



**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ :

***ΘΕΩΡΙΑ ΡΥΘΜΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ
ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗ Ε.Ε. Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ
ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΤΟΜΕΑ***

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ

Ποδούρη Βίκυ - Παρασκευή

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ

Συριόπουλος Κωνσταντίνος, Καθηγητής Σχολής Οικονομικών
Επιστημών και Διοίκησης Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου

Μάιος 2012

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ABSTRACT	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	6
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ	6
1.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	9
1.3 ΡΥΘΜΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	10
1.4 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ ΣΤΟΝ ΤΟΜΕΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	11
1.5 ΕΠΙΠΕΔΑ ΡΥΘΜΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ	18
1.5.1 <i>Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς</i>	19
1.6 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ	23
2.1 ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	23
2.2 ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	24
2.2.1 <i>Πηγές – υλικό πεδίο εφαρμογής</i>	24
2.3 ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ ΔΙΚΑΙΟ	36
2.4. ΕΠΙΤΡΟΠΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Ε.Ε.	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΒΑΣΙΛΕΙΑ	42
3.1 Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ	42
3.2 ΑΠΟ ΤΗ ΣΥΜΦΩΝΙΑ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ Ι ΣΤΗ ΣΥΝΘΗΚΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ ΙΙΙ	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ	49
4.1 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΑ ΚΕΝΑ ΚΑΙ ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ	49
4.2 ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΕ ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	62
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	67
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	71
ΕΛΛΗΝΙΚΗ	71
ΞΕΝΗ	73
ΕΠΙΣΗΜΕΣ ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ	74

Περίληψη

Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα δημόσιο αγαθό, το οποίο ωφελεί το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας καθώς το κόστος μιας κρίσης εκτείνεται σε όλο το φάσμα της οικονομίας. Η ανάγκη ύπαρξης και εφαρμογής ενός κανονιστικού πλαισίου ρύθμισης και εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, και ειδικά της κεφαλαιαγοράς, κατά το δυνατόν εναρμονισμένο σε ευρωπαϊκό επίπεδο, είναι επιτακτική δεδομένου ότι σε συνθήκες οικονομικής κρίσης μόνο οι εποπτικές και ρυθμιστικές οικονομικές αρχές μπορούν να εγγυηθούν την απρόσκοπτη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Στόχος της παρούσας συγγραφικής προσπάθειας είναι η ανάδειξη της σημασίας του θεσμικού πλαισίου και των ρυθμιστικών παρεμβάσεων σε κοινοτικό επίπεδο για τη διασφάλιση της ομαλής και αξιόπιστης λειτουργίας των κεφαλαιαγορών.

Στην προσπάθειά μας ξεκινάμε με το πρώτο κεφάλαιο, στο οποίο γίνεται μια παρουσίαση της διαχρονικής προσπάθειας των οικονομολόγων να αναδείξουν την ανάγκη ύπαρξης ενός συγκεκριμένου ρυθμιστικού πλαισίου. Παρουσιάζεται η χρησιμότητα και η λειτουργία των οργανωμένων κεφαλαιαγορών για την εύρυθμη λειτουργία ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Ακολουθεί το θεσμικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς, η ρυθμιστική παρέμβαση και τα επίπεδα ρύθμισης των αγορών αυτών. Αναπτύσσεται ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως ανεξάρτητη εποπτική αρχή με εξέχοντα ρόλο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται το δίκαιο των κεφαλαιαγορών, έτσι όπως αυτό διαμορφώνεται δεχόμενο επιρροές από το Ευρωπαϊκό Δίκαιο και το Διεθνές εν γένει. Η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών έγκειται στο δίκαιο αυτό. Για το λόγο αυτό αναφέρονται διεξοδικά οι πιο σημαντικές οδηγίες της Ε.Ε. και τι πετυχαίνει η κάθε μια από αυτές.

Κατόπιν, στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση του θεσμού της Βασιλείας, παρουσιάζεται η Επιτροπή της Βασιλείας, καθώς και τα Σύμφωνα I, II και III. Ο ρόλος που διαδραμάτιζαν και συνεχίζουν να διαδραματίζουν αυτές οι Συμφωνίες είναι

καταφανής παρέχοντας κατευθυντήριες γραμμές, που οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας μπορούν να χρησιμοποιήσουν, ώστε να καθορίσουν τις ρυθμιστικές πολιτικές που εφαρμόζουν.

Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο αναφέρονται πιθανές ρυθμιστικές αστοχίες και προβλήματα, τα οποία επηρέασαν και επηρεάστηκαν από την αστάθεια των Αγορών. Η κρίση που ξεκίνησε το 2008 και συνεχίζει ακόμη και σήμερα, ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων, οι οποίες, αν εφαρμοστούν, θα διασφαλίσουν τις κεφαλαιαγορές, όσον αφορά τη σταθερότητα, τη διαφάνεια και την αποτελεσματικότητά τους. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές απαριθμούνται και αναδεικνύεται η ανάγκη της νέας αρχιτεκτονικής ρυθμιστικού πλαισίου, το οποίο ως στόχο έχει την εξυγίανση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Απώτερος σκοπός είναι να καταστεί το πλαίσιο αυτό διεθνές προκειμένου να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών.

Abstract

The stability of the financial system may be characterized as a public's good, which benefits the whole of the financial activity since the cost of a crisis spreads throughout the whole spectrum of economy. The need for the existence and application of a prescriptive regulation framework and supervision of the financial markets, especially of the capital markets, attuned in European level, is imperative given the fact that in conditions of an economic crisis only the supervisory and regulatory financial authorities can guarantee the smooth operation of the financial system.

The objective of this writing attempt is the designation of the importance of the institutional framework and the regulatory interventions in a European Union level for the assurance of a gentle and reliable function of the capital markets.

In our attempt we begin with our first chapter, in which there is a presentation of the timeless effort of the economists to designate the need for the existence of a particular regulatory framework. It is presented the utility and the function of the organized capital markets as for the proper operation of the whole financial system. Hereupon, there is the institutional framework of the capital market, the regulatory regulation and the levels of regulations of these markets. It is also elaborated the role of the European Securities and

Market Authorities (ESMA) as an independent supervisory authority with a significant role.

In the second chapter, it is presented the capital markets law, as it is formed by taking influences by European Law and the International as a whole. The assurance of the efficiency of the capital markets is resided in the law. For this reason, the most important directives of the EU are reported thoroughly as well as what each of them accomplishes.

Afterwards, in the third chapter there is a brief presentation of the institution of Basel, the Basel Committee , the International Settlements in Basel, I, II and III. The role that these sets used to play and are still playing is evident giving guidelines which the supervisory authorities of every country can use, so that they can determine the regulatory policies they implement.

Finally, in the fourth chapter there is a reference of the possible regulatory fails and problems which influenced and were influenced by the instability of the markets. The economic crisis which started in 2008 and continues even today, made evident the need for certain reformations which, if implemented, will insure the capital markets as far as their stability, transparency and effectiveness are concerned. These reformations are listed and the need of a new architecture in the regulatory framework, whose aim is the purge of the financial system, is emerged. The ultimate aim is for this framework to become international so that the effectiveness of the capital markets will improve.

Κεφάλαιο 1 : Θεσμικό Πλαίσιο

1.1 Εισαγωγή - Ιστορική εξέλιξη θεσμικού πλαισίου

Αν θέλαμε να δώσουμε έναν ορισμό του *κεφαλαίου*, θα μπορούσαμε να πούμε ότι αυτό είναι ο συσσωρευμένος πλούτος που έχουν διαθέσιμο ιδιώτες, εταιρίες, ακόμη και κράτη. Το κεφάλαιο όσο παραμένει στάσιμο χάνει την αξία του, λόγω της αναπροσαρμογής του κόστους ζωής, δηλαδή του πληθωρισμού. Εύλογη, επομένως, επιδίωξη του κάθε ιδιοκτήτη κεφαλαίου (φυσικού ή νομικού προσώπου), είναι η προστασία του κεφαλαίου του από τον πληθωρισμό, ώστε τούτο να μη χάνει την αξία του. Αυτό επιτυγχάνεται με την επένδυση του κεφαλαίου, δηλαδή την τοποθέτηση κεφαλαίου σε ένα φορέα με σκοπό την αύξησή του ή τη δημιουργία εισοδήματος. Προκειμένου να επιτευχθεί αυτό, η επένδυση θα πρέπει να έχει απόδοση μεγαλύτερη από τον πληθωρισμό. Όμως, με την έννοια της επένδυσης είναι απόλυτα συνυφασμένη η έννοια του κινδύνου. Δεν υπάρχει, δηλαδή, επένδυση χωρίς κίνδυνο, και συνεπώς δεν υπάρχει και κέρδος χωρίς κίνδυνο. Το μέγεθος της διακινδύνευσης στη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης εξαρτάται άμεσα από την ύπαρξη διαδικασιών ρύθμισης και ελέγχου της διενέργειας των συναλλαγών στα πλαίσια μιας αγοράς κεφαλαίου και από την αξιοπιστία της πληροφόρησης που παρέχεται και διακινείται στα πλαίσια αυτά.

Κεφαλαιαγορά ή αγορά κεφαλαίου είναι ο χώρος, εντός του οποίου λειτουργεί ανταγωνιστικός μηχανισμός διενέργειας συναλλαγών με σκοπό το κέρδος υπό καθεστώς δημιουργίας οικονομικών πληροφοριών.¹ Από τον ορισμό αυτό προκύπτει η ανάγκη συντονισμού, ρύθμισης της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και εποπτεία αυτής. Και αυτό γιατί, αφενός μεν «μηχανισμός συναλλαγών» υφίσταται και λειτουργεί, όταν υπάρχουν διαδικασίες, αντικείμενα και κανόνες για τη σύναψη και εκτέλεση των συναλλαγών. Αφετέρου δε, η αγορά φτάνει στη μέγιστη απόδοσή της, όταν οι οικονομικές πληροφορίες που διαχέονται σ' αυτή, αφήνονται και είναι ικανές να επηρεάσουν τη σύναψη και

¹ Γεωργακόπουλος Λ.Ν. (σελ. 4)

εκτέλεση των συναλλαγών, με την προϋπόθεση ότι οι πληροφορίες αυτές είναι αληθείς και ανταποκρίνονται στις πραγματικές συνθήκες. Επομένως η ίδια η έννοια της κεφαλαιαγοράς απαιτεί τη ρύθμιση, το συντονισμό και εποπτεία του μηχανισμού συναλλαγών, ώστε ο μηχανισμός αυτός να είναι διαφανής, ταχύς και πλήρης.

Βασική, ωστόσο, προϋπόθεση φαίνεται να είναι ότι η τυχόν ρύθμιση και η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς δεν πρέπει να στοχεύουν στον περιορισμό της, αλλά στη διευκόλυνσή της, εξασφαλίζοντας καθεστώς ελεύθερης πρόσβασης και συμμετοχής όλων στην αγορά κεφαλαίου, ελεύθερης ανάπτυξης της οικονομικής δράσης και ελεύθερης συμμετοχής στην κοινωνία της πληροφορίας, με ίσες ευκαιρίες στην παροχή και λήψη οικονομικών πληροφοριών.

Η κεφαλαιαγορά αποτελεί έναν ιδιαίτερα ευαίσθητο χώρο, όπου κανόνας είναι η ελευθερία των συμβάσεων, το φιλελεύθερο πνεύμα (*laissez faire, laissez passé*), αλλά και η έντονη σύγκρουση συμφερόντων, η επιβολή του οικονομικά ισχυρότερου και η ανάγκη προστασίας του οικονομικά ασθενέστερου.

Η ανάγκη ύπαρξης ενός συντονιστή, που να ρυθμίζει και να εποπτεύει την κεφαλαιαγορά, εμφανίζεται τα τελευταία χρόνια όλο και πιο έντονη και επιτακτική. Είναι βέβαια γεγονός ότι κατά το μεγαλύτερο μέρος του 20^{ου} αιώνα, η κεφαλαιαγορά λειτουργούσε ως ένα υποσύστημα περικλειστο σε κέλυφος, ένα υποσύστημα που αφορούσε έναν περιορισμένο κύκλο προσώπων, συνήθως χωρίς ευρύτερο κοινωνικό αλλά και μακροοικονομικό ενδιαφέρον. Τα πρόσωπα αυτά ήταν, κυρίως, οικονομολόγοι, μέλη του χρηματιστηρίου, χρηματιστές, καθώς και σχετικά ολιγάριθμος κύκλος επενδυτών. Τους κανόνες της αγοράς κεφαλαίου αρκούσε να γνωρίζουν οι λίγοι «μυημένοι». Η δημιουργία κανόνων δικαίου για να ρυθμίζουν και να προβλέπουν με επάρκεια και αποτελεσματικότητα τη διαφάνεια και την προστασία του επενδυτή, ήταν ένα μακρινό τοπίο στο βάθος. Η λειτουργία, ρύθμιση και εποπτεία της Κεφαλαιαγοράς δεν ανήκε στα πρώτα ζητούμενα ούτε της οικονομίας, ούτε της κοινωνίας, ούτε της πολιτικής.

Το ζήτημα του ρυθμιστικού πλαισίου πρωτοεμφανίστηκε ως αντικείμενο συζήτησης το 1876 όταν ο Samuel Plimsoll απαίτησε να οριστεί σε κάθε φορτηγό πλοίο το ανώτατο επιτρεπόμενο όριο βύθισης για τη μέγιστη φόρτωσή του ως πίεση απέναντι στην κερδοσκοπική μανία των ιδιοκτητών. Η απαίτησή του αυτή, δέχτηκε αντιδράσεις, παρ' όλα αυτά γρήγορα αναγνωρίστηκε η σημασία της γνωστή και ως "Plimsoll Line".

Στα πλαίσια της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας ο πρώτος που περιέγραψε τη σημαντικότητα του ρόλου του ρυθμιστικού πλαισίου είναι ο Stigler², ο οποίος το 1971 στο άρθρο του «The theory of Economic Regulation» (Bell Journal of Economics and Management Science, τομ. 2, σελ. 2-19, 1971) διατύπωσε έναν εναλλακτικό ορισμό της κανονιστικοποίησης θέλοντας να ορίσει «κάθε απόφαση πολιτικής, η οποία αλλάζει τα αποτελέσματα της αγοράς μέσω της άσκησης κυβερνητικών πιέσεων». Ταυτόχρονα στο ίδιο άρθρο, τοποθετεί, στην οικονομική θεωρία της ρύθμισης, το καθήκον, όχι μόνο της απογραφής των πιθανών πηγών χειραγώγησης της αγοράς πάνω στις οποίες έχει αναπτυχθεί και κατασκευαστεί μεγάλο μέρος των σχημάτων των εποπτικών αρχών σήμερα, αλλά και το καθήκον να ερμηνεύσει «ποιος απολαμβάνει τα οφέλη της ρύθμισης και των κανονισμών, ποια μορφή θα έχει το σύστημα αυτών των κανόνων και ρυθμίσεων, καθώς και ποιες είναι οι αναμενόμενες συνέπειες στην αγορά (market outcomes) των κανόνων και ρυθμίσεων στην ανακατανομή των οικονομικών πόρων».

Παλιότερα, το 1961, την ιδέα του αυστηρού προσδιορισμού του θεσμικού πλαισίου προσπάθησε να προωθήσει και ο Downs στο άρθρο του «In defense of majority voting» (Journal of Political Economy, 69, pp192-199, April 1961). Ο Downs πίστευε ότι οι μέχρι τότε πολιτικές διαδικασίες τείνουν να υπερ-προσφέρονται στο ιδιωτικό συμφέρον, ενώ να υπο-προσφέρονται στο δημόσιο.

Διαχρονικά παρουσιάστηκε ένα πλήθος Σχολών με έντονα διαφοροποιημένη θέση μεταξύ ενός ρυθμιστικού πλαισίου που ωθείται από το δημόσιο συμφέρον με στόχο να βελτιώσει τη μακροοικονομική σταθερότητα, τη χρηματοοικονομική σταθερότητα, την κοινωνικο-οικονομική αποτελεσματικότητα κι ενός που «υπηρετεί» το ιδιωτικό συμφέρον, ακόμη και του ίδιου του ρυθμιστή.

Ο Keeler το 1984 στο άρθρο του «Theories of regulation and deregulation movement», (Public Choice, 44, pp103-145, 1984) διατύπωσε μια μέση θέση, η οποία βασίζεται στην κοινή συναίνεση, τέλος ονόμασε τη θεωρία αυτή «political-support-maximizing model».

Ο Goodhart C.A.E. «Some regulatory concerns» Working Paper, Financial Market Group, London School of Economics, 1996, πρότεινε η εποπτεία να ανατεθεί σε δυο

² Nobel Prize in Economics 1982 για το έργο του «για τις δημιουργικές μελέτες βιομηχανικών δομών, τη λειτουργία των αγορών, των αιτιών και των αποτελεσμάτων του δημόσιου κανονισμού ρύθμισης»

ξεχωριστούς φορείς ανάλογα με το είδος της λειτουργίας τους (ως προς το σύστημα και ως προς τους συμμετέχοντες).

Για πολλούς κάτι τέτοιο ίσως να οδηγούσε σε αλληλοεπικάλυψη δραστηριοτήτων με αποτέλεσμα την υπερρύθμιση των αγορών με ιδιαίτερο κόστος χωρίς να μπορεί να βελτιωθεί το αναμενόμενο αποτέλεσμα.

Σήμερα τα χρηματοοικονομικά συστήματα αναπτύσσονται με έντονους ρυθμούς εξαιτίας της τεχνολογικής εξέλιξης, των θεσμικών αλλαγών, της αύξησης των διασυνοριακών συναλλαγών, καθώς και της ανάπτυξης των εργαλείων των μαθηματικών, της οικονομετρίας και της πληροφορικής. Κάτι τέτοιο κάνει ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη ύπαρξης ενός πλαισίου ευέλικτου και όχι στατικού, το οποίο θα επιδέχεται προσαρμογές ανάλογα με τις αλλαγές που επιτελούνται στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Θα πρέπει όμως να επισημάνουμε ότι είναι απαραίτητο να διατηρείται η ισορροπία μεταξύ του θεσμικού πλαισίου και της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς να καταπατείται το δημόσιο συμφέρον.

Οι ραγδαίες αυτές εξελίξεις επιδρούν σημαντικά, γενικά, στη φύση και τη λειτουργία του καπιταλιστικού συστήματος, το οποίο απαιτεί ένα δίκαιο, προβλέψιμο και αποτελεσματικό θεσμικό πλαίσιο έτσι ώστε να αποφευχθούν επικίνδυνες και αρνητικές επιπτώσεις όπως η μη ορθολογική ανάληψη κινδύνου. Συμπερασματικά, θα λέγαμε ότι το θεσμικό πλαίσιο πρέπει να είναι δομημένο έτσι ώστε να μην επηρεάζει την αποτελεσματική λειτουργία των οργανισμών, να είναι δυναμικό με την έννοια της προσαρμοστικότητας σε νέα προϊόντα και χρηματοπιστωτικά εργαλεία διαχείρισης κινδύνου και απαιτήσεις του ανταγωνισμού, να μην επιβαρύνει τους μηχανισμούς ορθολογικής ανακατανομής των πόρων, αλλά και να προστατεύει τους επενδυτές.

1.2 Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς

Το οικοδόμημα της ελεύθερης αγοράς στηρίζεται στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων. Ωστόσο, ο ανύπαρκτος ή ανεπαρκής έλεγχος στην ανάπτυξη της ελευθερίας αυτής επιφέρει δυσμενέστερες κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις.³ Όταν τα πράγματα φτάσουν ή απειλήσουν να φτάσουν σε τέτοιο σημείο, που η ελευθερία γίνεται ασυδοσία

³ Σταυροπούλου Γ. Αλεξάνδρα (σελ. 59)

και τα φαινόμενα αθέμιτης κερδοσκοπίας όλο και συχνότερα, τότε η πραγματικότητα αυτή παύει να αποτελεί πρόβλημα μόνο των άμεσα ενδιαφερομένων. Γίνεται υπόθεση προστασίας του γενικού συμφέροντος, άρα υπόθεση παρέμβασης των αρχών.

Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου⁴, συνολικά, αναφέρεται :

1. στην επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών (prudential regulation)
2. στον προσδιορισμό της δομής και των λειτουργιών των οργανισμών αυτών (structural regulation) και,
3. στην προστασία των επενδυτών (investors protection)

ενώ συγχρόνως θα πρέπει να επιτελούνται αποτελεσματικά οι στόχοι του, δηλαδή :

- η διατήρηση του ανταγωνισμού στην αγορά και,
- η διαρκής αποτίμηση και παρακολούθηση του κινδύνου της αγοράς.

Μεταξύ των τριών ρόλων του θεσμικού πλαισίου υπάρχει αλληλοσύνδεση. Σημαντικότερη θέση ωστόσο στους στόχους των εποπτικών αρχών κατέχει η επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών λόγω της τάσης απελευθέρωσης των αγορών ενώ ο δεύτερος από τους τρεις προαναφερθέντες ρόλους έχει γίνει περισσότερο ελαστικός με σκοπό να μπορεί να προσαρμοστεί στις απαιτήσεις του συνεχώς αυξανόμενου ανταγωνισμού των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και οργανισμών.

1.3 Ρύθμιση κεφαλαιαγοράς

Στα πλαίσια μιας εθνικής οικονομίας, η σύγχρονη πραγματικότητα δεν επιτρέπει σήμερα τη σαφή διάκριση των επιμέρους αγορών (τραπεζική, ασφαλιστική και κεφαλαιαγοράς) λόγω του μη ευδιάκριτου διαχωρισμού του ρόλου τους, του αντικειμένου και του πεδίου δράσης τους.

⁴ Συριόπουλος Κωνσταντίνος (σελ. 97-102)

Στην κεφαλαιαγορά δραστηριοποιούνται διάφορα φυσικά και νομικά πρόσωπα. Αυτά είναι οι εκδότριες εταιρίες (χρήστες κεφαλαίων), οι επενδυτές (προμηθευτές κεφαλαίων), καθώς και αυτοί που μεσολαβούν για την καλή λειτουργία της αγοράς, δηλαδή οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η αγορά κεφαλαίου, ανάλογα με τον τρόπο απόκτησης των χρηματοοικονομικών προϊόντων της διακρίνεται σε πρωτογενή αγορά, όπου τα χρεόγραφα εκδίδονται και διατίθενται για πρώτη φορά, και σε δευτερογενή αγορά, όπου τα χρεόγραφα, που έχουν αποκτηθεί πρωτογενώς, μεταβιβάζονται περαιτέρω. Με τη διάθεση επενδυσιακών χρεογράφων πρωτογενώς επιτυγχάνεται η εισροή νέου κεφαλαίου στην επιχείρηση του εκδότη τους, ενώ με τη μεταβίβασή τους δευτερογενώς, επέρχεται μεταβολή στη σύνθεση της κεφαλαιουχικής βάσης της επιχείρησης.

Με τον όρο ρύθμιση κεφαλαιαγοράς εννοούμε τον έλεγχο τόσο της πρωτογενούς όσο και της δευτερογενούς αγοράς. Η ρύθμιση πρέπει να είναι τόσο αποτελεσματική (δηλ. να επιτυγχάνει τους στόχους της) όσο και αποδοτική (δηλ. να κάνει οικονομική χρήση διαθέσιμων πόρων). Αυτή περιλαμβάνει :

A) την τήρηση των υφιστάμενων τυπικών και ουσιαστικών νόμων περί κεφαλαιαγοράς, την επιβολή κανόνων συμπεριφοράς και δραστηριότητας (regulation)

B) τον έλεγχο της φερεγγυότητας, ρευστότητας, κεφαλαιακής επάρκειας και συγκέντρωσης κινδύνων (χρηματοδοτικά ανοίγματα) των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (monitoring)

Γ) την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας εκ μέρους των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων και τη γενικότερη παρακολούθησή τους (supervision) και

Δ) την τήρηση συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και την επέμβαση για τη βεβαίωση τήρησης των κανόνων (enforcement).

1.4 Ρυθμιστική παρέμβαση στον τομέα της κεφαλαιαγοράς

Το πρώτο αίτημα ρυθμιστικού πλαισίου στον τομέα της κεφαλαιαγοράς , στο πλαίσιο της θετικής ολοκλήρωσης, στο πλαίσιο δηλαδή μιας ενοποιημένης αγοράς όπου όλοι οι δυνητικοί συμμετέχοντες υπόκεινται σε ένα ενιαίο πλαίσιο κανόνων, έχουν ίσους όρους μεταχείρισης και ίσους όρους πρόσβασης, είναι η διασφάλιση της σταθερότητας της

από το ενδεχόμενο επέλευσης συστημικού κινδύνου. Το επιχείρημα που χρησιμοποιείται για τη δικαιολόγηση αυτής της παρέμβασης είναι ότι η διασφάλιση της σταθερότητας της κεφαλαιαγοράς μπορεί να διαταραχθεί σε περίπτωση περιέλευσης μιας επιχείρησης επενδύσεων σε αφερεγγυότητα, η οποία μπορεί να έχει αλυσιδωτές επιδράσεις και σε άλλες ομοειδείς επιχειρήσεις.

Το επιχείρημα αυτό έχει αποτελέσει αντικείμενο κριτικής από συγγραφείς που υποστηρίζουν ότι ο κίνδυνος αλυσιδωτής πτώχευσης επιχειρήσεων επενδύσεων είναι εξαιρετικά περιορισμένος. Στο πλαίσιο αυτό βάσιμα μπορεί να υποστηριχθεί η άποψη ότι οι εν λόγω διατάξεις καθιερώνονται κυρίως για λόγους ανταγωνιστικής ισότητας των όρων αδειοδότησης, λειτουργίας και εποπτείας των επιχειρήσεων επενδύσεων προς τους όρους αδειοδότησης, λειτουργίας και εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία υπόκεινται σε παρεμφερή ρυθμιστική παρέμβαση με στόχο την ικανοποίηση του αιτήματος για διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος, στο οποίο πράγματι υπάρχει ο συστημικός κίνδυνος της αλυσιδωτής πτώχευσης πιστωτικών ιδρυμάτων στο βαθμό και στην έκταση που παρέχουν ομοειδείς υπηρεσίες και εκτίθενται σε ομοειδείς κινδύνους.

Η ικανοποίηση του αιτήματος που αφορά τη διασφάλιση της σταθερότητας της κεφαλαιαγοράς από το ενδεχόμενο επέλευσης συστημικού κινδύνου επιδιώκεται με την καθιέρωση κανόνων οι οποίοι εφαρμόζονται σε επιχειρήσεις επενδύσεων και οι οποίοι αφορούν :

- τους όρους αδειοδότησής τους,
- τους όρους άσκησης λειτουργίας εκ μέρους τους,
- την προληπτική εποπτεία τους, και
- την εταιρική διακυβέρνησή τους (περιλαμβανομένων των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου).

Το δεύτερο αίτημα ρυθμιστικού πλαισίου στην κεφαλαιαγορά έχει δυο αυτοτελείς μεν, αλλά στενά συνδεδεμένες δικαιολογητικές βάσεις :

- η πρώτη είναι η διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών, οι οποίοι επιθυμούν να πραγματοποιήσουν ή πραγματοποιούν επενδύσεις σε πρωτογενή ή/και παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα που είτε πρόκειται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά (πρωτογενή αγορά) είτε αποτελούν ήδη αντικείμενο διαπραγμάτευσης (δευτερογενή αγορά), και
- η δεύτερη είναι η διασφάλιση της ακεραιότητας, της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς.

Οι επενδυτές χρήζουν ειδικής προστασίας λόγω της συμμετοχής τους στη διαδικασία άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (αλλά και του Δημοσίου) που λαμβάνει χώρα στην κεφαλαιαγορά, στην οποία αντικείμενο διαπραγμάτευσης αποτελούν τα χρηματοπιστωτικά μέσα, στα οποία επενδύουν ή πρόκειται να επενδύσουν. Η καλλιέργεια και ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς είναι σε κάθε περίπτωση ιδιαίτερα σημαντική, καθώς αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για τη συμμετοχή τους σε αυτές. Αυτό είναι που υπαγορεύει τη λήψη ειδικών μέτρων με βάση τα χαρακτηριστικά και τους μηχανισμούς που διέπουν τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Σε συνέπεια με τα προαναφερθέντα, οι υποχρεώσεις που καθιερώνονται και υπαγορεύονται από την ανάγκη προστασίας του επενδυτή ως προσώπου που επενδύει σε μια αγορά με ειδικά χαρακτηριστικά, προκειμένου να έχει εμπιστοσύνη στην αποτελεσματική της λειτουργία και να επενδύει σε αυτή, ανταποκρίνονται στα ειδικά αιτήματα που ανακύπτουν στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς και δεν εμπίπτουν στο δίκαιο της προστασίας του καταναλωτή. Βέβαια, ο επενδυτής είναι και καταναλωτής σε σχέση με τις συναλλαγές που πραγματοποιεί με την επιχείρηση η οποία του παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες. Υπό την έννοια αυτή, ο επενδυτής-καταναλωτής τελεί κατά κανόνα σε πληροφοριακή ασυμμετρία και έχει συνήθως μειωμένη διαπραγματευτική ικανότητα έναντι του προμηθευτή του, δηλαδή του φορέα παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, με αποτέλεσμα την ενεργοποίηση και των διατάξεων για την προστασία του καταναλωτή. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να επισημανθεί ότι, με τη λήψη μέτρων για την προστασία του επενδυτή, επιδιώκεται επίσης σε ορισμένες περιπτώσεις η αποκατάσταση της πληροφοριακής ασυμμετρίας που υπάρχει σε βάρος του επενδυτή. Αυτή όμως διαφοροποιείται από την πληροφοριακή ασυμμετρία για την οποία γίνεται λόγος στο δίκαιο της προστασίας του καταναλωτή, δεδομένου ότι :

- η πληροφοριακή ασυμμετρία στο πλαίσιο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς συναρτάται με τη γνώση του επενδυτή αναφορικά με το προφίλ και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης σε τίτλους της οποίας αποφασίζει ή όχι να επενδύσει τις αποταμιεύσεις του, και
- πληροφοριακή ασυμμετρία μπορεί να υπάρχει και ανάμεσα στους ίδιους τους επενδυτές, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση της κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας.

Σε ότι αφορά την έκταση στην οποία οι αποδέκτες υπηρεσιών υπάγονται στην ειδική προστασία που τους επιφυλάσσει το δίκαιο κεφαλαιαγοράς, κρίνεται αναγκαία η επισήμανση της τάσης που έχει επικρατήσει για διάκριση μεταξύ επαγγελματιών (ή θεσμικών) και ιδιωτών πελατών ή δυνητικών πελατών.

Η ικανοποίηση του αιτήματος για διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών, καθώς και της ακεραιότητας, της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς δικαιολογεί έντονη ρυθμιστική παρέμβαση στην κεφαλαιαγορά. Επιδιώκεται με την υιοθέτηση κανόνων, οι οποίοι εντάσσονται συστηματικά σε τέσσερις (4) κατηγορίες, ανάλογα με το βασικό αποδέκτη τους, και αφορούν κατά περίπτωση: τους εκδότες κινητών αξιών (α), τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες (β), τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (γ) και τη λειτουργία των δευτερογενών αγορών (δ).

(α) Με τους κανόνες που αφορούν τους εκδότες κινητών αξιών, δηλαδή τις εισηγμένες εταιρίες και τις εταιρίες που προτίθενται να εισαγάγουν κινητές αξίες τους προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, καθιερώνονται :

- η υποχρέωση των εταιριών που επιθυμούν να αντλήσουν ή έχουν αντλήσει ίδια ή δανειακά κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά να δημοσιοποιούν στο επενδυτικό κοινό στοιχεία που κρίνονται ουσιώδη για τους επενδυτές κατά τη λήψη των αποφάσεών τους να επενδύσουν ή όχι σε κινητές αξίες των εν λόγω εταιριών,
- η προστασία των δικαιωμάτων και συμφερόντων των επενδυτών σε εισηγμένες εταιρίες, ιδίως εν όψει εκδήλωσης δημόσιας προσφοράς εξαγοράς τους, και
- οι όροι άσκησης ελέγχου στις οικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών από εξωτερικούς ελεγκτές βάσει των καλουμένων ελεγκτικών προτύπων.

(β) Με τους κανόνες που αφορούν τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες καθιερώνονται :

- η υποχρέωση κατάλληλης εσωτερικής οργάνωσης των εν λόγω φορέων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και την άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων, και
- η *stricto sensu* προστασία των επενδυτών, η οποία επιδιώκεται, μεταξύ άλλων, με την επιβολή υποχρεώσεων επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την παροχή επενδυτικών

υπηρεσιών σε πελάτες και την υποχρέωση εκτέλεσης των εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς όρους για τον πελάτη, καθώς και με την καθιέρωση κανόνων μεταχείρισης των εντολών πελατών.

(γ) Με τους κανόνες που αφορούν τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) καθιερώνονται :

- οι όροι αδειοδότησης και εποπτείας των φορέων που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ,
- οι όροι που διέπουν το διαχωρισμό και την προστασία των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών,
- τα κριτήρια αποτίμησης του ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ και εξόφλησης μεριδίων σε ΟΣΕΚΑ,
- η υποχρέωση των φορέων που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ να δημοσιοποιούν στο επενδυτικό κοινό στοιχεία που είναι ουσιαστικά για τους επενδυτές κατά τη λήψη των αποφάσεών τους, και
- κανόνες αναφορικά με την επενδυτική πολιτική των ΟΣΕΚΑ.

(δ) Τέλος, με τους κανόνες που αφορούν τη λειτουργία των δευτερογενών ρυθμιζόμενων αγορών καθιερώνονται :

- οι όροι αδειοδότησης και άσκησης λειτουργίας, καθώς και η επίβλεψη και εποπτεία των ρυθμιζόμενων αγορών,
- η υποχρέωση διαφάνειας των συναλλαγών που πραγματοποιούνται κατά τη διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων (δηλαδή μετοχών, ομολογιών και παραγώγων) στην κεφαλαιαγορά, και
- η καταπολέμηση (δηλαδή πρόληψη και καταστολή) των πρακτικών που οδηγούν σε στρέβλωση των όρων λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, όπως, κυρίως, η χειραγώγηση της αγοράς και η κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Το τρίτο αίτημα ρυθμιστικού πλαισίου στον τομέα της κεφαλαιαγοράς είναι η αποζημίωση των επενδυτών που συναλλάσσονται με μια επιχείρηση επενδύσεων ή ένα πιστωτικό ίδρυμα που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες (δηλαδή ένα φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών), εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι ακόλουθες δυο προϋποθέσεις :

- εποπτικές ή δικαστικές αρχές λαμβάνουν την απόφαση να αναστείλουν τη λειτουργία του φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, κατά κανόνα λόγω περιέλευσής του σε κατάσταση αφερεγγυότητας, και

- ο φορέας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών αδυνατεί να επιστρέψει στους επενδυτές κεφάλαια ή χρηματοπιστωτικά μέσα που τους ανήκουν.

Η ικανοποίηση του αιτήματος που αφορά την αποζημίωση των επενδυτών σε περίπτωση αναστολής της λειτουργίας ενός φορέα που παρέχει κατ' επάγγελμα επενδυτικές υπηρεσίες επιδιώκεται με τη θεσμοθέτηση και θέση σε λειτουργία ενός συστήματος, το οποίο είθισται να καλείται «σύστημα αποζημίωσης επενδυτών» και το οποίο παρέχει «ρητή κάλυψη» στους επενδυτές. Το ύψος της κάλυψης των επενδυτών από το σύστημα αποζημίωσης επενδυτών περιορίζεται, πάντως συνήθως, σε ένα ορισμένο ποσό ανά επενδυτή και ανά φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1	
ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΗ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ ΣΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	
ΔΙΚΑΙΟΛΟΓΗΤΙΚΕΣ ΒΑΣΕΙΣ	ΜΕΣΑ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ
A. Διασφάλιση της σταθερότητας της κεφαλαιαγοράς	<ul style="list-style-type: none"> ▸ αδειοδότηση επιχειρήσεων επενδύσεων ▸ όροι άσκησης λειτουργίας από επιχειρήσεις επενδύσεων ▸ προληπτική εποπτεία επιχειρήσεων επενδύσεων ▸ εταιρική διακυβέρνηση επιχειρήσεων επενδύσεων
B. Διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών και της ακεραιότητας, αποτελεσματικότητας και διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς	
1. Κανόνες που αφορούν τους εκδότες κινητών αξιών	<ul style="list-style-type: none"> ▸ δημοσιοποίηση στοιχείων από εταιρίες που αντλούν δανειακά ή ίδια κεφάλαια στην κεφαλαιαγορά ▸ προστασία δικαιωμάτων και συμφερόντων των επενδυτών σε εισηγμένες εταιρίες εν όψει δημόσιας προσφοράς εξαγοράς. ▸ ελεγκτικά πρότυπα
2. Κανόνες που	<ul style="list-style-type: none"> ▸ κατάλληλη εσωτερική οργάνωση κατά την

<p>αφορούν τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα</p>	<p>παροχή επενδυτικών υπηρεσιών</p> <ul style="list-style-type: none"> ▸ stricto sensu προστασία των επενδυτών
<p>3. Κανόνες που αφορούν τους ΟΣΕΚΑ</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▸ αδειοδότηση και εποπτεία των φορέων που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ ▸ διαχωρισμός και προστασία περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών ▸ δημοσιοποίηση στοιχείων από φορείς που διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ ▸ κριτήρια αποτίμησης ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ και εξόφληση μεριδίων σε ΟΣΕΚΑ ▸ επενδυτική πολιτική ΟΣΕΚΑ
<p>4. Κανόνες που αφορούν τη λειτουργία των δευτερογενών αγορών</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▸ αδειοδότηση, άσκηση λειτουργίας, επίβλεψη και εποπτεία ▸ διαφάνεια των συναλλαγών που πραγματοποιούνται κατά τη διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων ▸ καταπολέμηση πρακτικών που οδηγούν σε στρεβλώσεις των όρων λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.
<p>Γ. Αποζημίωση επενδυτών σε περίπτωση αναστολής της λειτουργίας μιας επιχείρησης που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▸ θεσμοθέτηση συστήματος αποζημίωσης επενδυτών

1.5 Επίπεδα ρύθμισης κεφαλαιαγορών

Τα επίπεδα ρύθμισης της κεφαλαιαγοράς ακολουθούν τα επίπεδα ρύθμισης των αγορών εν γένει και είναι τρία.⁵

Το πρώτο επίπεδο της ρύθμισης είναι τα χρηματιστήρια. Στο παρελθόν μόνο τα χρηματιστήρια μαζί με τις εταιρίες εκκαθάρισης των συναλλαγών εξέδιδαν νόμους κι αποφάσεις, οι οποίες επιβάλλονταν στα μέλη τους για την ομαλή και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, της διαφάνειας και εκκαθάρισης των συναλλαγών σ' αυτή. Απώτερος σκοπός των παραπάνω είναι να επιβεβαιώσουν ότι τα μέλη της αγοράς μπορούν να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους και να συμβάλουν στη ρευστότητα της αγοράς. Σήμερα, η ορθή εφαρμογή των νόμων και των αποφάσεων αυτών γίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που εποπτεύει την τήρησή τους και η οποία με νόμους και αποφάσεις που δημοσιεύει, ελέγχει τους συναλλασσομένους και αποτελεί το δεύτερο επίπεδο της ρύθμισης. (ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς θα αναλυθεί διεξοδικά σε επόμενη ενότητα). Το τρίτο και τελευταίο επίπεδο ρύθμισης είναι τα δικαστήρια, το κόστος των οποίων είναι υψηλό σε χρόνο και χρήμα, ιδιαίτερα σε πολύπλοκες περιπτώσεις, όπως η χειραγώγηση των τιμών, η απάτη ή η χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Οι ρυθμίσεις αυτές είναι απαραίτητες στην ύπαρξη αυξημένης ρευστότητας στην αγορά, αφού εξασφαλίζουν ότι τα μέλη μπορούν να συναλλάσσονται γρήγορα χωρίς να ανησυχούν για την πιστοληπτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων. Επιπλέον, προσφέρουν μια εξασφάλιση στους επενδυτές ότι, οι ενδιάμεσοι στους οποίους εμπιστεύονται τα χρήματα και τους τίτλους τους δε θα εκμεταλλευτούν την εμπιστοσύνη τους. Ακόμα, οι ρυθμίσεις και οι κανόνες στοχεύουν στη σταθεροποίηση της αγοράς, στην ύπαρξη ρευστότητας με τους ειδικούς διαπραγματευτές (market – makers) και στην

⁵ Συριόπουλος Κωνσταντίνος (σελ. 107-108)

εξασφάλιση της καλής εκτέλεσης των εντολών λήψης και διαβίβασης από την πλευρά των επενδυτών καθώς και στον έλεγχο παράτυπων συναλλαγών.

