

LEGAL INSIGHT

Αξιολόγηση της Πράσινης Βίβλου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη δημιουργία μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union CMU) με ιδιαίτερη έμφαση στο επερχόμενο μηχανισμό Target2Securities (T2S).

Χρήστος
Παρασκευόπουλος-
Κόλιας LL.M., M.Sc.

Ο μηχανισμός Target2Securities (T2S) ξεκινάει τη λειτουργία του τον Ιούνιο του 2015 στοχεύοντας στην ενοποίηση των κεφαλαιαγορών και στη δημιουργία μιας πραγματικά ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, μειώνοντας το κόστος του διακανονισμού των συναλλαγών σε ένα από τα χαμηλότερα επίπεδα στον κόσμο, βελτιώνοντας την χρηματοοικονομική σταθερότητα, προωθώντας τον ανταγωνισμό σε όφελος εν τέλει των ευρωπαίων επενδυτών και εκδοτών χρηματοπιστωτικών τίτλων. Σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες πρωτοβουλίες της Επιτροπής στο πλαίσιο του σχεδίου της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union CMU) εύλογα αναμένεται η βελτίωση της ρευστότητας των ευρωπαϊκών χρηματαγορών, πού τόσο έχουν ανάγκη οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και χώρες.

ΙΟΥΝΙΟΣ 2015

Ένα από τα βασικά μειονεκτήματα της Ευρωπαϊκής οικονομίας είναι σίγουρα η μεγάλη της εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό. Όπως παρατηρούν οι Leonardo Gambacorta, Jing Yang και ο Κώστας Τσατσαρώνης σε πρόσφατη μελέτη τους¹ οι προσανατολισμένες στο τραπεζικό δανεισμό οικονομίες αντιδρούν με πολύ χειρότερο τρόπο στις χρηματοοικονομικές κρίσεις, σε σχέση με αυτές που στηρίζουν τη χρηματοδότησή τους στις χρηματαγορές. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις ότι η χρηματοδότηση μέσω χρηματαγορών επενεργεί θετικότερα στην οικονομική ανάπτυξη σε σχέση με την τραπεζική χρηματοδότηση. Σε κάθε περίπτωση οι αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων έχουν ίση επίδραση σε σχέση με την τραπεζική χρηματοδότηση στην ανάπτυξη και η αποτελεσματικότητά του θα πρέπει επίσης να προωθείται, ώστε να επιτυγχάνεται η μέγιστη δυνατή χρηματοδότηση της οικονομίας.

¹ Leonardo Gambacorta, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis, Financial structure and growth, BIS Quarterly Review, March 2014, p. 21

Απ' την άλλη μεριά ο υψηλός κατακερματισμός των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, εξαιτίας διαφορετικών κανόνων και πρακτικών μεταξύ των χωρών μελών σε προϊόντα, όπως τιτλοποιημένα μέσα ή ιδιωτικές τοποθετήσεις, δημιουργεί τέτοια εμπόδια, ώστε σπανίως μέτοχοι και επενδυτές σε εταιρικά χρέη επενδύουν εκτός της χώρας που δραστηριοποιούνται, με συνέπεια οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις να έχουν πολύ περιορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω των αγορών. Αυτή η κατάσταση εμποδίζει σαφώς την ευρωπαϊκή οικονομία να φθάσει στη μέγιστη παραγωγική της ικανότητα και μειώνει τη διεθνή ανταγωνιστικότητά της. Σύμφωνα με στοιχεία της Επιτροπής², η κεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ε.Ε. το 2013 ήταν μόλις 64,5% του ΑΕΠ της, σχεδόν 20% χαμηλότερη από το από το προ κρίσης υψηλότερο σημείο της το 2007, και κατά πολύ χαμηλότερη από τα αντίστοιχα ποσοστά των διεθνών ανταγωνιστών της, όπως οι Η.Π.Α (138%), η Ελβετία (228%), η Ιαπωνία (94%) και η Αυστραλία (87%). Το 35% των ευρωπαϊκών μικρομεσαίων επιχειρήσεων δεν χρηματοδοτήθηκαν επαρκώς το 2013 και ιδίως σε χώρες που επλήγησαν σφοδρά από τη χρηματοοικονομική κρίση, όπως η Ελλάδα και η Ολλανδία τι ποσοστό αυτό ανήλθε σε σχεδόν 70%³. Την ίδια στιγμή το διαθέσιμο κεφάλαιο δεν κατέστη δυνατό να διοχετευθεί μέσω των χρηματαγορών στις επιχειρήσεις αυτές, που τόσο την είχαν ανάγκη. Μόνο 10% του εισοδήματος των ευρωπαϊκών οικογενειών επενδύεται σε μετοχές και ομόλογα, ενώ το 94% των Ευρωπαίων δεν έχει επενδύσει ποτέ εκτός της χώρας τους⁴.

