



Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη
Φορολογική & Χρηματοοικονομική Διοίκηση
Στρατηγικών Αποφάσεων



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ,
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ
ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ, Η ΧΡΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΤΟΥΣ

ΤΟΥ

ΤΖΟΒΑΡΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΙΟΥΔΑΝΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑΔΗΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΤΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ.....	7
1.1 Η έννοια του πιστωτικού κινδύνου	7
1.2 Έννοια των πιστωτικών παραγώγων	8
1.3 Κατηγορίες πιστωτικών παραγώγων	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ	16
2.1 Η χρήση των πιστωτικών παραγώγων στη διαχείριση κινδύνου	16
2.2 Η χρήση των πιστωτικών παραγώγων στην αντιστάθμιση κινδύνου	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. CREDIT DEFAULT SWAPS	24
3.1 Έννοια των Credit Default Swaps (CDS)	24
3.2 Χρήσεις των CDS.....	28
3.2.1 Ο ρόλος των CDS στη διαχείριση κινδύνου	28
3.2.2 Η χρήση των CDS ως εργαλείο φοροαποφυγής.....	30
3.3.3 Η χρήση των CDS ως εργαλείο κερδοσκοπίας	32
3.4 Μειονεκτήματα των CDS.....	34
3.5 Ο ρόλος των CDS στην κρίση χρέους	40
3.5.1 CDS και παγκόσμια κρίση χρέους	40
3.5.2 Περιπτώσεις κρατικών κρίσεων χρέους.....	42
3.6 Παρεμβάσεις βελτίωσης της αγοράς των CDS	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	51
4.1 Σκοπός της έρευνας και ερευνητικά ερωτήματα	51

4.2 Μέθοδος της έρευνας.....	51
4.3 Μεθοδολογικό εργαλείο.....	52
4.4 Δείγμα της έρευνας.....	54
4.5 Διαδικασία της έρευνας.....	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	64
6.1 Συζήτηση των αποτελεσμάτων.....	64
6.2 Τελικά συμπεράσματα.....	66
6.3 Περιορισμοί της έρευνας και προτάσεις μελλοντικής έρευνας.....	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	70
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	76

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα πιστωτικά παράγωγα έχουν μετασηματίσει τον τρόπο με τον οποίο οι χρηματοπιστωτικές αγορές προσεγγίζουν, τιμολογούν και διαχειρίζονται τον κίνδυνο (Καινούργιος, 2002; Guo & Ramachadran, 2000). Οι συναλλαγές με πιστωτικά παράγωγα αποτελούν ολοένα και πιο σημαντικό χαρακτηριστικό των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών αγορών. Παρέχουν ένα αποτελεσματικό μέσο αντιστάθμισης και διαχωρισμού του πιστωτικού κινδύνου από άλλες μεταβλητές της αγοράς χωρίς να θέτουν σε κίνδυνο τις σχέσεις με τους δανειολήπτες (Naifar & Abid, 2005).

Τα πιστωτικά παράγωγα είναι διμερείς συμβάσεις που μεταφέρουν πιστωτικό κίνδυνο μεταξύ των συμβαλλομένων μερών. Ουσιαστικά, τα πιστωτικά παράγωγα είναι διμερείς χρηματοοικονομικές συμβάσεις που απομονώνουν συγκεκριμένες πτυχές του πιστωτικού κινδύνου από ένα υποκείμενο μέσο και μεταφέρουν αυτόν τον κίνδυνο μεταξύ δύο μερών (Καινούργιος, 2002; Guo & Ramachadran, 2000; Ito & Harada, 2004; Chilcote, 2006). Ορισμένα πιστωτικά παράγωγα διαιρούν τα ομόλογα σε τμήματα για να εμποδίσουν τη διαπραγμάτευση ομολόγων για μερικά μέρη (Chilcote, 2006). Προκειμένου να μπορέσει να μεταφερθεί ο κίνδυνος μεταξύ δύο μερών, διαχωρίζεται η ιδιοκτησία και η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου από άλλες ποσοτικές και ποιοτικές πτυχές της ιδιοκτησίας των χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Κατά συνέπεια, τα πιστωτικά παράγωγα ενσωματώνουν τη δυνατότητα επίτευξης αποτελεσματικών κερδών μέσω της διαδικασίας ολοκλήρωσης της αγοράς (Καινούργιος, 2002).

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τις τράπεζες, τους εκδότες ομολόγων και τους επενδυτές ομολόγων. Οι συμβατικές μέθοδοι διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου, όπως η διαφοροποίηση, οι πωλήσεις τραπεζικών δανείων και η τιτλοποίηση περιουσιακών στοιχείων, προσφέρουν μόνο μερική λύση για τον έλεγχο της έκθεσης σε

πιστωτικό κίνδυνο. Τα τελευταία χρόνια, η αυξανόμενη αγορά πιστωτικών παραγώγων έχει προσφέρει ισχυρά νέα εργαλεία για τη διαχείριση πιστωτικού κινδύνου, τα οποία είναι λιγότερο δαπανηρά και πιο αποτελεσματικά από τις παραδοσιακές μεθόδους (Neal, 1996).

Ένας τύπος πιστωτικού παραγώγου ως νέο εργαλείο είναι η συμφωνία αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swap). Οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου ασφαλίζουν τις εταιρικές ομολογίες έναντι πιστωτικών ζημιών. Οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου είναι συμβάσεις μεταξύ αντισυμβαλλομένων στις οποίες ο πωλητής συμφωνεί να αποζημιώσει τον αγοραστή εάν εμφανιστεί κάποιο "πιστωτικό συμβάν", όπως αθέτηση υποχρεώσεων (Neal, 1996; Chilcote, 2006; Taylor, 2010). Τα πιστωτικά συμβάντα σε τέτοιες συναλλαγές είναι προκαθορισμένα στη συμφωνία, τα οποία θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν την αθέτηση πληρωμής, την πτώχευση ή την αναδιάρθρωση του χρέους. Το πιστωτικό γεγονός πρέπει να είναι υλικό και αντικειμενικά μετρήσιμο. Η πίστωση αναφοράς μπορεί να είναι σχεδόν οποιοδήποτε δάνειο ή ασφάλεια, ένα χαρτοφυλάκιο δανείων ή τίτλων, ανεξάρτητα από το νόμισμα, και η διάρκεια της ανταλλαγής μπορεί να είναι ίδια ή μικρότερη από τη διάρκεια της πίστωσης αναφοράς (Taylor, 2010).

Τα πιστωτικά παράγωγα και ιδίως τα CDS προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα οφελών για τους συμμετέχοντες στην αγορά, από τις τράπεζες που δανείζουν σε μεγάλους εταιρικούς δανειολήπτες, σε εταιρείες που επιθυμούν να εκδώσουν ομόλογα. Ο κύριος λόγος είναι ότι αποτελούν ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τη διαχείριση του κινδύνου. Η ισχυρή ανάπτυξη της αγοράς πιστωτικών παραγώγων είναι σε μεγάλο βαθμό η συνέπεια των τραπεζών και στοχεύει στην καλύτερη βαθμονόμηση του πιστωτικού κινδύνου και των εμπόρων να κερδίσουν από τα ανοίγματα προς τις πιστωτικές αγορές. Πριν από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008 οι αγορές γνώρισαν εκθετική αύξηση στη χρήση των CDS για αντιστάθμιση στον πιστωτικό κίνδυνο. Η εμπειρία που αποκτήθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης αποκάλυψε πολλά μειονεκτήματα των CDS. Ο αρχικός στόχος του μετριασμού του ατομικού πιστωτικού κινδύνου των συμμετεχόντων που πραγματοποιήθηκε στους τεράστιους πλασματικούς όγκους συναλλαγών που εκκρεμούν διαπραγματεύθηκε και τελικά ανέβαλε τον πιστωτικό κίνδυνο που βαρύνει τον χρηματοπιστωτικό τομέα στο σύνολό του. Ο συστημικός κίνδυνος που οφειλόταν στην εκτεταμένη χρήση των CDS

ξέφυγε από την προσοχή των διαχειριστών κινδύνου και των εποπτικών αρχών (Calistru, 2012).

Αυτό οδήγησε σε μία σημαντική μείωση της αγοράς των CDS, καθώς και σε μείωση των κρατικών θέσεων σε CDS. Η συνολική μείωση των συμβάσεων CDS συνέπεσε με σημαντικές μεταβολές της σύνθεσης στις εκθέσεις κινδύνου. Τα CDS συνεπάγονται την έκθεση σε δύο τύπους κινδύνου: τον υποκείμενο πιστωτικό κίνδυνο της οντότητας αναφοράς και τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου που αντιμετωπίζει ο αγοραστής προστασίας CDS. Και οι δύο αυτοί τύποι κινδύνου έχουν μειωθεί. Οι υποκείμενοι πιστωτικοί κίνδυνοι μετατοπίστηκαν προς κρατικά χρεόγραφα και χαρτοφυλάκια υποκείμενων χρεογράφων αναφοράς με συνολικά καλύτερες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Η άνοδος των κεντρικών αντισυμβαλλομένων και η αυξημένη τυποποίηση στην αγορά CDS διευκόλυναν τον συμψηφισμό των ανοιγμάτων. Αυτό, με τη σειρά του, συνέβαλε στη μείωση των κινδύνων αντισυμβαλλομένου (Aldasoro & Ehlers, 2018).

Στο πλαίσιο αυτό, η παρούσα εργασία εξετάζει τη λειτουργία και χρήση των πιστωτικών παραγώγων με έμφαση στα CDS. Ειδικότερα, δίνεται προσοχή στον ρόλο των CDS στην αντιστάθμιση κινδύνου, αλλά και στην περίπτωση κρίσης χρέους, τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο, όπως καταδείχθηκε μέσα από το παράδειγμα της πρόσφατης οικονομικής κρίσης του 2007-2008, όσο και σε εθνικό επίπεδο, όπως καταδείχθηκε μέσα από το παράδειγμα της Ελλάδας. Τα ανωτέρω ζητήματα θα εξεταστούν και μέσα από μία πρωτογενή έρευνα με στελέχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Η παρούσα εργασία διαρθρώνεται συνολικά σε έξι κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται γενικά στα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα και πιο συγκεκριμένα στην έννοια αυτών και στις κατηγορίες τους. Το δεύτερο κεφάλαιο εξετάζει τη χρήση των πιστωτικών παραγώγων ως εργαλείο διαχείρισης και αντιστάθμισης του κινδύνου. Το επόμενο κεφάλαιο εστιάζει στην περίπτωση των credit default swaps (CDS), παρουσιάζοντας την έννοια αυτή, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του συγκεκριμένου πιστωτικού παραγώγου, τη χρήση τους, αλλά και τον ρόλο που διαδραματίζουν σε κρίσεις χρέους. Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει τη μεθοδολογία της έρευνας, ενώ το πέμπτο τα αποτελέσματά της. Τέλος, το έκτο κεφάλαιο συζητά αυτά τα αποτελέσματα σε αντιπαραβολή με τα ευρήματα της βιβλιογραφικής επισκόπησης, συνοψίζει τα

συμπεράσματα της έρευνας, προσδιορίζει τους περιορισμούς της έρευνας και τέλος καταθέτει προτάσεις για πρακτική εφαρμογή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΤΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

1.1 Η έννοια του πιστωτικού κινδύνου

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα ο δανειολήπτης να μην εκπληρώσει την υποχρέωσή του να εξοφλήσει χρέος ή τραπεζικά δάνεια. Η αθέτηση συμβαίνει όταν ο δανειολήπτης δεν μπορεί να εκπληρώσει βασικές οικονομικές υποχρεώσεις, όπως η καταβολή τόκων στους ομολογιούχους ή η εξόφληση τραπεζικών δανείων. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης, οι δανειστές - ομολογιούχοι ή οι τράπεζες - υφίστανται ζημία επειδή δεν θα λάβουν όλες τις πληρωμές που τους είχαν υποσχεθεί (Neal, 1996). Επομένως, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που προκαλείται από μεταβολές της πιστοληπτικής ικανότητας των οφειλετών και για τον οποίον οι αντισυμβαλλόμενοι στις συναλλαγές που συμμετέχουν δεν καταβάλλουν υποχρεωτικές πληρωμές. Κατά την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου από ένα μόνο αντισυμβαλλόμενο, ένα ίδρυμα πρέπει να εξετάσει τρία στοιχεία: πιθανότητα αθέτησης, ζημία λόγω αθέτησης και ποσοστό είσπραξης (Naifar & Abid, 2005).

Ο πιστωτικός κίνδυνος επηρεάζεται τόσο από τους επιχειρηματικούς κύκλους, όσο και από συγκεκριμένα γεγονότα. Ο πιστωτικός κίνδυνος συνήθως μειώνεται κατά τη διάρκεια της οικονομικής ανάπτυξης, επειδή τα ισχυρά κέρδη διατηρούν χαμηλά τα γενικά ποσοστά αθέτησης. Αντίθετα, ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνεται κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, καθώς τα κέρδη επιδεινώνονται, καθιστώντας πιο δύσκολη την αποπληρωμή δανείων ή την πληρωμή ομολόγων. Ωστόσο, ο πιστωτικός κίνδυνος που σχετίζεται με την επιχείρηση δεν σχετίζεται με τους επιχειρηματικούς κύκλους. Αυτός ο κίνδυνος προκύπτει από γεγονότα που αφορούν συγκεκριμένα τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, γεγονότα

όπως οι αγωγές για την ευθύνη προϊόντων. Για παράδειγμα, όταν οι κίνδυνοι για την υγεία από τον αμιάντο έγιναν γνωστοί, οι αγωγές ανάγκασαν τον Johns Manville, έναν από τους κορυφαίους παραγωγούς αμιάντου, σε πτώχευση και σε αδυναμία πληρωμής των ομολόγων του. Ο πιστωτικός κίνδυνος επηρεάζει κάθε μέρος που καταβάλλει ή λαμβάνει δάνειο ή πληρωμή χρέους. Ορισμένα παραδείγματα περιλαμβάνουν εκδότες ομολόγων, επενδυτές ομολόγων και εμπορικές τράπεζες (Neal, 1996; Gibson, 2007).

Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Οι παραδοσιακές μέθοδοι έχουν επικεντρωθεί στα πρότυπα αναδοχής δανείων και στη διαφοροποίηση. Από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 μια εναλλακτική προσέγγιση στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου επικεντρώθηκε στην πώληση περιουσιακών στοιχείων με πιστωτικό κίνδυνο. Οι τράπεζες μπορούν να πουλήσουν τα δανειά τους απευθείας ή μπορούν να τιτλοποιήσουν ή να συγκεντρώσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία με πιστωτικό κίνδυνο και να πουλήσουν τμήματα της ομάδας σε εξωτερικούς επενδυτές. Παρ' όλα αυτά, αυτές οι μέθοδοι κρίθηκαν ως ανεπαρκείς για τη διαχείριση της πιστωτικής έκθεσης πολλών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων (Neal, 1996). Έτσι, δημιουργήθηκαν τα πιστωτικά παράγωγα, που αναλύονται στις επόμενες δύο ενότητες.

1.2 Έννοια των πιστωτικών παραγώγων

Τα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα εισήχθησαν ως μία νέα κατηγορία χρηματοοικονομικών εργαλείων τη δεκαετία του 1990, τα οποία αποτελούν χρηματοοικονομικά συμβόλαια εκτός ισολογισμού (off-balance sheet contract) με στόχο να παράσχουν ασφάλεια έναντι ζημιών που συνδέονται με τον πιστωτικό κίνδυνο, που αποτελεί μάλλον την πιο σημαντική μορφή κινδύνου (Καινούργιος, 2002; Naifar & Abid, 2005). Όπως αναφέρει ο Neal (1996), τα πιστωτικά παράγωγα είναι χρηματοοικονομικές συμβάσεις που παρέχουν ασφάλεια έναντι ζημιών που συνδέονται με την πίστωση. Οι συμβάσεις αυτές παρέχουν στους επενδυτές, τους εκδότες χρεογράφων και τις τράπεζες νέες τεχνικές διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου που συμπληρώνουν τις μεθόδους πώλησης δανείων και τιτλοποίησης περιουσιακών στοιχείων.

Οι Naifar και Abid (2005) τονίζουν ότι, ένα πιστωτικό παράγωγο είναι ένα παράγωγο over-the-counter που έχει σχεδιαστεί για τη μεταφορά πιστωτικού κινδύνου από το ένα μέρος

στο άλλο. Συνθετικά δημιουργώντας ή εξαλείφοντας τα πιστωτικά ανοίγματα, τα πιστωτικά παράγωγα επιτρέπουν στα ιδρύματα να διαχειρίζονται πιο αποτελεσματικά τους πιστωτικούς κινδύνους. Τα πιστωτικά παράγωγα αντιπροσωπεύουν μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις στον τραπεζικό τομέα σήμερα. Η επένδυση και η διαχείριση των πιστώσεων είναι μια σημαντική πτυχή των κεφαλαιαγορών και της εταιρικής χρηματοδότησης (Naifar & Abid, 2005).

Η δημιουργία των πιστωτικών παραγώγων βασίζεται στο γεγονός ότι υπήρχε η ανάγκη για νέες μεθόδους και εργαλεία αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου. Η ανάγκη αυτή απέρρεε από το ότι οι παραδοσιακές μέθοδοι ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου του δανειζομένου, της διαφοροποίησης του πιστωτικού κινδύνου, καθώς και της τιτλοποίησης, δεν ήταν αποτελεσματικές (Καινούργιος, 2002). Η ανάπτυξη της αγοράς των πιστωτικών παραγώγων οφειλόταν στους εξής τέσσερις παράγοντες (Καινούργιος, 2002, σελ. 55):

«1. Στην επιδείνωση της πιστωτικής ποιότητας των τραπεζικών χαρτοφυλακίων περιουσιακών στοιχείων στις αρχές της δεκαετίας του 1990 (ιδιαίτερα των ιαπωνικών τραπεζικών χαρτοφυλακίων).

2. Στην εξέλιξη της διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου.

3. Στην έμφαση που δόθηκε στην υπερπήδηση της αναποτελεσματικότητας και της έλλειψης ρευστότητας των διαθέσιμων μηχανισμών μεταφοράς και διαπραγμάτευσης του πιστωτικού κινδύνου.

4. Στην αναγνώριση της ανάγκης δημιουργίας νέων προϊόντων που θα προσέλκυαν νέα ριψοκίνδυνα επενδυτικά κεφάλαια πρόθυμα να αποδεχθούν τον πιστωτικό κίνδυνο».

Τα πιστωτικά παράγωγα διαχωρίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο από άλλους κινδύνους «διευκολύνοντας τη διαπραγμάτευσή του με σκοπό την αντιγραφή, τη μεταφορά και την αντιστάθμισή του». Κατά συνέπεια αυτά τα προϊόντα «επιτρέπουν στις πιο μη-ρευστοποιήσιμες πιστωτικές θέσεις να μεταφερθούν από χαρτοφυλάκια που έχουν αλλά δεν επιθυμούν τον κίνδυνο σε άλλα που επιθυμούν αλλά δεν έχουν τον κίνδυνο αυτό, ακόμα και όταν το υποκείμενο σώμα δεν θα μπορούσε να μεταφερθεί με τον ίδιο τρόπο» (Καινούργιος, 2002, σελ. 48). Ένα ακόμα σημαντικό πλεονέκτημα αυτών των προϊόντων

είναι ότι «αποτελούν τον πρώτο μηχανισμό μέσω του οποίου ακάλυπτες προθεσμιακές πωλήσεις πιστωτικών εργαλείων μπορούν να εκτελεστούν με κάθε απαιτούμενη ρευστότητα και χωρίς τον κίνδυνο ανοδικής τάσης των τιμών (risk of a short squeeze)» (Καινούργιος, 2002, σελ. 48).

1.3 Κατηγορίες πιστωτικών παραγώγων

Υπάρχουν πολλά διαφορετικά είδη συμβάσεων πιστωτικών παραγώγων. Οι περισσότερες από αυτές περιλαμβάνουν μια σταθερή πληρωμή από τον αγοραστή προστασίας στον πωλητή προστασίας. Σε αντάλλαγμα, ο αγοραστής προστασίας λαμβάνει μια πληρωμή που εξαρτάται από το πιστωτικό γεγονός, όπως για παράδειγμα πτώχευση ή αδυναμία πληρωμής. Στη συγκεκριμένη υποενότητα παρουσιάζονται οι κατηγορίες πιστωτικών παραγώγων.

Total return swaps

Μία πρώτη κατηγορία πιστωτικών παραγώγων είναι οι ανταλλαγές συνολικής απόδοσης (total rate of return ή total return swaps ή loan swaps). Αποτελεί ένα διμερές χρηματοοικονομικό συμβόλαιο που έχει σχεδιαστεί ώστε να μεταφέρει τον πιστωτικό κίνδυνο μεταξύ των αντισυμβαλλομένων μερών. Επιτρέπει στους χρήστες να μεταφέρουν τη συνολική οικονομική απόδοση ενός κινδύνου περιουσιακού στοιχείου με προκαθορισμένο επιτόκιο (π.χ. LIBOR συν ένα περιθώριο). Αποτελεί μια χρηματοοικονομική σύμβαση (συμφωνία ανταλλαγής) μεταξύ δύο μερών που ανταλλάσσουν μεταξύ τους τη συνολική απόδοση από ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο. Στη συνέχεια, τα μέσα αυτά μεταφέρουν την αγορά και τον πιστωτικό κίνδυνο. Χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο από επενδυτές που επιθυμούν να αγοράσουν το πιστωτικό άνοιγμα ενός περιουσιακού στοιχείου χωρίς να αγοράσουν το ίδιο το περιουσιακό στοιχείο. Στη συνέχεια, ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αφαιρεθεί από τον ισολογισμό (Naifar & Abid, 2005).

Οι πληρωμές μεταξύ των δύο μερών βασίζονται στις μεταβολές της αγοραίας αποτίμησης ενός συγκεκριμένου πιστωτικού εργαλείου. Έτσι, ο ένας αντισυμβαλλόμενος πληρώνει στο άλλο μέρος τη συνολική απόδοση ενός συγκεκριμένου υποκείμενου χρεογράφου (που αποτελείται από το άθροισμα του τόκου, των προμηθειών και κάθε μεταβολή της αξίας των πληρωμών), της υποχρέωσης αναφοράς. Μέσω αυτού του εργαλείου γίνεται ανταλλαγή της συνολικής οικονομικής απόδοσης ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου για μια άλλη ταμειακή ροή. Μια εμπορική τράπεζα μπορεί να αντισταθμίσει όλους τους πιστωτικούς κινδύνους για ένα δάνειο που προέρχεται από αυτήν. Ο αντισυμβαλλόμενος μπορεί να αποκτήσει πρόσβαση στο δάνειο εκτός ισολογισμού, χωρίς να φέρει το κόστος της δημιουργίας, της αγοράς και της διαχείρισης του δανείου. Ο απλούστερος τύπος πιστωτικής ανταλλαγής ονομάζεται ανταλλαγή χαρτοφυλακίου (δανείων loan portfolio swap), ενώ η πιο συνηθισμένη πιστωτική ανταλλαγή ονομάζεται ανταλλαγή συνολικής απόδοσης (total return swap) (Καινούργιος, 2002; Neal, 1996; Anson, 1999).

Σύμφωνα με τον Bomfim (2005) ένα swap συνολικής απόδοσης είναι ένα παράγωγο μέσο που επιτρέπει σε έναν επενδυτή να λαμβάνει τη συνολική οικονομική απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου (εισόδημα συν ή πλην οποιασδήποτε μεταβολή της κεφαλαιακής αξίας) χωρίς πραγματικά να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο. Ο ένας συμβαλλόμενος καταβάλλει το συνολικό οικονομικό κέρδος σε ένα πλασματικό ποσό κεφαλαίου σε άλλο μέρος σε αντάλλαγμα της περιοδικής πληρωμής σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου (συν κάποια διαφορά). Η υποκείμενη πίστωση αναφοράς (π.χ. LIBOR) μπορεί να είναι οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν αυτό το προϊόν ως τρόπο μεταφοράς της έκθεσης σε κίνδυνο ενός περιουσιακού στοιχείου σε άλλο ενδιαφερόμενο μέρος. Οι επενδυτές που επιδιώκουν την έκθεση σε τραπεζικό χαρτοφυλάκιο χρησιμοποιούν αυτό το πιστωτικό παράγωγο για να αυξήσουν την απόδοση τους. Ουσιαστικά επιτρέπει στις τράπεζες να κρατούν το σύνολο του περιουσιακού στοιχείου στα βιβλία τους, διατηρώντας όμως μόνο το επιθυμητό ποσό πιστωτικής έκθεσης. Σε πολλές περιπτώσεις, οι τράπεζες μπορεί να θέλουν να κρατήσουν τα δάνεια στα βιβλία τους για να αποφύγουν να διακυβεύσουν τη σχέση τους με έναν πελάτη ή να παραβιάσουν την εμπιστευτικότητα των πελατών. Οι επενδυτές μπορούν να αξιοποιήσουν και να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους για να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις,

αναλαμβάνοντας αυτή την πιστωτική έκθεση. Ένα swap συνολικής απόδοσης επιτρέπει στον επενδυτή να συνάπτει δάνεια συνθετικά χωρίς τη διοικητική επιβάρυνση της τεκμηρίωσης της δανειακής σύμβασης και την περιοδική επαναφορά του επιτοκίου. Τα swaps συνολικής απόδοσης μπορούν να παρέχουν έναν οικονομικό τρόπο χρήσης μόχλευσης για τη μεγιστοποίηση της απόδοσης του κεφαλαίου. Η έκθεση σε ένα επιτόκιο δεν είναι τόσο μεγάλη όσο το πλασματικό ποσό του κεφαλαίου, αφού μόνο η συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου ανταλλάσσεται με τις σταθερές ή τις κυμαινόμενες πληρωμές (Bomfim, 2005).