1.5.1 Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (εποπτεύουσα αρχή) θέτει τις γενικές κατευθύνσεις της οργάνωσης και λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, εκδίδει κανονισμούς, οδηγίες και αποφάσεις που δημοσιεύει, εποπτεύει την τήρησή τους, ελέγχει τους συναλλασσομένους και μπορεί να επεμβαίνει στις διαφορές μεταξύ των μελών των χρηματιστηρίων, μεταξύ αυτών και των χρηματιστηρίων και μεταξύ των μελών και των πελατών τους.

Σε εθνικό επίπεδο,⁶ η Επιτροπή είναι αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά. Η πραγματική διάρκεια ζωής της ανέρχεται σε 15 έτη.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με ίδιους πόρους, λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος και απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας. Η λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν βαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, οι δε πόροι της προέρχονται από τέλη και εισφορές που βαρύνουν τους εποπτευόμενους φορείς. Ο προϋπολογισμός της Επιτροπής συντάσσεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και εγκρίνεται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απολαμβάνουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνον από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υποβάλλει έκθεση πεπραγμένων στον Πρόεδρο της Βουλής και στον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών. Ο Πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καλείται τουλάχιστον δύο φορές το χρόνο από την αρμόδια Επιτροπή της Βουλής, προκειμένου να την ενημερώνει για θέματα της κεφαλαιαγοράς.

Στόχος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποτελεί η διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, ο περιορισμός του συστημικού κινδύνου, και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας.

⁶ www.hcmc.gr/pages/index.asp

Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας και οι Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εποπτεύονται επίσης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως προς τη τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αναφορικά με τα θέματα νομιμότητας των πράξεων που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών. Τα μέλη διοικητικών συμβουλίων και τα διευθυντικά στελέχη όλων των προαναφερόμενων φορέων υπόκεινται σε εποπτικές υποχρεώσεις προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στους εποπτευόμενους από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς φορείς περιλαμβάνονται επίσης οι οργανωμένες αγορές και οι φορείς εκκαθάρισης, όπως η Αγορά Αξιών Χ.Α., η Αγορά Παραγώγων Χ.Α., και η ΕΧΑΕ ως φορέας εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί κινητών αξιών και επί παραγώγων αλλά και τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών και διασφάλισης συναλλαγών, όπως το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αρμόδια για την έγκριση ενημερωτικών δελτίων όσον αφορά τις ανάγκες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού κατά τη διενέργεια δημοσίων προσφορών και την εισαγωγή κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την αρμοδιότητα να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, αφαίρεση άδειας) σε εποπτευόμενα νομικά και φυσικά πρόσωπα που παραβαίνουν τη νομοθεσία για την κεφαλαιαγορά. Εφόσον η Επιτροπή διαπιστώσει ότι σύμφωνα με τα συστήματά της, τα οποία συνδυάζονται με αυτά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, υπάρχουν ορισμένες συμπεριφορές που ενδεχομένως είναι παραβατικές, επιλαμβάνεται αυτών και προχωρά τις διαδικασίες που προβλέπονται περαιτέρω.

Ως εθνική εποπτική αρχή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνάπτει διμερείς και πολυμερείς συμφωνίες με άλλες εποπτικές αρχές για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών και τη συνεργασία σε θέματα της αρμοδιότητάς της. Είναι ενεργό μέλος της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (Committee of European Securities Regulators - C.E.S.R.) και του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς - IOSCO).

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι η ρύθμιση που η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει στην ελληνική αγορά σήμερα, σύμφωνα με τον κ. Μερτζάνη (Προϊστάμενος Μελετών και Πιστοποίησης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), δε διαφέρει πολύ από αυτή των άλλων ευρωπαϊκών χωρών, γιατί η συντριπτική πλειοψηφία των ρυθμίσεων και των κανόνων προέρχονται από ευρωπαϊκές οδηγίες, οι οποίες με τη σειρά τους αποτελούν προϊόν συνεργασίας και διαπραγμάτευσης μεταξύ των 27 χωρών – μελών της Ε.Ε.⁷

Μεταξύ άλλων θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι με τον όρο «προστασία επενδυτή από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς» δεν εννοούμε τη διοικητική παρέμβαση της Επιτροπής. Τελική ευθύνη των πράξεών του έχει πάντα ο επενδυτής. Η Επιτροπή ευθύνεται για την ενίσχυση της διαφάνειας στις αγορές, στις εταιρίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα, ακόμη και στις ίδιες τις αγορές για να βοηθήσει τον επενδυτή να λάβει τη σωστή πληροφόρηση και να πάρει «ενημερωμένες αποφάσεις». Στο πλαίσιο αυτό ο επενδυτής βοηθείται μέσα από τον παρεμβατικό ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δηλαδή από τον κατασταλακτικό της κυρίως ρόλο. Μέσω της εποπτείας των εταιριών και της συμπεριφοράς τους στην αγορά, η Επιτροπή προσπαθεί να μειώσει φαινόμενα κατάχρησης της αγοράς που θα έβλαπταν τον επενδυτή, όπως για παράδειγμα η προνομιακή πληροφόρηση, η χειραγώγηση τιμών, έτσι ώστε να επαναφέρει και να διατηρεί στο βαθμό που μπορεί αυτό που αποκαλείται «ακεραιότητα των αγορών».

1.6 Το κόστος εποπτείας

Η εφαρμογή των ρυθμιστικών – κανονιστικών κανόνων και η λειτουργία της εποπτείας δεν είναι χωρίς κόστος. Το κόστος αυτό βρίσκεται σε συνάρτηση των υψηλών υπηρεσιών που προσφέρει η εποπτική αρχή αλλά και των εσόδων που έχει.

Η εποπτεία και η ρύθμιση είναι επιθυμητές μέχρι το σημείο εκείνο, όπου τα οριακά οφέλη από τη λειτουργία τους ξεπερνούν τα οριακά κόστη. Αφού το οριακό κόστος είναι αναμφίβολα θετικό, πρέπει να υπάρχει ένα σημείο όπου θα εξακολουθούν να υπάρχουν οφέλη ακόμη και με την ένταση των προσπαθειών για τη μείωση του συστημικού

⁷ <http://www.youtube.com/watch?v=4ulseG1ugRQ>

κινδύνου, την αύξηση της προστασίας των επενδυτών, τη διαχείριση μεγαλύτερου πλήθους πληροφοριών ή την έκδοση περισσότερων οδηγιών.

Έτσι η άριστη ρύθμιση είναι εκείνη, η οποία αποτυγχάνει από καιρό σε καιρό, στην εξάσκηση των υποχρεώσεών της, αλλά η όποια άλλη επιλογή θα ήταν πολύ ακριβότερη (Goodhart, 1996,op.cit).

Το κόστος λειτουργίας των εποπτικών αρχών παριστάνει μέρος μόνο του συνολικού κόστους της εποπτείας, αφού η εποπτική αρχή έχει τη δύναμη να επιβάλει κόστος στις εταιρίες που εποπτεύει. Ωστόσο, ενώ οι αποτυχίες της αγοράς είναι εμφανείς στο ευρύ κοινό, το κόστος της εποπτικής αρχής για την αποφυγή των αποτυχιών αυτών είναι λιγότερο εμφανές. Η σχέση όμως μεταξύ του κόστους παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και προστασίας των επενδυτών δείχνει να είναι πολύ σημαντική.

Άλλοι πάλι, εκτιμούν ότι το κόστος της εποπτείας είναι υψηλότερο από το αναμενόμενο όφελος, θεωρώντας, έτσι, το κόστος αυτό πολύ υψηλό το οποίο ερμηνεύουν μέσω της αναποτελεσματικής εποπτείας. Κατά την άποψη των ερευνητών αυτών, οι εποπτικές αρχές στην προσπάθειά τους να παρακολουθήσουν αποτελεσματικά την αγορά και τους εποπτευόμενους φορείς, δημιουργούν ανάγκες που συχνά δεν είναι απαραίτητες με αποτέλεσμα το πλεονάζον κόστος να επιβαρύνει τους επενδυτές.

Βέβαια, η ποσοτικοποίηση του κόστους εποπτείας δεν είναι απλή υπόθεση. Διότι, πρώτον, στο άμεσο κόστος λειτουργίας της εποπτικής αρχής θα πρέπει να προστεθεί το κόστος που αναλαμβάνει η εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, για να συμμορφωθεί με τους κανονισμούς και τις αποφάσεις της εποπτικής αρχής. Δεύτερον, ούτε το άμεσο κόστος ούτε το κόστος συμμόρφωσης λειτουργούν προσαυξητικά, αφού δε λαμβάνουν υπόψη τα άλλα κόστη που προκαλούνται στους εποπτευόμενους φορείς, όπως το κόστος που προκαλείται από τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου.

Έτσι, μια πρώτη προσπάθεια της ποσοτικής αποτίμησης του κόστους εποπτείας θα απαιτούσε τη σύγκριση μεταξύ του κόστους των εταιριών με τις υπάρχουσες απαιτήσεις της εποπτικής αρχής και του κόστους εν τη απουσία αυτής. Δηλαδή, με το κόστος που θα επιβάρυνε την εταιρία ακόμη και στην περίπτωση που ούτε η ίδια δεν εφαρμόζε κανόνες εποπτείας της λειτουργίας και των κινδύνων της. Βέβαια είναι δύσκολο οι εταιρίες να φαντάζονται ένα περιβάλλον ολοκληρωτικά μη – εποπτευόμενο.

Κεφάλαιο 2 : Δίκαιο Κεφαλαιαγορών

2.1 Ελληνικό δίκαιο κεφαλαιαγοράς

Η δημιουργία ενός ενιαίου ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού χώρου και οι προσπάθειες χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, ακολουθούν τη δυναμική της οικονομικής και πολιτικής ένωσης των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης από το 1957 μέχρι σήμερα. Η προσπάθεια ολοκλήρωσης του κοινοτικού χρηματοπιστωτικού χώρου και η εντατικοποίηση του βαθμού ενοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, μετά και την υιοθέτηση από την 1^η Ιανουαρίου 1999 του ενιαίου νομίσματος ευρώ από την πλειονότητα των κρατών – μελών της Κοινότητας, στηρίζεται και ενθαρρύνεται από συγκεκριμένα οικονομικά οφέλη, τα οποία αναμένεται να υπάρξουν και να αποτελέσουν αντικείμενο μελετών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αναπτύχθηκε στο παρελθόν αποσπασματικά, χωρίς να υπάρχει κάποιο συγκεκριμένο σχέδιο. Στην Ελλάδα, η απότομη αύξηση της συμμετοχής μικροεπενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, ως αποτέλεσμα ιδιωτικοποιήσεων, και η εκρηκτική αύξηση των συναλλαγών που ακολούθησε, δεν άφηνε πολλά περιθώρια για ορθολογική αντιμετώπιση των προβλημάτων που εμφανίζονταν. Οι προσθήκες στη νομοθεσία γίνονταν πολλές φορές υπό την πίεση των εξελίξεων και παρόλο που οι επεμβάσεις γίνονταν για θεμιτούς λόγους, όπως η ανάπτυξη της αγοράς και η προστασία των επενδυτών, είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός πολύπλοκου πλέγματος αποσπασματικών ρυθμίσεων που μερικές φορές αλληλεπικαλύπτονταν. Το πλαίσιο που είχε δημιουργηθεί αποτελούσε τροχοπέδη για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και τις επιβάρυνε με δυσανάλογα έξοδα συμμόρφωσης. Ταυτόχρονα το δίκαιο περιείχε ρυθμίσεις που εμπόδιζαν ευθέως τη συμμετοχή αλλοδαπών επιχειρήσεων στις χρηματαγορές στην Ελλάδα.

Από τα μέσα του 2004 μέχρι σήμερα, με τη συστηματική μεταφορά κοινοτικών οδηγιών στο ελληνικό δίκαιο αναμορφώθηκε το σύνολο σχεδόν του δικαίου για την κεφαλαιαγορά.

Το νέο δίκαιο για την κεφαλαιαγορά είναι προσαρμοσμένο πλήρως στις επιταγές του κοινοτικού δικαίου και είναι ομοιογενές, με την έννοια ότι δεν έχει επικαλύψεις.

Ταυτόχρονα έχουν απαλειφθεί τα εμπόδια συμμετοχής αλλοδαπών επιχειρήσεων (κοινοτικών ή μη) στη χρηματαγορά στην Ελλάδα.

Κύριο μέλημα του νομοθέτη ήταν το θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα να μην είναι πιο επαχθές από τα αντίστοιχα πλαίσια άλλων κοινοτικών χωρών, αλλά και γενικότερα να μη διαφοροποιείται σημαντικά από αυτά. Η ομοιομορφία αυτή είναι πολύ σημαντική, διότι οι αλλοδαποί επενδυτικοί οίκοι μπορεί να επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στην Ελλάδα, όμως το μικρό μέγεθος της ελληνικής αγοράς δε δικαιολογεί υπέρογκες επενδύσεις από μέρους τους για να προσαρμοστούν σε τυχόν ιδιαιτερότητες του ελληνικού κανονιστικού πλαισίου. Άρα, η αντιστοιχία των ελληνικών ρυθμίσεων με τις αντίστοιχες ρυθμίσεις των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι σημαντική προϋπόθεση για να παραμείνει η Ελλάδα στο χάρτη των διεθνών κεφαλαιαγορών. Ένας αλλοδαπός επενδυτικός οίκος θα συμμετάσχει πιο εύκολα στις κεφαλαιαγορές στην Ελλάδα εάν γνωρίζει ότι το νομικό πλαίσιο είναι όμοιο με το πλαίσιο που ισχύει στη χώρα του και επιπροσθέτως ερμηνεύεται και εφαρμόζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τον ίδιο τρόπο που το ερμηνεύουν οι αρμόδιες αρχές της χώρας του.

Το νέο δίκαιο ακολουθεί την αρχιτεκτονική του κοινοτικού δικαίου και ρυθμίζει στο νόμο μόνο τα κυριότερα θέματα. Οι ρυθμίσεις του νόμου έχουν τις περισσότερες φορές το χαρακτήρα γενικών αρχών και ο νόμος χορηγεί εξουσιοδότηση στην αρμόδια ρυθμιστική αρχή, εν προκειμένω στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στην Τράπεζα της Ελλάδος για τη ρύθμιση των ειδικότερων τεχνικών ζητημάτων και λεπτομερειών με κανονιστικές αποφάσεις. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται και η διαρκής προσαρμογή του ελληνικού κανονιστικού πλαισίου στις κοινοτικές ρυθμίσεις που θα υιοθετηθούν στο μέλλον.

2.2 Ευρωπαϊκό δίκαιο κεφαλαιαγοράς

2.2.1. Πηγές – υλικό πεδίο εφαρμογής

Έννοια και περιεχόμενο του ευρωπαϊκού δικαίου της Κεφαλαιαγοράς είναι ουσιαστικά η διασφάλιση των κεφαλαιαγορών, η οποία μπορεί να διαταραχθεί κυρίως λόγω της πτώχευσης ενός διαμεσολαβούντος χρηματοπιστωτικού φορέα που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες σε αυτήν.

Η ικανοποίηση αυτού του αιτήματος επιδιώκεται με την καθιέρωση κανόνων που αφορούν την ορθή λειτουργία των μηχανισμών διαπραγμάτευσης των συναλλαγών σε μετοχές και ομολογίες, την αδειοδοσία, τους όρους άσκησης δραστηριότητας και την προληπτική εποπτεία των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων που παρέχουν (σε ατομική ή συλλογική βάση) επενδυτικές υπηρεσίες στην κεφαλαιαγορά.

Η διασφάλιση της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών, δηλαδή τόσο της βέλτιστης κατανομής των δανειακών κεφαλαίων που αντλούνται σε αυτές, όσο και της προστασίας των επενδυτών, ικανοποιείται με την καθιέρωση κανόνων αναφορικά με τις υποχρεώσεις που υπέχουν οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να αντλήσουν δανειακά κεφάλαια από τις αγορές (π.χ. όροι εισαγωγής χρηματοπιστωτικών μέσων στις κεφαλαιαγορές, περιοδική ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, εταιρική διακυβέρνηση), τη διαφάνεια των συναλλαγών που πραγματοποιούνται κατά τη διαπραγμάτευση μετοχών και ομολογιών στις κεφαλαιαγορές. Επιπλέον, στα πλαίσια της αποτελεσματικής λειτουργίας τάσσεται η αποφυγή πρακτικών που οδηγούν σε στρεβλώσεις των όρων λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, όπως η χειραγώγηση της αγοράς και η κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών. Τέλος, η προστασία των δικαιωμάτων και συμφερόντων των επενδυτών σε εισηγμένες εταιρίες εν όψει εξαγοράς, η ομοιόμορφη λογιστική απεικόνιση των συναλλαγών των εισηγμένων εταιριών και ο ορθός εξωτερικός έλεγχος των εισηγμένων εταιριών με στόχο τη διασφάλιση των επενδυτών σε περίπτωση περιέλευσης μιας επιχείρησης επενδύσεων σε κατάσταση αφερεγγυότητας οδηγούν σε αξιόπιστη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Οι βασικές αρχές που διέπουν την άσκηση της εποπτείας σε αγορές και διαμεσολαβούντες χρηματοπιστωτικούς φορείς είναι οι παρακάτω :

- αρχή της αποκεντρωμένης διαχείρισης,
- αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης,
- αρχή της άσκησης εποπτείας σε ενοποιημένη βάση,
- αρχή της διασυνοριακής συνεργασίας των εθνικών εποπτικών αρχών, καθώς και της μεταξύ τους ανταλλαγής πληροφοριών και διοικητικής συνδρομής.

Το εφαρμοστέο δίκαιο όμως, αφορά κυρίως στην αρχή της ελάχιστης και της μερικής εναρμόνισης.

1. Ικανοποίηση πρώτου αιτήματος :

- **Οδηγία 2004/39/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, άρθρα 31-35, «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ»
- **Οδηγία 85/611/ΕΟΚ** του Συμβουλίου «για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες»

Η διασφάλιση της ελεύθερης εγκατάστασης και της ελευθερίας παροχής υπηρεσιών σε διασυνοριακή βάση από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, βασίζεται στην αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών λειτουργίας που χορηγούν οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής των επιχειρήσεων επενδύσεων. Έτσι, οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που προτίθενται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε κράτος μέλος της Ε.Ε. (κράτος μέλος υποδοχής) οφείλουν να γνωστοποιήσουν την πρόθεσή τους αυτή καταρχήν στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής. Η γνωστοποίηση πρέπει να συνοδεύεται από πλήρες πρόγραμμα δραστηριοτήτων. Ακολούθως, οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής ενημερώνουν σχετικά τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής. Η εφαρμογή της οδηγίας αυτής δημιουργεί τις προϋποθέσεις ενός ενιαίου ευρωπαϊκού χώρου, καθώς επιτρέπει σε ΕΠΕΥ ενός κράτους μέλους να παράσχουν τις κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές τους υπηρεσίες και σε άλλα κράτη μέλη της Ε.Ε. μέσω ενός *ευρωπαϊκού «διαβατηρίου»*. Οι ΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε ένα κράτος μέλος, απλώς γνωστοποιούν την πρόθεση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στις αρχές εποπτείας της αγοράς άλλων κρατών μελών, χωρίς να απαιτείται ειδική τοπική άδεια για τη λήψη και διαβίβαση, για λογαριασμό των επενδυτών, για εντολές για λογαριασμό τρίτων κ.α.