Στηριζόμενη στα δεδομένα αυτά η Επιτροπή υπό τον κ. Γιουνκέρ αποφάσισε να αντιδράσει ανεβάζοντας πραγματικά τον πήχη, καταρτίζοντας το σχέδιο της Κοινής Αγοράς Χρηματοπιστωτικών Μέσων (Capital Markets Union -CMU). Το σχέδιο αυτό στοχεύει, σύμφωνα με την Επιτροπή, στην ανάπτυξη ενός διαφοροποιημένου χρηματοδοτικού συστήματος, μέσω της συμπλήρωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης με μια ανεπτυγμένη και με μεγάλη ρευστότητα αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων, της απεμπλοκής των διαθέσιμων και σήμερα αδρανών κεφαλαίων στην Ευρώπη, ώστε οι αποταμιευτές να διαθέτουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και οι επιχειρήσεις περισσότερες επιλογές χρηματοδότησης με χαμηλότερο κόστος σε μία πραγματική κοινή χρηματοπιστωτική αγορά στην Ε.Ε.. Στο πλαίσιο αυτό η Επιτροπή εξέδωσε στις 18.2.2015 μια Πράσινη Βίβλο, ώστε να εκκινήσει τη διαδικασία δημόσιας διαβούλευσης.

Ένα σημαντικό τμήμα της Πράσινης Βίβλου (4.3) προσδιορίζει τις απαραίτητες ενέργειες προς τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών, μέσω βελτιώσεων και κυρίως της εναρμόνισης του νομικού και λειτουργικού τους πλαισίου. Οι ενέργειες αυτές αφορούν κυρίως κανόνες εποπτείας και υποδομών των αγορών, αλλά εκτείνονται έως τη ρύθμιση των κινητών

² http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/capital-markets-in-eu_en.pdf

³ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/capital-markets-and-sme-in-eu_en.pdf

⁴ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/financial-markets-for-investors_en.pdf

αξιών, περιλαμβάνοντας κανόνες σχετικά με τα δικαιώματα των επενδυτών, την εταιρική διακυβέρνηση, την αφερεγγυότητα και τη φορολογία. Κρίσιμο στοιχείο για τη βελτίωση των υποδομών των αγορών είναι σίγουρα το επερχόμενο σύστημα Target2Securities (T2S), καθώς θα εξαλείψει την «τριβή» που δημιουργείται μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματαγορών, λόγω του υψηλού κατακερματισμού του συστήματος των Κεντρικών Αντισυμβαλλόμενων (CCPs) και των Κεντρικών Αποθετηρίων Αξιών (CSDs), ιδίως σε σύγκριση με την άμεσα ανταγωνιστική αμερικανική αγορά.

Οι κινητές αξίες μετά τα ιστορικά στάδια της ακινητοποίησης αρχικά και εν συνεχεία της αποϋλοποίησης είναι κατατεθειμένοι στα Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών (CSDs), ώστε η κυριότητά τους να μεταβιβάζεται ευχερώς δια εγγραφών στο μητρώο, παρά με φυσική μεταβίβαση των τίτλων. Συνεπώς, οι χρηματοοικονομικοί μεσολαβητές φυλάσσουν τις κινητές τους αξίες σε κάποιο Κεντρικό Αποθετήριο. Επειδή δε ο όγκος των καθημερινών συναλλαγών είναι τεράστιος, η μεταβίβαση των τίτλων, μέσω των προαναφερθέντων εγγραφών, οργανώνεται στη βάση ενός συστήματος εκκαθάρισης και διακανονισμού. Καθώς δηλαδή ο μεσολαβητής ή το μέλος της αγοράς διενεργεί εκατοντάδες, ακόμη και χιλιάδες συναλλαγές καθημερινά, για παράδειγμα της μετοχής A ή του ομολόγου B, αυτές οι μεταβολές της κυριότητας των τίτλων δεν εγγράφονται μία προς μία στο Κεντρικό Αποθετήριο, αλλά εκκαθαρίζονται στο τέλος της ημέρας. Αυτό σημαίνει ότι συμψηφίζονται οι εντολές αγοράς και πώλησης, κατά κανόνα με έναν Κεντρικό Αντισυμβαλλόμενο (CCP), ώστε να απομένει το καθαρό αποτέλεσμα αυτών των συναλλαγών, για παράδειγμα ότι x μετοχές A ή z ομόλογα B τελικά μεταβιβάζονται στα «βιβλία» του Κεντρικού Αποθετηρίου στη μερίδα του μεσολαβητή ή του μέλους της αγοράς και αντίστοιχα το y ποσό είναι καταβλητέο σε αυτόν. Μετά το στάδιο αυτό ακολουθεί ο διακανονισμός, κατά τον οποίο συντελείται η μεταβίβαση της κυριότητας των τίτλων και η διενέργεια της πληρωμής.