Credit-spread products

Μία δεύτερη κατηγορία πιστωτικών παραγώγων είναι τα προϊόντα πιστωτικού περιθωρίου (credit-spread products): αναφέρονται σε ανταλλαγές ή χρηματοοικονομικά δικαιώματα πάνω σε περιθώρια πιστωτικού κινδύνου πιστωτικά «ευαίσθητων» χρεογράφων, πρωτίστως ομόλογα και δάνεια. Το πιστωτικό περιθώριο είναι το περιθώριο πάνω από την ακίνδυνη απόδοση που έχει σχεδιαστεί για να αποζημιώσει τον επενδυτή για τον κίνδυνο αθέτησης του υποκείμενου χρεογράφου ($\text{Credit spread} = \text{yield of debt} - \text{risk-free or reference yield}$). Οι επενδυτές αποκτούν προστασία από οποιονδήποτε βαθμό υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας που προκύπτει από την υποβάθμιση των αξιολογήσεων, τα χαμηλά κέρδη κλπ. Αυτό βρίσκεται σε αντίθεση με τις ανταλλαγές πιστωτικής αθέτησης που παρέχουν προστασία από τις αθετήσεις υποχρεώσεων και άλλα σαφώς καθορισμένα «πιστωτικά γεγονότα» (Καινούργιος, 2002; Neal, 1996; Anson, 1999). Τα συγκεκριμένα προϊόντα διακρίνονται περαιτέρω σε δύο υπο-κατηγορίες (Καινούργιος, 2002):

1. Παράγωγα πάνω σε πιστωτικά περιθώρια που σχετίζονται με ένα ακίνδυνο χρεόγραφο(απόλυτο περιθώριο)

1. Παράγωγα πάνω σε πιστωτικά περιθώρια ανάμεσα σε δύο «ευαίσθητα», σχετικά με τις μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου, χρεόγραφα (σχετικό περιθώριο)

Τα δικαιώματα πιστωτικού περιθωρίου διακρίνονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία είναι τα δικαιώματα αγοράς (call options), όπου ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να αγοράσει το περιθώριο και να ωφεληθεί από μία μείωσή του. Η δεύτερη κατηγορία

είναι τα δικαιώματα πώλησης (put options), όπου ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να πωλήσει το περιθώριο και να αποκομίσει κέρδη από μία αύξησή του και έτσι προστατεύουν τους επενδυτές από την πτώση της αξίας του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Επομένως, μέσα από τη χρήση των προϊόντων πιστωτικού περιθωρίου οι χρήστες μπορούν να διαπραγματευτούν, να αντισταθμίσουν και να ρευστοποιήσουν προσδοκίες πάνω στα μελλοντικά πιστωτικά περιθώρια (Καινούργιος, 2002; Neal, 1996; Anson, 1999).

Η αγορά ή πώληση ενός δικαιώματος σε ένα πιστωτικό περιθώριο του δανειολήπτη παρέχει την ευκαιρία να αποκτηθεί μία έκθεση στο μέλλον του πιστωτικού κινδύνου. Μια τράπεζα μπορεί να 'κλειδώσει' το σημερινό περιθώριο ή να κερδίσει ασφάλιστρα για τον κίνδυνο δυσμενούς μεταβολής των πιστωτικών περιθωρίων. Παρουσιάζουν επίσης μια μέθοδο αγοράς τίτλων σε προθεσμιακή βάση σε ευνοϊκές τιμές. Συνήθως συνδέονται με ομόλογα, τα οποία τιμολογούνται και διαπραγματεύονται με spread σε μέσο αναφοράς συγκρίσιμης ωριμότητας. Το περιθώριο απόδοσης αντιπροσωπεύει το ασφάλιστρο κινδύνου που απαιτεί η αγορά για την κατοχή των ομολόγων του εκδότη σε σχέση με τη διατήρηση περιουσιακών στοιχείων χωρίς κίνδυνο, όπως τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ. Οι επιλογές μπορούν να αναφέρονται στην εξάπλωση του δανειολήπτη από τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα, το LIBOR ή οποιοδήποτε άλλο σχετικό σημείο αναφοράς (Lowell, 2009).

Τα Credit Spread Options επιτρέπουν στους επενδυτές να αγοράζουν τα ομόλογα με ελκυστικούς όρους. Αν το δικαίωμα λήξει χωρίς αξία, το συνολικό κόστος του ομολόγου μειώνεται κατά το ποσό της πριμοδότησης, διαφορετικά, ο επενδυτής πληρώνει για το ομόλογο στην αναγραφόμενη τιμή προειδοποίησης. Επιτρέπουν στους επενδυτές να παίρνουν θέση στα υποκείμενα συνθετικά περιουσιακά στοιχεία αντί να αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία στην αγορά μετρητών. Οι επιλογές πιστωτικού επιτοκίου παρέχουν επίσης την προστασία των χρηστών σε περίπτωση μεγάλης, δυσμενής μετατόπισης πιστώσεων, η οποία δεν επαρκεί. Τα spreads θα πρέπει να κινούνται για να αντικατοπτρίζουν οποιαδήποτε υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας. Οι τελικοί χρήστες θα μπορούν να εισπράξουν μετρητά, ακόμη και αν η πίστωση που αναφέρεται δεν έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις τους (Lowell, 2009).

Credit-default products

Μία τρίτη κατηγορία είναι τα προϊόντα πιστωτικής αθέτησης (credit-default products): αναφέρονται σε χρηματοοικονομικά εργαλεία που έχουν σχεδιαστεί προκειμένου να απομονώσουν τον κίνδυνο αθέτησης μιας πιστωτικής υποχρέωσης. Τα συγκεκριμένα προϊόντα διακρίνονται περαιτέρω σε δύο υπο-κατηγορίες (Καινούργιος, 2002; Neal, 1996; Anson, 1999):

1. Ανταλλαγές πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps): είναι ένα διμερές χρηματοπιστωτικό συμβόλαιο με το οποίο ο ένας αντισυμβαλλόμενος (ο αγοραστής που επιθυμεί ασφάλεια) πληρώνει μια περιοδική αμοιβή που εκφράζεται σε μονάδες βάσης του υποθετικού κεφαλαίου, σε αντάλλαγμα μιας ενδεχόμενης πληρωμής από τον πωλητή έπειτα από την έλευση ενός πιστωτικού συμβάντος. Ουσιαστικά, ο πωλητής προστασίας λαμβάνει σταθερές περιοδικές πληρωμές από τον αγοραστή προστασίας έναντι μιας ενιαίας ενδεχόμενης πληρωμής που καλύπτει τις ζημίες ενός περιουσιακού στοιχείου αναφοράς μετά από αθέτηση υποχρέωσης.

2. Δικαιώματα πιστωτικής αθέτησης (credit default options) είτε ευρωπαϊκού είτε αμερικανικού τύπου: αποτελούν δικαιώματα αγοράς ή πώλησης πάνω στην τιμή, α) ενός γραμματίου κυμαινόμενου επιτοκίου, ομολόγου ή δανείου, β) ενός πακέτου ανταλλαγής περιουσιακών στοιχείων, το οποίο αποτελείται από ένα εργαλείο πιστωτικού κινδύνου με οποιαδήποτε χαρακτηριστικά πληρωμής και από ένα παράγωγο συμβόλαιο που ανταλλάσσει τις χρηματικές ροές του εργαλείου αυτού με μια χρηματική ροή κυμαινόμενου επιτοκίου

Credit forwards

Ένα ακόμη πιστωτικό παράγωγο είναι τα credit forwards, που είναι μια προθεσμιακή σύμβαση που χρησιμοποιείται για την αντιστάθμιση της αύξησης του κινδύνου αθέτησης δανείου (μείωση της πιστωτικής ποιότητας ενός δανειολήπτη), αφού καθοριστεί το επιτόκιο του δανείου και εκδοθεί το δάνειο. Η συμφωνία αυτή ορίζει ένα πιστωτικό περιθώριο (ένα ασφάλιστρο κινδύνου πάνω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για την αντιστάθμιση του κινδύνου αθέτησης) σε ομόλογα αναφοράς που εκδίδει ο δανειολήπτης. Ο αγοραστής φέρει τον κίνδυνο αύξησης του κινδύνου αθέτησης του ομολόγου αναφοράς

και ο πωλητής αντισταθμίζεται έναντι αύξησης του δανειακού δανείου του δανειολήπτη (Anson, 1999).

Credit-Linked Notes

Συνδυάζει ένα χρεωστικό μέσο με ενσωματωμένο πιστωτικό παράγωγο. Σύμφωνα με το μέσο αυτό, ο πωλητής προστασίας αγοράζει ένα σημείωμα από τον αγοραστή προστασίας ο οποίος συμφωνεί να καταβάλει μια σειρά κουπονιών και την ονομαστική αξία του χρεογράφου στη λήξη (Naifar & Abid, 2005). Το κουπόνι ή η τιμή του χρεογράφου συνδέεται με την απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου αναφοράς. Προσφέρει στους δανειολήπτες αντιστάθμιση έναντι του πιστωτικού κινδύνου και στους επενδυτές υψηλότερη απόδοση για την αγορά πιστωτικής έκθεσης συνθετικά, αντί για την αγορά δημοσίου χρέους (Anson, 1999).

Τα Credit-Linked Notes δημιουργούνται μέσω εταιρείας ειδικού σκοπού, η οποία εξασφαλίζεται με τίτλους με ονομαστική αξία AAA. Οι επενδυτές αγοράζουν τους τίτλους από το καταπίστευμα που καταβάλλει σταθερό ή κυμαινόμενο κουπόνι κατά τη διάρκεια της ζωής του χρεογράφου. Κατά τη λήξη, οι επενδυτές λαμβάνουν την ονομαστική τους αξία εκτός εάν η αναφερόμενη πίστωση αθετηθεί ή κηρυχθεί πτώχευση, οπότε λαμβάνουν ποσό ίσο με το ποσοστό είσπραξης. Εδώ ο επενδυτής πωλεί στην πραγματικότητα την προστασία με αντάλλαγμα την υψηλότερη απόδοση του χρεογράφου. Σε περίπτωση αθέτησης, πληρώνει τον αντιπρόσωπο μείον το ποσοστό είσπραξης με αντάλλαγμα ετήσιας αμοιβής. Αυτό το ετήσιο τέλος μεταβιβάζεται στους επενδυτές με τη μορφή υψηλότερης απόδοσης των χρεογράφων. Έτσι, οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν υψηλότερη απόδοση για να αναλάβουν τον ίδιο κίνδυνο με τον κάτοχο της υποκείμενης πιστωτικής αναφοράς. Ο επενδυτής, ωστόσο, αναλαμβάνει τον πρόσθετο κίνδυνο, αν και περιορισμένο, της έκθεσής του στην εμπιστοσύνη με αξιολόγηση AAA. Επίσης επιτρέπει σε μια τράπεζα να αποδεσμεύσει την πιστωτική της έκθεση σε μια σειρά πιστώσεων σε άλλα μέρη (Neal, 1996; Anson, 1999).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Τα πιστωτικά παράγωγα χρησιμοποιούνται ως επί το πλείστον από θεσμικούς επενδυτές και από τραπεζικά και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Υπάρχουν τέσσερις παράγοντες που προσδιορίζουν τη ζήτηση (χρήση) των πιστωτικών παραγώγων (Καινούργιος, 2002, σελ. 48-49):

- «1. Τη δυνατότητα να προστεθεί αξία στα χαρτοφυλάκια μέσω της διαπραγμάτευσης του πιστωτικού κινδύνου σε μια ξεχωριστή βάση.
2. Την ευκαιρία διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου των επενδύσεων.
3. Την ικανότητα να επωφεληθούν, μέσω της διενέργειας ‘arbitrage’, από την τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου μέσα και ανάμεσα σε διαφορετικούς τομείς / κλάδους της αγοράς.
4. Την αδυναμία των παραδοσιακών θεσμικών επενδυτών και των διαχειριστών διαθεσίμων να συμμετέχουν στις αγορές δανείων (loan markets), ως αποτέλεσμα, κατά ένα μέρος, της απουσίας των απαραίτητων διαδικασιών προεργασίας και διαχείρισης των δανείων (origination and loan administration)».

2.1 Η χρήση των πιστωτικών παραγώγων στη διαχείριση κινδύνου

Τη δεκαετία του 1990 ο πρόεδρος της Federal Reserve, Alan Greenspan, υποστήριξε ότι η οικονομία είναι ανθεκτική επειδή νέες εξελίξεις, όπως η ανάπτυξη πιστωτικών παραγώγων, προσφέρουν μεγαλύτερη ευελιξία και αυτή η ευελιξία μειώνει την ανάγκη για κυβερνητική δράση: Η αυξημένη ευελιξία παρέχει το πλεονέκτημα ότι επιτρέπει στην οικονομία να

προσαρμόζεται αυτομάτως, μειώνοντας την εμπιστοσύνη στις πράξεις των νομισματικών και άλλων πολιτικών, οι οποίες συχνά χαρακτηρίζονται από καθυστερήσεις ή παραπλανήσεις (Greenspan 2005α). Κατά συνέπεια, εάν η οικονομία διατηρούσε επαρκή βαθμό ευελιξίας, οι μεγάλες ανισορροπίες θα μπορούσαν να αυτό-διορθωθούν. Λίγο πριν την κατάρρευση της διαχείρισης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων το 1998, ο Greenspan ανταποκρινόταν σε μια παρόμοια άποψη για την ευελιξία στη ρύθμιση της αγοράς παραγώγων. Τον Φεβρουάριο του 1997 υποστήριξε ότι η κυβερνητική ρύθμιση των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων μεταξύ των θεσμικών αντισυμβαλλομένων θα ήταν εξαντλητική. Θεωρούσε ότι θα ήταν άδικο να εμποδιστεί ο ανταγωνισμός; στην παροχή κεντρικών διευκολύνσεων διαπραγμάτευσης ή συμψηφισμού σε παράγωγες συναλλαγές που επί του παρόντος διαπραγματεύονται και εκκαθαρίζονται διμερώς (Greenspan 2005α). Στις 16 Σεπτεμβρίου 1998, εν μέσω της κατάρρευσης της Long Term Capital Management και ενώ οι συνάδελφοί του παρενέβησαν ενεργά για την αντιμετώπιση των προβλημάτων στη χρηματοπιστωτική αγορά, ο Greenspan κατέθεσε ενώπιον του Κογκρέσου ότι μπορεί να αναμένεται η τιμολόγηση της αγοράς και η παρακολούθηση των αντισυμβαλλομένων να κάνει το μεγαλύτερο μέρος της εργασίας της διατήρησης της ασφάλειας και της ευρωστίας (Greenspan 2005α).

Ο Greenspan συνέχιζε να τονίζει ότι οι ιδιωτικές αγορές είναι αποτελεσματικές στη διαχείριση κινδύνου. Θεωρούσε ότι τα πιστωτικά παράγωγα έχουν σταθεροποιητική επίδραση στην οικονομία. Πιο συγκεκριμένα, εξέφραζε την άποψη ότι, η ανάπτυξη των πιστωτικών παραγώγων συνέβαλε στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος επιτρέποντας στις τράπεζες, και ιδιαίτερα στις μεγαλύτερες συστηματικά σημαντικές τράπεζες, να μετρήσουν και να διαχειριστούν τον πιστωτικό κίνδυνο πιο αποτελεσματικά (Greenspan 2005β). Μάλιστα, αναφέρθηκε στην πιστωτική κρίση στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και στην 'έκρηξη της φούσκας' της χρηματιστηριακής αγοράς ως απόδειξη της συνεχιζόμενης ανθεκτικότητας της οικονομίας (Greenspan 2005α).

Οι Francis et al. (1999) και η Taylor (2010) αναφέρονται στον τρόπο διαχείρισης κινδύνου μέσω των πιστωτικών παραγώγων. Οι αγορές υποθέτουν αυξημένο βάρος πιστωτικής έκθεσης που δεν είναι ιδιαίτερα ρευστό. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει μη ρευστοποιήσιμη πιστωτική έκθεση η οποία δεν είναι άμεσα εμφανής, επειδή δεν συσχετίζεται με ένα τυποποιημένο, εύκολα μεταβιβάσιμο πιστωτικό μέσο. Οι συμβάσεις προμήθειας σταθερής

τιμής, οι εμπορικές απαιτήσεις ή οι ασφαλιστικές συμβάσεις είναι μερικά παραδείγματα. Η έλλειψη ρευστότητας των πιστωτικών παραγώγων μπορεί να προκύψει επειδή οι σχέσεις, οι κανονιστικές ή οι φορολογικές εκτιμήσεις δυσκολεύουν τον ιδιοκτήτη να ρευστοποιήσει το περιουσιακό στοιχείο. Στο πλαίσιο αυτό υπάρχουν τρεις τρόποι μέσω των οποίων τα πιστωτικά παράγωγα μπορούν να συμβάλουν στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, σύμφωνα με τα όσα αναφέρουν οι Francis et al. (1999) και η Taylor (2010):

α) Διαχείριση σχέσεων πελατών: Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων μπορούν να βρεθούν αντιμέτωποι με τεράστια πιστωτικά ανοίγματα που προκύπτουν από συναλλαγές πελατών. Η δανειοδότηση είναι ένας βασικός πόρος στη διατήρηση σχέσεων με τους πελάτες, αλλά όταν οι πιστωτικές γραμμές εξαντληθούν, οι ίδιες οι τράπεζες χρειάζονται ρευστότητα. Η πώληση δανείων για την ελευθέρωση της παραγωγικής ικανότητας μπορεί να είναι εξίσου επιζήμια για τις σχέσεις με την απόλυτη άρνηση χρηματοδότησης. Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα πιστωτικά παράγωγα για να μειώσουν την πιστωτική έκθεσή τους χωρίς να αφαιρέσουν φυσικά τα περιουσιακά στοιχεία από τον ισολογισμό τους.

β) Μείωση των συγκεντρώσεων χαρτοφυλακίου: Ο κίνδυνος συγκέντρωσης μπορεί να προκύψει από την αυξημένη έκθεση σε ένα υποκείμενο αναφοράς ή μπορεί να προκύψει από ένα ή περισσότερα ανοίγματα σε μια ομάδα πολύ συσχετισμένων πιστώσεων. Οι πιστώσεις ή τα δάνεια που συγκεντρώνονται σε έναν συγκεκριμένο κλάδο ή σε μια συγκεκριμένη τοποθεσία θα ήταν ένα παράδειγμα αυτού του είδους συγκέντρωσης ή συσχέτισης. Σε αυτό το πλαίσιο, τα πιστωτικά παράγωγα μειώνουν τα στοχευόμενα ανοίγματα.

γ) Υποβάθμιση πιστωτικών μονάδων: Η υποβάθμιση ή η αναμονή για υποβάθμιση από τους οίκους αξιολόγησης θα αντικατοπτρίζονται στη δευτερογενή αγορά καθώς οι τιμές των ρευστών μέσων μειώνονται. Τα χαρτοφυλάκια ρευστών περιουσιακών στοιχείων ενδέχεται να αναγκαστούν να προβούν σε υποχρεωτικές εκκαθαρίσεις. Ακόμη και οι κάτοχοι μη ρευστοποιήσιμου δανειακού χαρτοφυλακίου ενδέχεται να υποχρεωθούν να αναγνωρίσουν ζημιά. Εάν οι κάτοχοι δανείων δεν μπορούν να πουλήσουν τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία, το οικονομικό κεφάλαιο που θα πρέπει να αντιστοιχεί έναντι αυτών των πιο επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων θα είναι μεγαλύτερο. Προληπτικά μέτρα μπορούν να ληφθούν με τη διάρθρωση ενός πιστωτικού παραγώγου ώστε να παρέχεται

προστασία χαμηλότερου βαθμού, μειώνοντας τον κίνδυνο των αναγκαστικών πωλήσεων σε δυσμενείς τιμές και επιτρέποντας σε έναν διαχειριστή χαρτοφυλακίου να κατέχει περιουσιακά στοιχεία περιθωριακής πιστωτικής ποιότητας με χαμηλότερο κίνδυνο.

2.2 Η χρήση των πιστωτικών παραγώγων στην αντιστάθμιση κινδύνου

Η χρήση πιστωτικών παραγώγων μπορεί να διαχωρίσει τον κίνδυνο αγοράς από τον πιστωτικό κίνδυνο. Τα μέσα αυτά παρουσιάζουν έναν αποτελεσματικό τρόπο αντιστάθμισης των πιστωτικών συνιστωσών του χρηματοοικονομικού συμβολαίου, μολονότι είναι ακριβότερα και λιγότερο ρευστά, δεδομένου ότι η πλειονότητα των μέσων είναι εξωχρηματιστηριακά προϊόντα που μπορούν να σχεδιαστούν για να ικανοποιήσουν συγκεκριμένες απαιτήσεις των χρηστών. Επίσης, οι διεθνείς επενδυτές χρησιμοποιούν πιστωτικά παράγωγα για τη διαχείριση του κρατικού κινδύνου. Τα πιστωτικά παράγωγα παρουσιάζονται ως αποτελεσματικά εργαλεία για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου και τους επενδυτές για την αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου, καθώς οι επενδυτές των ομολόγων είναι ευαίσθητοι σε υποβάθμιση της πιστοληπτικής διαβάθμισης ενός εκδότη ομολόγων και ομολόγων και σε αύξηση του κόστους δανεισμού τους. Τα πιστωτικά παράγωγα ενισχύουν τη ρευστότητα του χαρτοφυλακίου ομολόγων, βελτιώνουν τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και μειώνουν την πιστωτική έκθεση σε συγκεκριμένους δανειολήπτες ή τομείς, χωρίς να επηρεάσει τα ανοίγματα τους ή τις σχέσεις με πελάτες (Naifar & Abid, 2005).

Η χρήση των πιστωτικών παραγώγων στην αντιστάθμιση κινδύνου μπορεί να γίνει κατανοητή μέσα από την ανάλυση τριών βασικών εργαλείων, σύμφωνα με την ανάλυση του Neal (1996):

α) Συμφωνίες ανταλλαγής πιστώσεων (Credit swaps): Οι συμβάσεις ανταλλαγής πιστωτικών κινδύνων μειώνουν τον πιστωτικό κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης. Οι συμβάσεις ανταλλαγής πιστώσεων απευθύνονται σε εμπορικές τράπεζες των οποίων τα χαρτοφυλάκια δανείων συγκεντρώνονται σε συγκεκριμένες βιομηχανίες ή γεωγραφικές

περιοχές. Αντί να διαφοροποιήσει τον πιστωτικό κίνδυνο δανείζοντας εκτός της τοπικής της περιοχής ή πωλώντας κάποια δάνεια και αγοράζοντας άλλα, μια τράπεζα μπορεί να ανταλλάξει τις πληρωμές με μερικά δάνεια για πληρωμές από ένα διαφορετικό ίδρυμα. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, υπάρχουν δύο κατηγορίες: ανταλλαγές δανείων και συνολικής απόδοσης. Σε σχέση με τις πωλήσεις δανείων, οι συνολικές ανταλλαγές απόδοσης προσφέρουν δύο σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, επιτρέπουν στις τράπεζες να διαφοροποιήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο διατηρώντας παράλληλα την εμπιστευτικότητα των οικονομικών αρχείων του πελάτη τους. Σε μια συναλλαγή swap συνολικής απόδοσης, τα αρχεία της επιχείρησης δανειοληπτών παραμένουν στην αρχική τράπεζα. Όταν τα δάνεια πωλούνται, τα αρχεία της επιχείρησης μεταφέρονται στον νέο ιδιοκτήτη του δανείου. Δεύτερον, τα διοικητικά έξοδα της πράξης ανταλλαγής μπορούν να είναι χαμηλότερα από ότι για μια συναλλαγή πώλησης δανείων. Για παράδειγμα, ένα ίδρυμα όπως μια ασφαλιστική εταιρεία μπορεί να μην είναι κατάλληλο για την παρακολούθηση των δανείων και για να εξασφαλίσει ότι τα δάνεια κυμαινόμενου επιτοκίου προσαρμόζονται κατάλληλα στις μεταβολές του ποσοστού αθέτησης υποχρέωσης. Έτσι, η μείωση των διοικητικών δαπανών επιτρέπει την επίτευξη διαφοροποίησης με χαμηλότερο κόστος.

β) Τα πιστωτικά δικαιώματα (Credit options) είναι ένα δεύτερο είδος πιστωτικού παραγώγου που χρησιμοποιείται για την αντιστάθμιση του κινδύνου δυσμενών μεταβολών στην πιστωτική ποιότητα. Ένα μέρος επιλέγει να καταβάλει ένα τέλος προκειμένου να αντισταθμίσει την αξία ενός χρεογράφου, εξαλείφοντας τον κίνδυνο μιας μεγάλης οικονομικής ζημίας. Έτσι, επιτρέπουν στους επενδυτές να αγοράζουν ασφάλιση για να προστατευθούν από δυσμενείς κινήσεις στην πιστωτική ποιότητα των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής ομολόγων μπορεί να αγοράσει ένα ασφαλιστήριο συμβόλαιο για την αντιστάθμιση της αξίας ενός εταιρικού ομολόγου. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων, η αποπληρωμή από το ασφαλιστήριο συμβόλαιο θα αντισταθμίσει την απώλεια από το ομόλογο. Εάν δεν υπάρχει προεπιλογή, ο επενδυτής θα συνεχίσει να λαμβάνει τις πληρωμές τόκων από το ομόλογο.

γ) Επιπρόσθετα, τα πιστωτικά χρεόγραφα συνδεδεμένα με πίστωση (Credit-linked notes) αποτελούν ένα ακόμα εργαλείο που χρησιμοποιείται για διαχείριση και αντιστάθμιση κινδύνου. Είναι ένας συνδυασμός ενός τακτικού ομολόγου και μιας πιστωτικής επιλογής.

Όπως και με ένα τακτικό ομόλογο, τα Credit-linked notes υπόσχονται να πραγματοποιήσουν περιοδικές πληρωμές τόκων και μεγάλη κατ' αποκοπήν πληρωμή όταν λήξει το ομολογιακό δάνειο. Ωστόσο, συνήθως επιτρέπει στον εκδότη να μειώσει τις πληρωμές εάν επιδεινωθεί μια βασική οικονομική μεταβλητή που καθορίζεται από το χρεόγραφο. Για παράδειγμα, μια εταιρεία πιστωτικών καρτών μπορεί να χρησιμοποιήσει χρέος για να χρηματοδοτήσει ένα χαρτοφυλάκιο δανείων πιστωτικών καρτών. Για να μειωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος, η έκδοση χρεών της εταιρείας θα μπορούσε να λάβει τη μορφή επιτοκίου ενός έτους. Μια εταιρεία πιστωτικών καρτών θα εκδώσει μια πιστωτική σύνδεση επειδή παρέχει ένα βολικό μηχανισμό για τη μείωση της πιστωτικής έκθεσης της εταιρείας. Εάν οι προεπιλογές κατόχου κάρτας είναι χαμηλές, τότε η εταιρεία μπορεί να πληρώσει το κουπόνι 8%. Εάν τα ποσοστά αθέτησης είναι υψηλά, τα κέρδη της εταιρείας μειώνονται, αλλά πρέπει να πληρώσουν μόνο ένα κουπόνι 4%. Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία πιστωτικών καρτών αγοράζει ασφάλιση πιστώσεων από τους επενδυτές. Οι επενδυτές θα εξετάσουν το ενδεχόμενο να αγοράσουν ένα τέτοιο εργαλείο επειδή κερδίζουν υψηλότερο ποσοστό απόδοσης από τα κανονικά ομόλογα της πιστωτικής κάρτας. Όταν η εταιρεία εκδίδει τα παράγωγα, η τιμή τους θα είναι χαμηλότερη από την τιμή των τακτικών ομολόγων της εταιρείας. Η χαμηλότερη τιμή αποζημιώνει τους επενδυτές για τον κίνδυνο μείωσης των πληρωμών τους. Για μια συγκεκριμένη πληρωμή τόκων, η μειωμένη τιμή που πληρώνουν οι επενδυτές τους δίνει μεγαλύτερη απόδοση.