2. Ικανοποίηση δεύτερου αιτήματος :

- **Οδηγία 2006/49/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων»,
- Άρθρα 7-14, 16-17 και 36-43 της **Οδηγίας 2004/39/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των

⁸ Γκόρτσος – Σταικούρας – Λειβαδά (σελ. 35-57)

οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/2/ΕΟΚ»,

- **Οδηγία 85/611/ΕΟΚ** του Συμβουλίου «για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες».

Οι εν λόγω διατάξεις της Οδηγίας αφορούν τον υπολογισμό :

- των κεφαλαιακών απαιτήσεων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων για κάλυψη έναντι των κινδύνων αγοράς,
- των κεφαλαιακών απαιτήσεων των επιχειρήσεων επενδύσεων για κάλυψη για κάλυψη έναντι του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου, και
- των μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των επιχειρήσεων επενδύσεων.

3. Ικανοποίηση τρίτου αιτήματος :

Α. Υποχρεώσεις που υπέχουν οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να αντλήσουν ή έχουν αντλήσει δανειακά κεφάλαια από τις αγορές, σύμφωνα με τις διατάξεις των εξής νομικών πράξεων :

- της **Σύστασης 2005/162/ΕΚ** της Επιτροπής «σχετικά με το ρόλο των μη εκτελεστικών μελών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιριών, καθώς και με τις επιτροπές του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου»
- της **Σύστασης 2004/913/ΕΚ** της Επιτροπής «για την προώθηση κατάλληλου καθεστώτος αποδοχών των διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιριών»,
- της **Οδηγίας 2004/109/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/3/ΕΚ»,
- της **Οδηγίας 2003/71/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ», και

- της **Οδηγίας 2001/34/EK** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με την εισαγωγή κινητών αξιών και τις πληροφορίες επί των αξιών αυτών που πρέπει να δημοσιεύονται».

Η οδηγία 2004/109/EK για τη Διαφάνεια εντάσσεται στην ευρύτερη ευρωπαϊκή ατζέντα «πληροφόρησης και διαφάνειας» και στόχος της είναι η βελτίωση της παρεχόμενης, από τις εκδότριες κινητών αξιών, ετήσιας οικονομικής πληροφόρησης, μέσω της δημοσίευσης ετήσιας οικονομικής έκθεσης (Ετήσιο Δελτίο), η βελτίωση της περιοδικής γνωστοποίησης κατά τα διάκρια του οικονομικού έτους, μέσω ενός ρεαλιστικού συνδυασμού περισσότερο λεπτομερών εξαμηνιαίων οικονομικών εκθέσεων και λιγότερο αυστηρών τριμηνιαίων οικονομικών εκθέσεων για το πρώτο και το τρίτο τρίμηνο του οικονομικού έτους, η συνεχής πληροφόρηση για τις μεταβολές σε σημαντικές εταιρίες συμμετοχής κλπ.

Η οδηγία 2003/71/EK και η αναθεώρηση της οδηγίας αυτής με την **Οδηγία 2010/73/EE** έχει ως στόχο την εναρμόνιση των απαιτήσεων κατάρτισης, έγκρισης και διανομής του ενημερωτικού δελτίου κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση. Σύμφωνα με το δελτίο αυτό, η προσφορά τίτλων δεν περιορίζεται στην προσφορά σε οργανωμένη αγορά στη χώρα καταγωγής της εκδότριας εταιρίας και σε τυχόν ιδιωτικές τοποθετήσεις στους θεσμικούς επενδυτές άλλων κρατών μελών της Ε.Ε., αλλά περιλαμβάνει και την απευθείας εισαγωγή και προσφορά τίτλων μέσω οργανωμένων χρηματιστηρίων σε κεφαλαιαγορές άλλων χωρών, κρατών μελών ή και τρίτων χωρών (χώρες υποδοχής). Αυτό σημαίνει ότι από τη στιγμή που εγκρίνεται από την αρμόδια αρχή ενός μόνο κράτους μέλους το Ενημερωτικό Δελτίο θα είναι αποδεκτό σε όλα τα κράτη μέλη της Ε.Ε. με μόνη προϋπόθεση την κοινοποίησή του στην αρμόδια εποπτική αρχή του κράτους μέλους υποδοχής.

Β. Διαφάνεια των συναλλαγών που πραγματοποιούνται κατά τη διαπραγμάτευση μετοχών και ομολογιών στις κεφαλαιαγορές και την προστασία των επενδυτών, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 18-26, 27-30 και 44-47 της **Οδηγίας 2004/39/EK** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της Οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ»,

Γ. Αποφυγή πρακτικών που οδηγούν σε στρεβλώσεις των όρων λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, σύμφωνα με τις διατάξεις της **Οδηγίας 2003/6/EK** του Ευρωπαϊκού

Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)».

Οι καταχρήσεις της αγοράς αποτελούν τη μεγάλη απειλή για κάθε αγορά κεφαλαίου, ακόμη και αν η αγορά αυτή είναι απόλυτα ορθολογική και αυτό-ρυθμιζόμενη. Κατάχρηση της αγοράς είναι κάθε ενσυνείδητη δημιουργία ή αξιοποίηση τεχνητών τιμών για την απόσπαση κέρδους. Οι δυο κύριες μορφές κατάχρησης είναι η κατάχρηση ιδιωτικής πληροφόρησης και η χειραγώγηση των τιμών. Όπου υπάρχει επιδίωξη κέρδους εμφιλοχωρεί και το κίνητρο για αξιοποίηση τεχνητής τιμής και αποκομιδή μη οφειλόμενου κέρδους. Οι καταχρήσεις της αγοράς αποτελούν ιστορικό συστατικό της λειτουργίας των αγορών και διογκώνονται ακριβώς όταν οι αγορές παραδίδονται σε υπερβολικό ενθουσιασμό ή καταθλιπτικές υφέσεις (Kindleberger 1978). Αν δεν προέκυπτε κανένας άλλος λόγος για την ύπαρξη εποπτείας των αγορών, η καταστολή της κατάχρησης θα ήταν επαρκής αιτία για την παροχή εποπτικών υπηρεσιών. Στα μέσα της δεκαετίας του 1990 η Ελληνική νομοθεσία περιελάμβανε μια παλαιά ρύθμιση που βασιζόταν στο επίσης ανεπαρκές Ευρωπαϊκό κεντημένο. Η νομοθεσία αυτή όμως δεν τέθηκε ποτέ σε εφαρμογή και ουδείς είχε τιμωρηθεί για καταχρηστική συμπεριφορά στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, κατατρώγοντας έτσι το κύρος της κεφαλαιαγοράς. Η ανεπάρκεια αυτή φάνηκε καθαρά στη μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση του 2000 που βρήκε την πλειοψηφία των Ευρωπαϊκών αγορών ανέτοιμες.

Η εισαγωγή της ως άνω οδηγίας αποτέλεσε μεγάλο εκσυγχρονισμό του θεσμικού οπλοστασίου για την καταπολέμηση των καταχρήσεων αγοράς στην Ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίου. Το νέο πλαίσιο έχει ασφαλώς βελτιώσει την αξιοπιστία των Ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου. Βεβαίως η εφαρμογή της κατασταλτικής εποπτείας απαιτεί εγρήγορση, πόρους και ισχυρή πολιτική βούληση για την καταστολή της κατάχρησης της αγοράς με το νέο και πολύ αποτελεσματικό νομικό πλαίσιο, το οποίο από μόνο του δεν εγγυάται την επιτυχή αποφυγή καταχρήσεων. Με άλλα λόγια απαιτεί μια ενεργό και γρηγορούσα εποπτική αρχή.

Δ. Προστασία των δικαιωμάτων και συμφερόντων των επενδυτών σε εισηγμένες εταιρίες εν όψει εξαγοράς, σύμφωνα με τις διατάξεις της **Οδηγίας 2004/25/EK** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς»,

Ε. Ομοιόμορφη λογιστική απεικόνιση των συναλλαγών των εισηγμένων εταιριών, σύμφωνα με τις διατάξεις του Κανονισμού 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την εφαρμογή διεθνών λογιστικών προτύπων»,

ΣΤ. Ορθός εξωτερικός έλεγχος των εισηγμένων εταιριών, σύμφωνα με τις διατάξεις :

- της **Οδηγίας 2006/43/ΕΚ** του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των Οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου και για την κατάργηση της Οδηγίας 84/253/ΕΟΚ του Συμβουλίου,
- της **Σύστασης 2002/590/ΕΚ** της Επιτροπής για την ανεξαρτησία του ορκωτού ελεγκτή στην Ε.Ε. : θεμελιώδεις αρχές, και
- της **Σύστασης 2001/256/ΕΚ** της Επιτροπής σχετικά με τη διασφάλιση της ποιότητας του υποχρεωτικού λογιστικού ελέγχου στην Ε.Ε.- Ελάχιστες υποχρεώσεις.

4. Ικανοποίηση τέταρτου αιτήματος : Οδηγία 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών».

Με την εν λόγω Οδηγία επεβλήθη στα κράτη μέλη η υποχρέωση να θεσπίσουν στην επικράτειά τους ένα ή περισσότερα ρητά συστήματα αποζημίωσης επενδύσεων στα οποία να είναι υποχρεωτική η συμμετοχή τόσο των επιχειρήσεων επενδύσεων όσο και των πιστωτικών ιδρυμάτων, εφόσον παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες.

Σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας, το σύστημα αποζημίωσης επενδυτών ενεργοποιείται εφόσον συντρέχει μια από τις ακόλουθες προϋποθέσεις :

- είτε οι αρμόδιες αρχές έχουν διαπιστώσει ότι μια επιχείρηση επενδύσεων δε φαίνεται προς το παρόν ικανή να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από απαιτήσεις επενδυτών για λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική της κατάσταση και δεν προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανή στο προσεχές μέλλον,
- είτε μια δικαστική αρχή, βασιζόμενη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης επενδύσεων, εκδώσει απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας των επενδυτών να επιδιώξουν την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους έναντι της εν λόγω επιχείρησης επενδύσεων.

Με την εν λόγω Οδηγία καθιερώθηκε, επίσης, η ελάχιστη εναρμόνιση ορισμένων από τους βασικούς όρους (στη βάση της αρχής της μερικής εναρμόνισης) που διέπουν τη λειτουργία των συστημάτων αποζημίωσης επενδυτών, όπως :

- η έκταση και το ύψος κάλυψης,
- η διαδικασία αποζημίωσης των καλυπτομένων επενδυτών,
- η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, και
- οι συνέπειες σε περίπτωση παραβίασης των διατάξεών της.

Καθιερώθηκε, τέλος, και η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης από τα κράτη μέλη των συστημάτων αποζημίωσης επενδυτών, με αποτέλεσμα το σύστημα του κράτους μέλους καταγωγής μιας επιχείρησης επενδύσεων ή ενός πιστωτικού ιδρύματος να καλύπτει και τους επενδυτές τους σε άλλα κράτη μέλη όπου αυτές ή αυτά λειτουργούν μέσω υποκαταστημάτων.

2.2.1.1. Η Οδηγία MIFID (MARKET IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE)

Η MiFID αποτέλεσε το σημαντικότερο ίσως μέτρο που υιοθετήθηκε στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (FSAP) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε ό,τι αφορά την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Χωρίς να υποτιμάται στο ελάχιστο η σημασία των υπολοίπων μέτρων που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του FSAP στον τομέα των κεφαλαιαγορών, η σημασία της MiFID είναι καθοριστική στο μέτρο που επηρεάζει ταυτόχρονα τις τρεις θεμελιώδεις παραμέτρους της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών :

- τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες,
- τους επενδυτές, και
- τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η εν λόγω οδηγία υιοθετήθηκε σύμφωνα με τη διαδικασία που καθιέρωσε η Επιτροπή Σοφών που συστάθηκε το 2000 υπό την προεδρεία του Alexandre Lamfalussy. Η έκδοση της οδηγίας 2004/39/EK υιοθετήθηκε από την Ελλάδα με το νόμο 3606/17.08.2007 με έναρξη ισχύος την 1^η Νοεμβρίου 2007, ενώ το 2011 οι διατάξεις της οδηγίας αυτής, ενόψει της οικονομικής κρίσης τροποποιούνται.

Η MiFID εφαρμόζεται στο σύνολο σχεδόν των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων, δηλαδή σε όλα τα πιστωτικά ιδρύματα, στις Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, στις οργανωμένες αγορές, στους διαχειριστές αγοράς και στις εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης. Ειδικές διατάξεις ισχύουν επίσης για τα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές μη κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων που ασκούν δραστηριότητα στα κράτη – μέλη.

Με τη MiFID επήλθαν τέσσερις μείζονες αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών στα κράτη – μέλη της Κοινότητας :

- I. Διευρύνθηκε το φάσμα τόσο των επενδυτικών υπηρεσιών και επενδυτικών δραστηριοτήτων που απολαμβάνουν αμοιβαίας αναγνώρισης, όσο και των χρηματοπιστωτικών μέσων η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών επί των οποίων επιτρέπει την αμοιβαία αναγνώριση. Ειδικότερα καθιερώθηκαν δυο νέες επενδυτικές υπηρεσίες, επιπροσθέτως των ήδη υφιστάμενων, της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της εκμετάλλευσης Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης. Ταυτόχρονα στην έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων εντάχθηκαν τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων και τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση πιστωτικού κινδύνου.
- II. Καταργήθηκε ο κανόνας της συγκέντρωσης των συναλλαγών σε οργανωμένη αγορά και καθιερώθηκαν κανόνες αναφορικά με :
 - τις ρυθμιζόμενες αγορές ,
 - τους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, και
 - τη συστηματική εσωτερικοποίηση που λαμβάνει χώρα μέσω πιστωτικού ιδρύματος ή επιχείρησης επενδύσεων.

Όπως επισημαίνεται από την Επιτροπή, ένας από τους στόχους της MiFID ήταν η θέσπιση ενός συνολικού ρυθμιστικού καθεστώτος που να διέπει την εκτέλεση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων ώστε να εξασφαλιστεί υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών των επενδυτών και να διασφαλιστεί η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.

Για τα χρηματιστήρια, η κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης συνεπάγεται ιδίως :

- την είσοδο νέων παικτών και την ενεργοποίηση ευρύτερων συνεργασιών
- τη μείωση των τιμών, και
- την ενοποίηση αγορών για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας.

Για τα πιστωτικά ιδρύματα, η κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης, μεταξύ άλλων :

- δίνει τη δυνατότητα παροχής της υπηρεσίας Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης και ευρείας χρήσης της συστηματικής ή μη εσωτερικοποίησης, και
- παρέχει τη δυνατότητα διεύρυνσης των προσφερόμενων υπηρεσιών (π.χ. συμβουλευτικών και άλλων).

III. Με τη MiFID επιβλήθηκαν, επίσης, επιπρόσθετες υποχρεώσεις αναφορικά με :

- τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες,
- τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας που πρέπει να τηρούνται κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβανομένης της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών πελατών, και
- τις απαιτήσεις διαφάνειας των συναλλαγών που διενεργούνται.

IV. Τέλος, ιδιαίτερα σημαντική είναι επίσης η διάκριση που καθιερώθηκε με τη MiFID μεταξύ :

- ιδιωτών επενδυτών (στους οποίους παρέχεται απόλυτη προστασία),
- επαγγελματιών επενδυτών (στους οποίους παρέχεται περιορισμένη προστασία), και
- επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων (στους οποίους δεν παρέχεται καμία σχεδόν προστασία).

Το επενδυτικό τοπίο στη MiFID εποχή είναι διεθνές και ανήκει σε όσους κινηθούν με στρατηγική, ταχύτητα και ισχυρές συνεργασίες, παρέχοντας τις ζητούμενες ποιοτικές και διαφανείς υπηρεσίες στους επενδυτές.

Όλα τα κράτη μέλη αντιμετωπίζουν την ίδια πρόκληση όσον αφορά στην εφαρμογή της MiFID, ενέχει όμως διαφορετικές δυσκολίες για κάθε κράτος, λόγω του διαφορετικού βαθμού χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης ή διαφορών στο νομικό πλαίσιο. Η MiFID επιτρέπει κάποιο μικρό βαθμό ευελιξίας, τόσο ώστε να μη διακυβεύονται οι κανόνες του ενιαίου πλαισίου της αγοράς. Τα κράτη – μέλη μπορούν να επιβάλλουν πρόσθετες απαιτήσεις μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις για την προστασία των καταναλωτών και της ακεραιότητας της αγοράς.

Τα σύγχρονα πιστωτικά ιδρύματα παρέχουν υπηρεσίες και προϊόντα που αποκλίνουν αρκετά από την παραδοσιακή τραπεζική και εκτείνονται σε ένα φάσμα που εμπεριέχει όλα τα σύγχρονα προϊόντα που διαπραγματεύονται στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Επομένως, οι τράπεζες δραστηριοποιούνται ως τράπεζες και ως χρηματιστηριακές

εταιρίες, ρόλοι που θέτουν θέματα εναρμονισμένης αντιμετώπισης και αποφυγής διπλών ελέγχων μεταξύ των εποπτικών αρχών. Στην Ελλάδα το πλαίσιο συνεργασίας της Τράπεζας της Ελλάδος με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προσπαθεί να περιορίσει στο ελάχιστο τέτοιου είδους προβλήματα που μπορεί να ανακύψουν με σκοπό να ελαφρύνει το κόστος για τις τράπεζες αλλά και το βάρος που φέρουν οι εποπτικές αρχές ενώ ταυτόχρονα επιδιώκει την ίση μεταχείριση μεταξύ των πελατών των ΑΧΕ και των τραπεζών.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι οι επιδράσεις της Οδηγίας είναι πολλαπλές και αφορούν το σύνολο της λειτουργίας των αγορών και των χρηματιστηριακών ιδρυμάτων. Επηρεάστηκε η στρατηγική και το λειτουργικό μοντέλο τους, οδηγώντας σε αναδιοργάνωση και αναμόρφωση των πολιτικών και των διαδικασιών τους και απαιτείται πλέον η χρήση πρόσθετων, εξειδικευμένων συστημάτων. Επιπλέον, η αποτελεσματική εφαρμογή της οδηγίας απαιτεί τη συστηματική και ενδελεχή ενημέρωση και εκπαίδευση του προσωπικού με τελικό στόχο την αλλαγή κουλτούρας και νοοτροπίας, όσον αφορά τη σχέση με τους πελάτες και την παροχή επενδυτικών συμβουλευτικών υπηρεσιών.

Η οδηγία αυτή προσπαθεί να πετύχει, ανάμεσα σε άλλα, προστασία των επενδυτών, διαφάνεια των συναλλαγών αλλά και ενίσχυση του ανταγωνισμού όσον αφορά τον τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Στην Ελλάδα η ανάγκη να προσφέρεται στους επενδυτές πλήρης και αναλυτική πληροφόρηση από τις τράπεζες είναι εντονότερη λόγω μιας σειράς ιδιαιτεροτήτων της ελληνικής αγοράς. Οι περισσότεροι επενδυτές δεν έχουν μακρά εμπειρία. Τα τελευταία χρόνια η Ελλάδα δεν είχε γνωρίσει ύφεση ή σημαντική χειροτέρευση του οικονομικού κλίματος, έτσι λείπει η εμπειρία για τη συμπεριφορά των επενδυτών κάτω από αντίξοες συνθήκες και για το λόγο αυτό είναι πολύ δύσκολο να προσαρμόσουν τις κινήσεις τους στην τρέχουσα κρίση. Σύμφωνα με τη MiFID, η εταιρία που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες θα πρέπει να χαρακτηρίσει τον πελάτη, κατά πόσο δηλαδή είναι εξοικειωμένος και γνώστης γύρω από επενδυτικά προϊόντα που ενέχουν κινδύνους, όπως είναι οι μετοχές, ομόλογα, δομημένα ή όχι. Στη δεύτερη περίπτωση, όταν δηλαδή ο πελάτης είναι «καινούριος», θα πρέπει να τον προστατεύσει από ενδεχόμενους κινδύνους και να του παρουσιάσει όλες τις παραμέτρους και τα πιθανά κακά «σενάρια» γύρω από το προϊόν που έχει επιλέξει. Και το κυριότερο είναι να τον ενημερώσει χωρίς όμως να του δώσει συμβουλές.