Σε περίπτωση διασυνοριακής συναλλαγής σε κινητές αξίες, ήτοι αγοραπωλησίας τίτλων σε αλλοδαπή για τους αντισυμβαλλόμενους αγορά ή σε περίπτωση αντισυμβαλλόμενων εγκατεστημένων σε διαφορετικές χώρες, προκύπτει η ανάγκη μεταβίβασης των κινητών αξιών και διενέργειας πληρωμών σε διαφορετικές χώρες. Έτσι, το βασικό χαρακτηριστικό του διασυνοριακού διακανονισμού σε σχέση με τον εσωτερικό διακανονισμό είναι ότι προϋποθέτει την πρόσβαση στο σύστημα διακανονισμών μιας άλλης χώρας και την αλληλεπίδραση διαφορετικών συστημάτων διακανονισμών⁵. Αυτό το σχήμα δεν διαφέρει καθόλου και στις διευρωπαϊκές συναλλαγές, με συνέπεια σήμερα οι συναλλαγές αυτές να είναι ιδιαίτερα περίπλοκες, καθώς εμπλέκουν τουλάχιστον δύο Κεντρικά Αποθετήρια (CSDs). Σε ένα απλοϊκό

⁵ The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001

παράδειγμα, για να αποκτήσει ένας χρηματοοικονομικός μεσολαβητής εγκατεστημένος στη Γερμανία, ο οποίος διαθέτει μερίδα στο γερμανικό Κεντρικό Αποθετήριο, μετοχές ενός εγκατεστημένου στην Ελλάδα μεσολαβητή ή μέλους της αγοράς, που διαπραγματεύονται σε μια ελληνική αγορά (π.χ. Χ.Α.Α.) και είναι κατατεθειμένες στο ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο, θα πρέπει να υπάρχει μια σύνδεση μεταξύ του γερμανικού και του ελληνικού Κεντρικού Αποθετηρίου, ώστε να διενεργηθούν αμφιμερώς οι αντίστοιχες καταγραφές στις μερίδες των εγκατεστημένων στην Ελλάδα και τη Γερμανία μεσολαβητών. Όμως, κάθε ευρωπαϊκό Κεντρικό Αποθετήριο διακανονίζει τις συναλλαγές σύμφωνα με τις δικές του τεχνικές υποδομές και τις αντίστοιχες νομικές προϋποθέσεις, καταλήγοντας έτσι στη δημιουργία πολύ υψηλού κόστους για τις συναλλαγές, εξαιτίας του νομικού κινδύνου που προκύπτει και της ανάγκης για προσαρμογές. Επιπλέον, ο διακανονισμός καταλήγει να αποτελεί εθνικό μονοπώλιο για τα τοπικά Κεντρικά Αποθετήρια στην Ευρώπη, καθώς ο διακανονισμός ακόμη και διασυνοριακών συναλλαγών, προϋποθέτει τη συμμετοχή όλων των εμπλεκόμενων στη συναλλαγή εθνικών Κεντρικών Αποθετηρίων.

