



## ملخص تقرير

# Trading of OTC Derivatives

إعداد

قسم العلاقات الدولية

# تقرير عن تداول المشتقات خارج مقصورة التداول

## مقدمة:

قامت اللجنة الفنية Technical Committee التابعة للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية International Organization of Securities Commissions (IOSCO) بإصدار تقرير عن تداول المشتقات خارج مقصورة التداول Report on Trading of OTC Derivatives. لقد تناول التقرير التحديات التي تواجه الصناعة فيما يتعلق بتداول المشتقات، نظرا لتداولها الشائع خارج مقصورة التداول OTC. ويستمد هذا التقرير أهميته حول المشتقات بعد انتشارها الواسع، وتداولها عبر قنوات التداول الإلكتروني غير المنظمة، وبالتالي كان من الأهمية بمكان إعادتها إلى التداول النظامي مع الحفاظ على حقوق كافة الأطراف.

لقد تم إعداد هذا التقرير من قبل فريق العمل الخاص بالمشتقات Task Force on OTC Derivatives Regulation والتابع للجنة الفنية وذلك بناء على طلب من مجلس الاستقرار المالي Financial Stability Board لدراسة الزيادة والانتشار الواسع لتداول المشتقات في الـ OTC وذلك بناء على التزام مجموعة العشرين G20 في قرارها الذي اتخذته في سبتمبر 2009 بزيادة الشفافية وتقليل المخاطر النظامية وحماية المتعاملين من الممارسات غير الصحيحة التي تحدث في أسواق المشتقات.

ويخلص التقرير إلى أنه من المناسب تداول المشتقات المعيارية (عبر وسائل منظمة للتداول Organized Platform) مع توفر قدر معين من السيولة بالإضافة إلى وضع تعريف مرن للوسائل المنظمة للتداول سيعمل على زيادة عدد المشتقات التي يتم تداولها من خلال هذه الوسائل. ويوضح التقرير خصائص وسائل التداول المنظمة بحيث تتلاءم مع متطلبات مجموعة العشرين كما يوضح الفوائد والمزايا والتكلفة المترتبة للانتقال لهذه الوسائل. كما يقدم التقرير مجموعة من الإجراءات التي يمكن للجهات الرقابية اتخاذها لزيادة حجم التداولات في سوق المشتقات من خلال الوسائل النظامية.

## مميزات وسائل التداول المنظمة المناسبة:

لقد قدم التقرير سبع خصائص يجب توفرها في وسائل التداول المنظمة المناسبة وهي:

- أن تكون وسيلة التداول المنظمة مسجلة لدى هيئة رقابية مختصة على أن يتضمن التسجيل متطلبات متعلقة بالموارد المالية المتاحة والقدرات التشغيلية للعمليات.
- أن تكون آلية الدخول للتداول تفي بمتطلبات المساواة والنزاهة بين كافة المتعاملين بلا تمييز ولا تمييز عبر وسيلة التداول المنظمة.
- وجود آليات للشفافية بحيث يتم توفير معلومات لما قبل وبعد عمليات التداول بما يتلاءم وطبيعة وسيولة المنتج وطبقاً للخاصية التي توفرها وسيلة التداول النظامية.
- كفاءة ومرونة العمليات والتي تشمل البنية التحتية لما بعد عمليات التداول والإجراءات الموضوعية للتعامل مع أي إخفاقات محتملة قد تحدث في وسيلة التداول.
- وجود إمكانيات رقابة فاعلة والتي تتضمن وجود إمكانيات لفحص التجريبي.
- وجود قواعد شفافة تحكم وتراقب كافة عمليات وسيلة التداول.
- وجود قواعد وإجراءات بحيث لا تسمح لمشغل وسيلة التداول بالتمييز بين المتعاملين بما يتعلق برغبتهم في عمليات البيع والشراء من خلال النظام، سواءً كانت إلكترونية بالكامل أو كانت خليطاً بين هذا وذاك.

إضافة إلى هذه الخصائص السبعة السابقة، فقد قدمت اللجنة خاصية أخرى قد تساهم في زيادة الفائدة المتوخاة من الخصائص السبعة أعلاه ولكنها تتضمن تكاليف إضافية وهي:

- توفير فرصة للمتعاملين في وسيلة التداول النظامية من الحصول على السيولة وكذلك التداول من خلال أكثر من مزود للسيولة متصلين بنظام مركزي.