Με την οδηγία αυτή προέκυψε μια «κωδικοποίηση» της ελληνικής νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, πλήρως εναρμονισμένη στο ευρωπαϊκό δίκαιο. Η MiFID είναι οδηγία «μέγιστης εναρμόνισης», δηλαδή τα κράτη – μέλη δεν μπορούν να υιοθετήσουν αυστηρότερες διατάξεις στα περισσότερα από τα θέματα που ρυθμίζει. Με τις ρυθμίσεις αυτές η λειτουργία του χρηματοοικονομικού τομέα επηρεάζεται θετικά αφού η οδηγία θέτει ίσους όρους ανταγωνισμού και προστατεύει καλύτερα τους επενδυτές και τις αγορές.

Ως πλεονέκτημα της ως άνω οδηγίας θα μπορούσε να αναφερθεί ο μεγάλος βαθμός εναρμόνισης σε ότι αφορά το καθεστώς που διέπει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι παρά την επιβολή ιδιαίτερα διεξοδικών κανόνων στα ως άνω πεδία, μεγάλος αριθμός διατάξεων περιέχει αόριστες έννοιες, με αποτέλεσμα την έλλειψη συχνά σαφήνειας ως προς την ακριβή υποχρέωση που πρέπει να τηρήσει η επιχείρηση. Παράλληλα, σε ότι αφορά ειδικά τις απαιτήσεις διαφάνειας, το νέο πλαίσιο παρέχει σημαντικές διακριτικές ευχέρειες στα κράτη – μέλη με αποτέλεσμα τον κίνδυνο διαφοροποιημένης τελικά εφαρμογής τους.

Με την εν λόγω οδηγία, ο στόχος της ενιαίας αγοράς εξυπηρετείται καλά. Εάν εξυπηρετείται στον ίδιο βαθμό η ανάγκη προστασίας των επενδυτών είναι συζητήσιμο. Μόνη η ενσωμάτωση της Οδηγίας με το Ν. 3606/2007 δεν εκπληρώνει το σκοπό της. Η Ελλάδα, ως Κράτος – μέλος, έχει την ελευθερία επιλογής του τύπου και των κατάλληλων μέσων για την επίτευξη του αποτελέσματος της Οδηγίας. Αλλά, στα πλαίσια της ελευθερίας αυτής, έχει την υποχρέωση επιλογής τύπου και μέσων, που είναι τα πλέον κατάλληλα για τη διασφάλιση της πρακτικής αποτελεσματικότητας της Οδηγίας. Συνεπώς η ενσωμάτωση της Θεμελιώδους Οδηγίας πρέπει να συνοδεύεται από ειδική νομοθέτηση ειδικών διατάξεων αστικής και δικονομικής προστασίας. Αλλά περαιτέρω, μια σε βάθος προστασία των επενδυτών απαιτεί ενοποίηση των αστικών διατάξεων. Απαιτεί έναν Ευρωπαϊκό Αστικό Κώδικα, έναν Ευρωπαϊκό Κώδικα Πολιτικής Δικονομίας. Εφόσον με την οικονομία παγκοσμιοποιείται και το δίκαιο, οι κοινοί κώδικες στην ΕΕ είναι η φυσική κατάληξη. Με το να βασίζεται κάθε Κράτος – Μέλος στον εθνικό του ΑΚ και ΚΠολΔ, ελλοχεύει ο κίνδυνος αποκλίσεων στο επίπεδο προστασίας. Για παράδειγμα σε ένα Κράτος – Μέλος μπορεί να προβλέπεται ομαδική αγωγή αποζημίωσης λόγω παραβίασης της υποχρέωσης αντικειμενικής παροχής ενώ σε άλλο να προβλέπεται ατομική αποζημίωση. Πάρα ταύτα, στην παρούσα φάση, η ισχυροποίηση της προστασίας, είναι ό,τι θετικότερο για το αδύναμο συμβαλλόμενο μέρος. Είναι δε βέβαιο ότι η προστασία αυτή θα εξελιχθεί

στο ανώτατο νομολογιακό επίπεδο του ΔΕΚ κατά τέτοιο τρόπο, που θα οδηγήσει σταδιακά στην καθιέρωση ενιαίων αστικών κανόνων.

2.3 Ευρωπαϊκό και διεθνές δίκαιο

Αιτία ίδρυσης της Ε.Ε. είναι η παγκοσμιοποίηση της αγοράς. Συνέπεια της παγκοσμιοποίησης της αγοράς είναι η παγκοσμιοποίηση του δικαίου. Πυρήνας του υπερκρατικού κοινοτικού δικαίου είναι η δημιουργία ενιαίας αγοράς.

Η διαδικασία της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης στην Κοινότητα έχει ακολουθήσει αυτόνομη πορεία με βάση τους στόχους που επιδιώκονται και τις πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί από τα κοινοτικά όργανα. Εν τούτοις, το περιεχόμενο των διατάξεων ενός σημαντικού υποσυνόλου των νομικών πράξεων που συνθέτουν το παράγωγο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο έχει διαμορφωθεί, σε πολλούς από τους κλάδους του, κάτω από την επίδραση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού δικαίου. Πρόκειται για τους κανόνες αυστηρού και ήπιου δικαίου που έχουν εκδοθεί κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου από διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς, διεθνή forums και ιδιωτικές επαγγελματικές ενώσεις στο πλαίσιο της νέας διεθνούς αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος με στόχο την ικανοποίηση των αιτημάτων πολιτικής που αφορούν το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, τα οποία είναι σχεδόν πανομοιότυπα εκείνων που διέπουν τον ενιαίο χρηματοπιστωτικό χώρο.

Το ευρωπαϊκό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς έχει επηρεαστεί από το έργο των ακολούθων διεθνών οργανισμών και forums :

- Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου (διεθνές εμπόριο επενδυτικών υπηρεσιών – σχέσεις με τρίτες χώρες),
- Διεθνή Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) (εποπτεία αγορών και διαμεσολαβούντων),
- Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (εταιρική διακυβέρνηση),
- Επιτροπή Συστημάτων Πληρωμών και Διακανονισμού (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) (εκκαθάριση και διακανονισμός τίτλων),

- Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία (Basel Committee on Banking supervision) (κεφαλαιακή επάρκεια),
- Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board, IASB) (διεθνή λογιστικά πρότυπα για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές),
- Διεθνής Ομοσπονδία Λογιστών (International Federation of Accountants, IFAC) (διεθνή ελεγκτικά πρότυπα για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές).

Η παγκοσμιοποίηση των κεφαλαιαγορών απαιτεί συμβατότητα των ρυθμιστικών κανόνων για να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών και τον έλεγχο του κινδύνου τους. Ωστόσο, συνυπάρχει μαζί με τη ρύθμιση των κεφαλαιαγορών σε εθνικό επίπεδο, κάτω από τις ιδιαιτερότητες του νομοθετικού πλαισίου κάθε χώρας και την ιδιοσυγκρασία της κάθε κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα, συχνά, τη μη συμβατότητα των κανόνων ρύθμισης και την αύξηση της δυσκολίας παρακολούθησης και ελέγχου των κινδύνων που συνοδεύουν τη λειτουργία τους. Επιπλέον, η μη συμβατότητα των κανόνων ρύθμισης μπορεί να οδηγήσει σε προβλήματα ρυθμιστικής εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (regulatory arbitrage), αλλά και σε υψηλό κόστος λειτουργίας των κεφαλαιαγορών. Ταυτόχρονα, αυξάνει τον κίνδυνό τους και μειώνει την αποτελεσματική κατανομή κεφαλαίων στις διάφορες οικονομίες. Μια πρώτη ερμηνεία των παραπάνω οδηγεί αβίαστα στο συμπέρασμα ότι η εναρμόνιση των κανόνων των εθνικών εποπτικών αρχών είναι απαραίτητη για να διασφαλίσει τα οφέλη από την παγκοσμιοποίηση των αγορών.

Πράγματι, οι διεθνείς κεφαλαιαγορές έχουν προχωρήσει στην εναρμόνιση ρυθμιστικών κανόνων τους και εποπτικών διαδικασιών τους σε μεγάλο βαθμό. Για παράδειγμα, πολλές χώρες έχουν τροποποιήσει τη σχετική νομοθεσία τους αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση, ώστε να είναι εναρμονισμένη και συμβατή σε ένα κεφαλαιοποιητικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Συγχρόνως, εναρμόνιση κανόνων έχουμε και κάτω από την αιγίδα διεθνών ινστιτούτων και οργανισμών, όπως για παράδειγμα το 2005 που τα κράτη – μέλη της Ε.Ε. υιοθέτησαν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (IAS). Η Ε.Ε. στοχεύει στη δημιουργία μιας πλήρως απελευθερωμένης κοινής χρηματοοικονομικής αγοράς, η οποία θα συμβιβάζεται με το νομοθετικό πλέγμα και τις δομές εταιρικής διακυβέρνησης κάθε χώρας – μέλους, υποχρεώνοντας κάθε χώρα να προχωρήσει σε αμοιβαία αναγνώριση των εθνικών νόμων κάτω από την προϋπόθεση της αποδοχής κοινών αρχών.

Η εναρμόνιση των ρυθμιστικών κανόνων αποκλειστικά δεν μπορεί να επιτευχθεί, τόσο σε τεχνικό όσο και σε λειτουργικό επίπεδο. Εάν σε τεχνικό επίπεδο είναι προφανές, λόγω της έντονης διαφοροποίησης των εθνικών αγορών, σε λειτουργικό επίπεδο είναι κατανοητό διότι θα δημιουργηθεί ένα δύσκαμπτο ρυθμιστικό σύστημα και δυσκίνητο στην προσαρμογή των μεταβολών των κεφαλαιαγορών. Η εναρμόνιση των κανόνων και πρακτικών των ρυθμιστικών αρχών είναι ακόμη δυσκολότερη στο επίπεδο της εφαρμογής των ρυθμιστικών αρχών, όπου κάθε χώρα επιθυμεί την αυτονομία της και, δε θα επέτρεπε την εφαρμογή των κανόνων ρύθμισης σε μια κοινή παγκόσμια αρχή.

2.4. Επιτροπές κεφαλαιαγοράς και Ε.Ε.

Τον Ιούνιο του 2001, στα πλαίσια της προσπάθειας ενοποίησης των αγορών, συγκροτήθηκε η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (Committee of European Securities Regulators – CESR).

Η CESR, διάδοχος της FESCO, θεσμοθετημένο όργανο και ανεξάρτητη αρχή της Ε.Ε., ήταν το όραμα της τελικής έκθεσης της ομάδας των Σοφών για τη ρύθμιση των Ευρωπαϊκών Αγορών επί κινητών αξιών.

Σκοποί της CESR είναι α) να βελτιώσει το συντονισμό μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς, β) να δράσει ως σύμβουλος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ιδιαίτερα στη προετοιμασία σχεδίων μέτρων υλοποίησης που αφορούν στον τομέα κινητών αξιών, γ) να εργασθεί για τη διασφάλιση περισσότερο συνεπούς και έγκαιρης εφαρμογής της κοινοτικής νομοθεσίας στα κράτη – μέλη, δ) να αναπτύσσει, επιβλέπει και συντηρεί αποτελεσματικό μηχανισμό παρακολούθησης των αγορών, διασυνοριακής επικοινωνίας και ανταλλαγής εμπιστευτικών πληροφοριών. Γενικότερα, η CESR επιδιώκει να προωθεί το συντονισμό και τις συνεργασίες για τη διερεύνηση παραβατικών συμπεριφορών, να θέτει σε εφαρμογή και να φροντίζει για την αποτελεσματική λειτουργία ενός ενεργού δικτύου εποπτικών μηχανισμών με ευρωπαϊκή εμβέλεια, μέσω του οποίου μπορούν οι εθνικές εποπτικές αρχές να διεθνοποιούν τις δράσεις τους.

Οι εθνικές εποπτικές αρχές που συμμετέχουν στη CESR συναποτελούν «δίκτυο συνεργαζομένων αρχών», μέρος του οποίου είναι και η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τα μέλη της CESR ορίζονται από τα κράτη – μέλη της Ε.Ε. και είναι οι

επικεφαλείς των εθνικών δημόσιων αρχών που είναι αρμόδιες για την εποπτεία της αγοράς κινητών αξιών.

Σημαντικότατο ρόλο στην όλη αυτή προσπάθεια διαδραματίζει και η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority – ESMA). Η ESMA είναι μία ανεξάρτητη Αρχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης που συμβάλει στη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξασφαλίζοντας την ακεραιότητα, τη διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την εύρυθμη λειτουργία των αγορών κινητών αξιών, καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, η ESMA ενισχύει τη συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς, και μεταξύ των διαφόρων χρηματοπιστωτικών τομέων συνεργαζόμενη στενά με τις άλλες Ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές στον Τραπεζικό τομέα (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών-European Banking Authority) και τον τομέα των ασφαλιστικών εταιρειών (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων-European Insurance and Occupational Pensions Authority).

Η ESMA λογοδοτεί στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (το οποίο απαρτίζεται από τους Υπουργούς Οικονομικών κάθε κράτους-μέλους). Ο ρόλος της ESMA είναι να ενεργεί ως Εποπτική Αρχή εντός του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας βοηθώντας στη θέσπιση των τεχνικών λεπτομερειών της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας για τις κινητές αξίες και στην εξασφάλιση μεγαλύτερης συνέπειας στην καθημερινή εφαρμογή της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας και της συνεργασίας μεταξύ των μελών της. Ο ρόλος της δεν είναι η απευθείας ανάληψη της εποπτείας των αγορών, εκτός από την περίπτωση των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (CRAs), αλλά η βοήθεια στην ανάπτυξη του πλαισίου που εξασφαλίζει ότι ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνει ο επενδυτής είναι ευρέως παρόμοιος σε όλη την Ευρώπη.

Τέλος, δραστήριο μέλος στη θωράκιση και εποπτεία των Κεφαλαιαγορών παίζει ο Διεθνής Οργανισμός Εποπτικών Αρχών της Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions – IOSCO).

Η IOSCO είναι ένα διεθνές forum όπου 174 εποπτικές αρχές κεφαλαιαγοράς επεξεργάζονται αρχές και πρότυπα για την άσκηση των εποπτικών τους καθηκόντων.

Ειδικότερα, τα μέλη της IOSCO έχουν αποφασίσει μέσω της συμμετοχής τους στα όργανα της IOSCO τα ακόλουθα:

- τη μεταξύ τους συνεργασία με σκοπό την καθιέρωση υψηλών προτύπων εποπτείας προκειμένου να διατηρηθούν δίκαιες, αποτελεσματικές και ισχυρές αγορές κεφαλαίου.
- την ανταλλαγή πληροφοριών με σκοπό την ανάπτυξη των εγχώριων αγορών.
- την ένωση των προσπαθειών τους για τη δημιουργία προτύπων και την αποτελεσματική εποπτεία των διεθνών συναλλαγών επί κινητών αξιών
- την παροχή αμοιβαίας βοήθειας για την προώθηση της ακεραιότητας των αγορών μέσω της ακριβούς εφαρμογής προτύπων και της αποτελεσματικής επιβολής ποινών έναντι των αδικημάτων.

Τα μέλη της IOSCO συνέρχονται κάθε χρόνο κατά τη διάρκεια της Ετήσιας Συνόδου για να συζητήσουν ουσιώδη θέματα σχετικά με τις παγκόσμιες αγορές κινητών αξιών και παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συμμετέχει ενεργά ως τακτικό μέλος στις Ετήσιες Συνόδους του Οργανισμού.

Το 2002 η IOSCO, στο πλαίσιο της ετήσιας συνόδου, θέτει σε εφαρμογή «το πολυμελές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO». Το πρωτόκολλο αυτό θέτει ένα νέο διεθνές κριτήριο αξιολόγησης της συνεργασίας, που είναι κρίσιμο για την αντιμετώπιση των παραβάσεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Αποτελεί δέσμευση των μελών της IOSCO να υιοθετήσουν ικανά και αποτελεσματικά μέτρα για την ανταλλαγή πληροφοριών για να καταπολεμήσουν την παραβατική συμπεριφορά, περιλαμβανομένων και των περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς και οικονομικής απάτης. Προβλέπει την ανταλλαγή των αναγκαίων πληροφοριών για τη διεξαγωγή ελέγχων σε διασυνοριακή βάση αναφορικά με την καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων και τον προσδιορισμό της ταυτότητας πελατών, εταιριών και αρχείων. Παρέχει, επίσης, τη δυνατότητα στις εθνικές εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς να χρησιμοποιήσουν τις πληροφορίες αυτές με σκοπό τον έλεγχο συμμόρφωσης των εποπτευομένων φορέων προς τους κανόνες. Οι υποψήφιοι συμβαλλόμενοι, προκειμένου να υπογράψουν το πρωτόκολλο αυτό, πρέπει να υποβληθούν σε αυστηρή διαδικασία αξιολόγησης με σκοπό την επιβεβαίωση της ικανότητάς τους να συνεργαστούν με βάση τους όρους του πολυμερούς πρωτοκόλλου συνεργασίας. Με σκοπό παρακολούθηση της συμμόρφωσης των συμβαλλόμενων μερών με τους όρους του πρωτοκόλλου, συστήθηκε ομάδα παρακολούθησης, που περιλαμβάνει εκπροσώπους των

συμβαλλόμενων μερών του πρωτοκόλλου. Η Ελλάδα και η ελληνική επιτροπή κεφαλαιαγοράς το 2002 υπέβαλε αίτηση στην ομάδα αξιολόγησης της IOSCO, η οποία έγινε δεκτή και προσυπεγράφη το πολυμελές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO.

Τέλος, στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να τονιστεί ότι, παρά το ότι σημαντικός αριθμός εποπτικών αρχών της κεφαλαιαγοράς έχει ήδη προχωρήσει σε διμερείς συμφωνίες κατά την τελευταία δεκαετία, το πολυμελές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO αποτελεί την πρώτη συμφωνία ανταλλαγής πληροφοριών σε ισότιμη βάση.

Κεφάλαιο 3 : Βασιλεία

3.1 Η Επιτροπή της Βασιλείας

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision) ⁹, η οποία ονομάζεται και «Επιτροπή της Βασιλείας», ιδρύθηκε το 1974 με τη συμμετοχή 13 χωρών (Βέλγιο, Καναδάς, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Ισπανία, Σουηδία, Ελβετία, Ηνωμένο Βασίλειο και Η.Π.Α.) και αποτελείται από εκπροσώπους κεντρικών τραπεζών και άλλων εποπτικών αρχών. Η Επιτροπή της Βασιλείας εδρεύει και συνεδριάζει κάθε τρεις μήνες στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements), η οποία της παρέχει και γραμματειακή υποστήριξη. Η Επιτροπή της Βασιλείας δεν αποτελεί κάποιο είδος διακυβερνητικού οργανισμού, αλλά μια οργάνωση – forum χωρίς νομική προσωπικότητα και εξουσία.

Το έργο της Επιτροπής αποβλέπει κυρίως στη διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και στη διαμόρφωση ισοδύναμων όρων ανταγωνισμού και στο πλαίσιο αυτό γίνεται μακροσκελής αναφορά σε αυτήν στην παρούσα εργασία. Η Επιτροπή (The Committee) διατυπώνει ευρέα εποπτικά πρότυπα και κατευθύνσεις και προτείνει βέλτιστες πρακτικές, με την προσδοκία ότι οι επιμέρους εποπτικές αρχές θα λάβουν μέτρα για την εφαρμογή τους μέσω θεσμικών ή άλλων προσαρμογών, οι οποίες ενδείκνυνται για τα θεσμικά τους συστήματα.