Ωστόσο, ενώ τα πιστωτικά παράγωγα παρέχουν ένα πολύτιμο εργαλείο για τη διαχείριση και αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου, μπορούν επίσης να εκθέσουν τον χρήστη σε νέους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και σε ρυθμιστικό κόστος. Όπως και άλλοι παράγωγοι τίτλοι εκτός ισολογισμού, τα πιστωτικά παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά συμβόλαια με ιδιωτική διαπραγμάτευση. Αυτές οι συμβάσεις εκθέτουν τον χρήστη σε λειτουργικό κίνδυνο, σε κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, σε κίνδυνο ρευστότητας και σε νομικό κίνδυνο. Επιπλέον, υπάρχει αβεβαιότητα όσον αφορά το ρυθμιστικό καθεστώς των πιστωτικών παραγώγων και τα κατάλληλα κεφαλαιακά τέλη για τα τραπεζικά δάνεια που αντισταθμίζονται με πιστωτικά παράγωγα. Πιο αναλυτικά, οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθενται οι χρήστες των πιστωτικών παραγώγων είναι οι εξής (Neal, 1996):

α) Ίσως ο μεγαλύτερος κίνδυνος χρήσης πιστωτικών παραγώγων είναι ο λειτουργικός κίνδυνος. Ο λειτουργικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος οι διαπραγματευτές να

χρησιμοποιήσουν χωρίς περιθώρια οποιοδήποτε παράγωγο μέσο για κερδοσκοπία (speculation) αντί για αντιστάθμιση (hedging). Για παράδειγμα, οι απώλειες από την αδικαιολόγητη συναλλαγή που σχετίζεται με παράγωγα προκάλεσαν τη διάλυση της βρετανικής επενδυτικής τράπεζας Barings PLC και συνέβαλαν στην αθέτηση της υποχρέωσης της Orange County στην Καλιφόρνια. Ενώ ο λειτουργικός κίνδυνος μπορεί να είναι μεγάλος, μπορεί επίσης να ελεγχθεί εύκολα. Οι αυστηρές διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου, για παράδειγμα, μπορούν να εμποδίσουν όσους διαπραγματεύονται να δημιουργήσουν ακατάλληλες θέσεις.

β) Μια δεύτερη πηγή κινδύνου είναι ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου. Αυτός είναι ο κίνδυνος αθέτησης του αντισυμβαλλομένου σε μια συναλλαγή λόγω αυτής της πιθανότητας, τα πιστωτικά παράγωγα δεν μπορούν να εξαλείψουν εντελώς τον πιστωτικό κίνδυνο. Ενώ ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου αποτελεί πηγή ανησυχίας, το μέγεθος αυτού του κινδύνου είναι σχετικά μικρό. Προκειμένου μια επιχείρηση να υποστεί ζημιά από την αθέτηση υποχρέωσης από τον αντισυμβαλλόμενο, πρέπει η ζημιά πρέπει να είναι μεγαλύτερη από αυτή που μπορεί να απορροφήσει ο ενδιάμεσος στη συναλλαγή. Ωστόσο, η πιθανότητα ότι ο ενδιάμεσος δεν μπορεί να απορροφήσει την απώλεια είναι πολύ χαμηλή. Οι ενδιάμεσοι είναι είτε εμπορικές τράπεζες με την υψηλότερη βαθμολογία είτε θυγατρικές των επενδυτικών τραπεζών που έχουν βαθμολογηθεί υψηλά (π.χ. AAA). Και οι δύο τύποι οργανισμών είναι καλά κεφαλαιοποιημένοι και αντισταθμίζουν προσεκτικά τον κίνδυνο των συναλλαγών τους.

γ) Μια τρίτη πηγή κινδύνου είναι ο κίνδυνος ρευστότητας. Ο κίνδυνος ρευστότητας είναι η αβεβαιότητα σχετικά με το αν είναι δυνατό να πωληθεί ή να αντισταθμιστεί μια θέση που είχε καθοριστεί προηγουμένως. Για τις επιχειρήσεις που κατέχουν πιστωτικά παράγωγα αποκλειστικά για αντιστάθμιση, ο κίνδυνος ρευστότητας είναι σχετικά ασήμαντος. Για παράδειγμα, ένας εκδότης ομολόγων που χρησιμοποιεί μια πιστωτική επιλογή για να αντισταθμίσει το μελλοντικό κόστος δανεισμού του, θα κρατήσει την επιλογή έως τη λήξη της. Αντίθετα, ο κίνδυνος ρευστότητας αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τους εκδότες πιστωτικών παραγώγων και για τους χρήστες πιστωτικών παραγώγων που προβλέπουν την αντιστάθμιση της θέσης τους πριν την ωρίμανση της σύμβασης.

δ) Μια τέταρτη πηγή κινδύνου για τους χρήστες πιστωτικών παραγώγων είναι νομικός κίνδυνος. Ο νομικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα μια σύμβαση παραγώγων να θεωρηθεί παράνομη ή ακατάλληλη. Η πτώχευση της Orange County αποτελεί παράδειγμα νομικού κινδύνου. Για αρκετά χρόνια, η κομητεία επένδυσε επιτυχώς σε επικίνδυνες και σταθερού εισοδήματος τίτλους. Μια ξαφνική και μεγάλη μεταβολή των επιτοκίων, ωστόσο, προκάλεσε απότομη πτώση της αξίας των χρεογράφων της, αφήνοντας την κομητεία να μην μπορέσει να ανταποκριθεί στις συμβάσεις περιθωρίου. Μετά την πτώχευση, η κομητεία μήνυσε την επενδυτική τράπεζα που της πώλησε τα χρεόγραφα. Η κομητεία ισχυρίστηκε ότι ήταν παράνομο για εκείνη να κατέχει τους εν λόγω τίτλους και ως εκ τούτου οι παράγωγες κινητές αξίες ήταν μη εκτελεστές συμβάσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. CREDIT DEFAULT SWAPS

3.1 Έννοια των Credit Default Swaps (CDS)

Πρόκειται για μια απλή σύμβαση στην οποία ένα συμβαλλόμενο μέρος - ο πωλητής προστασίας ή ο αγοραστής της έκθεσης - λαμβάνει μια περιοδική πληρωμή (πριμ) από το άλλο μέρος - τον αγοραστή προστασίας ή τον πωλητή της έκθεσης - και καταβάλλει μια εφάπαξ πληρωμή κατά το γεγονός της αθέτησης από μια οντότητα αναφοράς (Naifar & Abid, 2005). Τα CDSs, που όπως αναφέρθηκε είναι συμφωνίες αντιστάθμισης κινδύνου, αποτελούν μια μορφή πιστωτικών παραγώγων. Ουσιαστικά, πρόκειται για μία μορφή εγγύησης, ή αλλιώς πολιτική ασφάλισης πιστώσεων. Ο πωλητής λαμβάνει ένα τέλος μπροστά για να συμφωνήσει να παράσχει προστασία έναντι κάποιου πιθανού μελλοντικού πιστωτικού γεγονότος. Το μέρος που αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο πρέπει να παρέχει χρηματοδότηση στο μέλλον εάν και όποτε λάβει χώρα ένα πιστωτικό γεγονός (Rule, 2001). Σε περίπτωση αθέτησης, ο ασφαλιστής ή ο κάτοχος της υποχρέωσης για πιστωτική υποχρέωση απορροφά τη ζημία. Εάν αυξηθεί η πιθανότητα αθέτησης, το κόστος προστασίας αυξάνεται. Έτσι, αν ο πωλητής θέλει να αποσυρθεί από τη συμβατική υποχρέωση, πρέπει να πληρώσει υψηλότερη τιμή σε άλλο μέρος για να λάβει εκείνο την υποχρέωση ασφάλισης (Chilcote, 2006).

Γενικά, ο πωλητής προστασίας αντισταθμίζει τον αγοραστή για τη διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας του χρέους και της αγοραίας αξίας του μετά την επέλευση πιστωτικού γεγονότος. Χρησιμοποιώντας μια αντιστάθμιση πιστωτικής αθέτησης, μια τράπεζα μπορεί να αντισταθμίσει το πιστωτικό της άνοιγμα χωρίς να πουλήσει το δάνειο ή το ομόλογό της. Αυτό μπορεί να δικαιολογεί το κύριο και το σημαντικό χαρακτηριστικό των πιστωτικών παραγώγων για την απομόνωση του πιστωτικού κινδύνου από τα επιτόκια και τα

νομίσματα. Επίσης, επιτρέπουν την πρόσβαση σε τίτλους και λήξεις που διαφορετικά ενδέχεται να μην είναι διαθέσιμα (Naifar & Abid, 2005).

Όταν συμβαίνει ένα πιστωτικό συμβάν, η σύμβαση τερματίζεται. Στην περίπτωση αυτή, εάν η "φυσική παράδοση" (physical delivery) είναι η συγκεκριμένη μέθοδος διακανονισμού, ο πωλητής CDS οφείλει να πληρώσει στον αγοραστή την ονομαστική αξία της σύμβασης και ο αγοραστής CDS πρέπει να παραδώσει ομόλογα της οντότητας αναφοράς (ενός προκαθορισμένου τύπου). Εναλλακτικά, εάν ο "διακανονισμός σε μετρητά" (cash settlement) είναι η συμφωνηθείσα μέθοδος διακανονισμού, ο πωλητής πρέπει να πληρώσει στον αγοραστή τη διαφορά μεταξύ της πλασματικής αξίας της σύμβασης και της αγοραίας αξίας των ομολόγων. Για το CDS του δείκτη ή του καλάθιού, ένα πιστωτικό συμβάν σε μία από τις οντότητες αναφοράς στοιχείων δεν θα προκαλέσει την καταγγελία της σύμβασης και ο αγοραστής προστασίας θα λάβει αντιστάθμιση ανάλογη με το βάρος της οντότητας αναφοράς στον δείκτη (Mengle, 2007; International Organization of Securities Commissions, 2012).

Επομένως, αυτή η ανταλλαγή είναι στην πραγματικότητα ένα δικαίωμα πώλησης χαρτοφυλακίου ομολόγων ή δανείων. Ο ιδιοκτήτης της προεπιλεγμένης συμφωνίας ανταλλαγής λαμβάνει μια πληρωμή εάν δεν έχει προεπιλεγεί περισσότερος από έναν προκαθορισμένο αριθμό των ομολόγων. Για παράδειγμα, το χαρτοφυλάκιο ενός επενδυτή περιλαμβάνει 20 ομόλογα Βαα, η κάθε μία από τα οποία υπόσχεται να πληρώσει 1.000 δολάρια σε ένα έτος. Ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει μια σύμβαση αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου για \$ 20 που υπόσχεται να πραγματοποιήσει μια πληρωμή αν ισχύουν τρία ή περισσότερα από τα 20 ομόλογα. Για κάθε δεσμό που αθετεί, ο επενδυτής λαμβάνει τη διαφορά μεταξύ του ποσού των \$ 1.000 που υποσχέθηκε και της τιμής του χρεωστικού τίτλου χρεοκοπίας. Η προσφυγή σε μια σύμβαση ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης είναι ότι περιορίζει τον πιστωτικό κίνδυνο του επενδυτή (Neal, 1996). Έχει σχεδιαστεί για επενδυτές που είναι πρόθυμοι να απορροφήσουν μικρές πιστωτικές ζημίες, αλλά θέλουν προστασία από μεγάλες απώλειες. Σε αντάλλαγμα για ένα σχετικά μικρό τέλος, ο επενδυτής εκτίθεται στον κίνδυνο να χρεοκοπήσει ένα ή δύο ομόλογα, αλλά προστατεύεται από πρόσθετες ζημίες. Κύριοι πωλητές είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες: Καταβάλλουν τέλος για την πώληση των πιστωτικών επιλογών και μπορούν να

διαφοροποιήσουν τους κινδύνους τους με την πώληση πιστωτικών δικαιωμάτων σε διαφορετικές βιομηχανίες και σε διαφορετικές περιοχές (Neal, 1996).

Οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) είναι διμερείς συμβάσεις εξωχρηματοπιστηριακών συναλλαγών που μεταφέρουν πιστωτική έκθεση σε συγκεκριμένη οντότητα σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Σε πολύ γενικές γραμμές, ο αγοραστής ενός CDS προβαίνει σε περιοδικές πληρωμές σε αντάλλαγμα για μια θετική πληρωμή όταν ένα πιστωτικό γεγονός θεωρείται ότι έχει συμβεί. Οι συμβάσεις αυτές συνδέονται είτε με μια συγκεκριμένη οντότητα αναφοράς ("ενιαίο όνομα CDS") είτε με ένα χαρτοφυλάκιο οντοτήτων αναφοράς (CDS "δείκτης" ή "καλάθι"). Η προστασία της πώλησης μέσω σύμβασης CDS αναπαράγει μια μοχλευμένη μακρά θέση σε ομόλογα της υποκείμενης οντότητας αναφοράς, εκθέτοντας τους πωλητές προστασίας σε κινδύνους παρόμοιους με αυτούς ενός πιστωτή. Η αγορά της προστασίας μέσω CDS αντιγράφει μια μικρή θέση στα ομόλογα της υποκείμενης οντότητας αναφοράς (με τα έσοδα να επανεπενδύονται με τον κίνδυνο). Οι αγοραστές προστασίας μέσω σύμβασης CDS μπορούν να αντισταθμίσουν το πιστωτικό άνοιγμα στην υποκείμενη οντότητα αναφοράς ή να αναλάβουν αποτελεσματικά μια σύντομη θέση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει όταν ο αγοραστής CDS δεν έχει πιστωτική έκθεση στην οντότητα αναφοράς (αποκαλούμενη "γυμνή" θέση CDS) ή έχει έκθεση χαμηλότερη από την αξία της σύμβασης CDS (η λεγόμενη "θέση υπερσφάλισης"). Ενώ είναι δυνατό για έναν αγοραστή προστασίας να αναπαράγει την οικονομική αποζημίωση μιας σύμβασης CDS με τη μείωση των ομολόγων της υποκείμενης οντότητας αναφοράς και την επανεπένδυση των εσόδων με τον κίνδυνο χωρίς επιτόκιο, τα CDS μπορεί να αποτελούν ελκυστική εναλλακτική λύση στις ανοικτές πωλήσεις λόγω της δυνατότητάς τους να εξαλείψουν κίνδυνο που σχετίζεται με την κύλιση σε βραχείες θέσεις (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι να "τερματίσει" ή να αλλάξει η οικονομική έκθεση που συνδέεται με μια σύμβαση CDS, εκτός από αυτές που σχετίζονται με την εμφάνιση ενός πιστωτικού γεγονότος. Η πρώτη αναφέρεται ως "καινοτομία", η οποία συνεπάγεται την αντικατάσταση ενός από τους δύο αρχικούς αντισυμβαλλομένους με τη σύμβαση με ένα νέο. Μια καινοτομία εκτελείται προσδιορίζοντας έναν συμμετέχοντα στην αγορά που είναι διατεθειμένος να αναλάβει τις υποχρεώσεις ενός από τους αρχικούς αντισυμβαλλομένους στις τρέχουσες τιμές της αγοράς. Ωστόσο, υπάρχουν δύο πολύ διαφορετικά είδη

καινοτομίας: το πρώτο είναι αυτό στο οποίο ένα νέο συμβαλλόμενο μέρος αντικαθιστά ένα από τα μέρη της αρχικής σύμβασης και το δεύτερο στο οποίο τα δύο μέρη παραιτούνται από τη σύμβαση σε έναν κεντρικό αντισυμβαλλόμενο, αν και στην τελευταία αυτή περίπτωση δεν υπάρχει αλλαγή ή τερματισμός της οικονομικής έκθεσης για τους αρχικούς αντισυμβαλλομένους (International Organization of Securities Commissions, 2012). Άλλες αλλαγές ενδέχεται να σχετίζονται με τις ρήτρες πρόωρης καταγγελίας ή με τη σύναψη συμβάσεων τερματισμού λόγω μηχανισμών "συμπίεσης" (compression) που αποσκοπούν στην ακύρωση περιττών συμβάσεων λόγω συμψηφιστικών θέσεων. Για παράδειγμα, εάν οι ίδιοι αντισυμβαλλόμενοι έχουν εισέλθει σε συμψηφιστικές θέσεις σε συμβάσεις με τους ίδιους οικονομικούς όρους, ένα συμβόλαιο συμπίεσης ακυρώνει αυτές τις συμβάσεις και δημιουργεί μια νέα σύμβαση με το ίδιο καθαρό άνοιγμα με τις αρχικές συμβάσεις. Αν και οι αντισταθμιστικές συναλλαγές είναι ο συνηθέστερος τρόπος τερματισμού της οικονομικής έκθεσης που σχετίζεται με την οντότητα αναφοράς που αποτελεί τη βάση της σύμβασης CDS, δημιουργείται ένα δίκτυο ανοιγμάτων που έχει ως αποτέλεσμα αυξημένο κίνδυνο αντισυμβαλλομένου, που εξετάζεται σε επόμενη ενότητα (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Τέλος, αναφορά θα πρέπει να γίνει και στη δομή της αγοράς των credit default swaps. Η αγορά CDS, όπως και άλλες αγορές εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων, χαρακτηρίζεται από δύο είδη συναλλαγών. Ο πρώτος τύπος συναλλαγής, ο οποίος αντιπροσωπεύει την πλειονότητα των συναλλαγών, προέρχεται από πράκτορες τελικού χρήστη και συναλλαγών που εμπορεύονται με αντιπροσώπους που λειτουργούν ως διαμορφωτές της αγοράς. Ο τυπικός πράκτορας διαπραγμάτευσης είναι ένας εγγεγραμμένος επενδυτικός σύμβουλος που χρησιμεύει ως ενδιάμεσος "αγοραστής" για λογαριασμό των τελικών χρηστών που πραγματοποιούν σπάνια συναλλαγές αλλά επιθυμούν την επωφελή ιδιοκτησία. Η πλευρά των αντιπροσώπων κυριαρχείται σε μεγάλο βαθμό από τους αποκαλούμενους αντιπροσώπους G14, που είναι οι μεγαλύτεροι αντιπρόσωποι παραγώγων παγκοσμίως και κατέχουν περίπου το 90% του ονομαστικού ποσού CDS. Ορισμένες μελέτες προσπάθησαν να αξιολογήσουν το βαθμό συγκέντρωσης στην αγορά των αντιπροσώπων CDS, διαπιστώνοντας ότι υπάρχει χαμηλός ή μέτριος βαθμός συγκέντρωσης. Οι παράγοντες από την πλευρά της αγοράς αντιπροσωπεύονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές και άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Η αλληλεπίδραση μεταξύ τελικών χρηστών,

ενδεχομένως διαμεσολαβούμενη από πράκτορες συναλλαγών, και αντιπροσώπων, όπως και σε άλλες εξωρηματιστηριακές αγορές, πραγματοποιείται μέσω διμερών επαφών. Ο δεύτερος τύπος συναλλαγής αντιπροσωπεύεται από συναλλαγές μεταξύ αντιπροσώπων για τη διαχείριση ή αντιστάθμιση συναλλαγών με τους πελάτες της αγοράς ή με τα αποθέματα των αντιπροσώπων. Αυτές οι συναλλαγές συνήθως διαμεσολαβούνται από τους λεγόμενους "διαμεσολαβητές". Αυτοί οι διαμεσολαβητές δεν λαμβάνουν ιδιόκτητες θέσεις, αλλά αντιστοιχούν τις παραγγελίες των αντιπροσώπων, εξασφαλίζοντας την ανωνυμία των αντισυμβαλλομένων μέχρι να ολοκληρωθεί η συναλλαγή. Τα συστήματα διαμεσολάβησης μεταξύ διαμεσολαβητών εξελίχθηκαν σταδιακά σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες συναλλαγών. Τέτοιες πλατφόρμες παρέχουν την αυτόματη εκτέλεση εντολών και επιτρέπουν στους αντιπροσώπους να τηρούν και να διαχειρίζονται ανώνυμες προσφορές που έχουν αναρτηθεί από άλλους αντιπροσώπους (International Organization of Securities Commissions, 2012).

3.2 Χρήσεις των CDS

3.2.1 Ο ρόλος των CDS στη διαχείριση κινδύνου

Η ανταλλαγή πιστωτικού κινδύνου είναι ένας μηχανισμός για την κατανομή του κινδύνου αθέτησης των χρεογράφων και των δανείων, επιτρέποντας στους δανειστές και στους επενδυτές να βελτιώσουν τη διαχείριση του κινδύνου και να επιτύχουν καλύτερα τους οικονομικούς τους στόχους. Σε αυτή την περίπτωση, ένα μέρος πραγματοποιεί περιοδικές πληρωμές σε μονάδες βάσης (bps) και ένα άλλο μέρος πραγματοποιεί πληρωμές για τον κύριο υπόχρεο, στην περίπτωση που λάβει χώρα το συμβάν «πιστωτικής αθέτησης». Η τιμολόγηση ενός τέτοιου παραγώγου εξαρτάται από την πιστωτική ποιότητα της πιστωτικής αναφοράς, την προσφορά και τη ζήτηση για την πίστωση αναφοράς και τα επικρατούντα πιστωτικά περιθώρια. Ο στόχος μπορεί να είναι οποιοσδήποτε από τους ακόλουθους: πώληση συγκεκριμένου κινδύνου όπως για παράδειγμα απόκτηση πρόσθετης απόδοσης, βελτίωση της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, απόκτηση έκθεσης σε πιστώσεις χωρίς αγορά κάποιων περιουσιακών στοιχείων, ή ανάληψη συνθετικής θέσης εκτός ισολογισμού (Taylor, 2010).

Οι τράπεζες που επιθυμούν να μειώσουν ή να εξαλείψουν την έκθεσή τους σε ένα συγκεκριμένο δάνειο ή χαρτοφυλάκιο δανείων μπορούν να αγοράσουν ένα CDS χωρίς τη γνώση ή τη συγκατάθεση του δανειολήπτη. Οι εταιρείες παραγωγής που εξαρτώνται από περιορισμένο αριθμό πελατών για έσοδα μπορούν να αγοράσουν ένα CDS για τις υποχρεώσεις πληρωμής των πελατών τους. Οι επενδυτές που πρέπει να προστατευθούν από την αδυναμία πληρωμής, αλλά δεν μπορούν ή δεν θέλουν να πουλήσουν την επικίνδυνη ασφάλεια για λογιστικούς, φορολογικούς ή κανονιστικούς λόγους, μπορούν να αγοράσουν ένα CDS. Οι επενδυτές μπορούν να αποκτήσουν πρόσθετη απόδοση χωρίς να αγοράσουν ένα περιουσιακό στοιχείο, κρατώντας το στον ισολογισμό τους, και να το χρηματοδοτήσουν. Με βάση τη βασική δομή ανταλλαγής, οι επενδυτές μπορούν να ανταλλάξουν τον κίνδυνο αθέτησης μιας πίστωσης με τον κίνδυνο μιας άλλης πίστωσης. Αυτό μπορεί να βοηθήσει τις εταιρείες να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους αποφεύγοντας παράλληλα το κόστος συναλλαγής που συνδέεται με την αγορά και πώληση πολλών ατομικών τίτλων ή δανείων (Taylor, 2010).

Τα CDS διέπονται από σημαντικά πλεονεκτήματα, τα οποία καθορίζουν τον ρόλο τους ως εργαλείο διαχείρισης και αντιστάθμισης κινδύνου. Οι Che και Sethi (2014) αναφέρουν ως ένα σημαντικό πλεονέκτημα των CDS το ότι δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής τους, μέσω της βελτίωσης της ικανότητάς τους για δανεισμό. Η βελτιωμένη διαχείριση κινδύνου καθώς αυτός ο κίνδυνος μπορεί να μεταφερθεί σε επιχειρήσεις με τη μορφή χαμηλότερου κόστους δανεισμού (Norden et al., 2014), καθώς και η αποδοτικότερη κατανομή των κινδύνων (Thompson, 2010) αποτελούν σημαντικά πλεονεκτήματα της χρήσης των CDS. Επιπρόσθετα, τα CDS δεν επηρεάζονται σε τόσο μεγάλο βαθμό όσο τα ομόλογα από τις διαφορές που υφίστανται σε επίπεδο έκδοσης και νομικών συστημάτων (Augustin et al., 2016).

Ο Duffie (2008) υποστηρίζει ότι τα CDS συμβάλλουν στην ολοκλήρωση των αγορών επειδή προσφέρουν στους επενδυτές ένα μεγαλύτερο εύρος περιουσιακών στοιχείων και ευκαιριών αντιστάθμισης κινδύνου. Ο Duffie (2008) ισχυρίζεται επίσης ότι, με την αύξηση της ρευστότητας στην πιστωτική αγορά, τα CDS μπορούν να μειώσουν τα ασφαλιστικά κέρδη και να μειώσουν το κόστος του χρέους. Οι Ashcraft και Santos (2009) επεξεργάζονται περαιτέρω αυτόν τον ισχυρισμό, υπογραμμίζοντας δύο τρόπους μέσω των οποίων τα CDS μπορούν να μειώσουν το κόστος του χρέους. Το πρώτο είναι αποτέλεσμα διαφοροποίησης,

επιτρέποντας στους επενδυτές να αντισταθμίζουν καλύτερα και να διαφοροποιούν την έκθεσή τους στον κίνδυνο. Το δεύτερο σχετίζεται με το ενδεχόμενο η αγορά CDS να δημιουργήσει σήματα που μειώνουν τις ασυμμετρίες πληροφόρησης και βελτιώνουν τη διαδικασία προσδιορισμού τιμών.