على أي حال لم يتفق أعضاء فريق العمل فيما لو كانت هذه الخصائص السابقة تفي بأغراض وطموحات مجموعة العشرين فيما يتعلق بتطوير وتحسين السيولة، التعامل مع المخاطر النظامية، وحماية المتعاملين من الممارسات غير الصحيحة التي تحدث في أسواق المشتقات. ومما يذكر بأن معظم أعضاء فريق العمل يعتقدون بأن توفر السيولة يكون من خلال عدد من مزودي السيولة

متصلين بنظام مركزي بينما يعتقد البعض الآخر بأنه لا حاجة لوجود هذا النظام المركزي وان السيوالة يمكن الحصول عليها من خلال سوق المشتقات ولكل منتج على حده.

كما أن اللجنة الفنية لاحظت أنه في حال تطبيق بعض الجهات الرقابية لهذه الخصائص الثمانية وبعضها الآخر لم يطبقها فإنه سيصبح هناك تفاوت رقابي **Regulation Disparities** قد يؤثر في قرار المتداولون تجاه أسواق بعينها لممارسة أعمالهم، وللتغلب على هذه النقطة دعا فريق العمل الجهات الرقابية للتنسيق فيما بينها في هذا المجال . كما سيقوم فريق العمل بالتصرف كمجموعة مركزية تعمل من خلال منظمة الايوسكو بحيث يستطيع أعضاء المنظمة من التشاور والتنسيق فيما بينهم من خلالها.

### المزايا الإضافية التي توفرها وسيلة التداول النظامية

بافتراض أن هناك زيادة في المنتجات ذات المواصفات القياسية، وكذلك تم وضع آلية للمقاصة المركزية، إضافة إلى قيام مراكز نشر المعلومات بإصدار تقارير عن تداول المشتقات فان التقرير حدد مجموعة من المزايا التي يمكن الحصول عليها عند التداول من خلال وسائل التداول النظامية والتي في حال حدوثها سوف تحقق أغراض وطموحات مجموعة العشرين في تطوير الشفافية، والتقليل من المخاطر النظامية، وحماية المتعاملين من الممارسات غير الصحيحة التي تحدث في أسواق المشتقات، وفيما يلي المزايا الإضافية:

- درجة عالية من الشفافية سواءً قبل أو بعد التداول
- زيادة تنافسية السوق
- تعميق وزيادة مرونة نظم السيوالة المتحققة من خلال وسيلة التداول النظامية
- زيادة في الرقابة على التعاملات
- تقليل المخاطر النظامية

كما أن فريق العمل الخاص بالمشتقات الذي تشكل في أكتوبر من عام 2010 سوف يقوم بإصدار تقريرين إضافيين، أحدهما حول تقارير المعلومات والآخر حول المعايير الدولية. ويتولى إدارة الفريق كل من الـ U.S SEC, the U.S. CFTC, UK FSA، وهيئة الأوراق المالية الهندية.

وقد تضمن التقرير ستة فصول وهي : مقدمة عن سوق المشتقات العالمي، والفصل الأول عن خصائص وسائل التداول المنظمة التي يمكن تداول المشتقات من خلالها، أما الفصل الثاني فهو عن خصائص المشتقات التي يتم تداولها خارج المقصورة المناسبة لوسائل التداول المنظمة، الفصل الثالث عن الفوائد والتكاليف المترتبة على استخدام وسائل التداول المنظمة والفصل الرابع حول الإجراءات التشريعية اللازمة للانتقال من أسواق خارج المقصورة إلى وسائل التداول المنظمة وأخيرا الفصل الخامس يتضمن الاستنتاجات.

**وفيما يلي سيتم استعراض كافة الفصول بشكل مختصر:**

### **مقدمة عن سوق المشتقات العالمي**

تجدر الإشارة إلى أنه يوجد عدد من الطرق والوسائل لقياس حجم المشتقات المتداولة في الأسواق النظامية exchange-traded والمشتقات المتداولة خارج المقصورة OTC، والتي تشمل معدل الدوران، والقيمة الاسمية للمشتقات القائمة، وكذلك عدد العقود التي يتم تداولها. وإذا ما كان المقياس الذي يتم استخدامه هو معدل الدوران الاسمي أو القيمة الاسمية القائمة، نجد أن مشتقات سعر الفائدة تمثل الجزء الأكبر فهي تمثل تقريبا حوالي ثلاثة أرباع المشتقات التي يتم تداولها. وهذا يعني إن التغييرات في حجم القيمة الاسمية لأسواق المشتقات يكون ناتجا عن التداول بالمشتقات المبنية على سعر الفائدة.