Επιπλέον, δεν έχει τη μορφή υπερεθνικής εποπτικής αρχής και τα συμπεράσματά της δεν έχουν δεσμευτική νομική ισχύ. Παρέχει εκτεταμένες κατευθυντήριες γραμμές που οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας μπορούν να χρησιμοποιήσουν ώστε να καθορίσουν τις ρυθμιστικές πολιτικές που εφαρμόζουν.

Μολονότι οι κανόνες που θεσπίζει η Επιτροπή της Βασιλείας δεν έχουν νομικά εξαναγκαστικό χαρακτήρα, η επιρροή του έργου της είναι ιδιαίτερα σημαντική και εκτός

⁹ <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>

του κύκλου των νομισματικών και εποπτικών αρχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή τους.
Ειδικότερα :

- ❖ Μεγάλο τμήμα του έργου της έχει υιοθετηθεί από τις εποπτικές αρχές πολλών κρατών που δε συμμετέχουν στη σύνθεσή της.
- ❖ Το έργο της έχει καθοριστική επίδραση στη διαμόρφωση του κανονιστικού πλαισίου που αφορά την προληπτική εποπτεία των τραπεζών στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά και κατεξοχήν στη θεματική της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών.

Συγκεκριμένα, τόσο το αρχικό πλαίσιο όσο και το πλαίσιο που καθιερώθηκε με το νέο Σύμφωνο, έχει, με ελάχιστες εξαιρέσεις, ενσωματωθεί πλήρως στην κοινοτική νομοθεσία.

3.2 Από τη Συμφωνία της Βασιλείας I στη Συνθήκη της Βασιλείας III

Η πρακτική της Διαχείρισης Κινδύνων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξελίχθηκε ταχύτατα από το τέλος της δεκαετίας του 1970 ως σήμερα. Οι σημαντικοί λόγοι που έγινε κάτι τέτοιο ήταν κυρίως η απελευθέρωση των αγορών, η αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των κεφαλαίων, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την εισαγωγή των παραγώγων, καθώς επίσης και τη χρήση της τεχνολογίας σε επίπεδο συναλλαγών αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης κεφαλαίων. Ο βασικός παράγοντας για την προώθηση και την ανάπτυξη της πρακτικής Διαχείρισης Κινδύνων ήταν οι ανάγκες που δημιουργήθηκαν από το συνεχώς εξελισσόμενο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, καθώς επίσης και από τις πιέσεις που ασκήθηκαν σε εποπτικό επίπεδο από τις εθνικές αρχές λόγω των προβλημάτων και της αστάθειας εκείνης της εποχής.

Η Διαχείριση Κινδύνων στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα ακολούθησε με καθυστέρηση αυτές τις εξελίξεις παγκοσμίως. Η αύξηση των πτωχεύσεων στα τραπεζικά ιδρύματα κυρίως τη δεκαετία του 1970 οδήγησε τις αρχές να εισάγουν θεσμούς και κανόνες σχετικά με την Κεφαλαιακή Επάρκεια. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου προήλθαν κυρίως από την έλλειψη σωστής διαχείρισης του δανειακού χαρτοφυλακίου των ιδρυμάτων. Η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη μεταβλητότητα στις παραμέτρους της αγοράς και του συναλλάγματος και ιδιαίτερα στα επιτόκια, με αποτέλεσμα αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Με αφορμή τη νέα χρηματοοικονομική κατάσταση οι εποπτικές

αρχές επέκτειναν τους ήδη υπάρχοντες κανόνες και θέσπισαν νέους δίνοντας περισσότερο έμφαση στην εφαρμογή των Κεφαλαιακών Απαιτήσεων και στον Κίνδυνο Αγοράς με την επιβολή του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας.

Είναι γνωστό ότι ο βασικός τρόπος αντιμετώπισης κινδύνου σε χαρτοφυλάκιο είναι η διαφοροποίησή του. Παραδείγματος χάριν, ο κίνδυνος αγοράς σε ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από 2 μετοχές δεν ισούται με το άθροισμα των κινδύνων αγοράς των 2 μετοχών. Οι εποπτικές αρχές πρέπει, επομένως, να επιτρέψουν το συμψηφισμό θέσεων σε αξιόγραφα με υψηλή αρνητική συσχέτιση ώστε να αναγνωρίζουν τη βασική τεχνική αντιστάθμισης κινδύνου. Σε αυτήν την κατεύθυνση κινήθηκε το Σύμφωνο της Επιτροπής της Βασιλείας το 1996 επιτρέποντας στα πιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εσωτερικά μοντέλα βασισμένα στη μεθοδολογία της Μέγιστης Δυνητικής Ζημίας. Η μέθοδος αυτή μας δίνει αποτελέσματα που αφορούν τον υπολογισμό του Κινδύνου Αγοράς ενός χαρτοφυλακίου και των συνεπαγόμενων Κεφαλαιακών Απαιτήσεων. Η συνθήκη αυτή έγινε νόμος στις περισσότερες Ευρωπαϊκές χώρες τον Ιούνιο του 1998, ενώ στην Ελλάδα ψηφίστηκε αργότερα.

Τον Ιούλιο του 1988, μετά από μια μακρά περίοδο διαβουλεύσεων, η Επιτροπή της Βασιλείας δημοσίευσε το Σύμφωνο της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια με τίτλο Basel I. Το Σύμφωνο αυτό αφορούσε τη διεθνή εναρμόνιση των κανόνων της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο σημαντικότερος παράγοντας για τη Διαχείριση Κινδύνων που τέθηκε από τις Εποπτικές Αρχές είναι η Κεφαλαιακή Επάρκεια, που στοχεύει να θέσει ελάχιστο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων που πρέπει να έχει κάθε πιστωτικό ίδρυμα σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι το Σύμφωνο της Βασιλείας επέβαλλε ένα ελάχιστο ενιαίο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, 8%, και εναρμόνισε για πρώτη φορά το διεθνές εποπτικό σύστημα.

Τα αποτελέσματα από την επιβολή των κανόνων του Συμφώνου ήταν σημαντικά και δεν άργησαν να φανούν στον τραπεζικό τομέα με την αύξηση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων καθώς επίσης και με τη δημιουργία εποπτικών συνθηκών ισότιμου ανταγωνισμού. Παρ' όλα αυτά όμως, με τις νέες εξελίξεις ήταν απαραίτητη η αναθεώρησή του. Σημαντικές χρηματοοικονομικές εξελίξεις περιόρισαν την αποτελεσματικότητά του, καθώς ουσιαστικά βασιζόταν σε μια όχι και τόσο ευέλικτη μεθοδολογία σταθμίσεων

πιστωτικού κινδύνου, ενώ παράλληλα κάνει την εμφάνισή του και ένας άλλος τύπος κινδύνου που πρέπει να αντιμετωπιστεί, ο λειτουργικός κίνδυνος.

Τα κενά του πρώτου συμφώνου γίνονταν ολοένα και πιο εμφανή και το 2001 πλέον η Επιτροπή εξέδωσε το νέο έγγραφο αναθεώρησης, τη Βασιλεία II. Το νέο σύμφωνο παρέχει ένα φάσμα προσεγγίσεων από απλές μέχρι προχωρημένες μεθοδολογίες για τη μέτρηση τόσο του πιστωτικού κινδύνου όσο και του λειτουργικού για τον καθορισμό των επιπέδων κεφαλαίου. Παρέχει επιπλέον μια ευέλικτη δομή από την οποία τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία εποπτεύονται, μπορούν να υιοθετήσουν τις προσεγγίσεις που ταιριάζουν τέλεια στη στρατηγική τους και στο προφίλ του κινδύνου τους. Η συμφωνία αυτή προβλέπει επίσης πιο δυνατή και επαρκή μέτρηση του κινδύνου. Η Βασιλεία II παρέχει προσεγγίσεις πιο αναλυτικές και πιο ευαίσθητες στον κίνδυνο από τη Βασιλεία I, είναι λιγότερο ρυθμιστική, ενώ διατηρεί ολόκληρο το επίπεδο του ρυθμιζόμενου κεφαλαίου. Η κεφαλαιακή επάρκεια, πλέον, επιτρέπει στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να λειτουργούν με μεγαλύτερη αποδοτικότητα. Ωστόσο, το πλαίσιο είναι κάπως πιο περίπλοκο από το παλιό, αλλά προσφέρει μια γκάμα προσεγγίσεων για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που τα θέτει ικανά να χρησιμοποιήσουν πιο αναλυτικές μεθοδολογίες και με μεγαλύτερη ευαισθησία στον κίνδυνο. Οι μεθοδολογίες αυτές απαιτούν αναπόφευκτα περισσότερη λεπτομέρεια στην εφαρμογή τους και συνεπώς ένα μεγαλύτερο βιβλίο κανόνων.

Η πρόσφατη κρίση που ξεκίνησε το 2007, όμως, έφερε στο φως και ανέδειξε τα κενά που είχε και το δεύτερο σύμφωνο της Βασιλείας II. Έτσι, το Νοέμβριο του 2010, στη σύνοδο κορυφής των G-20 στη Σεούλ, η Επιτροπή της Βασιλείας θέτει και επικυρώνει νέους αυστηρότερους κανόνες με την εισαγωγή μιας σειράς από αλλαγές στο διεθνές ρυθμιστικό πλαίσιο. Οι αλλαγές αυτές κινούνται σε μικρό – προληπτικό επίπεδο, δηλαδή αποβλέπουν στην ενδυνάμωση της ελαστικότητας των τραπεζικών ιδρυμάτων ξεχωριστά σε περιόδους έντασης. Παράλληλα όμως κινούνται και σε μακρό – προληπτικό επίπεδο και εστιάζουν στην αντιμετώπιση συστημικών κινδύνων αλλά και της ενίσχυσης της προ – κυκλικότητας που αυτοί οι κίνδυνοι εμφανίζουν με την πάροδο του χρόνου. Είναι φανερό πως αυτές οι δυο προσεγγίσεις δηλαδή η μικρό – και η μακρό- προληπτική αλληλοσυνδέονται, καθώς υψηλότερη ελαστικότητα σε επίπεδο τραπεζικού ιδρύματος μειώνει τον κίνδυνο εκδήλωσης συστημικής κρίσης.

Τα βασικά σημεία των προτάσεων της Επιτροπής Βασιλείας III συνοψίζονται στα παρακάτω :

- 1) Η ποιότητα, η συνέπεια και η διαφάνεια της κεφαλαιακής βάσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να αυξηθεί. Έτσι θα διασφαλιστεί καλύτερα η ικανότητα μεγάλων τραπεζών που λειτουργούν σε διεθνές επίπεδο να απορροφούν κραδασμούς.
- 2) Το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας που αφορά στην κάλυψη του κινδύνου θα ενισχυθεί. Η Επιτροπή προτείνει την ενίσχυση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο αντισυμβαλλομένου που προέρχεται από παράγωγα, repos, και από δραστηριότητες που χρηματοδοτούνται από αξιόγραφα. Αυτές οι βελτιώσεις στοχεύουν να μειώσουν τον κίνδυνο μετάδοσης των προβλημάτων μεταξύ των τραπεζών μέσω των παραγώγων ή άλλων χρηματοδοτικών δραστηριοτήτων. Οι αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις για κίνδυνο αντισυμβαλλομένου αναμένεται να δώσουν κίνητρα για μετάβαση της έκθεσης από μη οργανωμένες αγορές παραγώγων σε οργανωμένες.
- 3) Η Επιτροπή προτείνει την καθιέρωση ενός Δείκτη Μόχλευσης των τραπεζικών ιδρυμάτων, σαν συμπληρωματικό μέτρο στο υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο του Πυλώνα 1 της Συνθήκης της Βασιλείας II, Αυτό το μέτρο θα αποτρέψει τη δημιουργία υπερβολικής μόχλευσης στο τραπεζικό σύστημα και θα βελτιώσει το μοντέλο υπολογισμού του κινδύνου. Για να επιδέχεται σύγκρισης, θα υπάρξει εναρμόνιση των λεπτομερειών του δείκτη σε διεθνές επίπεδο και βαθμονόμησή του ώστε να αποτελέσει αξιόπιστο συμπληρωματικό μέτρο καθορισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του κινδύνου.
- 4) Η Επιτροπή προτείνει την υιοθέτηση μιας σειράς μέτρων για τη δημιουργία ειδικών σταθεροποιητικών κεφαλαιακών αποθεμάτων σε καλές περιόδους, τα οποία θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε περιόδους κρίσης. Η αντί – κυκλικότητα αυτών των κεφαλαίων αναμένεται να συνεισφέρει στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και να μετριάσει αντί να ενισχύσει τις επιπτώσεις των κρίσεων. Παράλληλα, η Επιτροπή προωθεί ένα μοντέλο προβλέψεων που βασίζεται στις αναμενόμενες απώλειες και όχι στις πραγματοποιηθείσες ζημιές, το οποίο είναι λιγότερο προ – κυκλικό και αναμένεται να απεικονίζει τις πραγματικές ζημιές με μεγαλύτερη διαφάνεια από το προηγούμενο.
- 5) Τέλος, η Επιτροπή καθιερώνει ένα ελάχιστο απαιτούμενο επίπεδο ρευστότητας για τις τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο. Σε αυτό περιλαμβάνεται μια απαίτηση για κάλυψη ρευστότητας με χρονικό ορίζοντα 30 ημερών υποστηριζόμενη από έναν άλλο δείκτη ρευστότητας με πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Επίσης περιλαμβάνεται

μια δέσμη μέτρων που υποβοηθά τις εποπτικές αρχές να παρακολουθεί τις τάσεις της ρευστότητας τόσο σε επίπεδο μεμονωμένης τράπεζας όσο και σε επίπεδο συστήματος.

Πρόθεση της Επιτροπής είναι η εφαρμογή των ως άνω αναθεωρημένων προτάσεων έως τις αρχές του 2013, παρόλο που είναι ξεκάθαρο ότι θα υπάρξουν μεταβατικές περίοδοι, περίοδοι επιτήρησης και φάσεις σταδιακής ενσωμάτωσης των ρυθμίσεων. Όλα αυτά σκοπό έχουν να μειώσουν τις επιπτώσεις από τη μετάβαση στο νέο κανονιστικό πλαίσιο, οι οποίες αναμένονται αρκετά μεγάλες όταν ολοκληρωθεί η εφαρμογή τους.

Από την άλλη πλευρά οι τράπεζες είναι ανήσυχες για το νέο σύμφωνο, διότι από τη μια πλευρά τους ζητείται να αυξήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, ενώ από την άλλη βρίσκονται αντιμέτωπες με τη συνεχιζόμενη μακροοικονομική αστάθεια, η οποία έχει πλέον αντίκτυπο στα δανειακά τους χαρτοφυλάκια, αυξάνοντας τον κίνδυνο χρεοστασιών σε όλο το φάσμα της οικονομίας. Ενώ είναι γεγονός ότι η αύξηση των καταθέσεων και οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ επηρεάζουν θετικά τη ρευστότητα των τραπεζών, οι αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις θα αποτρέψουν τη χαλάρωση των πιστωτικών πολιτικών. Οι τράπεζες προβληματίζονται για τις επιπτώσεις αυτής της κατάστασης στην πραγματική οικονομία, καθώς δεν είναι σε θέση σήμερα να λειτουργήσουν ως κινητήρια δύναμη για την οικονομία. Μεγάλο ποσοστό των τραπεζών στην Ευρώπη, περίπου το 44%, περιμένουν ότι η Βασιλεία III θα περιορίσει το δανεισμό προς την πραγματική οικονομία. Αντίστοιχα, το 67% των τραπεζών αναμένουν ότι η Βασιλεία III θα αυξήσει το κόστος των πιστώσεων για τους πελάτες. Όμως οι τράπεζες δεν είναι σίγουρες ότι θα μπορέσουν να μετακυλήσουν ολόκληρη την αύξηση του πιστωτικού κόστους στους πελάτες του, αλλά αντίθετα προβλέπουν ότι η Βασιλεία III θα μειώσει την κερδοφορία τους.¹⁰

Στο πρόσφατο Ecofin, στις αρχές Μαΐου, οι Ευρωπαίοι υπουργοί Οικονομικών δεν κατάφεραν, μέχρι την ημέρα που γράφεται η παρούσα εργασία, να καταλήξουν σε συμφωνία σχετικά με την εφαρμογή των νέων κανονισμών για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Οι μαραθώνιες διαβουλεύσεις, που διάρκεσαν 16 ώρες, ήταν άκαρπες, παρά τη συμβιβαστική πρόταση που κατέθεσε η δανική προεδρία της ΕΕ και πλέον οι αποφάσεις θα πρέπει να ληφθούν στο επόμενο Ecofin στις 15 Μαΐου. Η συζήτηση προσέκρουσε στις απαιτήσεις της Βρετανίας, της Σουηδίας, της Πολωνίας και της Τσεχίας, ενώ η δανική προεδρία της ΕΕ κατέθεσε πρόταση η οποία επιτρέπει στα κράτη που το

¹⁰

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European_Banking_Barometer_2012_press_release/\\$FILE/European%20Banking%20press%20release_19.03.2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European_Banking_Barometer_2012_press_release/$FILE/European%20Banking%20press%20release_19.03.2012.pdf)

επιθυμούν να απαιτήσουν συμπληρωματικά αποθεματικά (capital buffers) 3% επιπλέον του 7%. Σημειώνεται ότι η «Βασιλεία III», επιβάλλει στις τράπεζες να έχουν αποθεματικά διαθέσιμων κεφαλαίων που να ανέρχονται στο 7% των χορηγούμενων δανειοδοτήσεων, έναντι 2% που είναι σήμερα. Οι νέοι κανόνες για την κεφαλαιοποίηση των τραπεζών αναμένεται να εφαρμοστούν σταδιακά αρχής γενομένης το 2013. Στο επίκεντρο των νέων κανόνων είναι η απαίτηση προς τις τράπεζες να κρατούν περισσότερο κεφάλαιο για να μπορούν να αντιμετωπίζουν με καλύτερο τρόπο οικονομικές κρίσεις και υφέσεις.¹¹ Σύμφωνα με εκτίμηση του Γερμανού υπουργού Οικονομικών, Wolfgang Schaeuble, μπορεί κάθε χώρα να έχει ορισμένα συγκεκριμένα προβλήματα, αλλά οι διαφορές δεν είναι τόσο μεγάλες. Κατά τη γνώμη του η ολοκλήρωση της συμφωνίας θα είναι δυνατή ως τα τέλη Ιουνίου.¹²

Η σφοδρή χρηματοοικονομική κρίση, την οποία διανύουμε, δεν αφήνει πολλά περιθώρια στους ηγέτες των χωρών του G – 20 να θελήσουν να ρισκινδυνεύσουν μια πρόσθετη οικονομική επιβράδυνση, δεδομένου της ήδη επιβαρυσμένης κατάστασης της διεθνούς οικονομίας εφαρμόζοντας ένα σύμφωνο που θα δυσκόλευε την κατάσταση, ούτε όμως και να αφήσουν την πραγματικότητα ως έχει με τις υπάρχουσες αδυναμίες. Για το λόγο αυτό η χρυσή τομή και η αποτελεσματικότητα της συμφωνίας αυτής είναι θέμα υπέρτατης και μείζονος σημασίας.

¹¹ <http://www.fmvoice.gr/InternationalNews/International/Ecofin:-Ακαρπες-οι-διαβουλεύσεις-για-την-Βασιλεία-III--/6-24795.html>

¹² <http://www.capital.gr/News.asp?id=1486783>

Κεφάλαιο 4 : Ρυθμιστικά προβλήματα

4.1 Ρυθμιστικά κενά και διορθώσεις

Αναμφίβολα η οικονομική σταθερότητα, ο κανονισμός – πλαίσιο και η επίβλεψη συνδυάζονται. Η επίβλεψη υπάρχει επειδή υπάρχει κανονισμός και ο κανονισμός υπάρχει επειδή ο κύριος στόχος του είναι να συντηρεί την οικονομική σταθερότητα για να μπορέσει να αποφευχθεί μια μακροχρόνια και δαπανηρή εμπειρία εθνικών, περιφερειακών και συστημικών κρίσεων της οικονομίας. Η οικονομική σταθερότητα και η επίβλεψη στην Ε.Ε. αλλά και παγκοσμίως γίνονται όλο και περισσότερο έννοιες σύνθετες, δύσκολες στο να ορισθούν αλλά και να επιτευχθούν για διάφορους λόγους.