Περαιτέρω, οι Ashcraft και Santos (2009) αξιολογούν εμπειρικά τον αντίκτυπο της έναρξης της διαπραγμάτευσης των CDS για την έκδοση ομολόγων και την προέλευση του δανείου για ένα δείγμα αμερικανικών εταιρειών και διαπιστώνουν ότι στην περίοδο που ακολουθεί την έναρξη της συναλλαγής CDS, οι πιο διαφανείς εταιρείες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα έχουν μείωση του κόστους του χρέους, ενώ για τις άλλες εταιρείες το κόστος του χρέους αυξάνεται. Ως εκ τούτου, σε αντίθεση με τις θεωρητικές προβλέψεις του Duffie (2008), τα CDS δεν βοηθούν πάντοτε στη μείωση των πιστωτικών διαφορών και του κόστους χρέους. Οι Ismailescu και Phillips (2011) βρίσκουν παρόμοια αποτελέσματα και για τους κρατικούς φορείς, καταδεικνύοντας ότι η έναρξη της διαπραγμάτευσης των CDS μειώνει τα πρωταρχικά επιτόκια κινδύνου για κρατικά επενδυτικά κεφάλαια, ενώ αυξάνει το κόστος δανεισμού για τις χώρες που δεν διαθέτουν επενδυτικά κεφάλαια. Αυτό οδηγεί τη συζήτηση στα μειονεκτήματα των CDS που συνδέονται και με τον αμφιλεγόμενο ρόλο τους στην κρίση χρέους του 2007-2008, αλλά και στην κρίση χρέους μεμονωμένων κρατών, όπως η Ελλάδα, όπως τονίζεται από τον Stulz (2010) και από τους Augustin et al. (2015). Τα μειονεκτήματα των CDS αναλύονται στην επόμενη ενότητα.

3.2.2 Η χρήση των CDS ως εργαλείο φοροαποφυγής

Οι δανειστές μειώνουν την παρακολούθηση των δανειζομένων μετά την αντιστάθμιση της έκθεσης σε πιστωτικό κίνδυνο μέσω συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS), οι οποίες είναι παρόμοιες με την ασφάλιση έναντι δυσμενών πιστωτικών γεγονότων των δανειοληπτών (Mengle, 2007; Hong et al., 2019). Στο πλαίσιο αυτό, οι Hong et al. (2019) εξετάζουν κατά πόσο, με την παρακολούθηση του δανεισμού μετά από συναλλαγές CDS, οι μέτοχοι ζητούν από τις εταιρείες δανεισμού να επενδύσουν σε πιο επιθετικές στρατηγικές φορολογικού σχεδιασμού, οι οποίες προηγουμένως περιορίζονταν από τους δανειστές με κίνδυνο. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι δανειζόμενοι εμφανίζουν μεγαλύτερη φοροαποφυγή μετά την έναρξη της συναλλαγής CDS. Σύμφωνα με τους μετόχους που εντείνουν τις απαιτήσεις τους μετά το CDS, διαπιστώνουμε ότι η

αύξηση της φοροαποφυγής είναι ισχυρότερη για α) επιχειρήσεις με πιο ισχυρούς και σημαντικούς μετόχους, όπως μετράται από ειδικούς θεσμικούς επενδυτές, β) επιχειρήσεις με ισχυρότερους υπευθύνους των μετόχων, με βάση την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, και γ) επιχειρήσεις με πιο στρατηγικές επιλογές προεπιλογής. Διαπιστώνουν επίσης ότι οι δανειολήπτες με υψηλότερα επίπεδα φοροδιαφυγής είναι λιγότερο πιθανό να καταθέσουν αίτηση για πτώχευση στο μέλλον.

Οι Kim et al. (2019) εξέτασαν την επίδραση της σχέσης οφειλέτη-δανειστή στις αποφάσεις φορολογικού σχεδιασμού των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, εξετάστηκε η περίπτωση των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) ως σοκ στη σχέση οφειλέτη-δανειστή που μετριάζει τη συγκέντρωση της αποπληρωμής των πιστωτών και μειώνει τα κίνητρά τους να παρακολουθούν στενά τους οφειλέτες. Ως αποτέλεσμα, οι οφειλέτες εμπλέκονται σε υψηλότερα επίπεδα φοροαποφυγής. Η μείωση των τιμών από τους πιστωτές μειώνει επίσης το οριακό κόστος φοροδιαφυγής των οφειλετών και, ως εκ τούτου, αυξάνει το επίπεδο φοροδιαφυγής των οφειλετών. Χρησιμοποιώντας μια παλινδρόμηση διαφορών, διαπιστώθηκε ότι οι επιχειρήσεις δανεισμού αυξάνουν σημαντικά το επίπεδο φοροαποφυγής όταν υφίστανται συναλλαγές CDS στα χρέη τους. Το φαινόμενο αυτό είναι πιο έντονο όταν η σχέση οφειλέτη-δανειστή χαρακτηρίζεται από συνεχή παρακολούθηση πριν από την έναρξη της συναλλαγής με CDS, όταν οι πιστωτές υποφέρουν από χαμηλότερες απώλειες φήμης εάν μειώσουν την παρακολούθηση μετά το CDS και όταν η αγορά CDS είναι πιο ρευστή.

Σε άλλη μελέτη στην Αμερική, ο Donohoe (2011) βρήκε ότι το συνολικό ονομαστικό κεφάλαιο και η εύλογη αξία των αρχικών θέσεων παραγώγων αντισταθμίζονται αντιστρόφως με τις μεταβολές του τρέχοντος φόρου και των καταβληθέντων φόρων. Οι μειώσεις της φορολογικής επιβάρυνσης από την αποτελεσματική αντιστάθμιση ήταν σημαντικά χαμηλότερες από τις αντίστοιχες της κερδοσκοπικής θέσης και της μη αποτελεσματικής αντιστάθμισης. Επίσης, δε βρήκε να υπάρχουν αλλαγές στη μεταβλητότητα του εισοδήματος και στη μείωση της χρήσης χρέους μετά την εφαρμογή των παραγώγων. Ως εκ τούτου, ο συγγραφέας συμπεραίνει ότι η αποτελεσματική αντιστάθμιση, η μεταβλητότητα του εισοδήματος και η μεγαλύτερη χρεωστική ικανότητα δεν μπορούν να παράσχουν εναλλακτικές εξηγήσεις για τις μειώσεις της φορολογικής

επιβάρυνσης μετά την εφαρμογή των παραγώγων. Η μελέτη του υποδηλώνει ότι οι εταιρείες επιτυγχάνουν μείωση των τρεχόντων φόρων και των φόρων που καταβάλλονται μετά την ανάπτυξη των παραγώγων. Αυτά τα οφέλη αυξάνονται με το μέγεθος των χρησιμοποιούμενων παραγώγων και προέρχονται κυρίως από ευκαιρίες αναβολής φορολογίας και δεν οδηγούνται από την αποτελεσματική αντιστάθμιση οικονομικών κινδύνων. Διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις δεν αναφέρουν την αποφυγή φορολογίας στην εξήγησή τους για την ανάπτυξη παραγώγων. Αντίθετα, αναφέρθηκε ότι τα παράγωγα χρησιμοποιήθηκαν για να αντισταθμίσουν τα ανοίγματα έναντι των κινδύνων συναλλάγματος και επιτοκίων. Συνεπώς, αυτές οι νέες οικονομικές πληροφορίες δεν προσφέρουν επαρκή βοήθεια στις φορολογικές αρχές εάν προσπαθούν να εντοπίσουν τη φοροδιαφυγή που βασίζεται σε παράγωγα μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις.

Οι Nesvetailova et al. (2018) εξέτασαν μία παρόμοια έρευνα στην Ευρώπη και βρήκαν ότι η φοροαποφυγή δεν αποτελεί στόχο των επιχειρήσεων. Ωστόσο, διαπιστώθηκε πως εν μέρει η φορολογική βελτιστοποίηση και πιο συγκεκριμένα η αναβολή του φόρου ήταν συχνά οι απώτεροι στόχοι της ανάπτυξης εξελιγμένων χρηματοπιστωτικών μέσων, με ορισμένες επιχειρήσεις να εκμεταλλεύονται τυχόν κενά στον ισχύοντα κανονισμό της ΕΕ σχετικά με τα παράγωγα. Πάντως, σε μία τέτοια περίπτωση θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το διαφορετικό φορολογικό καθεστώς στις χώρες της Ευρώπης, κάτι που επίσης καθιστά δύσκολη τη διερεύνηση της σχέσης παραγώγων-φοροαποφυγής σε αυτές τις χώρες, όπως επισημαίνουν οι συγγραφείς.

3.3.3 Η χρήση των CDS ως εργαλείο κερδοσκοπίας

Ο Dwyer (2010) εφιστά την προσοχή στη σχέση μεταξύ της χρήσης παραγώγων και κερδοσκοπίας, στη βάση του δημοσίου χρέους σε ορισμένες χώρες. Τονίζει ότι οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής φέρουν ευθύνη για τα προβλήματα των κρατικών χρεών της περιοχής στην αγορά ανταλλαγής πιστωτικών κινδύνων, εν μέσω συζητήσεων για την απαγόρευση της αγοράς ασφάλισης αθέτησης, εκτός αν ο αγοραστής κατέχει τα υποκείμενα ομόλογα. Οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου δεν συνεπάγονται υποχρεωτικά την κυριότητα του υποκείμενου χρέους. Αντ' αυτού, οι πληρωμές που σχετίζονται με την ανταλλαγή πιστωτικής αθέτησης βασίζονται σε γεγονότα που συνδέονται με το υποκείμενο χρέος. Όταν ένας κερδοσκόπος δεν κατέχει το υποκείμενο

δημόσιο χρέος και αγοράζει ασφάλιση για την κάλυψη πιστωτικών ζημιών, ο κερδοσκόπος πωλεί τον πιστωτικό κίνδυνο ελπίζοντας να κερδίσει από τις δυσμενείς εξελίξεις σχετικά με το χρέος. Ως εκ τούτου, οι αγοραστές της ασφάλισης πιστώσεων για το χρέος που δεν κατέχουν βρίσκονται σε παρόμοια θέση με τους πωλητές μικρών ποσοτήτων, οι οποίοι πωλούν μετοχές που δεν κατέχουν. Και στις δύο περιπτώσεις, ο κερδοσκόπος εμπορεύεται αυτό που δεν κατέχει και ελπίζει να κερδίσει από τις δυσμενείς εξελίξεις σχετικά με τον εκδότη της ασφάλειας. Οι αγοραστές συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου είναι παρόμοιοι με τους πωλητές μετοχών με άλλο τρόπο. Η δραστηριότητά τους, αν αναληφθεί από αρκετούς κερδοσκόπους, μειώνει την τιμή των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η λογική για τα αποθέματα είναι απλή: οι ανοικτές πωλήσεις αυξάνουν την προσφορά μετοχών και μειώνουν την τιμή. Η λογική των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου είναι λίγο πιο περίπλοκη. Οι αγορές συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου από όσους δεν κατέχουν το χρέος αυξάνουν το κόστος ασφάλισης και τον εμφανή πιστωτικό κίνδυνο των υποκείμενων ομολόγων. Αυτή η αύξηση του εμφανούς πιστωτικού κινδύνου μειώνει την τιμή των υποκείμενων ομολόγων. Ως εκ τούτου, και οι δύο δραστηριότητες μειώνουν την τιμή των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων.

Επιπρόσθετα, η αντιστάθμιση κινδύνου είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την κερδοσκοπία, όπως επισημαίνουν οι Che και Sethi (2014): δύο συμβαλλόμενα μέρη σε μια σύμβαση θα μπορούσαν να κατέχουν τις αντίθετες πλευρές σχετικά με κάποιο μελλοντικό συμβάν, χωρίς κανένα από αυτά να έχει αντισταθμιστικά ανοίγματα. Στην πραγματικότητα, ο όγκος της κερδοσκοπίας υπερβαίνει κατά πολύ το ποσό που απαιτείται για την κάλυψη της ζήτησης αντιστάθμισης κινδύνου και μια ποικιλία χρηματοπιστωτικών μέσων όπως τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και οι ανταλλαγές επιτρέπουν την εύκολη πραγματοποίηση τέτοιων αμφίδρομων καναλιών. Ουσιαστικά, ο αγοραστής δεν κατέχει την υποκείμενη ασφάλεια. Η θεωρητική αξία τέτοιων συμβάσεων για το εταιρικό χρέος των ΗΠΑ πριν από την οικονομική κρίση του 2007-2008 εκτιμάται ότι ήταν περίπου δεκαπλάσια από αυτή των υποκείμενων ομολόγων, με μεγάλο μέρος αυτού του όγκου να ήταν κερδοσκοπικό.

Όταν η προστασία μπορεί να αγοραστεί χωρίς ασφαλιστικό ενδιαφέρον, ωστόσο, οι επιπτώσεις των πιστωτικών παραγώγων στους όρους δανεισμού είναι πιο διφορούμενες.

Σχετικά με την περίπτωση όπου η προστασία μπορεί να αγοραστεί μόνο με ασφαλισμένο ενδιαφέρον, οι δανειολήπτες αντιμετωπίζουν αυξημένο κόστος χρέους. Όμως, σε σχέση με την περίπτωση μη πιστωτικών παραγώγων, επιτρέποντας τις 'γυμνές' (naked) συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου, αυτό μπορεί να είναι επωφελές για τους δανειολήπτες υπό ορισμένες περιστάσεις και επιβλαβές σε άλλες. Η ασάφεια προκύπτει από δύο αντισταθμιστικά αποτελέσματα. Αφενός, οι συμβάσεις αυτές επιτρέπουν τον διαχωρισμό της χρηματοδότησης από την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο, η οποία είναι επωφελής για τους δανειολήπτες. Από την άλλη πλευρά, η διαθεσιμότητα αυτών των συμβάσεων οδηγεί στην αγορά τους προς εξασφάλιση κερδοσκοπικών θέσεων έναντι των απαισιόδοξων παικτών στην αγορά, οι οποίοι αγοράζουν γυμνή προστασία για να 'ποντάρουν' στην αθέτηση υποχρεώσεων (και όχι να ασφαλίσουν τα ομόλογα έναντι αθέτησης) (Che & Sethi, 2014).

3.4 Μειονεκτήματα των CDS

Αρχικά, θα πρέπει να τονιστεί πως, οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου, εισάγουν τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου (counterparty risk). Ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου είναι ο κίνδυνος ο άλλος συμβαλλόμενος να μην είναι σε θέση να εκπληρώσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις. Οι συμβατικές ρυθμίσεις συνδέουν τους αντισυμβαλλομένους και αυξάνουν τον συστημικό κίνδυνο: εάν αποτύχει κάποιος, υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να αποτύχουν και άλλα μέρη. Αυτή η στενή διασύνδεση σημαίνει ότι η οικονομική απόδοση ενός ιδρύματος συνδέεται με την οικονομική απόδοση των πολλών αντισυμβαλλομένων. Πολλά πιστωτικά παράγωγα αποτελούν συστημικό κίνδυνο για το χρηματοπιστωτικό σύστημα επειδή δεν απαιτούν αποπληρωμή πιστώσεων (pay-as-you-go). Η καταβολή ασφαλίστρου για τις πιστωτικές ζημιές που οφείλονται μπορεί να χαρακτηριστεί ως άδικη, διότι η χρηματοδότηση ενδέχεται να μην είναι διαθέσιμη όταν χρειαστεί. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η εισαγωγή πιστωτικών παραγώγων καθιστά δυνατή την καταστρατήγηση της συμβατικής δέσμευσης των πιστωτικών ζημιών (Chilcote, 2006).

Επιπρόσθετα, στις αρχές της δεκαετίας του 2000 πολλά αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου και λίγα συνταξιοδοτικά ταμεία που ειδικεύονται σε συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου και άλλα πιστωτικά παράγωγα λειτουργούσαν χωρίς έλεγχο και δεν αποκάλυπταν τον κίνδυνο για τους αντισυμβαλλομένους. Οι τράπεζες και άλλα

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που κατείχαν CDSs είχαν έκθεση στον κίνδυνο με τρόπους που τότε δεν είναι απολύτως σαφείς. Αυτό επιδεινώθηκε και εξαιτίας της συνεχούς επέκτασης της συγκεκριμένης αγοράς κατά τη δεκαετία του 2000: σύμφωνα με στοιχεία της International Swaps and Derivatives Association, το πρώτο εξάμηνο του 2005 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συγκεκριμένης αγοράς ανερχόταν σε 128% (Chilcote, 2006).

Επιπλέον, επισημαίνεται από τον Mengle (2007) ότι οι κίνδυνοι που αναλαμβάνονται σε μια ανταλλαγή πιστωτικής αθέτησης από τον αγοραστή προστασίας και τον πωλητή προστασίας δεν είναι συμμετρικοί. Ο αγοραστής προστασίας λαμβάνει αποτελεσματικά μια μικρή θέση στον πιστωτικό κίνδυνο της οντότητας αναφοράς. Με την παραίτηση από τον πιστωτικό κίνδυνο της οντότητας αναφοράς, ο αγοραστής παραιτείται αποτελεσματικά από την ευκαιρία να επωφεληθεί από την έκθεση στο οντότητα αναφοράς. Σε αντάλλαγμα, ο αγοραστής αναλαμβάνει (1) την αθέμιτη έκθεση του αντισυμβαλλομένου σε ταυτόχρονη αδυναμία πληρωμής εκ μέρους της οντότητας αναφοράς και του πωλητή προστασίας («διπλή αθέτηση») και (2) τον κίνδυνο αντικατάστασης του αντισυμβαλλομένου από τον πωλητή προστασίας. Επιπλέον, ο αγοραστής προστασίας αναλαμβάνει βασικό κίνδυνο στο βαθμό που η οντότητα αναφοράς που προσδιορίζεται στο CDS δεν ταιριάζει επακριβώς με το αντισταθμιζόμενο περιουσιακό στοιχείο. Μια τράπεζα που αντισταθμίζει ένα δάνειο, για παράδειγμα, μπορεί να αγοράσει προστασία για ένα ομολογιακό δάνειο που εκδίδεται από τον οφειλέτη, αντί να διαπραγματευτεί ένα πιο προσαρμοσμένο και δυνητικά λιγότερο ρευστό CDS που συνδέεται άμεσα με το δάνειο. Ένα άλλο παράδειγμα είναι μια τράπεζα που χρησιμοποιεί ένα CDS με πενταετή διάρκεια για να αντισταθμίσει ένα δάνειο με τέσσερα έτη μέχρι τη λήξη του, για λόγους ρευστότητας (Mengle, 2007).

Ένα ακόμη σημαντικό μειονέκτημα των CDS είναι ότι αυτές οι συμβάσεις μπορούν επίσης να διαπραγματεύονται με διαφορετικές συμβατικές ρήτρες που συνδέονται με αυτές. Αυτό το χαρακτηριστικό συνδέεται με τη ρήτρα αναδιάρθρωσης του πιστωτικού γεγονότος, η οποία καθοδηγεί εάν μια κυρίαρχη ή εταιρική αναδιάρθρωση θα ενεργοποιούσε μια πληρωμή ασφάλισης (πλήρης αναδιάρθρωση ή όχι). Παρ' όλο που οι αντισυμβαλλόμενοι είναι ελεύθεροι να συμφωνήσουν σε οποιονδήποτε ορισμό των πιστωτικών γεγονότων που ενεργοποιούν τη ρευστοποίηση των συμβάσεων, η συντριπτική πλειοψηφία των συναλλαγών CDS χρησιμοποιεί τους ορισμούς της ISDA για πιστωτικό γεγονός. Το ISDA έχει στην πραγματικότητα κωδικοποιήσει τις ακόλουθες περιπτώσεις ως πιστωτικά γεγονότα

(Mengle, 2007; International Organization of Securities Commissions, 2012): 1) πτώχευση, 2) επιτάχυνση της υποχρέωσης (δηλαδή κατάσταση όπου η σχετική υποχρέωση καθίσταται απαιτητή και καταβλητέα ως αποτέλεσμα αθέτησης από την οντότητα αναφοράς πριν από την ημερομηνία κατά την οποία η υποχρέωση αυτή θα ήταν διαφορετικά οφειλόμενη και πληρωτέα), 3) υποχρέωση αθέτησης υποχρέωσης (δηλαδή κατάσταση στην οποία η σχετική υποχρέωση μπορεί να κηρυχθεί οφειλόμενη και πληρωτέα ως αποτέλεσμα αθέτησης από την οντότητα αναφοράς πριν από την ημερομηνία κατά την οποία η υποχρέωση αυτή θα μπορούσε να δηλωθεί με άλλο τρόπο), 4) αδυναμία πληρωμής (δηλαδή αποτυχία της οντότητας αναφοράς να προβεί, όταν και όπου οφείλεται, σε πληρωμές βάσει μιας ή περισσοτέρων υποχρεώσεων), 5) αποκήρυξη / moratorium (δηλαδή κατάσταση όπου η οντότητα αναφοράς ή μια κυβερνητική αρχή επιβεβαιώνει, αποποιείται ή αμφισβητεί κατά κάποιο τρόπο την εγκυρότητα της σχετικής υποχρέωσης), 6) αναδιάρθρωσεις δεσμευτικές για όλους τους πιστωτές, δηλαδή εξαιρουμένων εκείνων που συμφωνούνται οικειοθελώς από τους πιστωτές (καλύπτει γεγονότα ως αποτέλεσμα των όρων που συμφωνήθηκαν από την οντότητα αναφοράς ή την κυβερνητική αρχή και τους κατόχους της σχετικής υποχρέωσης και οι οποίοι διέπουν τη σχετική υποχρέωση). Ωστόσο, για να αποφευχθούν τυχόν αμφιβολίες, οι αντισυμβαλλόμενοι πρέπει να συμφωνήσουν σχετικά με τον ισχύοντα ορισμό της αναδιάρθρωσης και του πιστωτικού γεγονότος (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Οι ρήτρες αναδιάρθρωσης δεν είναι συνηθισμένες στις προδιαγραφές της σύμβασης του Βορειοαμερικανικού CDS, δεδομένου ότι στη Βόρεια Αμερική η εταιρική αναδιάρθρωση πυροδοτεί αυτόματα μια πτώχευση. Αντιθέτως, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις μπορούν να αναδιρθώσουν το χρέος τους χωρίς να υποχρεωθούν να προβούν σε επίσημη διαδικασία πτώχευσης (η αποκαλούμενη εξωδικαστική αναδιάρθρωση). Ωστόσο, υπάρχουν διαφορετικές ρήτρες αναδιάρθρωσης. Η αρχική "μη τροποποιημένη" έκδοση της αναδιάρθρωσης επιτρέπει στον αγοραστή προστασίας να παραδίδει ομόλογα οποιασδήποτε ωριμότητας. Η ρήτρα "τροποποιημένης αναδιάρθρωσης" περιορίζει τις υποχρεώσεις παράδοσης προς ομόλογα με διάρκεια μικρότερη των 30 μηνών μετά την αναδιάρθρωση και ήταν μια κοινή πρακτική μέχρι το 2009. Η ρήτρα ανασχεδιασμένης τροποποιημένης αναδιάρθρωσης είναι μια τροποποιημένη έκδοση του προηγούμενου τύπου και προέκυψε από την κριτική ότι η τροποποιημένη αναδιάρθρωση ήταν

υπερβολικά αυστηρή σε σχέση με τις παραδοτέες υποχρεώσεις (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Δεδομένου ότι οι εθελοντικές αναδιάρθρωσεις δεν θεωρούνται πιστωτικά γεγονότα, ένα σημαντικό κριτήριο για την πραγματοποίηση ενός γεγονότος αναδιάρθρωσης είναι ότι η αναδιάρθρωση πρέπει να είναι δεσμευτική για όλους τους κατόχους του αναδιάρθρωμένου χρέους. Για τις ομολογίες με "ρήτρα συλλογικής δράσης" (CAC) ή δάνειο με ρήτρα ψηφοφορίας ειδικής πλειοψηφίας ύψους 75%, οι μεταβολές των όρων των ομολόγων ή των δανείων καθίστανται δεσμευτικές για όλους τους πιστωτές, εάν το 75% συμφωνεί για την αναδιάρθρωση. Αυτό σημαίνει ότι οι νέοι όροι δεσμεύουν όλους τους πιστωτές, ανεξάρτητα από το αν δεν ψήφισαν ή ψήφισαν κατά της αναδιάρθρωσης (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Αυτές οι συμβατικές διαφορές προσδίδουν ένα βαθμό αβεβαιότητας και πολυπλοκότητας στα CDS (Berndt et al., 2007). Επιπρόσθετα, ο δεσμός μεταξύ κρατικού πιστωτικού κινδύνου και χρηματοπιστωτικού τομέα αναμένεται να είναι στενός λόγω της μεταφοράς κινδύνου που συμβαίνει όταν οι κυβερνήσεις υποστηρίζουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία εκτίθενται στους κρατικούς δανειστές μέσω των κρατικών ομολόγων τους και ρητών και σιωπηρών εγγυήσεων διάσωσης (Acharya et al., 2014). Επιπλέον, οι κυβερνήσεις που διέπονται από κρίσεις χρέους μπορούν να μεταφέρουν το χρέος τους σε μεμονωμένες επιχειρήσεις, αυξάνοντας τους φορολογικούς συντελεστές των επιχειρήσεων, επιβάλλοντας ελέγχους κεφαλαίου ή μειώνοντας τις επιδοτήσεις και τις επενδύσεις υποδομής. Για παράδειγμα, οι Bai και Wei (2014) μελέτησαν τη μεταφορά κινδύνου από τον κρατικό στον εταιρικό τομέα, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα διεθνών δεδομένων CDS από 30 χώρες. Στη μελέτη τους βρέθηκε μια σημαντική επιρροή των κρατικών CDS στα εταιρικά CDS που αυξάνεται με την επιδείνωση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας μιας χώρας. Αυτό συνδέεται με τον ρόλο των CDS σε κρίση χρέους σε εθνικό επίπεδο, αλλά και στην παγκόσμια κρίση του 2007-2008 που εξετάζεται σε επόμενη ενότητα.

Ο Hirtle (2009) παρέχει εμπειρικά στοιχεία ότι η μεγαλύτερη χρήση πιστωτικών παραγώγων από τις τράπεζες των ΗΠΑ συνδέεται με μεγαλύτερη παροχή τραπεζικής πίστωσης για δάνεια μεγάλης διάρκειας (νέες διαπραγματεύσεις για επεκτάσεις δανείων σε μεγάλους εταιρικούς δανειολήπτες). Επιπλέον, ο αντίκτυπος είναι κυρίως στους όρους

δανεισμού - μεγαλύτερης διάρκειας δανείων και χαμηλότερων spreads - και όχι σε όγκο δανείων. Αυτό το εύρημα δείχνει ότι τα οφέλη από την ανάπτυξη των πιστωτικών παραγώγων συσσωρεύονται κυρίως σε μεγάλες επιχειρήσεις. Στη μελέτη τους οι Che και Rajiv (2010) έχουν μια αντίθετη άποψη και ισχυρίζονται ότι τα CDS μπορούν να έχουν αρνητικές εξωτερικές επιδράσεις στην προσφορά πιστώσεων. Συγκεκριμένα, δηλώνουν ότι όσοι είναι αισιόδοξοι για τις προοπτικές μιας επιχείρησης μπορούν να πωλούν προστασία μέσω CDS αντί να παρέχουν πίστωση. Ως εκ τούτου, η παρουσία CDS μπορεί να μειώσει την ικανότητα των επιχειρήσεων να εκδίδουν νέα ομόλογα και να αυξήσουν τα πιστωτικά περιθώρια.