لقد قدر بنك التسويات الدولي (BIS) The Bank of International Settlements حجم التداولات والدوران للعقود المستقبلية والخيارات المتداولة في الربع الثاني من عام 2010 بمبلغ وقدرة 554.6 ترليون دولار. حيث قدرت مشتقات سعر الفائدة بنسبة 86.5% من حجم التداولات الكلية للمشتقات، و 11.5% للمشتقات المتعلقة بمؤشرات أسعار الأسهم وما نسبته

2.1% خاص بمشتقات العملات وسعر الصرف الأجنبي . ومن الملاحظ أن المشتقات التي يتم تداولها عبر القنوات النظامية Organized & Regulated Derivatives تتميز بالسيولة أكثر من المشتقات التي يتم تداولها عن طريق الـ OTC.

## الفصل الأول:

### خصائص وسائل التداول المنظمة التي يمكن تداول المشتقات من خلالها

#### وسائل التداول المنظمة Trading Platforms :

هي عبارة عن نظام أو آلية تجمع بين المهتمين بالبيع أو الشراء في واحدة أو أكثر من الأدوات المالية، وبالتالي يتم تنفيذ العملية في هذه الأدوات. ويمكن أن تكون وسائل التداول النظامية على أكثر من شكل وفيما يلي استعراض بسيط لأنواع هذه الوسائل :

- **نظام لسجل الأوامر:** بحيث يمكن للمتعاملين من إدخال أوامر البيع والشراء وكذلك يمكنهم مشاهدة الأوامر المدخلة من قبل العملاء الآخرين وبالتالي إتمام الصفقات التي تتناسب مع رغباتهم. ويمكن أن يتضمن هذا النظام معايير تحدد أولويات التنفيذ في عمليات البيع والشراء بناء على الأوامر المدخلة . وتكون هذه الأنظمة الكترونية بشكل كامل.
- **نظام صانع السوق:** يوجد هذا النظام في حال وجود مزود أو أكثر للسيولة في السوق مستعدون لتلبية طلبات الشراء والبيع المقدمة من العملاء بناء على الأسعار التي يقوموا بوضعها. ويمكن أن تكون هذه الأنظمة الكترونية بالكامل أو يدوية أو خليط.
- **نظام مزايدة على فترات زمنية:** بحيث يتم تنفيذ الأوامر من خلال دفعات في فترات زمنية محددة مسبقا. وتكون هذه الأنظمة الكترونية بشكل كامل.
- **نظام bulletin board system:** حيث يمكن من خلال هذا النظام قيام المتعاملين بعرض أوامرهم من خلال هذا النظام بحيث تكون هذه الأوامر بأسعار أو بدون

أسعار. ومما يذكر بأن هذا النظام لا تكون فيه عملية مقابلة أوامر البيع والشراء  
الالكترونية.

• **نظام خليط Hybrid System** والذي يمكن أن يتمتع بخصائص ومزايا الأنظمة  
التي ذكرت أعلاه.

بعد دراسة وسائل التداول النظامية وأسواق الـ OTC نجد هناك عدد من الخصائص التي تتميز بها  
وسائط التداول النظامية وهي كما يلي:

1- **الدخول للأسواق Market Access**: وهي عبارة عن الترتيبات التي يقوم بوضعها مشغل  
وسيلة التداول المنظمة والتي تمكن المتعاملين من استخدام هذا النظام وتنظم هذه الترتيبات  
العلاقة بين المشغل والمستخدم.

2- **الشفافية Transparency**: الشفافية تتمثل في قيام النظام بتوفير المعلومات عن الفرص  
المتاحة للعملاء للتداول وكذلك المعلومات المتعلقة بالعقود التي تم تنفيذها، ويكون توفير  
هذه المعلومات من خلال طرق محددة وفي فترات زمنية محددة.

3- **قواعد التداول Trading Rules**: تتضمن هذه القواعد الشروط والأحكام التي يضعها  
مشغل النظام على العملاء مقابل السماح لهم بالدخول إلى النظام ويمكن أن تشمل طرق  
إعطاء الأوامر، السماح لأكثر من شخص بإعطاء الأوامر.

4- **الكفاءة التشغيلية ومرونة النظام Operational Efficiency and Resilience**  
وتشمل الترتيبات التي يضعها مشغل النظام لضمان الفعالية في تنفيذ العقود كما تشمل  
الإجراءات التي تتم بعد عمليات التداول من حيث إرسال رسالة للعميل تفيد بتنفيذ أمره  
وكذلك إجراءات التسوية والتفاصيل.

5- **الرقابة على السوق Market Surveillance**: والتي تشمل القواعد والإجراءات التي  
يضعها مشغل النظام والتي تهدف إلى تحديد الممارسات الخاطئة التي تحدث في الأسواق  
أو الجرائم المالية التي قد ترتكب من خلال استخدام النظام، وتضم كذلك عمليات مراقبة  
التداول.