Πρώτον, τα οικονομικά όργανα γίνονται όλο και περισσότερο διεθνή, κατέχοντας πλήθος θυγατρικών σε πολλές διαφορετικές χώρες κάτω από διαφορετικούς ρυθμιστές και επόπτες. Δεύτερον, τα οικονομικά όργανα γίνονται όλο και περισσότερο οικονομικά συγκροτήματα επιχειρήσεων και καλύπτουν όλες τις οικονομικές υπηρεσίες όπως τραπεζικές εργασίες επένδυσης, ασφάλεια, σύνταξη κ.α. και έτσι εποπτεύονται από διαφορετικά όργανα σε κάθε χώρα. Τρίτον, η σταθεροποίηση των οικονομικών οργάνων αυξάνεται σταδιακά εντός αλλά και εκτός συνόρων. Τέταρτον, τα οικονομικά προϊόντα έχουν γίνει όλο και περισσότερο σύνθετα και περίπλοκα επειδή είναι βασισμένα σε μαθηματικά υποδείγματα μεγάλης πολυπλοκότητας, οπότε και απαιτούν επιδέξιους ρυθμιστές και επόπτες για να τα κατανοήσουν πλήρως και για να αντιληφθούν το επίπεδο κινδύνου τους.

Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, (η οποία ξεκίνησε ήδη τον Αύγουστο του 2007, κορυφώθηκε ωστόσο τον Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers),¹³ ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων που θα διασφαλίσουν σε ό,τι αφορά τις κεφαλαιαγορές, την ενίσχυση της σταθερότητάς τους, της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας τους,

¹³ Γκ. Χαρδούβελης - Ν. Καραμούζης

καθώς και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.¹⁴ Προς τον σκοπό της εκπλήρωσης των στόχων αυτών υιοθετήθηκαν ή, σε κάθε περίπτωση, αναλήφθηκαν πρωτοβουλίες για την υιοθέτηση ενός μεγάλου αριθμού μέτρων ρυθμιστικής παρέμβασης σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο.¹⁵ Τα εν λόγω μέτρα παρουσιάζονται παρακάτω.¹⁶

1) Διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων

Στις 30 Απριλίου 2009 υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Οδηγίας αναφορικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (εφεξής ΔΟΕΕ),¹⁷ πεδίο το οποίο, μέχρι τότε, δεν αποτελούσε αντικείμενο ρύθμισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στόχος της πρότασης Οδηγίας είναι η καθιέρωση ενός εναρμονισμένου πλαισίου υποχρεώσεων για τις επιχειρήσεις που εμπλέκονται στη διαχείριση και τη διοίκηση των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων, δηλαδή των κεφαλαίων που δεν εμπίπτουν στις διατάξεις της Οδηγίας για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες¹⁸, όπως τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), τα ιδιωτικά μετοχικά κεφάλαια (private equity funds), τα κεφάλαια που επενδύουν στην κτηματαγορά (real estate funds), τα κεφάλαια που επενδύουν στην αγορά εμπορευμάτων (commodity funds) και τα κεφάλαια που επενδύουν σε έργα υποδομής (infrastructure funds).

¹⁴ European Commission (2010): *Regulating financial services for sustainable growth*, Communication, June, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf.

¹⁵ Χρ. Γκόρτσος, Το μέτρο της αναγκαίας αναπροσαρμογής του δημόσιου χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, 2/2009, σελ. 215 επ., του ίδιου, Η πορεία προς την «αναπροσαρμογή» του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου ως συνέπεια της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης, Ευρωπαϊών Πολιτεία, 1/2009, σελ. 43 επ. και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία.

¹⁶ Λιβαδά Χριστίνα, Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης

¹⁷ Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2004/39/EK και 2009/.../EK» (COM 2009, 207 τελικό).

¹⁸ Οδηγία 2009/65/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13ης Ιουλίου 2009 «για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (αναδιατύπωση)».

Όπως επισημαίνεται στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης Οδηγίας, σε σχέση με τα εναλλακτικά αυτά επενδυτικά κεφάλαια, διαπιστώθηκε κατά τη διάρκεια της κρίσης ότι εκτίθενται σε πολλούς κινδύνους, οι οποίοι αφορούν άμεσα όχι μόνον τους επενδυτές, αλλά και τη σταθερότητα και ακεραιότητα των κεφαλαιαγορών. Οι κίνδυνοι αυτοί είναι ποικίλης φύσεως και περιλαμβάνουν τον συστημικό κίνδυνο, στον βαθμό στον οποίο συστημικά σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα επενδύουν σε μεγάλη έκταση σε αυτά, μικροοικονομικούς προληπτικούς κινδύνους, κίνδυνο για την προστασία των επενδυτών είτε λόγω ανεπαρκούς πληροφόρησής τους σχετικά με την επενδυτική πολιτική που ακολουθείται από τα κεφάλαια αυτά και τη διαχείριση κινδύνων είτε λόγω σύγκρουσης συμφερόντων, αλλά και κινδύνους για την ακεραιότητα της αγοράς λόγω ενδεχόμενης κατάχρησης αγοράς και έλλειψης διαφάνειας¹⁹. Παρά το γεγονός ότι η λειτουργία των εναλλακτικών αυτών επενδυτικών κεφαλαίων δεν σχετίζεται άμεσα με τα αίτια που οδήγησαν στη χρηματοπιστωτική κρίση, οι κίνδυνοι οι οποίοι συνδέονται με τη δραστηριότητά τους μπορεί να θεωρηθεί ότι σε ορισμένες τουλάχιστον περιπτώσεις συνέβαλαν στην αναταραχή που δημιουργήθηκε ιδίως, αλλά όχι μόνο, σε ό,τι αφορά τα προβλήματα ρευστότητας που αναδείχτηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η πρόταση Οδηγίας καθορίζει:

- τους κανόνες χορήγησης άδειας λειτουργίας των ΔΟΕΕ (προϋποθέσεις και διαδικασία αδειοδότησης και προϋποθέσεις ανάκλησης της άδειας λειτουργίας τους),
- τις προϋποθέσεις που πρέπει να διέπουν την άσκηση της δραστηριότητάς τους με την καθιέρωση, μεταξύ άλλων, κανόνων για τις συγκρούσεις συμφερόντων, τη διαχείριση κινδύνων, τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας, και τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν, και
- τις απαιτήσεις διαφάνειας που πρέπει να τηρούν έναντι των επενδυτών και των αρμόδιων εποπτικών αρχών.

Η επίτευξη συμφωνίας για την υιοθέτηση της Οδηγίας, στην οποία επήλθαν περισσότερες από 1.600 τροποποιήσεις κατά τη νομοπαραγωγική διαδικασία, κατέστη εφικτή μόλις στις 19 Οκτωβρίου 2010. Οι κύριοι προβληματισμοί που διατυπώθηκαν σχετικά, συνοψίζονται στην πιθανότητα ανάδειξης φαινομένων προστατευτισμού έναντι των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων τρίτων χωρών, τη μείωση της

¹⁹ Αιτιολογική έκθεση πρότασης Οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, σελ. 3.

ανταγωνιστικότητας των αντίστοιχων ευρωπαϊκών και την απουσία ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου σε διεθνές επίπεδο.

2) Οργανισμοί Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Στις 17 Νοεμβρίου 2009 εκδόθηκε ο Κανονισμός 1060/2009/ΕΚ για τους Οργανισμούς Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (εφεξής ΟΑΠΙ)²⁰. Σκοπός του Κανονισμού ήταν η συνολική ρύθμιση της λειτουργίας και της εποπτείας των ΟΑΠΙ σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η έκδοση του Κανονισμού κρίθηκε αναγκαία στο μέτρο που αναγνωρίστηκε ότι οι ΟΑΠΙ συνέβαλαν σημαντικά στη χρηματοπιστωτική κρίση για δύο κυρίως λόγους:

αφενός μεν δεν αξιολογούσαν ορθά ορισμένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και αφετέρου δεν προσαρμόσαν έγκαιρα τις αξιολογήσεις τους ακόμη και όταν εκδηλώθηκαν προβλήματα στην αγορά. Ο Κανονισμός εφαρμόζεται σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίες:

- προορίζονται να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς ή άλλους σκοπούς από πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, ΟΣΕΚΑ ή ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών που είναι εγκατεστημένα σε κράτος μέλος της ΕΕ, και
- κοινοποιούνται δημοσίως ή διανέμονται με την καταβολή συνδρομής.

Για να είναι δυνατή η χρήση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από τα ως άνω ευρωπαϊκά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, θα πρέπει:

- αφενός μεν οι αξιολογήσεις αυτές να εκδίδονται από ΟΑΠΙ που είναι εγκατεστημένος σε κράτος μέλος της ΕΕ, και
- αφετέρου οι ΟΑΠΙ αυτοί να είναι εγγεγραμμένοι σε μητρώο, σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του Κανονισμού.

Οι διατάξεις του Κανονισμού ρυθμίζουν, μεταξύ άλλων:

- τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται από τους ΟΑΠΙ για την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας,
- την εποπτεία των δραστηριοτήτων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας,

²⁰Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Σεπτεμβρίου 2009, «για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας» (ΕΕ L 302, 17.11.2009, σελ. 1-31).

- τις αρμοδιότητες της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών¹¹ και των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών σχετικά με τη λειτουργία των ΟΑΠΙ, και
- τις αρχές που πρέπει να διέπουν τη συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών και αυτών με τις αρμόδιες εποπτικές αρχές τρίτων χωρών.

Από τις 7 Δεκεμβρίου 2010, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές και οι αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, που είναι εγκατεστημένες στην ΕΕ, καθώς και οι ΟΣΕΚΑ δύνανται να χρησιμοποιούν για κανονιστικούς σκοπούς μόνον τις αξιολογήσεις που έχουν εκδοθεί από ΟΑΠΙ, ο οποίος είναι εγκατεστημένος στην Κοινότητα και έχει εγγραφεί σε μητρώο, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό²¹. Οι ως άνω ΟΑΠΙ δύνανται επίσης να προσυπογράφουν αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που έχει εκδοθεί σε τρίτη χώρα, αναλαμβάνοντας ωστόσο πλήρως την ευθύνη για την αξιολόγηση αυτή και υπό την προϋπόθεση ότι τηρούνται οι όροι που τίθενται σχετικά στον Κανονισμό. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που σχετίζονται με επιχειρήσεις εγκατεστημένες σε τρίτες χώρες ή με χρηματοπιστωτικά μέσα εκδοθέντα σε τρίτες χώρες και εκδίδονται από ΟΑΠΙ εγκατεστημένο σε τρίτη χώρα μπορούν να χρησιμοποιούνται στην Κοινότητα για κανονιστικούς σκοπούς, χωρίς να έχουν προσυπογραφεί σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που τίθενται σχετικά στον Κανονισμό, εκ των οποίων η μία είναι η Επιτροπή να έχει αναγνωρίσει το νομοθετικό και εποπτικό πλαίσιο της τρίτης χώρας ως ισοδύναμο με τις απαιτήσεις του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009²².

Επιπρόσθετα, με τον ως άνω Κανονισμό προβλέπεται η δημιουργία, υπό την αιγίδα της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών κεντρικού αρχείου, προσβάσιμου στο κοινό, στο οποίο οι ΟΑΠΙ θα παρέχουν πληροφορίες με τυποποιημένη μορφή σχετικά με τα ιστορικά δεδομένα των επιδόσεών τους, καθώς και σχετικά με παλαιότερες αξιολογήσεις τους και τις αλλαγές που έχουν επέλθει σε αυτές.

²¹ Κανονισμός (ΕΚ) 1060/2009, άρθρο 4, παρ.1 και άρθρο 41.

²² *Ibid*, άρθρο 5. Στο πλαίσιο αυτό, εκδόθηκε ήδη στις 21 Μαΐου 2010 Συμβουλή της CESR προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως προς την ισοδυναμία μεταξύ του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της ΕΕ και των ΗΠΑ (διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6642>). Περαιτέρω, στις 9 Ιουνίου 2010 η CESR δημοσίευσε τη Συμβουλή της σχετικά με την ισοδυναμία μεταξύ του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου της ΕΕ και της Ιαπωνίας (διαθέσιμη στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6927>).

Ήδη στις 2 Ιουνίου 2010, υποβλήθηκε πρόταση τροποποίησης του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009/ΕΚ, με την οποία προτείνεται η ανάθεση της διασφάλισης της τήρησης των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009 στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών - με την εξαίρεση του άρθρου 4, παρ. 1, την ευθύνη τήρησης του οποίου θα έχουν οι εθνικές αρμόδιες αρχές. Προς τον σκοπό αυτό προτείνεται η εν λόγω Αρχή να μπορεί, μεταξύ άλλων, να ζητήσει από ΟΑΠΙ, πρόσωπα που συμμετέχουν σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αξιολογούμενες επιχειρήσεις και σχετιζόμενους με αυτές τρίτους, καθώς και από άλλα πρόσωπα που σχετίζονται ή συνδέονται άλλως με τους ΟΑΠΙ ή με δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, να της παρέχουν όλες τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες για την εκτέλεση των καθηκόντων της, καθώς επίσης και να διενεργεί έρευνες και επιτόπιες επιθεωρήσεις σε ό,τι αφορά την τήρηση των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΚ) 1060/2009.

3. Εξω – χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα

Η ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων αναδείχτηκε ιδιαίτερα έντονα κατά την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση. Η παρ' ολίγον κατάρρευση της Bear Sterns, η πτώχευση της Lehman Brothers και η διάσωση μέσω δημόσιας στήριξης της AIG αφενός μεν ανέδειξαν κενά στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και αφετέρου δημιούργησαν προβληματισμό σε σχέση με τον ρόλο των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps) κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Η αντίδραση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν άμεση. Συγκεκριμένα, στις 3 Ιουλίου 2009 δημοσίευσε Ανακοίνωση αναφορικά με τη διασφάλιση της ύπαρξης ασφαλών και αποτελεσματικών αγορών παραγώγων²³, στην οποία αναφερόταν στον ρόλο που διαδραμάτισαν τα παράγωγα προϊόντα στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά και στα οφέλη και τους κινδύνους των αγορών αυτών. Επίσης, από την 31η Ιουλίου 2009 ξεκίνησε με πρωτοβουλία των συμμετεχόντων της αγοράς η διαδικασία εκκαθάρισης των

²³ European Commission (2009): *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Communication, July, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/communication_en.pdf.

συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου μέσω δύο ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων²⁴.

Στη συνέχεια, στις 20 Οκτωβρίου 2009, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε δεύτερη Ανακοίνωση αναφορικά με τη διασφάλιση της ύπαρξης ασφαλών και αποτελεσματικών αγορών παραγώγων, στην οποία αναφέρονταν τα μέτρα που προτίθετο να υιοθετήσει εντός του 2010 προκειμένου να ικανοποιήσει το αίτημα για μεγαλύτερη σταθερότητα και διαφάνεια στην αγορά παραγώγων.

Τέλος, στις αρχές Σεπτεμβρίου 2010, υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Κανονισμού για τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα κεντρικά αρχεία καταγραφής συναλλαγών (trade repositories), με την οποία επιδιώκεται η εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο των κανόνων που διέπουν τα συμβόλαια εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων και η ενίσχυση της ασφάλειας και της διαφάνειας στην αγορά αυτή²⁵.

Στο πεδίο εφαρμογής της πρότασης Κανονισμού υπόκεινται οι συμβάσεις παραγώγων σε χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εξω-χρηματιστηριακά. Τα κυριότερα σημεία της πρότασης Κανονισμού συνοψίζονται στα ακόλουθα:

- Καθιέρωση της υποχρέωσης κοινοποίησης σε κεντρικά αρχεία καταγραφής συναλλαγών όλων των συμβάσεων εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων, προκειμένου να ενισχυθεί η διαφάνεια και να καθίσταται δυνατός ο εντοπισμός πιθανών συστημικών κινδύνων. Αρμόδια για την εποπτεία των κεντρικών αυτών αρχείων και για την έγκριση της εγγραφής ή τη διαγραφή των εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων από αυτά θα είναι η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.

²⁴ Από την ημερομηνία αυτή και εφεξής, αποφασίστηκε -μέσω αυτορρύθμισης- οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου που αφορούν ευρωπαϊκές επιχειρήσεις και δείκτες διαπραγμάτευσης, οι οποίοι βασίζονται στις εν λόγω επιχειρήσεις, να εκκαθαρίζονται μέσω δύο ευρωπαϊκών κεντρικών αντισυμβαλλομένων, το ICE Clear και το Eurex Clearing. Στόχος του εγχειρήματος ήταν η ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω της διασφάλισης της αποτελεσματικότερης διαχείρισης του κινδύνου για τις ευρωπαϊκές συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου.

²⁵ Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών» (COM 2010, 484/5).

- Καθιέρωση υποχρέωσης εκκαθάρισης μέσω κεντρικού αντισυμβαλλομένου των συμβάσεων εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων που πληρούν τα οριζόμενα στην πρόταση Κανονισμού κριτήρια επιλεξιμότητας, όπως, ενδεικτικά, υψηλό επίπεδο ρευστότητας. Για τις συμβάσεις εξω-χρηματιστηριακών παραγώγων που δεν πληρούν τα προαναφερθέντα κριτήρια επιλεξιμότητας, θα πρέπει να διασφαλίζεται η ύπαρξη άλλων κατάλληλων διαδικασιών μείωσης και ελέγχου, σε κάθε περίπτωση, του λειτουργικού και του πιστωτικού κινδύνου, όπως, ενδεικτικά, η επιβολή υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων.
- Καθιέρωση διεξοδικών υποχρεώσεων αναφορικά με τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους σε σχέση με την αδειοδότησή τους, τις απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας που πρέπει να πληρούν, και τις υποχρεώσεις οργανωτικών απαιτήσεων, επαγγελματικής συμπεριφοράς και προληπτικών απαιτήσεων που πρέπει να τηρούν.

4. Ανοιχτές πωλήσεις (short selling)

Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης -και ιδίως από τον Σεπτέμβριο του 2008- οι αρμόδιες εποπτικές αρχές σε αρκετά κράτη μέλη της ΕΕ έλαβαν έκτακτα μέτρα για τον περιορισμό ή την απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων σε ορισμένες ή σε όλες τις κατηγορίες κινητών αξιών²⁶. Σε ορισμένα κράτη μέλη τέθηκαν επίσης περιορισμοί σε ό,τι αφορά τις συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου. Λόγω της απουσίας νομοθετικού πλαισίου σε ευρωπαϊκό επίπεδο, οι προσεγγίσεις που ακολουθήθηκαν σχετικά ήταν αρκετά διαφοροποιημένες μεταξύ τους.

Με γνώμονα την εναρμόνιση σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε τον Σεπτέμβριο του 2010 πρόταση Κανονισμού²⁷, σύμφωνα με την οποία, ως ανοικτή πώληση μετοχών ή ομολόγων ορίζεται η πώληση των εν λόγω χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία ο πωλητής δεν κατέχει κατά τη στιγμή της σύναψης της σύμβασης πώλησης. Στο πεδίο εφαρμογής της πρότασης Κανονισμού υπόκεινται:

- όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός της ΕΕ, αλλά και εξω-χρηματιστηριακά,

²⁶ European Securities and Markets Authority (2011): *Measures adopted by competent authorities on short selling - Updated*, February 2011, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5237>

²⁷ Πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για τις ανοικτές πωλήσεις και ορισμένες πτυχές των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου» (COM 2010, 482).

- τα παράγωγα προϊόντα, τα οποία σχετίζονται με χρηματοπιστωτικό μέσο ή εκδότη χρηματοπιστωτικού μέσου που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης εντός της ΕΕ και εξω-χρηματιστηριακά, και
- οι χρεωστικοί τίτλοι (debt instruments), οι οποίοι εκδίδονται από κράτος μέλος της ΕΕ ή από την ΕΕ, καθώς και παράγωγα προϊόντα που συνδέονται με χρεωστικούς τίτλους κράτους μέλους ή της ΕΕ.