Κατόπιν διαβούλευση με τους παράγοντες των σχετικών αγορών αποφασίστηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας η δημιουργία του συστήματος Target2Securities (T2S) το 2008, η πλατφόρμα του οποίου ξεκινά τη λειτουργία του εντός των επομένων ημερών (Ιούνιος 2015). Ο κύριος στόχος του συστήματος είναι η επίτευξη της σύγκλισης των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων και η δημιουργία μιας πραγματικά κοινής αγοράς, δια της εξάλειψης των διαφορών μεταξύ εθνικών και διευρωπαϊκών διακανονισμών. Σύμφωνα με την Ε.Κ.Τ. το T2S θα μειώσει το κόστος των διακανονισμών σε ένα από τα χαμηλότερα επίπεδα διεθνώς αξιοποιώντας πλήρως τις οικονομίες κλίμακας που προκύπτουν από τη χρήση μιας κοινής ηλεκτρονικής πλατφόρμας διακανονισμών, κοινών κανόνων και κοινού λειτουργικού πλαισίου. Το T2S θα επιδράσει θετικά στην χρηματοοικονομική σταθερότητα, διότι θα διακανονίζει τις συναλλαγές αποκλειστικά δια των κεντρικών τραπεζών που συμμετέχουν στο σύστημα Target2 και θα προσφέρει τα πιο προηγμένα πρότυπα ανθεκτικότητας, διαθεσιμότητας, συνέχειας των εργασιών και ασφάλειας, μειώνοντας έτσι τους κινδύνους που επηρεάζουν σήμερα αρνητικά τους διασυνοριακούς διακανονισμούς. Εν τέλει, θα προωθήσει τον ανταγωνισμό και θα διευρύνει τις επιχειρηματικές ευκαιρίες, επ' ωφελεία των ευρωπαϊκών επενδυτών και εκδοτών κινητών αξιών⁶.

Το Target2Securities είναι ένας κεντρικός ευρωπαϊκός μηχανισμός διακανονισμού συναλλαγών κινητών αξιών σε όλες τις ευρωπαϊκές αγορές, που λειτουργεί επί τη βάση του χέρι με χέρι διακανονισμού (delivery-versus-payment DvP) με κεφάλαια κεντρικών τραπεζών. Δεν συνιστά ένα νέο Κεντρικό Αποθετήριο, αλλά είναι απλώς μια πλατφόρμα στην οποία θα παρέχεται

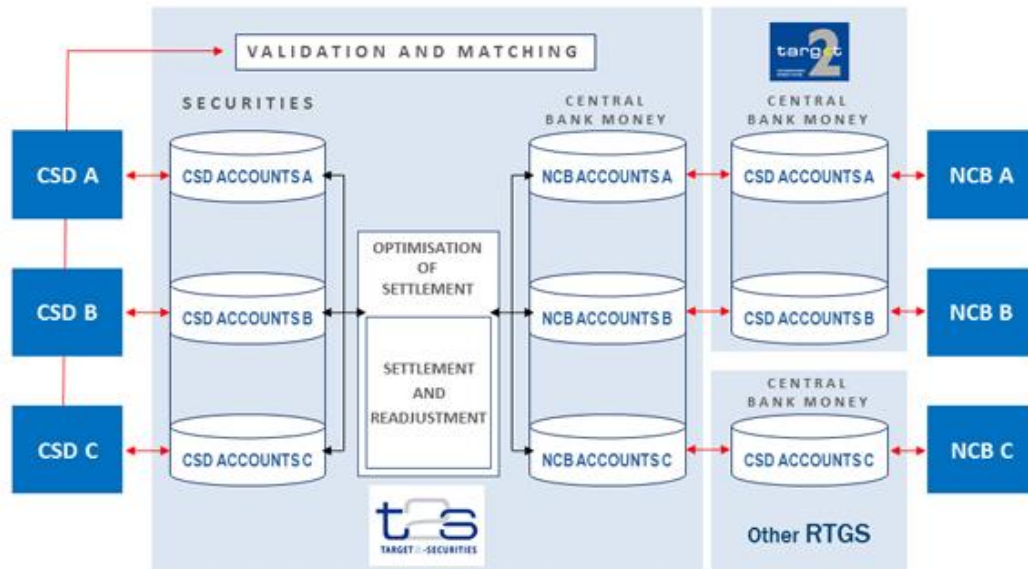
⁶ <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/about/html/index.en.html>

εναρμονισμένη πρόσβαση των υπαρχόντων τοπικών Κεντρικών Αποθετηρίων. Οι κινητές αξίες θα συνεχίσουν να είναι κατατεθειμένες στα τοπικά CSDs, αλλά ο διακανονισμός των διευρωπαϊκών συναλλαγών θα διενεργείται από τους διμερείς μηχανισμούς του συστήματος T2S, το οποίο, παρά το διμερή χαρακτήρα των μηχανισμών, θα εφαρμόζει κοινούς κανόνες, πρότυπα και χρεώσεις σε όλες τις συναλλαγές στη Ευρώπη, δημιουργώντας έτσι μια κατάσταση όμοια με τη διαδικασία του εσωτερικού διακανονισμού. Στο T2S θα καταχωρούνται τόσο οι λογαριασμοί κινητών αξιών, που φυλάσσονται σε ένα ή περισσότερα CSDs, των συμμετεχόντων στις αγορές, όσο και οι χρηματικοί λογαριασμοί τους στην αντίστοιχη κεντρική, που θα χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για τη συμμετοχή στο T2S.