Η μελέτη του Morrison (2005) καταδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις ενδέχεται να αντιμετωπίσουν υψηλότερο κόστος δανεισμού επειδή η δυνατότητα αντιστάθμισης της πιστωτικής τους έκθεσης μειώνει τα κίνητρά τους για παρακολούθηση. Αυτό, με τη σειρά του, μπορεί να αυξήσει το κόστος χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σε σχέση με τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, στις οποίες οι εταιρείες δεν επωφελούνται από την αξία πιστοποίησης της τράπεζας. Οι Bolton και Oehmke (2011) στη δική τους έρευνα καταδεικνύουν πιθανή αύξηση του κόστους χρέους των επιχειρήσεων επειδή οι πιστωτές διατηρούν τα δικαιώματά τους για τον έλεγχο σε μία επιχείρηση παρά για τον έλεγχο της απώλειας του οικονομικού τους συμφέροντος μέσω της αγοράς ασφάλισης αθέτησης. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όταν οι πιστωτές υπερισχύουν της πιστωτικής τους έκθεσης, αν και η απειλή εκκαθάρισης μπορεί επίσης να μειώσει τα κίνητρα στρατηγικής αθέτησης, οδηγώντας σε χαμηλότερο κόστος δανεισμού. Οι Bolton και Oehmke (2011) υποστηρίζουν ότι οι πιστωτές που είναι ασφαλισμένοι μέσω CDS μπορούν να αναγκάσουν μια επιχείρηση να επιλέξει την πτώχευση, παρ' όλο που η αναδιάρθρωση του χρέους θα ήταν προτιμότερη ή λιγότερο δαπανηρή. Στην πραγματικότητα, μπορεί να είναι βέλτιστο για τους πιστωτές να ασφαλίσουν υπερβολικά την έκθεσή τους και να χρεοκοπήσουν, επειδή τα κέρδη από την αποζημίωση του CDS υπερτερούν της πιστωτικής ζημίας. Το μοντέλο των Bolton και Oehmke (2011) καταδεικνύει ότι τα CDS μπορούν στην πραγματικότητα να αυξήσουν τα πιστωτικά περιθώρια, διότι η ίδια η ύπαρξη του CDS ενδέχεται να αυξήσει την πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης πτώχευσης με μεγαλύτερη πιθανότητα από την εξωδικαστική αναδιάρθρωση. Ο Hu (2009) υποστηρίζει ότι η Goldman Sachs, η οποία είχε αγοράσει CDS της AIG, ήταν πρόθυμη να απαιτήσει πλήρη ασφάλεια από την AIG, παρότι θα μπορούσε να

προκαλέσει προβλήματα ρευστότητας στην AIG και η Goldman πιθανότατα θα είχε διατάσει να ζητήσει εξασφαλίσεις αν δεν είχε ήδη αντισταθμίσει την πιστωτική της έκθεση. Οι Campello και Matta (2018) προσθέτουν ότι η πτυχή αντιστάθμισης κινδύνου μέσω των CDS επιτρέπει στις επιχειρήσεις να επενδύουν σε πιο επικίνδυνα έργα, γεγονός που μπορεί να επιτείνει την πιθανότητα αθέτησης των οφειλετών.

Οι Che και Sethi (2014) αναφέρουν επίσης πως οι επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα CDS για να εξασφαλίσουν συνθετικά κερδοσκοπικά πιστωτικά ανοίγματα, κάτι το οποίο περιορίζει το κεφάλαιο που διατίθεται για οικονομικά βιώσιμα επενδυτικά σχέδια. Το ίδιο αναφέρεται και από τους Oehmke & Zawadowski (2015), οι οποίοι τονίζουν πως το πλεονέκτημα των CDS για την αντιστάθμιση κινδύνου μπορεί να οδηγήσει αρκετούς από την αγορά ομολόγων στη συγκεκριμένη αγορά πιστωτικών παραγώγων, προκειμένου να εκμεταλλευτούν τις διαφορές τιμών μεταξύ του CDS και των αγορών ομολόγων, οι οποίες, σε ισορροπία, θα οδηγήσουν σε μεγαλύτερη ζήτηση για θέσεις μη ρευστοποιήσιμων ομολόγων, υπό την προϋπόθεση ότι τα CDS είναι πιο ρευστά από τα ομόλογα.

Οι Arentsen et al. (2015) βρήκαν στη μελέτη τους ότι το ποσοστό παραβατικότητας δανείων για δάνεια που βασίζονταν σε ενυπόθηκα δάνεια που καλύπτονταν από CDS αυξήθηκε κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και ότι η ύπαρξη CDS αύξησε την προσφορά υποτομέων χαμηλότερης ποιότητας. Επομένως υπάρχει κίνδυνος αυξημένης πιθανότητα πτώχευσης και υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσης του CDS. Οι Hakenes και Schnabel (2010) αιτιολογούν στην έρευνά τους την αύξηση της πίστωσης που παρέχεται σε επικίνδυνους δανειολήπτες με την παρουσία καταμερισμού κινδύνου λόγω της ασφάλισης πιστώσεων που παρέχεται από το CDS. Τέτοιες πρακτικές μπορούν να οδηγήσουν σε υπερβολική ανάληψη κινδύνων, με αποσταθεροποιητικές επιδράσεις στο συνολικό κίνδυνο. Στο πλαίσιο αυτό, ο Mengle (2007) και ο Arping (2014) αναφέρεται στα μειωμένα κίνητρα παρακολούθησης των νομικών και φυσικών προσώπων (δανείων) από μέρους των τραπεζών εξαιτίας της αντιστάθμισης του κινδύνου μέσω των CDS, ενώ οι Stephens και Thompson (2014) κάνουν λόγο για την ύπαρξη δυσμενούς επιλογής και πιστωτικού κινδύνου για τα τραπεζικά ιδρύματα. Τα ανωτέρω καταδείχθηκαν μέσα από την παγκόσμια κρίση χρέους το 2007-2008 με τα ενυπόθηκα δάνεια στις ΗΠΑ.

3.5 Ο ρόλος των CDS στην κρίση χρέους

3.5.1 CDS και παγκόσμια κρίση χρέους

Οι συμβάσεις CDS χαρακτηρίστηκαν ως οι κύριες αιτίες των κρίσεων των αμερικανικών πιστωτικών ιδρυμάτων το 2007-2008, οι οποίες οδήγησαν στην παγκόσμια κατάρρευση τον Σεπτέμβριο του 2008, καθώς και στην κρίση του κρατικού χρέους της Ευρωζώνης το 2010-2011. Στην πρώτη περίπτωση, πολλοί κατηγορούσαν τα CDS, διότι ο μοχλευμένος και ευέλικτος χαρακτήρας τους διευκόλυνε τη δημιουργία συνθετικών τιτλοποιημένων προϊόντων, όπως είναι οι εγγυημένες χρεωστικές υποχρεώσεις (CDO), για παράδειγμα, στην αγορά τίτλων που εξασφαλίστηκε από στεγαστικά δάνεια στις ΗΠΑ. Ορισμένοι έχουν επικρίνει τα CDS ως οχήματα για κερδοσκοπία έναντι των περιουσιακών στοιχείων άλλων επενδυτών ή κυβερνήσεων με την επιτάχυνση της αδυναμίας πληρωμής του υποκείμενου χρέους. Για παράδειγμα, συχνά τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου κατηγορούνται για την αγορά ασφάλισης αθέτησης, χωρίς να έχουν οικονομική ιδιοκτησία στο υποκείμενο χρέος. Το επιχείρημα είναι ότι η χρήση συμβάσεων CDS για αντιστάθμιση πιστωτικού κινδύνου μπορεί να έχει εξαλείψει τον κίνδυνο, διατηρώντας παράλληλα τα δικαιώματα διαπραγμάτευσης και να οδηγεί σε κενές πιστωτές. Τα στρεβλωμένα κίνητρα των εν λόγω πιστωτών θα ευνοούσαν, σε καταστάσεις κινδύνου, την πτώχευση λόγω της επαναδιαπραγμάτευσης των όρων του δημόσιου χρέους. Ως αποτέλεσμα παρόμοιων κατηγοριών στο πλαίσιο της κρίσης του δημόσιου χρέους, έχει υποστηριχθεί η απαγόρευση των ακάλυπτων εμπορικών συναλλαγών CDS, η οποία εφαρμόστηκε προσωρινά από τη Γερμανία τον Μάιο του 2010 και μόνιμα από την Ευρωπαϊκή Ένωση τον Δεκέμβριο του 2012 (Augustin et al., 2015).

Υπό αυτό το πρίσμα, υπήρξε αρκετή συζήτηση για την ανεπαρκή ρυθμιστική εποπτεία των CDS, η οποία αναφέρθηκε ως μία από τις κύριες αιτίες για την οικονομική κρίση του 2007. Η τελική έκθεση της Επιτροπής Ερευνών για τις Χρηματοπιστωτικές Κρίσεις των ΗΠΑ (FCIC)

το 2011 επεσήμανε ότι ένα βασικό εξωχρηματοπιστηριακό παράγωγο στη χρηματοπιστωτική κρίση ήταν η ανταλλαγή πιστωτικού κινδύνου. Στις 21 Ιουλίου 2010 η Dodd-Frank Act, η μεγαλύτερη ρυθμιστική αναδιάρθρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών από τότε που υπεγράφη ο νόμος Glass-Steagall πριν από περίπου οκτώ δεκαετίες, υπογράφηκε στον αμερικανικό ομοσπονδιακό νόμο από τον πρόεδρο Barack Obama, με παρόμοια νομοθεσία, όπως η MiFID II στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο τον Οκτώβριο του 2011 (Augustin et al., 2016).

Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις ρυθμιστικές πτυχές του νόμου Dodd-Frank, οι οποίες είναι πιθανό να έχουν άμεσο αντίκτυπο στην αγορά CDS: α) ο κανόνας Volcker με τον διαχωρισμό της ιδιοκτησιακής διαπραγμάτευσης από τις εμπορικές τραπεζικές δραστηριότητες, β) η κεντρική εκκαθάριση των δεικτών CDS και γ) η σταδιακή κατάργηση των μη εκκαθαρισμένων CDS με έναν τίτλο. Περίπου δύο χρόνια μετά την έγκριση της Dodd-Frank, η προσοχή του κοινού επικεντρώθηκε για άλλη μια φορά στα CDS, μετά τη μεγάλη απώλεια συναλλαγών που υπέστη η JP Morgan κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012, η οποία ήταν εν πολλοίς αποτέλεσμα της αναποτελεσματικής διαχείρισης κινδύνων στο πλαίσιο των στρατηγικών διαπραγμάτευσης των CDS. Η υπόθεση αυτή ενέτεινε περαιτέρω τις αντιπαραθέσεις σχετικά με την κατάχρηση των CDS και την ανάγκη για αυστηρότερους κανονισμούς στη συγκεκριμένη αγορά, δεδομένου μάλιστα ότι τα ιδρύματα αποθετηρίων επωφελούνται από σιωπηρές κυβερνητικές εγγυήσεις και μάλιστα αν θεωρούνται ως πολύ μεγάλες για να αποτύχουν (Augustin et al., 2016).

Μια άλλη διάσταση της νομικής αβεβαιότητας σχετίζεται με τον τύπο των κρατικών συμβάσεων CDS. Οι κρατικές συμβάσεις καθορίζουν συμβατικά χαρακτηριστικά συναλλαγής που εξαρτώνται από τη γεωγραφία και την οικονομική κατάσταση του κρατικού δανειολήπτη. Ως εκ τούτου, οι συμβάσεις που συντάσσονται για χρέη που εκδίδεται από αναδυόμενες χώρες περιέχουν περιοριστικές διατάξεις που περιορίζουν το νόμισμα, τον τύπο και το εύρος των παραδοτέων υποχρεώσεων αναφοράς. Επιπλέον, υπάρχει ένας αυστηρός περιορισμός ως προς το ποια χρεωστικές υποχρεώσεις είναι επιλέξιμες για την ενεργοποίηση ενός πιστωτικού γεγονότος. Για παράδειγμα, για τις αναδυόμενες χώρες, το εγχώριο χρέος συνήθως δεν πληροί τις προϋποθέσεις για την ενεργοποίηση πιστωτικού γεγονότος και μόνο ομόλογα ή δάνεια που εκδίδονται βάσει αλλοδαπού δικαίου σε οποιοδήποτε από τα νόμιμα νομίσματα του Καναδά, της Ιαπωνίας,

της Ελβετίας, του Ηνωμένου Βασιλείου ή των ΗΠΑ, ή το Ευρώ, μπορούν να χρησιμοποιηθούν (Augustin et al., 2016).

Εκτός από τις νομικές συνέπειες των CDS, η αβεβαιότητα σχετικά με την ερμηνεία των ίδιων των συμβάσεων δημιουργεί τριβές για την τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων και τη λήψη αποφάσεων. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η αβεβαιότητα που περιβάλλει την πραγματική πληρωμή ασφάλισης CDS μετά την αθέτηση ή την αναδιάρθρωση ενός κρατικού δανειολήπτη. Αυτή η αβεβαιότητα στον ορισμό των γεγονότων πιστωτικών γεγονότων έγινε ιδιαίτερα απτή με την κρίση του ελληνικού χρέους και την πρώτη τυπική αδυναμία της Ελλάδας για καταβολή πληρωμών το 2012. Η ελληνική περίπτωση αναλύεται στην επόμενη υπο-ενότητα.

3.5.2 Περιπτώσεις κρατικών κρίσεων χρέους

Οι Augustin et al. (2014) αναφέρουν τρεις περιπτώσεις κατά τις τελευταίες τρεις δεκαετίες όπου υπήρξε πτώχευση που ενεργοποίησε ένα πιστωτικό γεγονός CDS και τα οποία στη συνέχεια διακανονίστηκαν με πλειστηριασμό: η περίπτωση του Εκουαδόρ το 2008, η περίπτωση της Ελλάδας το 2012 και η περίπτωση της Αργεντινής το 2014.

Η περίπτωση του Εκουαδόρ

Οι πληρωμές για τα CDS του Εκουαδόρ πυροδοτήθηκαν όταν ο Πρόεδρος Rafael Correa αρνήθηκε να πληρώσει την πληρωμή τόκου που οφειλόταν στις 15 Δεκεμβρίου 2008 στο παγκόσμιο ομόλογο της χώρας για το 2012. Την ίδια στιγμή, ο Correa δήλωσε επίσης αθέτηση υποχρέωσης σε όλο το χρέος ομολόγων ύψους 3,8 δισ. δολαρίων του Εκουαδόρ, επικαλούμενος κυβερνητική απόφαση ότι τα ομόλογα είχαν συναφθεί παράνομα. Η κυβέρνηση του Εκουαδόρ δεν πραγματοποίησε πληρωμή τόκων ύψους 30,6 εκατομμυρίων δολαρίων εντός της περιόδου χάριτος των 30 ημερών που άρχισε μετά την αποτυχία της χώρας να καταβάλει την πληρωμή της κατά την αρχική ημερομηνία λήξης, δηλαδή στις 15 Νοεμβρίου 2008. Στο παρελθόν το Εκουαδόρ είχε επίσης αθετήσει υποχρέωση πληρωμής το 1999 ύψους 10 δισ. δολαρίων σε κατόχους ομολόγων, σε πολυμερείς δανειστές και σε άλλες χώρες. Η δημοπρασία CDS του Εκουαδόρ, η οποία ήταν η πρώτη δημοφιλής κρατική δημοπρασία CDS, ολοκληρώθηκε στις 14 Ιανουαρίου 2009 και οι πωλητές CDS έπρεπε να

πληρώσουν στους αγοραστές 68,625 σεντ ανά δολάριο χρέους, βάσει της τιμής ανάκτησης που καθορίστηκε στη δημοπρασία (Augustin et al., 2014).

Η περίπτωση της Αργεντινής

Ένα βασικό προηγούμενο για τα μελλοντικά επεισόδια κρατικών κινδύνων καθορίστηκε πρόσφατα από την απόφαση ενός ομοσπονδιακού δικαστή των Η.Π.Α. ότι η Αργεντινή ήταν υποχρεωμένη από το νόμο να καταβάλει σε όλους τους εκκρεμείς πιστωτές το χρεωστικό υπόλοιπο του 2001, πριν να αποπληρώσει τους άλλους πιστωτές. Ενώ το 2001, οι περισσότεροι επενδυτές συμφώνησαν σε μια ουσιαστική περικοπή και αποδεκτές αναδιαρθρωμένες ομολογίες, μια μειοψηφία αυτών των πιστωτών δεν συμφώνησαν με τους νέους προτεινόμενους όρους. Ένα μέρος αυτού του χρέους έχει αγοραστεί με την πάροδο των ετών από μια κοινοπραξία αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου, η οποία, υπό την ηγεσία της Elliott Management Corporation, προσπαθεί επίμονα να μηνύσει την Αργεντινή στα αμερικανικά δικαστήρια. Η απόφαση σηματοδοτεί ένα ορόσημο στις μακροχρόνιες διαμάχες μεταξύ της κυβέρνησης της Αργεντινής και των ενάγοντων. Η αποτυχία της Αργεντινής να σεβαστεί την απόφαση έχει οδηγήσει σε χαμένες πληρωμές τόκων και σε de facto αθέτηση υποχρεώσεων. Ο επίσημος πλειστηριασμός, που πραγματοποιήθηκε στις 3 Σεπτεμβρίου 2014 οδήγησε σε ποσοστό ανάκτησης 39,5% (Augustin et al., 2014).

Η περίπτωση της Ελλάδας

Αρκετή συζήτηση είχε διεξαχθεί σχετικά με το εάν η αναδιάρθρωση του χρέους της Ελλάδας θα μπορούσε να οδηγήσει στην πληρωμή του CDS. Τα κίνητρα πίσω από αυτές τις συζητήσεις συνδέονται με το γεγονός ότι η αναδιάρθρωση προοριζόταν να είναι 'εθελοντική'. Γενικά, ένα πιστωτικό γεγονός αναδιάρθρωσης μπορεί να δηλωθεί μόνο εάν οι όροι του αναδιαρθρωμένου χρέους είναι δεσμευτικοί για όλους τους εκκρεμείς κάτοχους ομολόγων. Η Determinations Committee της ISDA δεν αναγνώρισε την κλιμάκωση της προτεραιότητας των απαιτήσεων της ΕΚΤ στη χρηματοδότηση έκτακτης ανάγκης, αγνοώντας τα δικαιώματα των υφιστάμενων δανειστών (Augustin et al., 2016). Σε γενικές

γραμμές, η διαδικασία για την εξακρίβωση ενός πιστωτικού γεγονότος και την εκκαθάριση των συμβάσεων CDS ισχύει τόσο για τις ιδιωτικές όσο και για τις κρατικές οντότητες. Ωστόσο, η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους μπορεί να διαφέρει σε ορισμένες πτυχές από εκείνες του εταιρικού χρέους. Στην περίπτωση της κρίσης του ελληνικού δημόσιου χρέους, για παράδειγμα, η αρχική υπόθεση σχετικά με την αναδιάρθρωση του χρέους είχε θέσει ερωτήματα σχετικά με το εάν θα μπορούσε να θεωρηθεί πιστωτικό γεγονός επειδή η ελληνική κυβέρνηση και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναζητούσαν μια εθελοντική ρύθμιση αναδιάρθρωσης του χρέους. Η ελληνική υπόθεση υπογράμμισε ότι, προκειμένου να υπάρξει πιστωτικό γεγονός βάσει των κανόνων ISDA, είναι σημαντικό να καθοριστεί εάν η αναδιάρθρωση είναι εθελοντική ή υποχρεωτική. Όπως προαναφέρθηκε, μια συμφωνία εθελοντικής αναδιάρθρωσης του χρέους δεν προκαλεί πιστωτικό γεγονός, καθώς δεσμεύει μόνο τους επενδυτές που συμφωνούν στην αναδιάρθρωση (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Η Ελλάδα προσπάθησε αρχικά να προβεί σε μια συμφωνία εθελοντικής αναδιάρθρωσης του χρέους. Στις 27 Φεβρουαρίου 2012, η ISDA έλαβε ένα ερώτημα σχετικά με το αν η εκούσια αποδοχή από ορισμένες ιδιωτικές τράπεζες ενός 'κουρέματος' από την κατοχή ελληνικού χρέους θα μπορούσε να οριστεί ως πιστωτικό γεγονός. Την 1η Μαρτίου 2012 η ISDA εξέδωσε ένα σημείωμα που διευκρινίζει ότι, σύμφωνα με τα γεγονότα που καταγράφηκαν μέχρι την ημερομηνία αυτή, μια εθελοντική συμφωνία περικοπής δεν μπορούσε να θεωρηθεί ως πιστωτικό γεγονός. Μετά από ένα παρόμοιο ερώτημα που τέθηκε λίγες μέρες αργότερα, η ISDA ανακοίνωσε στις 9 Μαρτίου 2012 ότι η ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης σε ομόλογα εσωτερικού δικαίου ήταν ένα πιστωτικό γεγονός «αναδιάρθρωσης» για τις συμβάσεις CDS για το ελληνικό χρέος. Ωστόσο, δεδομένου ότι η εκούσια αναδιάρθρωση δεν μπορούσε να οδηγήσει στην αναμενόμενη μείωση του χρέους, οι ελληνικές αρχές ανέλαβαν τη μονομερή απόφαση για την αναδρομική εισαγωγή ρητρών συλλογικής δράσης (CAC) για ομόλογα που εκδόθηκαν βάσει της ελληνικής νομοθεσίας. Αν και η καθιέρωση των CAC δεν αποτελεί καθ' εαυτό πιστωτικό γεγονός, είχε ως αποτέλεσμα να δεσμεύσει όλους τους ομολογιούχους σε μια αναδιάρθρωση ανταλλαγής χρεών που συνεπάγεται σημαντική περικοπή και για αυτό, στις 9 Μαρτίου 2012, η επιτροπή καθορισμού ISDA αποφάσισε ότι μια αναδιάρθρωση Credit

Event συνέβη σε σχέση με το ελληνικό χρέος (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Εν τέλει αποφασίστηκε ότι η ελληνική αναδιάρθρωση αποτελούσε ένα κίνητρο για πιστωτικό γεγονός, παρόλο που η απόφαση για αναδιάρθρωση ήταν εθελοντική. Ο λόγος ήταν ότι πάνω από το 66,7% όλων των κατόχων χρεών συμφώνησαν στους τροποποιημένους όρους, οι οποίοι επέτρεψαν στην Ελλάδα να θεσπίσει μια ρήτρα συλλογικής δράσης (CAC) που εξαναγκάζει τα συμβαλλόμενα μέρη να αποδεχθούν τα νεοεκδοθέντα ομόλογα, έτσι ώστε η οικονομική αξία των ομολόγων αυτών να μειωθεί για όλους τους κατόχους ελληνικού χρέους. Αντίθετα, η αποτυχία της Ελλάδας να εξοφλήσει δάνειο από το ΔΝΤ τον Ιούνιο του 2015 δεν φαίνεται να πυροδοτεί πιστωτικό γεγονός, καθώς οι ρήτρες των συμβάσεων αποκλείουν τις αθετήσεις δανείων από άλλα κρατικά ή υπερεθνικά γραφεία (Augustin et al., 2016).

Η εθελοντική ανταλλαγή του εκκρεμούντος ελληνικού χρέους για νέο χρέος που κατέστη δεσμευτική για όλους τους ομολογιούχους, συνεπαγόταν απώλειες για το 53,5% της ονομαστικής αξίας τους. Οι επενδυτές έλαβαν το 31,5% της αρχικής ονομαστικής αξίας των ομολόγων τους σε νεοεκδοθέντα ομόλογα με διάρκεια 30 ετών, 15% σε ομόλογα που εκδόθηκαν από την Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF) με λήξη 2 ετών και "Εγγύηση του ΑΕΠ" κατά 1% μετά το 2015, ανάλογα με τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Τα παραδοτέα ομόλογα για διακανονισμούς CDS ήταν τα νεοεκδοθέντα ομόλογα με λήξη 30 ετών και η τιμή των εν λόγω ομολόγων στη δημοπρασία που διεξήχθη στις 19 Μαρτίου καθορίστηκε σε 21,5% (ποσοστό ανάκτησης). Ο διακανονισμός των συμβάσεων CDS είχε ως αποτέλεσμα την καθαρή πληρωμή από τους πωλητές προστασίας ύψους 2,89 δισ. δολαρίων έναντι ενός ακαθάριστου ποσού CDS ύψους περίπου 80 δισ. δολαρίων. Η μεγάλη διαφορά μεταξύ ακαθάριστων και καθαρών χρηματοδοτικών ανοιγμάτων οφειλόταν στην υψηλή επίπτωση των θέσεων αντιστάθμισης. Ωστόσο, δεδομένου ότι τα περισσότερα από τα ανοίγματα ήταν εξασφαλισμένα, ο αντίκτυπος του διακανονισμού CDS όσον αφορά τον κίνδυνο ρευστότητας ήταν περιορισμένος. Πιο συγκεκριμένα, λόγω του γεγονότος ότι τα ανοίγματα αυτά θα αντισταθμιστούν εν μέρει από το ποσοστό ανάκτησης του υποκείμενου στοιχείου και ότι πολλές από αυτές τις συμβάσεις θα εξασφαλιστούν, η συνολική πληρωμή κατά τη στιγμή του πιστωτικού γεγονότος θα ήταν πολύ χαμηλότερη. Συγκεκριμένα, το ποσοστό ανάκτησης ήταν 21,5% και κατά μέσο όρο το 70% της έκθεσης

των παραγώγων ήταν εξασφαλισμένο, με μέσο επίπεδο εξασφάλισης άνω των 90% για τις συναλλαγές CDS, σύμφωνα με την ISDA. Έτσι, σύμφωνα με αυτά τα στοιχεία, ένα μεγάλο ποσοστό των συνολικών 2.89 δισ. δολαρίων θα μπορούσε να καταβληθεί λίγο μετά τη δήλωση του πιστωτικού γεγονότος (International Organization of Securities Commissions, 2012; Augustin et al., 2014).