6- الهيكل التنظيمي Organizational Structure: وهذا يتضمن وجود متطلبات للهيكل

التنظيمي لوسائل التداول المنظمة والتي تشمل إدارة هذه الوسائل إضافة إلى الحوكمة المؤسسية لها وكذلك وجود آليات للحد من تعارض المصالح.

وقد تضمن التقرير شرحا مفصلا عن كل المزايا التي ذكرت أعلاه.

## الفصل الثاني:

### خصائص المشتقات التي يتم تداولها خارج المقصورة المناسبة لوسائل التداول

#### المنظمة

هناك مجموعة من الميزات التي يجب توفرها في المشتقات التي يتم تداولها خارج المقصورة والتي يمكن نقل تداولها إلى أساليب التداول المنظمة.

#### وتشمل هذه المزايا ما يلي:

- أن تكون المشتقات معيارية (موحدة): ولتحقيق هذه الميزة يتوجب توفر مجموعة من المتطلبات وهي: (1) توحيد من ناحية قانونية : أن تكون الشروط القانونية التعاقدية متشابهة لنفس المنتجات (2) توحيد من النواحي التشغيلية : أن تكون هناك إجراءات بحيث تكون العمليات معيارية وموحدة من حيث عمليات إتمام الصفقات وإرسال تأكيد تنفيذ الصفقات وعمليات التسوية وكافة الإجراءات المتعلقة بالصفقات. ويمكن أن تتم عملية تقييم المعيارية للمشتقات من خلال عدد من النقاط مثل : نوعية المشاركين والمتعاملين في السوق ، استخدام تعريفات ومسلمات قياسية موحدة ومتعارف عليها، وجود اتفاقيات موحدة، وجود شروط تداول معيارية، خدمات تأكيد تنفيذ المعاملات إلكترونيا، دورة قياسية للمعاملات، حجم التداول، مدى عمق السيولة، توفر مقاصة مركزية، ونظام تداول إلكتروني.

- **السيولة:** وجود سيولة كافية للتداول (السيولة خاصة بالمنتجات المتداولة) بحيث يمكن للمتعاملين شراء و/أو بيع الكميات التي يرغبون بها في الوقت المناسب لهم وبدون أن يؤثر ذلك على سعر المنتجات. ومما سبق نجد أن العوامل التي تؤثر في سيولة المنتج تتعلق بالسعر والوقت والكمية. ومن العوامل التي تؤثر على السيولة هي نوعية المتعاملين، فعلى سبيل المثال وجود المضاربين وصناع السوق يساهم في زيادة السيولة. كما أن نوعية المنتج تؤثر أيضا في السيولة. ومن العوامل المؤثرة في السيولة هو حجم عقد التداول والتداول بشكل مستمر.
- **خصائص وسائل التداول المنظمة المختلفة:** كما ذكر سابقا فان هناك عدد من الأنواع المختلفة لوسائل التداول المنظمة وكل وسيلة لها خصائص مختلفة من حيث الشفافية وقواعد التداول والخصائص الأخرى. ومن اجل تقييم أي من هذه الوسائل مناسب لتداول نوع معين من المشتقات يجب دراسة المعيارية والسيولة المذكورة أعلاه في كل وسيلة تداول.

### الفصل الثالث:

المزايا والتكاليف الناتجة عن زيادة التداول من خلال وسائل التداول المنظمة والتي تتضمن الزيادة في المعيارية، المقاصة المركزية، وكذلك تقديم وإعداد التقارير عن

### التداول

من أهم المزايا المترتبة على استخدام وسائل التداول المنظمة ما يلي: العدالة في الدخول إلى الأسواق ولكافة المتعاملين، زيادة الشفافية، وجود قواعد منظمة لعمليات التداول، وجود مرونة وفعالية في وسائل التداول المنظمة، وجود رقابة على عمليات التداول إضافة إلى وجود متطلبات للهيكل التنظيمي وللإدارة.

ويوجد أيضا مزايا أخرى لوسائل التداول المنظمة التي سيستفيد منها المتعاملون وهي زيادة المشاركين في الأسواق Market Centralization وتخفيض تكلفة عمليات التداول إضافة إلى

تقليل اثر الأزمات على توفر السيولة . أما بالنسبة للتكاليف الإضافية على المتعاملين مثل تقييد عمليات اختيار الأساليب المنظمة التي سيتم التداول من خلالها نتيجة لوجود قواعد تحكم عمليات الدخول إلى الأسواق، وكذلك التقييد الناتج عن توحيد المنتجات بحيث تصبح معيارية وكذلك وجود تكاليف في حال رغب العميل من الانتقال للتداول عبر وسيلة أخرى.