Υπό το καθεστώς του μηχανισμού του T2S το προαναφερθέν παράδειγμα διευρωπαϊκής συναλλαγής παραλλάσσεται ως ακολούθως: Ο εγκατεστημένος στη Γερμανία μεσολαβητής θα διαθέτει ένα λογαριασμό το T2S, στον οποίο θα αποτυπώνονται όλες οι κινητές αξίες που κατέχει και φυλάσσονται σε ένα ή περισσότερα Κεντρικά Αποθετήρια στην Ευρώπη. Ταυτόχρονα θα διαθέτει ένα χρηματικό λογαριασμό, προς αποκλειστική χρήση του T2S, στη Γερμανική Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Για να αποκτήσει μετοχές στο X.A.A., που φυλάσσονται στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών A.E. από ένα μέλος της αγοράς εγκατεστημένο στην Ελλάδα, κατόπιν των διαδικασιών διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης οι μετοχές θα καταχωρούνται απευθείας από την ηλεκτρονική πλατφόρμα του T2S, στο λογαριασμό του στο Κεντρικό Αποθετήριο, αφού ο χρηματικός λογαριασμός του στη Γερμανική Ομοσπονδιακή Τράπεζα χρεωθεί με το τίμημα και τα χρήματα εμβασθούν στο λογαριασμό του εγκατεστημένου στην Ελλάδα αντισυμβαλλομένου του στη συναλλαγή στην Τράπεζα της Ελλάδος. Ταυτόχρονα (με την καταχώριση των πωληθέντων μετοχών στο λογαριασμό του εγκατεστημένου στη Γερμανία μεσολαβητή) ο λογαριασμός του εγκατεστημένου στην Ελλάδα μεσολαβητή ή μέλους της αγοράς στο ελληνικό Κεντρικό Αποθετήριο θα μειωθεί κατά τον αριθμό των πωληθέντων μετοχών. Με αυτόν τον τρόπο, αντίθετα με τη συνηθισμένη διασυνοριακή συναλλαγή, υπάρχει μια κοινή ηλεκτρονική πλατφόρμα, που εκμηδενίζει το κόστος της συναλλαγής μεταξύ διαφορετικών τεχνικών συστημάτων. Υπάρχει επίσης σταθερό και ασφαλές θεσμικό πλαίσιο για όλους του συμμετέχοντες στο T2S, το οποίο διαχειρίζεται ένας απολύτως αμερόληπτος θεσμός. Η Ε.Κ.Τ. χαιρεί της κοινής εμπιστοσύνης για την ανεξαρτησία της, καθώς δεν διακυβεύονται εθνικά της συμφέροντα στις αγορές και κυρίως η ανεξαρτησία της έχει επιβεβαιωθεί από τη μέχρι σήμερα ασκηθείσα νομισματική πολιτική. Οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν δρουν υπό τον κίνδυνο μεταβολών των εθνικών νομοθεσιών, που μπορεί να επηρεάσει τη μεταβίβαση και τη διακράτηση των κινητών αξιών κατά το ευαίσθητο στάδιο του διακανονισμού.

Το σχήμα του μηχανισμού Target2Securities:

■



Συμπερασματικά, ο μηχανισμός Target2Securities (T2S), αν και κυρίως τεχνικός, αναμένεται εύλογα να προωθήσει την απαραίτητη ανάπτυξη των ευρωπαϊκών αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων και είναι σίγουρα απαραίτητο βήμα προς την υλοποίηση της Κοινής Αγοράς Χρηματοπιστωτικών Μέσων (Capital Markets Union), καθώς ο μηχανισμός διακανονισμού βρίσκεται στην καρδιά της λειτουργίας των αγορών. Μαζί με τις υπόλοιπες πρωτοβουλίες, που περιγράφονται στο κεφάλαιο 4.3. της Πράσινης Βίβλου, ελπίζεται ότι θα συνδράμει στην κάλυψη της μεγάλης απόστασης που χωρίζει τις ευρωπαϊκές αγορές από τους διεθνείς ανταγωνιστές, ώστε να επιτευχθεί η προσέλκυση ρευστότητας και η αποτελεσματική διοχέτευση αυτής στις κυριολεκτικά «διψασμένες», λόγω βεβαίως των κεντρικών ευρωπαϊκών οικονομικών πολιτικών, αγορές, αλλά και κράτη.