Το ελληνικό γεγονός εκκαθάρισης είναι αξιοσημείωτο καθώς υπογράμμισε την νομική αβεβαιότητα γύρω από την ενεργοποίηση των κρατικών πιστωτικών γεγονότων (Augustin et al., 2014). Σχετική έρευνα του Salomao το 2014 παρέχει ένα παράδειγμα του τρόπου με τον οποίο αυτή η νομική αβεβαιότητα σχετικά με τις πληρωμές CDS μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία επαναδιαπραγμάτευσης του χρέους σε ένα μοντέλο ενδογενών αδυναμιών σε κρατικό επίπεδο. Οι αναλήψεις υποχρεώσεων του Εκουαδόρ, της Ελλάδας και της Αργεντινής για το 2008, το 2012 και το 2014, αντίστοιχα, αντιπροσωπεύουν τις μόνο τρεις κρατικές αθετήσεις για τις οποίες η πληρωμή του CDS έχει τεκμηριωθεί δημοσίως μέσω των διαθέσιμων πληροφοριών από τα αποτελέσματα διακανονισμού πλειστηριασμών. Ωστόσο, η έμφαση που δίνεται στην αβεβαιότητα των πληρωμών CDS υποστηρίζεται από την ύπαρξη πολλών νομικών ερμηνειών που προσφέρονται δημοσίως από δικηγορικά γραφεία και συμμετέχοντες, όπως η Morgan Stanley. Επιπλέον, υπάρχουν ενδείξεις για το ότι αυτή η αβεβαιότητα μπορεί επίσης να προκύψει για εταιρικές αθετήσεις, όπως καταδεικνύεται από την αποτυχία του Seat Pagine Gialle να πληρώσει ένα κουπόνι αξίας 52 εκατομμυρίων ευρώ τον Δεκέμβριο του 2011 (Augustin et al., 2016).

Συνολικά, συγκρίνοντας την περίπτωση της Αμερικής και της Ελλάδας, αποδείχθηκε ότι οι αρχικοί φόβοι για συστημικό αντίκτυπο του ελληνικού πιστωτικού γεγονότος, που σχετίζονταν με μια πιθανώς υψηλή συγκέντρωση των εκθέσεων σε λίγους πωλητές προστασίας, υπερεκτιμήθηκαν. Ο αντίκτυπος του ελληνικού πιστωτικού γεγονότος ήταν μικρότερος από αυτόν της Lehman Brothers το Σεπτέμβριο του 2008. Στην πραγματικότητα, η έκθεση στην Ελλάδα ήταν χαμηλότερη (και μάλλον πιο εξασφαλισμένη) από αυτή της Lehman Brothers και το ποσοστό ανάκτησης ήταν υψηλότερο (21,5% έναντι 9% για τα ομόλογα της Lehman Brothers). Εν ολίγοις, η αγορά CDS λειτουργούσε κατά τρόπο ομαλό μετά την κρίση της Ελλάδας, αν και το επεισόδιο αυτό έφερε στο προσκήνιο αρκετές αμφιβολίες για το μέλλον αυτής της αγοράς, ειδικά σε περίπτωση που υπάρχει αδυναμία ενός συμβαλλομένου με μεγαλύτερη όγκο συμβάσεων CDS. Συγκεκριμένα, η

ελληνική κρίση ενίσχυσε την ανάγκη οι εποπτικές αρχές να έχουν πλήρη κατανόηση και διαφάνεια στην έκθεση σε όλα τα ιδρύματα. Η πτυχή αυτή ξεπεράστηκε εν μέρει χάρη στην υποβολή αναλυτικών γνωστοποιήσεων σχετικά με την έκθεση των τραπεζών σε κρατικά CDS, η οποία θα μπορούσε να βοηθήσει στην αποφυγή της εμφάνισης προβλημάτων αδικαιολόγητης βάσης σχετικά με την ευπάθεια ορισμένων βασικών παραγόντων στην αγορά CDS. Ακόμα, μετά από αυτό το πιστωτικό γεγονός, αρκετά τεχνικά θέματα εξακολουθούν να σχετίζονται με τα παραδοτέα ομόλογα, τον ορισμό των πιστωτικών γεγονότων και τον καθορισμό ποσοστού ανάκτησης που χρήζουν περαιτέρω προσοχής, για τις ενδεχόμενες επιπτώσεις τους στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών CDS (International Organization of Securities Commissions, 2012).

3.6 Παρεμβάσεις βελτίωσης της αγοράς των CDS

Υποστηρίζεται από τους Augustin et al. (2016) ότι οι κανονισμοί συχνά υστερούν στις εξελίξεις της αγοράς. Είναι δυνατόν ακόμη και πριν από την πλήρη σταδιακή εφαρμογή των υφιστάμενων κανονισμών να υπάρξει νέα κρίση στην αγορά, προκαλώντας την ανακύκλωση ορισμένων κανονισμών ή την έγκριση νέων κανονιστικών προτάσεων. Για σχετικά νέα χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως τα CDS, αναμένεται ότι οι κανόνες και οι κανονισμοί της αγοράς θα εξελίσσονται έως ότου η αγορά φθάσει στη σταθερή της κατάσταση. Επιπλέον, θα είναι απαραίτητος ο διεθνής συντονισμός και η σύγκλιση των κανονιστικών ρυθμίσεων, καθώς οι συμμετέχοντες στην αγορά συχνά λειτουργούν διασυννοριακά για να ανταλλάσσουν συμβάσεις παραγώγων.

Επιπλέον, λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης και ιδιαίτερα μετά τη διάσωση της AIG, η χρήση κεντρικών αντισυμβαλλομένων (CCP) θεωρήθηκε ως ένας τρόπος μετριασμού του κινδύνου αντισυμβαλλομένου στις συμβάσεις CDS. Στην πραγματικότητα, το CCP απομονώνει τους αντισυμβαλλομένους από την αθέτηση υποχρέωσης και η συνακόλουθη μείωση της διμερούς διασύνδεσης μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μετριάξει τον κίνδυνο μετάδοσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης από ένα μέλος εκκαθάρισης, ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος μπορεί να χρησιμοποιεί διαφορετικούς πόρους πόρων για την απορρόφηση ζημιών, όπως οι περιθωριακές προσκλήσεις, τα εγγυητικά κεφάλαια (στα οποία μπορούν να συνεισφέρουν τα εκκαθαριστικά μέλη ανάλογα με την επικινδυνότητα των θέσεών τους) και τα ίδια

κεφάλαια. Αυτά τα διαφορετικά εργαλεία προστασίας έχουν σχεδιαστεί για να περιορίζουν τον κίνδυνο μετάδοσης του ρίσκου. Επιπλέον, η κεντρική εκκαθάριση καθιστά δυνατή την καθιέρωση εναρμονισμένων απαιτήσεων για την παρακολούθηση και τη διαχείριση του κινδύνου αντισυμβαλλομένου και μπορεί να βελτιώσει τις πρακτικές διαχείρισης κινδύνου από τους συμμετέχοντες στην αγορά, αυξάνοντας έτσι την εμπιστοσύνη στην αγορά. Τέλος, ο πολυμερής συμψηφισμός μπορεί να ενθαρρύνει την τυποποίηση των συμβάσεων προκειμένου να μεγιστοποιηθεί το μερίδιο των συναλλαγών που είναι επιλέξιμες για κεντρική εκκαθάριση. Αν και το CCP μειώνει τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου για τους συμμετέχοντες στην αγορά, η δική τους αποτυχία ενδέχεται να οδηγήσει σε συστηματικό γεγονός (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Επιπρόσθετα, υποστηρίζεται και η αναγκαιότητα για διαφάνεια, όπως προκύπτει από ορισμένες μελέτες, στη βάση των οφελών που θα προκύψουν από αυτή τη διαφάνεια. Τα οφέλη αυτά μπορούν να κατανεμηθούν σε εκείνα που προέρχονται κυρίως από τις εποπτικές αρχές και εκείνα που θα ωφελήσουν τους συμμετέχοντες στην αγορά (Stulz, 2010). Η αυξημένη διαφάνεια σχετικά με τους όρους των συναλλαγών στην αγορά θα αυξήσει γενικά την ποιότητα της αγοράς για τις συμβάσεις αυτές, όσον αφορά το χαμηλότερο κόστος, μέσω του μεγαλύτερου ανταγωνισμού μεταξύ μεσαζόντων και της μεγαλύτερης ρευστότητας. Ο Litan (2010) συμμερίζεται αυτόν τον ισχυρισμό υποστηρίζοντας ότι η ενισχυμένη προ- και μετα-διαφάνεια θα επέφερε μεγαλύτερη αποδοτικότητα στις αγορές αυτές, εμπλουτίζοντας το πληροφοριακό περιεχόμενο των τιμών και μειώνοντας τα περιθώρια προσφοράς-ζήτησης.

Οι Avellaneda και Cont (2010), αναφερόμενοι στις αγορές εξωχρηματιστηριακών αγορών (ιδίως σχετικά με την εισαγωγή μετά τη διαπραγμάτευση διαφάνεια στην αγορά ομολόγων OTC στις ΗΠΑ μέσω του λεγόμενου συστήματος TRACE), υποστηρίζουν ότι το κόστος μεγαλύτερης διαφάνειας μπορεί να προκύψει σε μεγάλους αντιπροσώπους, ενώ οι τελικοί χρήστες μπορούν να επωφεληθούν από το μειωμένο κόστος εκτέλεσης. Ωστόσο, προσθέτουν ότι οι κύριοι δικαιούχοι από υψηλότερα πρότυπα διαφάνειας θα είναι οι λιγότερο ενημερωμένοι συμμετέχοντες μαζί με όσους πραγματοποιούν συναλλαγές μικρού όγκου, λόγω της μείωσης του κόστους συναλλαγής. Η επανεξέταση των εμπειρικών στοιχείων σχετικά με την εισαγωγή του συστήματος TRACE από τους Bessembinder και Maxwell (2008) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αυξημένη διαφάνεια συνδέεται με

σημαντική μείωση του κόστους των επενδυτών και ότι αυτό το αποτέλεσμα βασίζεται στο ότι σε μια αδιαφανή αγορά τα συμβαλλόμενα μέρη μπορούν να επωφεληθούν από τον μειωμένο ανταγωνισμό.

Επιπρόσθετα, η πιθανότητα ότι οι θέσεις των αντιπροσώπων είναι γνωστές από άλλους συμμετέχοντες στην αγορά μπορεί να εκθέσει τους αντιπροσώπους σε εμπορικούς σκοπούς. Αυτό σημαίνει ότι, η αγορά γνωρίζει ότι ένας αντιπρόσωπος έχει μεγάλη θέση να αντισταθμίσει, άλλοι συμμετέχοντες στην αγορά θα διαπραγματεύονται προς την ίδια κατεύθυνση για να προβλέψουν την αναμενόμενη κίνηση σε επίπεδο τιμής. Στη μελέτη τους οι Brunnermeier και Pedersen (2005) δείχνουν ότι η επιθετική συναλλαγή είναι πιο πιθανή και έντονη, όσο περισσότερο η αγορά είναι μη ρευστοποιήσιμη και η δραστηριότητα των περισσότερων αντιπροσώπων επικεντρώνεται σε λίγους παίκτες.

Όσον αφορά τις διαθέσιμες πληροφορίες για τους εποπτικούς φορείς, φαίνεται να υπάρχει γενική συναίνεση μεταξύ διαφόρων ερευνητών σχετικά με την ιδέα ότι η έννοια της ρυθμιστικής διαφάνειας πρέπει να επεκταθεί σε δεδομένα συναλλαγών και θέσεων. Για παράδειγμα, η διαφάνεια μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της ορθής εκτίμησης του κινδύνου αντισυμβαλλομένου, οδηγώντας έτσι σε μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στον καθορισμό και τη χρήση των περιθωρίων που απαιτούνται στις συμβάσεις. Αυτό οφείλεται στο ότι με τη βελτίωση της πληροφόρησης σχετικά με τις θέσεις και τους κινδύνους κάθε συμμετέχοντα, τα διμερή περιθώρια θα μπορούσαν να υπολογιστούν με τέτοιο τρόπο ώστε να ευθυγραμμίζονται καλύτερα με κάθε συγκεκριμένο κίνδυνο. Η ενισχυμένη διαφάνεια πριν και μετά τη διαπραγμάτευση θα αποφέρει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα, θα εμπλουτίζει το περιεχόμενο των τιμών και θα μειώνει τα περιθώρια πώλησης-ζήτησης. Επιπλέον, επισημαίνεται ότι οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να έχουν πρόσβαση σε λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τα εμπορικά και τα δεδομένα θέσης, καθώς αυτό θα συμβάλει στον εντοπισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς και των συναλλαγών εμπιστευτικών πληροφοριών (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Σε παρόμοιο πλαίσιο, οι Kiff et al. (2009) αναφέρουν ότι ένα ενιαίο παγκόσμιο CCP θα επιτύχει μεγαλύτερη μείωση του συστημικού κινδύνου αντισυμβαλλομένου, θα επωφεληθεί από τις μεγαλύτερες οικονομίες δικτύων και κλίμακας και από μια μεγαλύτερη ομάδα αντισυμβαλλομένων και βάση πόρων και θα περιορίσει τις ευκαιρίες για ρυθμιστικό

αρμπιτράζ και ανταγωνιστικές στρεβλώσεις. Επίσης, ορισμένες ανησυχίες σχετικά με το συστημικό κίνδυνο αγοράς CDS θα μπορούσαν να μετριαστούν εάν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής και οι συμμετέχοντες στην αγορά είχαν πρόσβαση σε λεπτομερέστερες πληροφορίες συναλλαγών και θέσεων. Η καλύτερη ενημέρωση θα επέτρεπε επίσης στις αρχές να εντοπίζουν την κατάχρηση αγοράς. Η αποτελεσματικότερη εποπτεία της αγοράς CDS θα απαιτήσει σαφέστερες κανονιστικές και εποπτικές εντολές. Ωστόσο, ακόμη και με τις σωστές εντολές, οι πόροι για την επιβολή της νομοθεσίας είναι εκτεταμένοι και υπάρχουν πολλά ζητήματα που πρέπει να εξισορροπήσουν οι ρυθμιστικές αρχές.

Λόγω του αυξημένου ενδιαφέροντος για πιστωτικά παράγωγα που προκλήθηκε από την εισαγωγή δεικτών, το ποσό των πιστωτικών παραγώγων σε ορισμένες περιπτώσεις αναφέρθηκε ότι είναι περίπου δεκαπλάσιο του ποσού των ομόλογα που πραγματικά διατίθενται για το διακανονισμό συναλλαγών όταν συμβαίνει πιστωτικό συμβάν. Αυτή η ανισορροπία έθεσε υπό αμφισβήτηση την ικανότητα του κλάδου να επιτύχει παραδοσιακό φυσικό διακανονισμό κατά τρόπο ομαλό, κάτι το οποίο οδήγησε σε κλήσεις εκ μέρους των συμμετεχόντων στη βιομηχανία να υποκαταστήσουν το διακανονισμό μετρητών για φυσικό διακανονισμό για συναλλαγές δείκτη. Το πρόβλημα ήταν ότι οι υφιστάμενες συμβάσεις CDS απαιτούσαν φυσικό διακανονισμό μετά από πιστωτικά γεγονότα. Επιπλέον, στο πλαίσιο αυτό προβλέπεται ότι ο διακανονισμός σε μετρητά θα καθορίζεται στη δημοπρασία από κάθε αντιπρόσωπο, κάτι που δεν είναι πάντοτε εφικτό, δεδομένου του μεγάλου αριθμού συμμετεχόντων στην αγορά που θα προσπαθούσαν να αγοράσουν το χρέος ταυτόχρονα. Όσον αφορά το πρώτο πρόβλημα, οι αντισυμβαλλόμενοι είναι ελεύθεροι να υποκαταστήσουν τα μετρητά για φυσικό διακανονισμό, εφόσον το συμφωνούν, αλλά αυτό σε μεγάλη κλίμακα θα απαιτούσε διμερείς διαπραγματεύσεις μεταξύ κάθε αντισυμβαλλομένου. Περαιτέρω, η ανάπτυξη μιας εναλλακτικής λύσης για τη δημοπρασία του αντιπροσώπου απαιτούσε μια συλλογική βιομηχανική λύση. Η λύση που πρότεινε η ISDA ήταν ότι οι επιχειρήσεις να μετακινούνται σε διακανονισμό μετρητών μέσω ενός πρωτοκόλλου που επιτρέπει στους συμμετέχοντες στην αγορά να τροποποιούν τις συμβάσεις τους σε πολυμερή βάση αντί να συμμετέχουν σε διμερείς διαπραγματεύσεις. Επιπλέον, το πρωτόκολλο προέβλεπε εναλλακτικό μέσο με το οποίο θα μπορούσε να προσδιοριστεί μια τιμή διακανονισμού σε μετρητά. Το πρωτόκολλο σε αυτήν την περίπτωση επέτρεψε στους συμμετέχοντες στην αγορά να μεταβούν από φυσικό

διακανονισμό σε διακανονισμό μετρητών χρησιμοποιώντας μια τιμή που δημιουργήθηκε σε δημοπρασία για τα χρεωστικά ομόλογα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

4.1 Σκοπός της έρευνας και ερευνητικά ερωτήματα

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να εξεταστούν οι λειτουργίες των πιστωτικών παραγώγων και ιδίως των credit default swaps με έμφαση στην αντιστάθμιση κινδύνου αλλά και την κρίση χρέους. Στη βάση αυτή, τα ερευνητικά ερωτήματα που διαμορφώνονται είναι τα εξής:

1. Ποια είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των credit default swaps;
2. Πώς χρησιμοποιούνται τα πιστωτικά παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps;
3. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους παγκοσμίως και σε εθνικό επίπεδο, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας;
4. Πώς μπορεί να βελτιωθεί η χρήση και λειτουργία των credit default swaps;

4.2 Μέθοδος της έρευνας

Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκε η ποιοτική μέθοδος, καθώς δίνει τη δυνατότητα στον ερευνητή να διερευνήσει το υπό εξέταση ζήτημα μέσα από τις απόψεις, τις εμπειρίες και το νόημα που οι ερωτηθέντες αποδίδουν σε αυτές τις εμπειρίες (Ruona, 2005). Επίσης, μέσα από τις απόψεις που εκφράζουν οι συμμετέχοντες στην έρευνα με αυτήν την μέθοδο, καθίσταται δυνατή και η παραγωγή νέας γνώσης (Tong et al., 2007). Αυτό ισχύει διότι η ποιοτική έρευνα εστιάζει σε ένα συγκεκριμένο ζήτημα και αποσκοπεί στο να δημιουργήσει θεωρία μέσα από την ερευνητική διαδικασία (Greener, 2008; Given, 2008).

Επιπρόσθετα, η ποιοτική έρευνα επιλέχθηκε διότι δίνει τη δυνατότητα στον ερευνητή να διερευνήσει τις απόψεις ενός μικρού δείγματος ερωτηθέντων, μέσα από το νόημα που αποδίδουν αυτοί οι ερωτηθέντες σε αυτό που εξετάζεται και μέσα από τις εμπειρίες τους. Υπό αυτό το πρίσμα, η ποιοτική έρευνα μπορεί να εξετάσει ένα πρόβλημα στο πλαίσιο των κοινωνικών, οικονομικών και πολιτικών συνθηκών που διαμορφώνονται (Sherman & Webb, 2005). Έτσι, η ποιοτική έρευνα επιλέχθηκε και για το ότι ενσωματώνει την έννοια του ευρύτερου πλαισίου που διαμορφώνεται και επηρεάζει αυτό το οποίο εξετάζεται, εν προκειμένω τη λειτουργία και χρήση των CDS.

4.3 Μεθοδολογικό εργαλείο

Στο πλαίσιο της ποιοτικής έρευνας επιλέχθηκε το εργαλείο της προσωπικής συνέντευξης για τη συλλογή των δεδομένων. Η προσωπική συνέντευξη επιλέχθηκε διότι μπορεί να συλλέξει πληροφορίες στη βάση της λεκτικής και της μη λεκτικής επικοινωνίας με τους συμμετέχοντες στην έρευνα (Tong et al., 2007). Με βάση αυτό, η προσωπική συνέντευξη δίνει τη δυνατότητα στον ερευνητή να ερμηνεύσει πώς οι ερωτηθέντες αποδίδουν νόημα στις εμπειρίες τους και το πώς θεωρούν και βιώνουν τα γεγονότα (Greener, 2008; Given, 2008).

Ως εκ τούτου, η συνέντευξη επιτρέπει την ανάλυση του λόγου των ερωτηθέντων, μέσα από την αλληλεπίδραση του συνεντευκτή με τα υποκείμενα της έρευνας. Είναι χαρακτηριστική η διαπίστωση της Κεδράκα (2008, σελ. 1): «Η συνέντευξη είναι μια διαδικασία που επιτρέπει στον ερευνητή να αντλήσει πληροφορίες και δεδομένα μέσα από την ανάλυση του λόγου επιλεγμένων αλλά χαρακτηριστικών περιπτώσεων. Είναι ένα ερευνητικό εργαλείο το οποίο χρησιμοποιείται ως μέσο συλλογής πληροφοριών, ελέγχου και ερμηνείας των ερευνητικών ερωτημάτων μιας έρευνας. Οι συνεντεύξεις «φωτίζουν», δηλαδή επιτρέπουν την πρόσβαση στον τρόπο που βλέπουν οι άλλοι τα πράγματα, στις σκέψεις τους, στις στάσεις και τις απόψεις που κρύβονται πίσω από τη συμπεριφορά τους. Μια συνέντευξη μπορεί, ωστόσο, να είναι και το μέσο για τη βαθύτερη εξέταση των κινήτρων των ερωτώμενων για τους λόγους, που απάντησαν με τον συγκεκριμένο τρόπο».

Ο τύπος της προσωπικής συνέντευξης που επιλέγεται είναι η δομημένη συνέντευξη, καθώς ο ερευνητής αποσκοπεί στο να συγκεντρώσει πληροφορίες σχετικά με ένα συγκεκριμένο

ζήτημα, δίνοντας απάντηση σε συγκεκριμένα ερωτήματα, αλλά και με πρόθεση να συγκρίνει τις απόψεις των ερωτηθέντων μεταξύ τους, ώστε να διαπιστώσει ομοιότητες και αποκλίσεις (Dawson, 2009). Πιο συγκεκριμένα, ο οδηγός συνέντευξης αποτελείται από συνολικά 10 ερωτήσεις, που διαμορφώνουν τέσσερις άξονες.

Πρώτος άξονας: Έννοια και χαρακτηριστικά των credit default swaps

Ο συγκεκριμένος άξονας στόχο έχει να διερευνήσει πώς τα στελέχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών αντιλαμβάνονται την έννοια των CDS και ποια θεωρούν πως είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτών των πιστωτικών εργαλείων. Με τον τρόπο αυτό δίνεται απάντηση στο πρώτο ερευνητικό ερώτημα. Οι ερωτήσεις που περιλαμβάνονται σε αυτόν τον άξονα είναι οι εξής:

1. Τι θεωρείτε ότι είναι τα credit default swaps;
2. Ποια θεωρείτε ότι είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των credit default swaps;

Δεύτερος άξονας: Ποια είναι η χρήση και οι λειτουργίες των credit default swaps;

Ο άξονας αυτός στόχο έχει να διερευνήσει πώς χρησιμοποιούνται τα CDS από τις επιχειρήσεις, στη βάση των απόψεων που εκφράζουν τα στελέχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Με τον τρόπο αυτό δίνεται απάντηση στο δεύτερο ερευνητικό ερώτημα. Οι ερωτήσεις που περιλαμβάνονται σε αυτόν τον άξονα είναι οι εξής:

3. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως εργαλείο φοροδιαφυγής;
4. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως μέσο διαχείρισης κινδύνου;
5. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως μέσο κερδοσκοπίας;

Τρίτος άξονας: Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους παγκοσμίως και σε εθνικό επίπεδο;

Ο άξονας αυτός στόχο έχει να διερευνήσει τις απόψεις των στελεχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ως προς το πώς τα CDS ενεπλάκησαν στην παγκόσμια κρίση χρέους του 2007-2008, αλλά και ποιος είναι ο ρόλος τους σε κρίσεις χρέους σε εθνικό επίπεδο, όπως στην περίπτωση της Αργεντινής και της Ελλάδας. Με τον τρόπο αυτό δίνεται απάντηση στο τρίτο ερευνητικό ερώτημα. Οι ερωτήσεις που περιλαμβάνονται σε αυτόν τον άξονα είναι οι εξής:

6. Πώς χρησιμοποιήθηκαν τα credit default swaps στην κρίση χρέους σε διάφορες χώρες (π.χ. Βραζιλία, Αργεντινή, Ισπανία, Πορτογαλία);
7. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους παγκοσμίως;
8. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους στην Ελλάδα;
9. Πώς επηρεάστηκαν τα credit default swaps σε επίπεδο πιστωτικού κινδύνου από την οικονομική κρίση του 2008;

Τέταρτος άξονας: Πώς μπορεί να βελτιωθεί η λειτουργία των credit default swaps;

Ο άξονας αυτός στόχο έχει να διερευνήσει τις απόψεις των στελεχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών ως προς το πώς μπορούν τα CDS να βελτιωθούν ως προς τη λειτουργία τους. Με τον τρόπο αυτό δίνεται απάντηση στο τέταρτο ερευνητικό ερώτημα. Οι ερωτήσεις που περιλαμβάνονται σε αυτόν τον άξονα είναι οι εξής:

10. Ποιες είναι οι προτάσεις σας για τη βελτίωση του ρυθμιστικού πλαισίου για τη διαπραγμάτευση των credit default swaps;

4.4 Δείγμα της έρευνας

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από στελέχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και χρηματιστηριακών εταιρειών και ως εκ τούτου επιλέγεται η δειγματοληψία σκοπιμότητας (Palys, 2008). Ο ερευνητής απευθύνθηκε σε 15 στελέχη, καθώς μεγαλύτερος αριθμός μπορεί να οδηγήσει σε κορεσμό δεδομένων (Guest et al., 2006). Ωστόσο, πέντε στελέχη δεν είχαν διαθέσιμο χρόνο ώστε να συμμετάσχουν στην έρευνα και ως εκ τούτου το τελικό

δείγμα αποτελείται συνολικά από 10 άτομα. Όλοι οι συμμετέχοντες είναι άντρες, ηλικίας 35-50 ετών, με προϋπηρεσία 6-15 ετών.

4.5 Διαδικασία της έρευνας

Ο ερευνητής απευθύνθηκε τυχαία σε 15 στελέχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, προκειμένου να τους ενημερώσει για την ταυτότητα τόσο τη δική του, όσο και της έρευνας και να ζητήσει την εθελοντική τους συμμετοχή. Υπήρξε, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, θετική ανταπόκριση από τους 10 ερωτηθέντες. Σε όσους απάντησαν θετικά στον ερευνητή, δόθηκαν περαιτέρω πληροφορίες που αφορούσαν τα εξής: την τήρηση της ανωνυμίας των συμμετεχόντων, τη χρήση των δεδομένων μόνο για τους σκοπούς αυτής της έρευνας, τη μη σύγκριση συμφερόντων από μέρους του ερευνητή, αλλά και τον τρόπο διεξαγωγής της έρευνας.