Σημαντικά σημεία της πρότασης Κανονισμού αποτελούν μεταξύ άλλων:

- Η καθιέρωση υποχρέωσης γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές ή στο κοινό, κατά περίπτωση, σημαντικών ανοικτών θέσεων σε μετοχές. Συγκεκριμένα, ορίζεται ότι τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που προβαίνουν σε πράξεις ανοικτών πωλήσεων οφείλουν να γνωστοποιούν στις αρμόδιες αρχές την καθαρή ανοικτή θέση που διατηρούν, όταν αυτή ξεπερνά το 0,2% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και κάθε φορά που η θέση μεταβάλλεται κατά 0,1%. Επιπλέον, όταν η καθαρή ανοικτή θέση ξεπερνά το 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρείας και κάθε φορά που η θέση μεταβάλλεται κατά 0,1%, τα πρόσωπα που διατηρούν την εν λόγω ανοικτή θέση υποχρεούνται να τη δημοσιοποιήσουν στο επενδυτικό κοινό.
- Η καθιέρωση υποχρέωσης γνωστοποίησης στις αρμόδιες αρχές σημαντικών ανοικτών θέσεων σε χρεωστικούς τίτλους κράτους μέλους και ακάλυπτων θέσεων σε συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου, όταν οι ανωτέρω θέσεις υπερβούν ένα συγκεκριμένο όριο το οποίο θα καθοριστεί από την Επιτροπή, ανάλογα με το ύψος των εκδόσεων των χρεωστικών τίτλων χρέους για κάθε κράτος μέλος και της ΕΕ, καθώς και ανάλογα με το μέγεθος των θέσεων που κατέχουν οι συμμετέχοντες της αγοράς σε χρεωστικούς τίτλους κράτους μέλους ή της ΕΕ.
- Η καθιέρωση περιορισμών σε ό,τι αφορά τη διενέργεια ακάλυπτων ανοικτών πωλήσεων, όταν δηλαδή ο πωλητής δεν κατέχει κατά τη σύναψη της σύμβασης πώλησης τους τίτλους. Ειδικότερα, σύμφωνα με την πρόταση Κανονισμού κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο απαιτείται πριν προβεί σε πράξη ανοικτής πώλησης τίτλων είτε να έχει δανειστεί τα συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, είτε να έχει συνάψει συμφωνία για να τα δανειστεί, είτε να έχει προβεί σε σύναψη συμφωνίας με τρίτο μέρος, δυνάμει της οποίας το τρίτο μέρος έχει επιβεβαιώσει ότι έχει εξασφαλίσει τους τίτλους προκειμένου να τους δανείσει στο ανωτέρω (φυσικό ή νομικό) πρόσωπο.
- Η καθιέρωση διαδικασιών buy-in και επιβολής προστίμων σε περίπτωση καθυστερήσεων στον διακανονισμό.

- Η καθιέρωση δυνατότητας παρέμβασης των αρμόδιων αρχών, περιλαμβανομένης της δυνατότητάς τους σε περίπτωση ακραίων εξελίξεων στις αγορές να απαγορεύουν τις ανοικτές πωλήσεις ή τις συναλλαγές με συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου και ο καθορισμός των σχετικών αρμοδιοτήτων της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών.
- Η καθιέρωση εξαιρέσεων από τις ως άνω υποχρεώσεις εφόσον ο κύριος τύπος διαπραγμάτευσης είναι εκτός της ΕΕ ή στις περιπτώσεις ειδικής διαπραγμάτευσης, οι οποίες γίνεται δεκτό ότι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την παροχή ρευστότητας.

5. Συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών

Στις 12 Ιουλίου 2010 υποβλήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρόταση Οδηγίας σε ό,τι αφορά την τροποποίηση της Οδηγίας 97/9/ΕΚ για τα συστήματα αποζημίωσης επενδυτών²⁸. Όπως επισημαίνεται στην αιτιολογική έκθεση της πρότασης Οδηγίας, αν και δεν υπάρχουν απτές ενδείξεις που να υποδηλώνουν ότι η χρηματοπιστωτική κρίση συνέβαλε στην αύξηση των απαιτήσεων αποζημίωσης από τα συστήματα που διέπονται από την Οδηγία 97/9/ΕΚ, ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, η Επιτροπή έχει λάβει πολλές καταγγελίες επενδυτών σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας, οι οποίες κατά κύριο λόγο αφορούσαν το επίπεδο κάλυψης και τον τρόπο χρηματοδότησης των συστημάτων αυτών, καθώς και καθυστερήσεις στη χορήγηση της αποζημίωσης. Στο πλαίσιο αυτό, κρίθηκε αναγκαία η αναθεώρηση της εν λόγω Οδηγίας με σκοπό:

- την ευθυγράμμιση της με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID) τόσο σε ό,τι αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες που υπόκεινται στο πεδίο εφαρμογής της, όσο και σε σχέση με την κατηγοριοποίηση των πελατών (ιδιώτες και επαγγελματίες),
- την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και της εμπιστοσύνης τους στις κεφαλαιαγορές,
- τη διασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού όσον αφορά την κάλυψη διαφορετικών κατηγοριών χρηματοπιστωτικών προϊόντων,
- τη διασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης των συστημάτων, και
- την εξασφάλιση ταχείας αποζημίωσης των επενδυτών.

²⁸ Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την τροποποίηση της Οδηγίας 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών» (COM 2010, 371 τελικό).

Η παροχή αποζημίωσης στους επενδυτές από το σύστημα αφορά είτε την απόδοση στους επενδυτές κεφαλαίων, τα οποία διακρατά η επιχείρηση επενδύσεων για λογαριασμό τους σε σχέση με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είτε την επιστροφή σε αυτούς τίτλων οι οποίοι τους ανήκουν και τους οποίους διακρατά, διοικεί ή διαχειρίζεται για λογαριασμό τους η επιχείρηση επενδύσεων. Η παροχή αποζημίωσης ενεργοποιείται σύμφωνα με την Οδηγία 97/9/ΕΚ όταν πληρούνται μία από τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

(α) οι αρμόδιες αρχές έχουν διαπιστώσει ότι, κατά τη γνώμη τους, μια επιχείρηση επενδύσεων δεν φαίνεται προς το παρόν ικανή να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από απαιτήσεις επενδυτών, για λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική της κατάσταση, και δεν προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανή στο προσεχές μέλλον, ή όταν

(β) δικαστική αρχή, βασιζόμενη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης επενδύσεων, εξέδωσε απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας των επενδυτών να επιδιώξουν την ικανοποίηση των απαιτήσεών τους έναντι της εν λόγω επιχείρησης επενδύσεων.

Τα κυριότερα σημεία της πρότασης Οδηγίας είναι τα ακόλουθα:

- αύξηση του ύψους αποζημίωσης ανά επενδυτή από είκοσι χιλιάδες σε πενήντα χιλιάδες ευρώ, επέκταση της παροχής κάλυψης και σε κατόχους μεριδίων ΟΣΕΚΑ, εφόσον (α) η αρμόδια αρχή έχει διαπιστώσει ότι ένας θεματοφύλακας ή τρίτος στον οποίο έχουν κατατεθεί τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΣΕΚΑ αδυνατεί, προς το παρόν, να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του προς τον ΟΣΕΚΑ, για λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση του θεματοφύλακα ή του τρίτου, ούτε προβλέπεται ότι θα καταστεί ικανός στο προσεχές μέλλον, ή (β) δικαστική αρχή, βασιζόμενη σε λόγους που έχουν άμεση σχέση με την οικονομική κατάσταση του θεματοφύλακα ή τρίτου στον οποίο έχουν κατατεθεί τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΣΕΚΑ, εξέδωσε απόφαση, η οποία έχει ως αποτέλεσμα την αναστολή της δυνατότητας του ΟΣΕΚΑ να επιδιώξει την ικανοποίηση των απαιτήσεών του έναντι του θεματοφύλακα ή του εν λόγω τρίτου,
- καθιέρωση υποχρέωσης αποζημίωσης των επενδυτών το αργότερο εντός τριών μηνών αφότου αποδειχθεί το βάσιμο της απαίτησης και προσδιοριστεί το ύψος της (με δυνατότητα παράτασης που ζητείται σε έκτακτες περιπτώσεις από τις αρμόδιες αρχές),
- καθιέρωση κανόνων που αφορούν τη χρηματοδότηση των συστημάτων αποζημίωσης επενδύσεων,

- βελτίωση της παρεχόμενης πληροφόρησης προς τους επενδυτές αναφορικά με το βαθμό κάλυψης των περιουσιακών τους στοιχείων, και
- καθιέρωση δυνατότητας για ένα σύστημα αποζημίωσης επενδυτών κράτους μέλους να μπορεί να λαμβάνει δάνειο από συστήματα αποζημίωσης επενδυτών που λειτουργούν στα λοιπά κράτη μέλη της ΕΕ, εφόσον τα κεφάλαιά του δεν επαρκούν για την κάλυψη των αποζημιώσεων και πληρούνται οι προβλεπόμενες σχετικά στην Οδηγία προϋποθέσεις.

6. Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών

Τα Κεντρικά Αποθετήρια Τίτλων (ΚΑΤ) είναι σημαντικά ιδρύματα από συστημικής άποψης για τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Κάθε συναλλαγή αξιογράφων, σε χρηματιστήριο αξιών ή και εξωχρηματιστηριακά, ακολουθείται από διαδικασίες επεξεργασίας της συναλλαγής, οι οποίες οδηγούν στο διακανονισμό της, δηλαδή στην παράδοση των αξιογράφων έναντι μετρητών. Τα ΚΑΤ είναι τα βασικά ιδρύματα που καθιστούν δυνατό τον διακανονισμό μέσω της λειτουργίας των λεγόμενων συστημάτων διακανονισμού αξιογράφων. Επίσης, τα ΚΑΤ διασφαλίζουν την αρχική καταχώριση και την κεντρική τήρηση λογαριασμών τίτλων, στους οποίους καταγράφεται πόσα αξιόγραφα έχουν εκδοθεί, από ποιον, καθώς και κάθε μεταβολή της κατοχής των εν λόγω τίτλων.

Στις 13 Ιανουαρίου 2011 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε κείμενο διαβούλευσης αναφορικά με την καθιέρωση ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου για τα Κεντρικά Αποθετήρια Αξιών και την εναρμόνιση ορισμένων πτυχών του διακανονισμού των κινητών αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση²⁹ στα πλαίσια της τροποποίησης της Οδηγίας 98/26/ΕΚ. Το κείμενο διακρίνεται σε δύο μέρη εκ των οποίων:

Το πρώτο μέρος επικεντρώνεται στην ανάγκη εφαρμογής ενός εναρμονισμένου ρυθμιστικού πλαισίου για τα Αποθετήρια και, ειδικότερα, αφορά τα ακόλουθα:

- το πεδίο εφαρμογής του ρυθμιστικού πλαισίου,
- διάφορα ζητήματα αδειοδότησης και εποπτείας των Αποθετηρίων,
- ζητήματα πρόσβασης και διαλειτουργικότητας, και
- διάφορα ζητήματα προληπτικής εποπτείας.

²⁹ European Commission (2011): *Public consultation on Central Securities Depositories (CSDs) and on the harmonisation of certain aspects of securities settlement in the European Union*, Consultation paper, January, διαθέσιμο στην ακόλουθη ηλεκτρονική διεύθυνση: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/csd/consultation_csd_en.pdf.

Το δεύτερο μέρος επικεντρώνεται στην ανάγκη εναρμόνισης ορισμένων πτυχών κατά τον διακανονισμό των κινητών αξιών στην ΕΕ, όπως:

- την εφαρμογή ενιαίων κανόνων κατά τον διακανονισμό (settlement discipline),
- την εναρμόνιση των κύκλων διακανονισμού σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και
- την εφαρμογή ενός ενιαίου καθεστώτος για την επιβολή κυρώσεων.

Από το πεδίο εφαρμογής της επικείμενης νομικής πράξης εξαιρούνται:

- οι κεντρικές τράπεζες που παρέχουν υπηρεσίες αποθετηρίου, και
- οι οργανισμοί διαχείρισης δημόσιου χρέους.

Η ημερομηνία λήξης της διαβούλευσης ήταν η 1η Μαρτίου 2011, ενώ η νομοθετική πρόταση οριστικοποιήθηκε το Μάρτιο του 2012 (Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου)³⁰.

Παρότι σε γενικές γραμμές τα ΚΑΤ είναι αποτελεσματικά και ασφαλή εντός των εθνικών συνόρων, ο διασυνοριακός συνδυασμός και η επικοινωνία τους είναι λιγότερο ασφαλής, γεγονός που σημαίνει ότι ένας επενδυτής βρίσκεται αντιμέτωπος με υψηλότερο κόστος και υψηλότερους κινδύνους όταν πραγματοποιεί μια διασυνοριακή επένδυση.

Η έλλειψη αποτελεσματικής ενιαίας εσωτερικής αγοράς διακανονισμού εγείρει επίσης σημαντικές ανησυχίες. Εξακολουθούν να υπάρχουν σοβαρά εμπόδια στην ευρωπαϊκή αγορά επεξεργασίας συναλλαγών, όπως για παράδειγμα ο περιορισμός της πρόσβασης των εκδοτών αξιογράφων στα ΚΑΤ, διαφορετικά εθνικά καθεστάτα αδειοδότησης και κανόνες για τα ΚΑΤ στις επιμέρους χώρες της ΕΕ, και περιορισμένος ανταγωνισμός μεταξύ διαφορετικών εθνικών ΚΑΤ. Τα ανωτέρω εμπόδια οδηγούν σε μεγάλο κατακερματισμό της αγοράς. Κατά συνέπεια, ο διασυνοριακός διακανονισμός των συναλλαγών βασίζεται σε περιττά πολύπλοκες «αλυσίδες» κατοχής, οι οποίες συχνά περιλαμβάνουν διάφορα ΚΑΤ και πολλούς άλλους διαμεσολαβητές. Αυτό έχει αρνητικό αντίκτυπο στην αποτελεσματικότητα, αλλά και στους κινδύνους τους οποίους συνεπάγονται οι διασυνοριακές συναλλαγές.

Τα προβλήματα αυτά είναι σημαντικά, καθώς οι διασυνοριακές συναλλαγές στην Ευρώπη, από τις συνήθεις αγοραπωλησίες αξιογράφων μέχρι τις μεταβιβάσεις χρηματοοικονομικών ασφαλειών, εξακολουθούν να αυξάνονται και τα ΚΑΤ αλληλοσυνδέονται ολοένα και περισσότερο. Οι ανωτέρω τάσεις αναμένεται να επιταχυνθούν με την εμφάνιση του Target2 Securities (T2S), ενός έργου του Ευρωσυστήματος που θα παράσχει μια κοινή πλατφόρμα ανεξαρτήτως συνόρων για τον

³⁰ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0073:FIN:EL:PDF>

διακανονισμό αξιογράφων στην Ευρώπη, το οποίο έχει προγραμματιστεί να ξεκινήσει το 2015.

Η παρούσα πρόταση κανονισμού αντιμετωπίζει τα σχετικά προβλήματα. Θεσπίζει την υποχρέωση μετατροπής όλων των κινητών αξιών σε μορφή λογιστικής εγγραφής και καταγραφής τους σε ΚΑΤ πριν από τη διαπραγμάτευσή τους σε ρυθμιζόμενους τόπους διαπραγμάτευσης. Εναρμονίζει τις περιόδους διακανονισμού και τα καθεστάτα εξασφάλισης του διακανονισμού στην ΕΕ. Εισάγει ένα κοινό σύνολο κανόνων εμπνευσμένο από τα διεθνή πρότυπα για την αντιμετώπιση των κινδύνων τους οποίους συνεπάγονται οι δραστηριότητες και οι υπηρεσίες των ΚΑΤ. Εφόσον τα ΚΑΤ θα υπόκεινται σε πανομοιότυπους ουσιαστικούς κανόνες σε όλες τις χώρες της ΕΕ, θα επωφεληθούν από ομοιόμορφες απαιτήσεις αδειοδότησης και από ένα κοινό διαβατήριο για την ΕΕ, το οποίο θα συμβάλει στην άρση των υφιστάμενων εμποδίων πρόσβασης.

Κατά συνέπεια, ο προτεινόμενος κανονισμός θα αυξήσει την ασφάλεια στο σύστημα και θα ανοίξει την αγορά υπηρεσιών ΚΑΤ, βελτιώνοντας έτσι την αποτελεσματικότητα του διακανονισμού αξιογράφων. Ο προτεινόμενος κανονισμός θα ολοκληρώσει το κανονιστικό πλαίσιο για τις υποδομές της αγοράς αξιογράφων, από κοινού με την οδηγία 2004/39/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) για τους τόπους διαπραγμάτευσης, και την πρόταση κανονισμού για τις συναλλαγές παραγώγων (EMIR) για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους.

4.2 Μετάβαση σε νέο ρυθμιστικό πλαίσιο

Για κάποιους η οικονομική κρίση γεννήθηκε από τα κενά που υπήρχαν στο ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο άφηνε περιθώρια για μη συνετές πολιτικές και μάλιστα χωρίς αυτές να είναι εύκολα ελέγξιμες. Για κάποιους άλλους ήταν η χαλαρή εφαρμογή των κανόνων. Η αλήθεια ίσως βρίσκεται κάπου στη μέση. Δεν είναι αρκετό να υπάρχουν οι κανονισμοί, πρέπει να επιβληθούν για να αποδώσουν και τα επιθυμητά αποτελέσματα. Σύμφωνα με αναφορά το 2009 της “Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly”³¹, οι αποτυχίες σε αυτήν την κρίση δεν είναι μόνο μια αποτυχία του κανονισμού, αλλά και των ρυθμιστικών οργάνων που όχι πάντα

³¹ Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, Νέα Υόρκη 21/09/2009, με Προεδρεύοντα τον κ. J. Stiglitz.

αποτελεσματικά εφάρμοσαν ή επέβαλαν τους κανονισμούς. Σε αυτήν την κρίση, πολλές κεντρικές τράπεζες δεν επέβαλαν επαρκώς και δεν εφάρμοσαν τους κανονισμούς που είχαν στη διάθεσή τους και δεν προειδοποίησαν τις κυβερνήσεις.

Είναι σαφές ότι οι ρυθμιστικές δομές μπορούν να σχεδιαστούν κατά τέτοιο τρόπο που να μειώνουν το πεδίο για την αποτυχία των ρυθμιστικών οργάνων. Οι ρυθμιστές μπορούν να είναι υπό πίεση κατά τη διάρκεια μιας έντονης ανάπτυξης. Ενώ ο ρυθμιστής πρέπει να δώσει λύση πριν εμφανιστεί το μεγάλο πρόβλημα διαβλέποντας τι θα ακολουθήσει, πολλές φορές οι πιέσεις εφαρμόζονται για να συνεχίσουν τα συμβαλλόμενα μέρη τις δραστηριότητές τους ανεπηρέαστα, δεδομένου ότι τόσο πολλοί επωφελούνται οικονομικά από την χωρίς περιορισμούς και έλεγχο συνέχιση των πράξεων αυτών. Υποστηρίζεται ότι, με δεδομένη τη σημερινή κατάσταση της οικονομίας, δεν είναι πάντα δυνατό να αποκαλυφθεί μια «φούσκα παρά μόνο όταν αυτή θα σπάσει». Αυτό όντως ισχύει, αλλά τις περισσότερες φορές είναι δυνατό να εξακριβωθεί η πιθανότητα μιας αυξανόμενης «φούσκας» δεδομένου ότι οι τιμές σχετικά με τα εισοδήματα έφτασαν σε ιστορικά πολύ υψηλά ή ακόμη και πρωτοφανή επίπεδα.

Ένα άλλο επιχείρημα είναι ότι οι ρυθμιστές ή οι κεντρικές τράπεζες δεν έχουν τα όργανα με τα οποία να «ξεφουσκώσουν μια φούσκα». