξηση του κόστους συναλλαγών που σχετίζονται με χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες. Η αγορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) είναι σε μεγάλο βαθμό τυποποιημένη και οργανωμένη (καθώς είναι σημαντικό να ελέγχονται οι τιμές των τίτλων), η αγορά των προθεσμιακών συμβάσεων (forwards) (μέσο που μοιάζει με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης) είναι ωστόσο προσαρμοσμένη στις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων και επιτρέπει στους διαχειριστές να διαθρῶσουν με ευελιξία την εξόφλησή τους. Αυτοί οι τίτλοι δεν είναι ιδιαίτερα τυποποιημένοι και θα ήταν δύσκολο να ενταχθούν στο παραδοσιακό πλαίσιο της οργανωμένης αγοράς χωρίς να περιοριστούν οι δυνατές επιλογές για τους επενδυτές.

5.13 Οι ΚΑΣ θεωρούνται το μέσο, η «λύση» για τη διαχείριση του συστημικού κινδύνου και για να καταστούν αποδοτικότερες και διαφανέστερες οι εξωχρηματοπιστηριακές αγορές. Οι ΚΑΣ αποτελούν οίγουρα σημαντικό παράγοντα για τη βελτίωση του κινδύνου και της αποδοτικότητας των αγορών και, όσον αφορά την αγορά ενδοχρηματοπιστηριακών παραγώγων, αποτελούν απαραίτητο στοιχείο

της δομής της. Κατά συνέπεια είναι εύλογη η άποψη πως οι ΚΑΣ θα συμβάλουν επίσης στην εξέλιξη των εξωχρηματοπιστηριακών αγορών. Ωστόσο, πολλοί οργανισμοί και πολιτικοί υπερτονίζουν τα οφέλη που οι ΚΑΣ μπορούν να επιφέρουν στις αγορές CDS βραχυπρόθεσμα.

5.14 Οι ΚΑΣ δεν μπορούν στην πραγματικότητα να θεωρηθούν η λύση για τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου, ενδέχεται δε να μη δύνανται να καταστήσουν αποδοτικότερη την αγορά, δεδομένης της σημερινής της κατάστασης. Στο σημερινό πλαίσιο, όπου υπάρχουν πολλοί ΚΑΣ σε κάθε περιοχή, διαφορετικοί ανάλογα με το εάν πρόκειται για πιστωτικά παράγωγα ή για συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (IRS), υπονομεύεται η δυνατότητα αποτελεσματικής χρήσης των εξασφαλίσεων και περιορισμού της έκθεσης στον αντισυμβαλλόμενο. Ο ΚΑΣ μπορεί να αντισταθμίσει την έκθεση σε πολυμερή βάση αλλά μόνο όσον αφορά την περιοχή, τους αντισυμβαλλόμενους ή τα είδη παραγώγων όπου δραστηριοποιείται. Αυτό σημαίνει πως δεν είναι δυνατός ο συμψηφισμός μεταξύ των θέσεων CDS και των θέσεων IRS.

5.15 Ο διμερής συμψηφισμός της έκθεσης σε περισσότερα είδη εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων με ένα μόνο αντισυμβαλλόμενο εκτός ΚΑΣ μπορεί να οδηγήσει σε αποδοτικότερη χρήση των εξασφαλίσεων. Πρέπει εξάλλου να τονιστεί πως τα παράγωγα θα αποτελούν πάντοτε καινοτόμα μέσα προσαρμοσμένα σε συγκεκριμένες ανάγκες και πως θα υφίσταται μεγάλος αριθμός συμβάσεων που δεν θα μπορούν να συμψηφιστούν. Αυτές οι θέσεις πρέπει να συμφωνηθούν, λαμβανομένου υπόψη του πιστωτικού κινδύνου, μέσω της ενδεδειγμένης διαδικασίας διαχείρισης των εξασφαλίσεων η οποία ωστόσο δεν θα περιλαμβάνει τους ΚΑΣ.

5.16 Οι ΚΑΣ συμβάλουν στην προστιθέμενη αξία και στον καταμερισμό και περιορισμό του κινδύνου για τους μεμονωμένους φορείς. Η ΕΟΚΕ συμφωνεί με αυτή τη θέση. Η δημοτικότητα τους θα αυξήσει και θα επιταχύνει την ωρίμανση και τη διαφάνεια της αγοράς, ενώ θα οδηγήσει σε θεμιτή επέκταση των εξωχρηματοπιστηριακών δραστηριοτήτων στο μέλλον.

5.17 Ωστόσο οι ΚΑΣ δεν αποτελούν παρά ένα από τα στοιχεία σταθερής υποδομής διαχείρισης κινδύνου. Ο κίνδυνος του αντισυμβαλλομένου δεν θα εξαλειφθεί ενώ ο διμερής κίνδυνος θα εξακολουθεί να λαμβάνεται υπόψη για θέσεις εκτός των ΚΑΣ.

5.18 Τέλος, σε αυτά πρέπει να προστεθεί πως πολλές εταιρίες δεν επενδύουν σε συστήματα διαχείρισης του κινδύνου που σχετίζεται με το χαρτοφυλάκιο παραγώγων τους. Πιθανότατα αυτές οι εταιρίες θα συνεχίσουν να προσδοκούν στη διάσωσή τους παρά το γεγονός ότι η διαχείριση τους όσον αφορά τους κινδύνους είναι εντελώς ακατάλληλη.

Βρυξέλλες, 8 Δεκεμβρίου 2010.

Ο Πρόεδρος
της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής
Staffan NILSSON