Εξαιτίας του περιορισμένου χρόνου των στελεχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δεν υπήρχε δυνατότητα διεξαγωγής των συνεντεύξεων πρόσωπο με πρόσωπο, όπως επιθυμούσε αρχικά ο ερευνητής. Αντίθετα, προτάθηκε από ορισμένα στελέχη η αποστολή των ερωτήσεων μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου, ώστε να μπορέσουν να απαντήσουν στις ερωτήσεις όταν θα είχαν διαθέσιμο χρόνο. Τελικά, η μέθοδος αυτή διεξαγωγής της έρευνας επιλέχθηκε για όλους τους συμμετέχοντες. Έτσι, ο ερευνητής απέστειλε μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου τις ερωτήσεις και με τον ίδιο τρόπο έλαβε και τις απαντήσεις των συμμετεχόντων. Για την ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η συγκριτική ανάλυση (Dawson, 2009), όπου οι απαντήσεις των ερωτηθέντων ανά ερώτηση συγκρίνονται μεταξύ τους. Επίσης, ένας ακόμη λόγος για τον οποίον δεν επιλέχθηκε κάποια άλλη μέθοδος ανάλυσης των δεδομένων, όπως η θεματική ανάλυση, ήταν το γεγονός ότι σε ορισμένες περιπτώσεις οι απαντήσεις των ερωτηθέντων ήταν πάρα πολύ σύντομες, σχεδόν μονολεκτικές, κάτι το οποίο δεν επέτρεπε την περαιτέρω ανάλυσή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

1. Τι θεωρείτε ότι είναι τα credit default swaps;

Όλοι οι συμμετέχοντες στην έρευνα ανέφεραν πως είναι πιστωτικά παράγωγα που χρησιμοποιούνται για την αποτελεσματική αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου. Μόνο τέσσερις συμμετέχοντες στην έρευνα πρόσθεσαν ορισμένες παραπάνω πληροφορίες σχετικά με τα CDS. Πιο συγκεκριμένα, τόνισαν ότι, οι αγοραστές μιας συμφωνίας αντιστάθμισης πιστωτικής αθέτησης προβαίνουν σε περιοδικές πληρωμές προς τον πωλητή και λαμβάνουν πληρωμή από τον πωλητή εάν συμβεί ένα «πιστωτικό συμβάν», όπως η μη πληρωμή του υποκείμενου χρέους. Οι συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (credit default swaps) είναι ένα παράδειγμα μιας παράγωγης ασφάλειας: μια ασφάλεια που αντλεί την αξία της από κάποια άλλη ασφάλεια στην οποία βασίζεται η αξία της. Ένας από τους συμμετέχοντες στην έρευνα ανέφερε ότι «οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου είναι συμβόλαια που παρέχουν ασφάλιση σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων σε ομόλογα ή άλλα χρεόγραφα». Ένας ακόμη από τους ερωτηθέντες δήλωσε ότι «η αγορά μιας σύμβασης ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης από κάτοχο του χρέους ασφαλίζει τον κάτοχο έναντι πιστωτικών ζημιών στο χρέος, κάτι που μοιάζει με την πώληση του πιστωτικού κινδύνου για το χρέος».

2. Ποια θεωρείτε ότι είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των credit default swaps;

Όλοι οι συμμετέχοντες στην έρευνα τόνισαν πως το πλεονέκτημα των CDS έγκειται στο ότι μπορεί να αντισταθμίσει τον πιστωτικό κίνδυνο. Ένας από τους συμμετέχοντες στην έρευνα τόνισε επίσης ότι: «Τα CDS παρουσιάζουν αρκετά πλεονεκτήματα έναντι ομολόγων που τα καθιστούν ιδιαίτερα ελκυστικά. Πρόκειται για προϊόντα διαρκούς ωριμότητας με

ομοιογενώς καθορισμένα συμβόλαια, τα οποία δε διέπονται σε μεγάλο βαθμό από τις διαφορές των συμβατικών ή νομικών συστημάτων που συνδέονται με τον εκδότη ή από τις διαφορές που υπάρχουν στη χώρα όσον αφορά τη νόμιμη προέλευσή τους».

Αναφορικά με τα μειονεκτήματα, αναφέρθηκε από δύο ερωτηθέντες το γεγονός ότι δεν υπάρχουν ακόμα σαφείς οδηγίες και χαρακτηριστικά της λειτουργίας της αγοράς των CDS, ενώ από έναν ερωτηθέντα αναφέρθηκε το διαφορετικό καθεστώς λειτουργίας σε διάφορες χώρες. Επιπρόσθετα, επτά από τους ερωτηθέντες αναφέρθηκαν και στο γεγονός ότι τα CDS μπορούν να χρησιμοποιηθούν και στο πλαίσιο της κερδοσκοπίας έναντι της απλής αντιστάθμισης κινδύνου.

Επίσης, επτά από τους δέκα ερωτηθέντες εστίασαν στον ρόλο των CDS από την άποψη της εταιρικής χρηματοδότησης, καταδεικνύοντας τα μειονεκτήματα αυτών των πιστωτικών παραγώγων. Συγκεκριμένα, ανέφεραν πως η ύπαρξη CDS επηρεάζει το κόστος αθέτησης κινδύνου και την πτώχευση, καθώς και ότι αυτή η αλλαγή στα χαρακτηριστικά της επιχείρησης μεταβάλλει την οικονομική συμπεριφορά σε επίπεδο λήψης αποφάσεων: «υπάρχουν αρκετά στοιχεία που υποδηλώνουν ότι τα CDS επηρεάζουν τις τιμές των υποκείμενων τίτλων, μεταβάλλουν τα οικονομικά κίνητρα των βασικών παραγόντων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και μεταβάλλουν τη συμπεριφορά των επενδυτών, των επιχειρήσεων, αλλά ενίοτε και των ρυθμιστικών αρχών». Ένας δεύτερος συμμετέχοντας στην έρευνα ανέφερε ότι «τα CDS μπορούν να μειώσουν τα κίνητρα των επιχειρήσεων να παρακολουθούν τον πιστωτικό τους κίνδυνο, εξαιτίας της δυνατότητας αυτών των εργαλείων να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο». Ένας ακόμα από τους ερωτηθέντες δήλωσε ότι «καθώς πλέον οι επιχειρήσεις μπορούν να αντισταθμίζουν και να διαχειρίζονται τον πιστωτικό τους κίνδυνο μέσω αυτών των εργαλείων, ενδέχεται εν τέλει οι επιχειρήσεις να βρεθούν αντιμέτωπες με πιθανή αύξηση του κόστους χρέους». Όπως χαρακτηριστικά αναφέρθηκε από έναν ερωτηθέντα: «πλέον οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο να αναλάβουν υπερβολικούς κινδύνους». Παρόμοια ήταν και η απάντηση ενός ακόμη συμμετέχοντα στην έρευνα: «Ο αρνητικός αντίκτυπος της διαπραγμάτευσης του CDS στα πιστωτικά περιθώρια μπορεί να προκύψει από τη μείωση του κινήτρου παρακολούθησης από τις δανειοδοτικές τράπεζες που μπορούν να προσαρμόσουν την έκθεσή τους χρησιμοποιώντας CDS, γεγονός που με τη σειρά του μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς την τιμολόγηση των ομολογιούχων». Παρομοίως, ένας από τους ερωτηθέντες ανέφερε χαρακτηριστικά ότι: «η ύπαρξη CDS

μπορεί να οδηγήσει μία επιχείρηση να κηρύσσει πτώχευση αντί να επιλέξει την εξωδικαστική επαναδιαπραγμάτευση, που ενδεχομένως να είναι προτιμητέα». Τέλος, ένας ακόμη από τους συμμετέχοντες στην έρευνα τόνισε ότι «οι επιχειρήσεις ενδεχομένως να μην αξιολογήσουν σωστά, είτε εσκεμμένα είτε όχι, τον κίνδυνο έκθεσής τους σε επενδύσεις, δεδομένου ότι έχουν, όπως οι ίδιες θεωρούν, ότι έχουν αντισταθμίσει τον κίνδυνο».

3. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως εργαλείο φοροδιαφυγής;

Όλοι οι συμμετέχοντες στην έρευνα ανέφεραν πως ενδεχομένως τα CDS να μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στο πλαίσιο της φοροδιαφυγής / φοροαπαλλαγής, αλλά αυτό δεν συνηθίζεται, καθώς οι εταιρείες χρησιμοποιούν τα CDS για αντιστάθμιση κινδύνου. Ωστόσο, ένας από τους συμμετέχοντες πρόσθεσε πως η ενδεχόμενη χρήση των CDS για λόγους φοροαποφυγής να βασίζεται «μόνο στο ότι μειώνεται η παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των οφειλετών από μέρους των δανειστών και έτσι δίνονται περισσότερα κίνητρα στις επιχειρήσεις για φοροαποφυγή. Αλλά αυτό δε σημαίνει πως μπορούμε να θεωρήσουμε ότι μία επιχείρηση χρησιμοποιεί τα CDS για να φοροδιαφύγει».

4. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως μέσο διαχείρισης / αντιστάθμισης κινδύνου;

Όλοι οι συμμετέχοντες στην έρευνα δήλωσαν πως τα CDS μπορούν να διαχωρίσουν τον κίνδυνο της χρηματοδότησης από τον πιστωτικό κίνδυνο. Σύμφωνα με την απάντηση ενός συμμετέχοντα στην έρευνα, «τα πιστωτικά παράγωγα χαρακτηρίζονται από υψηλότερο βαθμό τυποποίησης από ό,τι άλλες μορφές εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων. Τα CDS περιλαμβάνουν τις συνήθεις ημερομηνίες πληρωμής και λήξης, ενώ παράλληλα κάθε είδος οντότητας αναφοράς περιλαμβάνει ένα τυποποιημένο σύνολο πιστωτικών γεγονότων και άλλους όρους. Οι τυποποιημένοι όροι διευκολύνουν το εμπόριο με την απλούστευση των διαπραγματεύσεων και των καθηκόντων, διευκολύνουν επίσης τους συμμετέχοντες στην αγορά να ασκούν αρμπιτράζ μεταξύ των δεικτών CDS και των υποκείμενων τίτλων».

Όπως ανέφερε ένας ακόμη από τους ερωτηθέντες, «ένα επιχείρημα για τα οφέλη των πιστωτικών παραγώγων στους δανειολήπτες οφείλεται στην παρατήρηση ότι διευκολύνουν

τον διαχωρισμό της χρηματοδότησης από την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο». Αυτό επιτρέπει στους δανειολήπτες να αντλούν κεφάλαια ακόμη και από εκείνους που είναι σχετικά απαισιόδοξοι για την ικανότητά τους να επιστρέψουν, καθώς «αυτή η ομάδα επενδυτών μπορεί να αποβάλει τον πιστωτικό κίνδυνο αγοράζοντας προστασία», όπως αναφέρθηκε από έναν συμμετέχοντα. Εν τω μεταξύ, όσοι είναι πιο αισιόδοξοι για τα μελλοντικά έσοδα δανειοληπτών μπορούν να πουλήσουν προστασία και έτσι να εκτίθενται σε πιστωτικό κίνδυνο σε κλίμακα που δεν θα ήταν δυνατή χωρίς τα πιστωτικά παράγωγα. Αναφέρθηκε επίσης από δύο στελέχη ότι αυτή η λειτουργία των CDS μεταβάλλει τους όρους χρηματοδότησης υπέρ των δανειοληπτών διευρύνοντας παράλληλα το φάσμα των περιουσιακών στοιχείων που διαθέτουν οι επενδυτές.

Τέλος, μία απάντηση στη βάση παραδειγμάτων δόθηκε από έναν συμμετέχοντα: «Μια εμπορική τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει πιστωτικά παράγωγα για να διαχειριστεί τον κίνδυνο του δανειακού της χαρτοφυλακίου. Μια επενδυτική τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει πιστωτικά παράγωγα για τη διαχείριση των κινδύνων που συνεπάγεται όταν αναλαμβάνει τίτλους αναδοχής. Ένας επενδυτής, όπως μια ασφαλιστική εταιρεία, διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων ή hedge fund, μπορεί να χρησιμοποιήσει πιστωτικά παράγωγα για να ευθυγραμμίσει την έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο με το επιθυμητό προφίλ πιστωτικού κινδύνου».

5. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως μέσο κερδοσκοπίας;

Έξι από τους ερωτηθέντες ανέφεραν πως μπορούν τα CDS να χρησιμοποιηθούν ως εργαλείο κερδοσκοπίας, με τρεις εξ αυτών να παραπέμπουν στο παράδειγμα της Ελλάδας. Οι υπόλοιποι τέσσερις ερωτηθέντες παρείχαν περισσότερο αναλυτικές πληροφορίες σχετικά με τη χρήση των CDS ως μέσο κερδοσκοπίας. Είναι χαρακτηριστική η απάντηση ενός εξ αυτών, ο οποίος ανέφερε πως «η αντιστάθμιση κινδύνου είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την κερδοσκοπία». Παρόμοια ήταν και η απάντηση ενός ακόμη συμμετέχοντα: «Η αντιστάθμιση του κινδύνου από ένα μέρος συνήθως απαιτεί κερδοσκοπία από ένα άλλο και η γενικευμένη αντιστάθμιση δεν θα ήταν γενικά δυνατή ελλείψει κερδοσκοπίας. Αλλά η κερδοσκοπία είναι απολύτως εφικτή, ελλείψει αντιστάθμισης». Ένας τρίτος συμμετέχοντας στην έρευνα ανέφερε τα εξής: «Στην

περίπτωση της κερδοσκοπίας, έχουμε αυτό που ονομάζεται ως naked credit default swar, δηλαδή ο αγοραστής προστασίας δεν κατέχει την υποκείμενη ασφάλεια. Κατά συνέπεια έχουν μηδενικές αποδόσεις. Ένας παίκτης στοιχηματίζει την πτώχευση ενώ ο άλλος στοιχηματίζει ενάντια σε αυτό το συμβάν, και δεν υπάρχει απαίτηση είτε στην περίπτωση ασφαλιστικού συμφέροντος είτε κινήτρου αντιστάθμισης». Τέλος, ένας ακόμα από τους συμμετέχοντες στην έρευνα δήλωσε ότι «η αγορά και πώληση των συμβάσεων αντιστάθμισης κινδύνου αθέτησης παρέχει πληροφορίες σχετικά με την αξιολόγηση της πίστωσης κινδύνου που συνδέεται με τον οφειλέτη. Εάν οι τιμές των συμβάσεων ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης αντανακλούν εκείνο το μέρος της αγοράς που προέρχεται από την υπερπαραγωγή των κερδοσκόπων, το γεγονός αυτό απλώς δημιουργεί ευκαιρίες κέρδους για άλλους κερδοσκόπους».

6. Πώς χρησιμοποιήθηκαν τα credit default swaps στην κρίση χρέους σε διάφορες χώρες;
7. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους παγκοσμίως;
8. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους στην Ελλάδα;

Οι ερωτηθέντες απάντησαν σε ένα πιο γενικό πλαίσιο τις τρεις προαναφερθείσες ερωτήσεις και καθώς ορισμένες απαντήσεις αλληλεπικαλύπτονται, η ανάλυση αυτών των τριών ερωτήσεων θα γίνει συνδυαστικά.

Ο ρόλος των CDSs στην παγκόσμια κρίση χρέους κρίθηκε από όλους τους συμμετέχοντες στην έρευνα ως σημαντικός, αλλά παράλληλα και αμφιλεγόμενος. Όπως χαρακτηριστικά ανέφερε ένας από τους ερωτηθέντες: «Αυτό μπορούμε να το δούμε αν συγκρίνουμε τα CDS με άλλα παράγωγα όπως οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων ή οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος που δεν προσελκύουν παρόμοιες έντονες αντιδράσεις, αν και είναι πολύ μεγαλύτερες αγορές όσον αφορά τα ποσά που διαπραγματεύονται». Πέντε συμμετέχοντες στην έρευνα αναφέρθηκαν στο ότι ο ρόλος των CDS στην κρίση χρέους σε διάφορες χώρες, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, ήταν σημαντικός, διότι επέτρεψε στις κυβερνήσεις να μεταφέρουν το κρατικό χρέος στις επιχειρήσεις.

Ωστόσο, εκφράστηκαν και άλλες απόψεις. Για παράδειγμα, ένας από τους συμμετέχοντες στην έρευνα δήλωσε ότι «αν δούμε το παράδειγμα αρκετών κρατών, όπως της Αργεντινής και της Ελλάδας, θα διαπιστώσουμε πως το βασικό ερώτημα που τίθεται σχετίζεται με την οικονομική αξία των κρατικών συμβάσεων CDS για τις αναδυόμενες χώρες που έχουν μόνο εγχώρια χρέη». Σύμφωνα με την απάντηση ενός από τους ερωτηθέντες: «Οποιοδήποτε ομολογιακό δάνειο ή δάνειο που εκδίδεται σύμφωνα με το εθνικό δίκαιο και το εθνικό του νόμισμα δεν είναι επιλέξιμος υποψήφιος για την ενεργοποίηση πιστωτικού γεγονότος. Σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να αναρωτηθούμε αφενός για την έλευση του πιστωτικού γεγονότος και αφετέρου για τον σκοπό αυτών των συμβάσεων». Εκφράστηκε επίσης από έναν συμμετέχοντα στην έρευνα η εξής άποψη: «Η κυβέρνηση της Αργεντινής εξακολούθησε να εκδίδει χρέος δολαρίων σε τοπικό επίπεδο. Ωστόσο αυτό δεν μπορούσε να θεωρηθεί ως πιστωτικό γεγονός, εγείροντας σημαντικά ερωτήματα για τον ρόλο των CDS. Επιπλέον, όταν η συζήτηση επικεντρώνεται στο εξωτερικό χρέος, δεν είναι σαφές εάν όλες οι δικαιοδοσίες θεωρούνται ισότιμες και αν η επιλογή δικαιοδοσίας για έκδοση χρεών (π.χ. Νέα Υόρκη, Λονδίνο) αντανακλάται στις τιμές του CDS». Εκτός των ανωτέρω, εκφράστηκε και η ακόλουθη άποψη: «Ένα πιστωτικό γεγονός αναδιάρθρωσης θα πρέπει καταρχήν να είναι δεσμευτικό για όλους τους κατόχους ομολόγων. Συνεπώς, έχει σημασία αν η αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους είναι εθελοντική ή αναγκασμένη από τους πιστωτές. Τέτοια ζητήματα δημιουργούν αβεβαιότητα όσον αφορά την ενδεχόμενη πληρωμή του CDS, η οποία έχει καταστεί ιδιαίτερα σημαντική από την εισαγωγή των ρητρών συλλογικής δράσης (CAC) στις συμβάσεις κρατικών ομολόγων».

9. Πώς επηρεάστηκαν τα credit default swaps σε επίπεδο πιστωτικού κινδύνου από την οικονομική κρίση του 2008;

Όλοι οι συμμετέχοντες στην έρευνα ανέφεραν πως μετά την οικονομική κρίση του 2008 μειώθηκε η αγορά των CDS. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρθηκε πως «οι συμμετέχοντες στην αγορά μείωσαν τα ανοίγματα τους και απέρριψαν τις περιττές συμβάσεις». Επίσης, τονίστηκε πως «έγιναν μεταρρυθμίσεις όσον αφορά στην τυποποίηση των συμβάσεων, στην επέκταση των απαιτήσεων υποβολής εκθέσεων, στις υποχρεωτικές απαιτήσεις κεντρικής εκκαθάρισης και περιθωρίου για ένα ευρύ φάσμα παραγώγων».

Επίσης, όλοι οι συμμετέχοντες στην έρευνα ανέφεραν πως η λειτουργία των CDS επηρεάστηκε σημαντικά από τη διαμόρφωση κατευθυντήριων γραμμών και κανονισμών που εισήχθησαν από τις ρυθμιστικές αρχές. Ένας από τους ερωτηθέντες πρόσθεσε ακόμα πως «ο αντίκτυπος του πιστωτικού γεγονότος ήταν αξιοσημείωτα χαμηλός, χωρίς ορατό αντίκτυπο στους δείκτες οικονομικής ευρωστίας των ιδρυμάτων που ήταν πιο εκτεθειμένοι σε CDS για το ελληνικό χρέος». Επίσης, τονίστηκε ότι μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 δόθηκε έμφαση από μέρος των ρυθμιστικών αρχών στον συστημικό κίνδυνο που σχετίζεται με τα CDS. Μία ακόμη άποψη που εκφράστηκε ήταν η εξής: «Λόγω του αυξημένου ενδιαφέροντος για πιστωτικά παράγωγα που προκλήθηκε από την εισαγωγή δεικτών, το ποσό των πιστωτικών παραγώγων σε ορισμένες περιπτώσεις αναφέρθηκε ότι είναι περίπου δεκαπλάσιο του ποσού των ομόλογα που πραγματικά διατίθενται για το διακανονισμό συναλλαγών όταν συμβαίνει πιστωτικό συμβάν. Αυτή η ανισορροπία έθεσε υπό αμφισβήτηση την ικανότητα του κλάδου να επιτύχει παραδοσιακό φυσικό διακανονισμό κατά τρόπο ομαλό, πράγμα που οδήγησε σε κλήσεις εκ μέρους των συμμετεχόντων στη βιομηχανία να υποκαταστήσουν το διακανονισμό μετρητών για φυσικό διακανονισμό για συναλλαγές δείκτη».

Ένας άλλος συμμετέχων στην έρευνα αναφέρθηκε στον ρόλο των ρυθμιστικών αρχών, επισημαίνοντας πως «οι ρυθμιστικές αρχές απαντούν στις τριβές που παρατηρούνται στην αγορά των πιστωτικών παραγώγων και ιδίως των CDS, αλλά υπάρχουν και φορές που αυτές οι ρυθμίσεις και αποφάσεις γίνονται εκ των υστέρων, εφόσον δηλαδή έχει υπάρξει το πρόβλημα, όπως στην οικονομική κρίση του 2007». Ένας ακόμη από τους ερωτηθέντες αναφέρθηκε επίσης στον ρόλο των ρυθμιστικών αρχών επισημαίνοντας ότι «οι ρυθμιστικές αρχές ορισμένες φορές απλώς εφαρμόζουν κανόνες που απαντούν μεμονωμένα σε ένα πρόβλημα που έχει εμφανιστεί, χωρίς μία ολοκληρωμένη προσέγγιση και χωρίς να έχουν συγκεντρώσει επαρκή θεωρητικά και εμπειρικά στοιχεία».

10. Ποιες είναι οι προτάσεις σας για τη βελτίωση του ρυθμιστικού πλαισίου για τη διαπραγμάτευση των credit default swaps;

Επτά από τους δέκα συμμετέχοντες στην έρευνα ανέφεραν την αναγκαιότητα επαναπροσδιορισμού των κατευθυντήριων γραμμών που διέπουν τη λειτουργία και την αγορά των CDS. Ουσιαστικά, αναφέρθηκε η αναγκαιότητα λήψης «δραστικών μέτρων από

μέρους των ρυθμιστικών αρχών», όπως τόνισε ένας από τους ερωτηθέντες στην έρευνα. Επίσης, ένας ερωτηθείς επεσήμανε την ανάγκη για «διεθνή συνεργασία όλων των εμπλεκόμενων αρχών και φορέων, για τη δημιουργία συνολικών κατευθυντήριων γραμμών που θα διέπουν τη λειτουργία της αγοράς των CDS».

Περαιτέρω, τρεις συμμετέχοντες στην έρευνα αναφέρθηκαν συγκεκριμένα στην αναγκαιότητα ύπαρξης διαφάνειας. Σύμφωνα με την απάντηση ενός από τους συμμετέχοντες: «Μετά από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει αναφερθεί από αρκετούς εμπειρογνώμονες και χρηματοπιστωτικές ρυθμιστικές αρχές η ανάγκη για μεγαλύτερη διαφάνεια στις αγορές εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, λόγω των ανησυχιών ότι ο αδιαφανής χαρακτήρας αυτών των αγορών είχε επιδεινώσει την κρίση». Η αναγκαιότητα ρυθμίσεων στο πλαίσιο της διαφάνειας αναφέρθηκε και από δύο ακόμη συμμετέχοντες, οι οποίοι πιο συγκεκριμένα τόνισαν τη διαφάνεια όσον αφορά στις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τις εκθέσεις των εκδοτών στις τιμές και στον όγκο των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στην αγορά, στις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τις θέσεις που κατέχει κάθε συμβαλλόμενο μέρος και συνολικά στους όρους των συναλλαγών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

6.1 Συζήτηση των αποτελεσμάτων

Πρώτο ερευνητικό ερώτημα: Ποια είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των credit default swaps.

Η αντιστάθμιση του κινδύνου αναφέρθηκε από όλα τα στελέχη που συμμετείχαν στην έρευνα ως το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των CDS, κάτι το οποίο συνάδει με τα ευρήματα άλλων μελετών (Rule, 2001; Naifar & Abid, 2005; Chilcote, 2006; Mengle, 2007; Taylor, 2010; International Organization of Securities Commissions, 2012; Augustin et al., 2016). Παράλληλα, όμως, αναφέρθηκαν και σημαντικά μειονεκτήματα, τα οποία συνοψίζονται ως εξής: α) δεν υπάρχουν σαφείς οδηγίες και χαρακτηριστικά της λειτουργίας της αγοράς των CDS με αποτέλεσμα να διαφοροποιείται η χρήση τους ανάμεσα στις χώρες (ιδίως μεταξύ ΗΠΑ και Ευρώπης), β) τα CDS ενδεχομένως να οδηγήσουν σε φοροαποφυγή και κερδοσκοπία, γ) μεταβάλλεται η συμπεριφορά των επιχειρήσεων, οδηγώντας ορισμένες φορές στην ανάληψη υπερβολικού ρίσκου. Τα ευρήματα αυτά δεν έρχονται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα άλλων μελετών όσον αφορά στη χρήση των CDS ως εργαλείο φοροαποφυγής (Mengle, 2007; Donohoe, 2011; Hong et al., 2019; Kim et al., 2019) και κερδοσκοπίας (Dwyer, 2010; Che & Sethi, 2014).

Δεύτερο ερευνητικό ερώτημα: Πώς χρησιμοποιούνται τα πιστωτικά παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps.