وفي النتيجة فلن الفوائد الرئيسية من استخدام وسائل التداول المنظمة تنبع من قدرة هذه الوسائل على تجميع اكبر عدد من المتعاملين للتداول من خلالها مما يزيد من المنافسة ويقلل من فرص الاحتكار والغبن بالنسبة للمتعاملين وكذلك سيزيد من سيولة المنتجات المتداولة ويخفض كلف التداول. وهذا قد يؤدي إلى جعل سوق المشتقات أكثر تنوعاً وقل اعتماد على عدد من المزودين الرئيسيين للسيولة الأمر الذي قد يساهم في تقليل المخاطر النظامية.

ومما لا شك فيه بأن زيادة الشفافية وخاصة توفير المعلومات قبل عمليات التداول من المزايا المهمة لهذه الوسائل. كما أن التعامل من خلال الوسائل المنظمة يساهم في زيادة قدرة الجهات الرقابية على رقابة عمليات التداول وكشف أي ممارسات غير صحيحة تتم في الأسواق. وعليه، فإن وسائل التداول المنظمة وبما تتمتع به من مزايا ستساهم في تحقيق أهداف مجموعة العشرين G20 في زيادة الشفافية في أسواق المشتقات وفي تقليل المخاطر النظامية وفي حماية الأسواق من الممارسات غير الصحيحة.

#### **الفصل الرابع:**

#### **الإجراءات النظامية الموصى باتخاذها في سبيل الانتقال من التداولات عبر ال- OTC**

#### **إلى المساق النظامي لتداول المشتقات وكذلك الشروط التي تضمن كفاءة هذا الانتقال**

إن الإجراءات التي يمكن اتخاذها من قبل الجهات الرقابية يمكن حصره في أربع نقاط رئيسية وهي:

(1) التشجيع على وضع أهداف ليتم تحقيقها من قبل الأسواق، فعلى سبيل المثال وضع نسبة مستهدفة لتداول المشتقات من خلال وسائل التداول المنظمة (كنسبة من التداول الكلي) ولكن يجب

أن تكون هذه الأهداف والنسب واقعية ويمكن تحقيقها، كما يتوجب على الجهات الرقابية وضع الطرق لمراقبة نسب تحقق هذه الأهداف وكذلك وضع الإجراءات التحفيزية والتصحيحية اللازمة في حال عدم تحقق هذه الأهداف (2) المحفزات التشريعية ويمكن أن تكون على شكل قيود وضوابط على التداولات التي تتم عبر الـ OTC مثل فرض متطلبات شفافية وإفصاح كما هو مفروض على وسائل التداول المنظمة؛ حيث يطلب من صانعي الأسواق للـ OTC تقديم معلومات تفصيلية عن العقود المنفذة بعد انتهاء عمليات التداول وبالتالي يمكن للمتعاملين مقارنة عمليات التداول التي قاموا بها بالعمليات التي تمت من خلال الـ OTC (3) القيام بتعديلات تشريعية يتم تطبيقها على مراحل بحيث يتم الطلب بتداول جزء من المشتقات من خلال وسائل التداول النظامية وبعد ذلك يتم زيادة المتطلبات من خلال شروط يتم نشرها للجميع بأنه على المتعاملين تداول المشتقات التي تحقق شروط معينة من خلال الوسائل النظامية اعتباراً من تاريخ معين، وتساهم عملية نقل تداول المشتقات إلى الوسائل النظامية في معرفة المتعاملين بميزة هذه الوسائل وخاصة المتعلقة بالشفافية (4) تقليل الفجوات التشريعية والرقابية من خلال انتقال تداول المشتقات إلى الوسائل النظامية.

## الفصل الخامس:

### النتائج

لقد قام هذا التقرير بتوضيح خصائص وسائل التداول المنظمة بحيث تتلاءم مع متطلبات مجموعة العشرين كما وضح الفوائد والمزايا والتكلفة المترتبة للانتقال لهذه الوسائل . كما قدم التقرير مجموعة من الإجراءات التي يمكن للجهات الرقابية اتخاذها لزيادة حجم التداولات في سوق المشتقات من خلال الوسائل النظامية.

إضافة لذلك فإن هذه التقرير قدم مجموعة من المزايا والخصائص التي يجب توفرها في وسائل التداول المنظمة المناسبة والتي ذكرت سابقاً.