Η πρώτη και βασική λειτουργία των CDS είναι η αντιστάθμιση κινδύνου, όπως καταδείχθηκε μέσα από τις απόψεις των στελεχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ορισμένοι συμμετέχοντες στην έρευνα δήλωσαν πως ενδεχομένως ορισμένες επιχειρήσεις να οδηγηθούν στη φοροαποφυγή μέσω της χρήσης των CDS, όπως έχει βρεθεί και μέσα από προηγούμενες έρευνες (Mengle, 2007; Donohoe, 2011; Hong et al., 2019; Kim et al., 2019). Ωστόσο, επισημάνθηκε ότι αυτό είναι απόρροια της μείωση της παρακολούθησης των

επιχειρήσεων, παρά μία συνειδητή απόφαση των εταιρειών, σύμφωνα και με τους Nesvetailova et al. (2018). Επιπρόσθετα, ορισμένοι ερωτηθέντες αναφέρθηκαν και στη σύνδεση μεταξύ της αντιστάθμισης κινδύνου και της κερδοσκοπίας, όπως έχει βρεθεί και σε προηγούμενες έρευνες (Dwyer, 2010; Che & Sethi, 2014).

Τρίτο ερευνητικό ερώτημα: Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους παγκοσμίως και σε εθνικό επίπεδο, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας.

Η ανεπάρκεια εποπτείας από μέρους των ρυθμιστικών αρχών τονίστηκε από ορισμένους ερωτηθέντες, κάτι το οποίο έχει αναφερθεί και από τους Augustin et al. (2016). Επιπλέον, μέσα από το παράδειγμα της Αργεντινής και ιδίως της Ελλάδας, διαπιστώθηκε πως η κερδοσκοπία ήταν άμεσα συνδεδεμένη με τη χρήση των CDS σε κρατικό επίπεδο, όπως τονίστηκε και στη μελέτη των Augustin et al. (2014). Ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας, τα CDS ενεπλάκησαν στην εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους, μέσα από την ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης σε ομόλογα εσωτερικού δικαίου, καθώς η εθελοντική αναδιάρθρωση δε θεωρείται πιστωτικό γεγονός, όπως έχει αναφερθεί και στη διεθνή βιβλιογραφία (International Organization of Securities Commissions, 2012; Augustin et al., 2014; Augustin et al., 2016). Στην περίπτωση της Αμερικής αλλά και της Ελλάδας, το κρατικό χρέος μεταφέρθηκε σε εταιρικό χρέος, κάτι που πυροδότησε την παγκόσμια οικονομική κρίση, κάτι το οποίο είναι σύμφωνο και με τα ευρήματα άλλων μελετών (Augustin et al., 2015; Augustin et al., 2016). Το κατά πόσο η αναδιάρθρωση χρέους μπορεί να θεωρηθεί ως πιστωτικό γεγονός, αλλά και το κατά πόσο η έκδοση τοπικού χρέους μπορεί επίσης να θεωρηθεί ως πιστωτικό γεγονός, οδήγησε και σε διάφορες συζητήσεις σχετικά με τον ρόλο των CDS στην περίπτωση δημοσίου χρέους.

Τέταρτο ερευνητικό ερώτημα: Πώς μπορεί να βελτιωθεί η χρήση και λειτουργία των credit default swaps.

Βάσει των απαντήσεων των συμμετεχόντων στην έρευνα, διαπιστώθηκε πως η χρήση και λειτουργία των credit default swaps μπορεί να βελτιωθεί μέσω των εξής τρόπων: α) συνεργασία των ρυθμιστικών αρχών για τη θέσπιση νέων και βελτίωση των υφισταμένων κατευθυντήριων γραμμών, β) ύπαρξη διαφάνειας. Οι συγκεκριμένοι τρόποι έχουν αναφερθεί και από τη διεθνή βιβλιογραφία. Ο ρόλος των ρυθμιστικών αρχών

επισημαίνεται από τους Augustin et al. (2016), ενώ η αναγκαιότητα για διαφάνεια (π.χ. διαφάνεια πληροφοριών, πληροφορίες για τις θέσεις) αναφέρονται από τον International Organization of Securities Commissions (2012), αλλά και από άλλες έρευνες (Bessembinder & Maxwell, 2008; Stulz, 2010; Litan, 2010; Avellaneda & Cont, 2010).

6.2 Τελικά συμπεράσματα

Από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση που προηγήθηκε διαπιστώθηκε πως ένας πρωταρχικός τύπος κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες που ασχολούνται με χρηματοοικονομικές συναλλαγές είναι ο πιστωτικός κίνδυνος. Ο κίνδυνος αυτός οφείλεται στην αποτυχία των αντισυμβαλλομένων που συμμετέχουν σε χρηματοπιστωτικές συναλλαγές να προβούν στις υποχρεωτικές πληρωμές του. Οι συνήθεις μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν κατά το παρελθόν για τον έλεγχο του πιστωτικού κινδύνου περιλαμβάνουν: α) τον περιορισμό του ποσού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων ενός συμβαλλομένου μέρους σε σχέση με ένα άλλο μέρος, β) την απαίτηση ελάχιστης αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αντισυμβαλλομένου, γ) την περιοδική επισήμανση των συμβάσεων στην αγορά, ε) την ίδρυση θυγατρικών εταιρειών ξεχωριστά κεφαλαιοποιημένων παραγώγων. Αν και οι μέθοδοι αυτές μειώνουν τον πιστωτικό κίνδυνο, δεν είναι επαρκείς για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990 εμφανίστηκε ένα νέο καινοτόμο εργαλείο για τη διαχείριση και την αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου: τα πιστωτικά παράγωγα. Τα πιστωτικά παράγωγα είναι διμερείς χρηματοοικονομικές συμβάσεις που απομονώνουν συγκεκριμένες πτυχές του πιστωτικού κινδύνου από ένα υποκείμενο μέσο και διαχέουν αυτόν τον κίνδυνο μεταξύ δύο μερών. Επιπλέον, τα πιστωτικά παράγωγα έχουν σχεδιαστεί για να διαχωρίζουν τον κίνδυνο αγοράς από τον πιστωτικό κίνδυνο και να επιτρέπουν τη χωριστή διαπραγμάτευση του πιστωτικού κινδύνου. Ως αποτέλεσμα, τα πιστωτικά παράγωγα επιτρέπουν μια αποδοτικότερη κατανομή και τιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Τα πρώτα πιστωτικά παράγωγα προϊόντα ήταν οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) σε ένα καλάθι εταιρικών τίτλων από την τράπεζα Bankers Trust το 1993. Έκτοτε, η αγορά των πιστωτικών παραγώγων αυξήθηκε με ταχείς ρυθμούς και πιο προηγμένα προϊόντα με τεχνικά χαρακτηριστικά σχεδιάστηκαν. Πλέον, οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) αποτελούν ένα από τα πιο βασικά είδη πιστωτικών παραγώγων.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η έννοια του πιστωτικού συμβάντος. Όσον αφορά στα πιστωτικά γεγονότα, η επιβεβαίωση μιας συμφωνίας CDS προσδιορίζει ένα τυποποιημένο σύνολο συμβάντων που πρέπει να συμβεί προτού ο πωλητής προστασίας αντισταθμίσει τον αγοραστή για απώλειες. Τα μέρη της συμφωνίας αποφασίζουν ποια από τα γεγονότα αυτά πρέπει να συμπεριληφθούν και τα οποία να αποκλείσουν. Τα επιλεγμένα συμβάντα ποικίλλουν ανάλογα με τον τύπο της οντότητας αναφοράς. Πρώτον, το πιο συνηθισμένο πιστωτικό γεγονός είναι η αδυναμία πληρωμής. Δεύτερον, η πτώχευση είναι ένα πιστωτικό γεγονός για εταιρικές οντότητες αναφοράς, αλλά όχι για κρατικές οντότητες. Τρίτον, η αναδιάρθρωση, η οποία αναφέρεται σε δράσεις όπως η μείωση του κουπονιού ή η επέκταση της διάρκειάς της, αντί για αθέτηση υποχρέωσης, εν γένει συμπεριλαμβάνεται ως πιστωτικό γεγονός για εταιρικές οντότητες. Τέταρτον, η καταδίκη ή moratorium προβλέπει αποζημίωση μετά από συγκεκριμένες ενέργειες μιας κυβερνητικής οντότητας αναφοράς και είναι γενικά σχετική μόνο για τις αναδυόμενες οντότητες αναφοράς της αγοράς.

Ένα δεύτερο βασικό συμπέρασμα από την προηγηθείσα βιβλιογραφική επισκόπηση και πρωτογενή ανάλυση είναι ότι τα CDS έχουν σημαντικά οφέλη σε επίπεδο διαχείρισης και αντιστάθμισης κινδύνου, αλλά παράλληλα ενδέχεται να έχουν σοβαρές απρόβλεπτες συνέπειες που εισάγουν επιπρόσθετες τριβές για διάφορους ενδιαφερόμενους, όπως καταδείχθηκε μέσα από τον ρόλο τους στην κρίση χρέους σε παγκόσμιο, αλλά και σε εθνικό επίπεδο. Τα CDS μπορούν να επηρεάσουν τη συμπεριφορά επιχειρήσεων και μεμονωμένων επενδυτών, οδηγώντας εν τέλει στην ανάληψη περισσότερων ρίσκων, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν παρατηρηθεί φαινόμενα φοροαποφυγής και κερδοσκοπίας. Ως εκ τούτου, αυτό θα πρέπει να εξεταστεί περαιτέρω σε εμπειρικό πλαίσιο, αλλά ιδίως στο πλαίσιο της διαμόρφωσης κανόνων για την αγορά των CDS από μέρους των ρυθμιστικών αρχών.

Ένα τρίτο βασικό συμπέρασμα της θεωρητικής ανάλυσης και της εμπειρικής έρευνας είναι ότι τα CDS υπήρξαν και παραμένουν εξαιρετικά αμφιλεγόμενα εργαλεία στο πλαίσιο της διαχείρισης και αντιστάθμισης κινδύνου, όπως καταδείχθηκε τόσο από τη βιβλιογραφική επισκόπηση, όσο και από την πρωτογενή έρευνα. Από τη μία πλευρά, ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου αξιοποίησαν επιτυχώς ευκαιρίες στην αγορά CDS. Από την άλλη πλευρά, αρκετοί εστιάζουν στον αμφιλεγόμενο ρόλο τους στην παγκόσμια κρίση

χρέους, αλλά και σε κρίσεις χρέους συγκεκριμένων κρατών, καθώς και σε εταιρικά οικονομικά σκάνδαλα, όπως καταδεικνύει ο ρόλος τους στην κρίση χρέους του 2007-2008. Το ζήτημα αυτό, ωστόσο, ακόμα συνεχίζει να μελετάται σε εμπειρικό επίπεδο.

6.3 Περιορισμοί της έρευνας και προτάσεις μελλοντικής έρευνας

Ένας σημαντικός περιορισμός αυτής της έρευνας αφορά στο γεγονός ότι το δείγμα αποτελείται μόνο από δέκα στελέχη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, με συγκεκριμένα δημογραφικά χαρακτηριστικά. Ως εκ τούτου, η γενίκευση των αποτελεσμάτων θα πρέπει να γίνει με πολύ μεγάλη προσοχή. Επίσης, στην έρευνα συμμετείχαν μόνο χρηματιστηριακά στελέχη από την Ελλάδα, κάτι το οποίο περιορίζει την εξαγωγή συμπερασμάτων στη βάση της διεθνούς εμπειρίας, όπως θα προέκυπτε μέσα από τη διεξαγωγή έρευνας σε στελέχη χρηματιστηρίων και από άλλες χώρες. Επιπρόσθετα, το δείγμα αποτελείται μόνο από στελέχη χρηματιστηρίου, χωρίς να διερευνώνται οι απόψεις και τραπεζικών στελεχών, ή στελεχών χρηματιστηριακών εταιρειών, ή ακόμα και κρατικών φορέων, που διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια και στην εθνική κρίση χρέους.

Τέλος, ένας ακόμη περιορισμός κατά τη διεξαγωγή αυτής της έρευνας σχετίζεται με τον μεθοδολογικό σχεδιασμό και τον τρόπο διεξαγωγής των συνεντεύξεων. Πιο συγκεκριμένα, η ποιοτική έρευνα δε δίνει τη δυνατότητα διερεύνησης των απόψεων ενός μεγάλου αριθμού συμμετεχόντων, όπως θα μπορούσε να γίνει στην περίπτωση της ποσοτικής μεθόδου. Επίσης, η παρούσα έρευνα δεν εστίασε στην περίπτωση μίας χώρας, όπως θα γινόταν στην μελέτη περίπτωσης, κάτι το οποίο θα επέτρεπε την εις βάθος ανάλυση στον ρόλο των CDS στην κρίση χρέους μεμονωμένων κρατών, όπως της Αμερικής, που πυροδότησε την παγκόσμια κρίση χρέους, ή της Ελλάδας που στάθηκε η αφορμή για σημαντικές μεταρρυθμίσεις και την εφαρμογή μέτρων λιτότητας. Αναφορικά με τον τρόπο διεξαγωγής της συνέντευξης, θα πρέπει αρχικά να αναφερθεί το γεγονός ότι η διεξαγωγή της μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου εκμηδενίζει την αλληλεπίδραση συνεντευκτή και συνεντευξιαζομένου. Αυτή η έλλειψη διαδραστικότητας οδηγεί σε δύο σημαντικούς περιορισμούς: α) ο ερευνητής δεν έχει τη δυνατότητα να αντλήσει περισσότερες πληροφορίες μέσα από τη γλώσσα του σώματος (μη λεκτική επικοινωνία), κάτι που αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα της συνέντευξης ως μεθοδολογικό εργαλείο, β) ο

ερευνητής δεν έχει τη δυνατότητα να ζητήσει περισσότερες επεξηγήσεις σε περίπτωση που ο ερωτηθείς δεν έχει απαντήσει επαρκώς. Άλλωστε, διαπιστώθηκε πως σε αρκετές περιπτώσεις οι απαντήσεις των συμμετεχόντων στην έρευνα ήταν πολύ περιεκτικές και σύντομες.

Στη βάση των ανωτέρω περιορισμών κατατίθενται ορισμένες προτάσεις για μελλοντική έρευνα. Αρχικά, θα πρέπει να διεξαχθεί μία περαιτέρω έρευνα με τη συμμετοχή ενός μεγαλύτερου δείγματος ερωτηθέντων και από άλλες χώρες, αλλά και από άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές επιχειρήσεις και χρηματιστηριακές εταιρείες, όπως επίσης και από κρατικά στελέχη υπουργείων οικονομικών. Επίσης, θα ήταν σημαντική η διεξαγωγή μίας μελλοντικής έρευνας με πολυμεθοδικό σχεδιασμό, όπως συνδυασμός ποσοτικής και ποιοτικής έρευνας, ή συνδυασμός ποιοτικής μεθόδου και μελέτης περίπτωσης. Σε αυτό το πλαίσιο, η διεξαγωγή προσωπικών συνεντεύξεων στο πλαίσιο της ποιοτικής μεθόδου κρίνεται ιδιαίτερα σημαντική. Τέλος, ενδιαφέρον έχει η διεξαγωγή και άλλων εμπειρικών ερευνών που να εξετάζουν συγκεκριμένες χρήσεις των πιστωτικών παραγώγων και των CDS, ούτως ώστε να αποκτηθεί εις βάθος γνώση, αλλά και άλλα ζητήματα που αφορούν τα CDS, όπως μοντέλα τιμολόγησης. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατή η απόκτηση συνολικής πληροφόρησης και γνώσης που αφορά τα CDS, τα χαρακτηριστικά και τη λειτουργία τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Acharya, V. V., Drechsler, I., & Schnabl, P. (2014). A Pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk. *The Journal of Finance*, *69*, 2689-2739.
- Aldasoro, I., & Ehlers, T. (2018). The credit default swap market: what a difference a decade makes. BIS Quarterly Review. Ανακτήθηκε από: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1806b.pdf
- Anson, M. J. P. (1999). *Credit derivatives*. Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates.
- Arentsen, E., Mauer, D. C., Rosenlund, B., Zhang, H., & Zhao, F. (2015). Subprime mortgage defaults and credit default swaps. *The Journal of Finance*, *70*, 689-731.
- Arping, S. (2014). Credit protection and lending relationships. *Journal of Financial Stability*, *10*, 7-19.
- Ashcraft, A., & Santos, J. (2009). Has the CDS Market Lowered the Cost of Corporate Debt?. *Journal of Monetary Economics*, *56*(4), 514-523.
- Augustin, P., Subrahmanyam, M. G., Tang, D. Y., & Wang, S. Q. (2016). Credit Default Swaps: Past, Present, and Future. *Annual Review of Financial Economics*, *8*, 175-196.
- Augustin, P., Subrahmanyam, M. G., Tang, D. Y., & Wang, S. Q. (2014). Credit Default Swaps: A Survey. *Foundations and Trends in Finance*, *9*(1-2), 1-196.
- Avellaneda, M., & Cont, R. (2010), Transparency in Credit Default Swap Market. Ανακτήθηκε από: <https://www.isda.org/a/txiDE/cdsmarkettransparency.pdf>
- Bai, J., & Wei, S. J. (2014). When is there a strong transfer risk from the sovereigns to the corporates? Property rights gaps and CDS spreads. Ανακτήθηκε από: <https://fliphtml5.com/ihie/oljy/basic>
- Berndt, A., Jarrow, R. A., & Kang, C. O. (2007). Restructuring risk in credit default swaps: An empirical analysis. *Stochastic Processes and their Applications*, *117*, 1724-1749.

- Bessembinder, H., & Maxwell, W. (2008). Transparency and the Corporate Bond Market. *Journal of Economic Perspectives*, 22(2), 217-234.
- Bolton, P., & Oehmke, M. (2011). Credit default swaps and the empty creditor problem. *Review of Financial Studies*, 24, 2617-2655.
- Bomfim, A. N. (2005). *Understanding credit derivatives and related instruments*. London: Elsevier.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2005). Predatory Trading. *Journal of Finance*, 60(4), 1825-1863.
- Calistru, R. A. (2012). The credit derivatives market a threat to financial stability?. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 58, 552-559.
- Campello, M., & Matta, R. (2018). Investment Risk, CDS Insurance, and Firm Financing. Ανακτήθηκε από: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1770066
- Dawson, C. (2009). *Practical research methods*. Oxford: How to Books.
- Che, Y. K., & Sethi, R. (2014). Credit market speculation and the cost of capital. *American Economic Journal: Microeconomics*, 1, 1-34.
- Che, Y., & Rajiv, S. (2010). Economic Consequences of Speculative Side Bets: The Case of Naked Credit Default Swaps. Ανακτήθηκε από: <https://voxeu.org/article/economic-consequences-speculative-side-bets-case-naked-cds>
- Chilcote, E. (2006). Credit derivatives and financial fragility. The Levy Economics Institute, 1. Ανακτήθηκε από: http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_1_06.pdf
- Dwyer, G. P. (2010). Financial Speculation in Credit Default Swaps. Ανακτήθηκε από: <https://www.frbatlanta.org/cenfis/publications/notesfromthevault/1003.aspx>
- Donohoe, M. P. (2011). *Financial Derivatives in Corporate Tax Avoidance*. PhD Thesis, University of Florida.

- Duffie, D. (2008). Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability. Ανακτήθηκε από: <https://www.bis.org/publ/work255.pdf>
- Francis, J. C., Frost, J. A., & Whittaker, J. G. (1999). *The handbook of credit derivatives*. New York: McGraw-Hill.
- Gibson, M. S. (2007). Credit Derivatives and Risk Management. Ανακτήθηκε από: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200747/200747pap.pdf>
- Given, L.M. (2008). *The SAGE encyclopedia of qualitative research methods*. California: Sage.
- Greener, S. (2008). *Business research methods*. Sue Greener & Ventus Publishing.
- Greenspan, A. (2005α). Reflections on Central Banking. Ανακτήθηκε από: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050826/default.htm>
- Greenspan, A. (2005β). Risk Transfer and Financial Stability. Ανακτήθηκε από: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505/>
- Guest, G., Bunce, A., & Johnson, L. (2006). How many interviews are enough? An experiment with data saturation and variability. *Field methods*, 18(1), 59-82.
- Guo, D., & Ramachadran, R. (2000). An Introduction to Credit Derivatives. *Record*, 26(2), 1-20.
- Hakenes, H., & Schnabel, I. (2010). Credit risk transfer and bank competition. *Journal of Financial Intermediation*, 19, 308-332.
- Hirtle, B. (2009). Credit Derivatives and Bank Credit Supply. *Journal of Financial Intermediation*, 18(2), 125-150.
- Hong, H. A., Lobo, G. J., & Ryou, J. W. (2019). Financial market development and firm investment in tax avoidance: Evidence from credit default swap market. *Journal of Banking & Finance*, 107. Ανακτήθηκε από: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105608>.

- Hu, H. T. C. (2009). Empty Creditors' and the Crisis. Ανακτήθηκε από:
<https://www.wsj.com/articles/SB123933166470307811>
- International Organization of Securities Commissions (2012). The credit default swap market. Ανακτήθηκε από:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD385.pdf>
- Ismailescu, I., & Phillips, B. (2011). Savior or Sinner? Credit Default Swaps and the Market for Sovereign Debt. Ανακτήθηκε από:
https://www.uis.no/getfile.php/1346846/Konferanser/paper_lulianismailescu.pdf
- Ito, T., & Harada, K. (2004). Credit Derivatives Premium as a New Japan Premium. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 36(5), 965-968.
- Καινούργιος, Δ. (2002). Πιστωτικά παράγωγα προϊόντα: Καινοτομικά εργαλεία διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου. *Τραπεζικά Θέματα*, 6, 47-57.
- Κεδράκα, Κ. (2008). Μεθοδολογία λήψης συνέντευξης. Ανακτήθηκε από:
<http://www.adulteduc.gr/>
- Kiff, J., Elliott, J., Kazarian, E., Scarlata, J., & Spackman, C. (2009). Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options. Ανακτήθηκε από:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09254.pdf>
- Kim, J.-B., Li, B., Liu, Z., & Zhang, L. (2019). Debtor-Creditor Relationship and Corporate Tax Planning: Evidence from Initiation of Credit Default Swaps Trading. Ανακτήθηκε από:
<https://ssrn.com/abstract=2812447>.
- Litan, R. E. (2010). The Derivatives Dealers' Club and Derivatives Markets Reform: A Guide for Policy Makers, Citizens and Other Interested Parties. Ανακτήθηκε από:
<https://www.brookings.edu/research/the-derivatives-dealers-club-and-derivatives-markets-reform-a-guide-for-policy-makers-citizens-and-other-interested-parties/>
- Lowell, L. (2005). *Get rich with options*. New Jersey: John Wiley & Sons.

- Mengle, D. (2007). Credit Derivatives: An Overview. Presented at the Atlanta Fed's 2007 Financial Markets Conference, "Credit Derivatives: Where's the Risk?" May 14–16 2007. Ανακτήθηκε από: https://www.reed.edu/economics/parker/341/Mengle_FRBA%20EcRev_07.pdf
- Morrison, A. D. (2005). Credit derivatives, disintermediation, and investment decisions. *The Journal of Business*, 78, 621-648.
- Naifar, N., & Abid, F. (2005). The determinants of credit default swap rates: an explanatory study. Ανακτήθηκε από: http://yieldcurve.com/mktresearch/files/Naifar_CDSArticle_Jun05.pdf
- Neal, R. S. (1996). Credit Derivatives: New Financial Instruments for Controlling Credit Risk. *Economic Review, Second Quarter*, 15-27.
- Nesvetailova, A., Guter-Sandu, A., Palan, R., & Milo, Y. (2018). Tax evasion and avoidance through financial engineering: the state of play in Europe. Ανακτήθηκε από: https://www.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0010/450487/d.1.7-tax-evasion-and-avoidance-by-financial-innovation-wp.pdf
- Norden, L., Buston, C. S., & Wagner, W. (2014). Financial innovation and bank behavior: Evidence from credit markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, 130-145.
- Oehmke, M., & Zawadowski, A. (2015). Synthetic or real? The equilibrium effects of credit default swaps on bond markets. *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3303-3337.
- Palys, T. (2008). Purposive sampling. In: L. M. Given (Ed.), *The Sage Encyclopedia of Qualitative Research Methods* (pp. 697-698). Los Angeles: Sage.
- Rule, D. (2001). The Credit Derivatives Market: Its Development and Possible Implications for Financial Stability. *Financial Stability Review*, June, 117-140.
- Ruona, W. E. (2005). Analyzing qualitative data. In: R. A. Swanson & E. F. Holton (Eds.), *Research in organizations: Foundations and methods of inquiry* (pp. 233-263). San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.

- Sherman, R.R., & Webb, R.B. (2005). Qualitative Research in Education: A Focus. Στο: R. P. Sherman & R. B. Webb (Eds.), *Qualitative Research in Education: Focus and Methods* (pp. 2-20). London: Routledge.
- Stephens, E., & Thompson, J. R. (2014). CDS as insurance: Leaky lifeboats in stormy seas. *Journal of Financial Intermediation*, 23, 279-299.
- Stulz, R. M. (2010). Credit default swaps and the credit crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 24, 73-92.
- Taylor, F. (2010). *Mastering Derivatives Markets*. Harlow: Pearson.
- Thompson, J. R. (2010). Counterparty risk in financial contracts: Should the insured worry about the insurer?. *The Quarterly Journal of Economics*, 125, 1195-1252.
- Tong, A., Sainsbury, P., & Craig, J. (2007). Consolidated criteria for reporting qualitative research (COREQ): a 32-item checklist for interviews and focus groups. *International Journal for Quality in Health Care*, 19(6), 349-357.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Ερωτήσεις συνέντευξης

1. Τι θεωρείται ότι είναι τα credit default swaps;
2. Ποια θεωρείτε ότι είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των credit default swaps;
3. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως εργαλείο φοροδιαφυγής;
4. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως μέσο διαχείρισης κινδύνου;
5. Πώς μπορούν τα παράγωγα και ιδίως τα credit default swaps να χρησιμοποιηθούν ως μέσο κερδοσκοπίας;
6. Πώς χρησιμοποιήθηκαν τα credit default swaps στην κρίση χρέους σε διάφορες χώρες (π.χ. Βραζιλία, Αργεντινή, Ισπανία, Πορτογαλία);
7. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους παγκοσμίως;
8. Ποιος ήταν ο ρόλος των credit default swaps στην κρίση χρέους στην Ελλάδα;
9. Πώς επηρεάστηκαν τα credit default swaps σε επίπεδο πιστωτικού κινδύνου από την οικονομική κρίση του 2008;
10. Ποιες είναι οι προτάσεις σας για τη βελτίωση του ρυθμιστικού πλαισίου για τη διαπραγμάτευση των credit default swaps;

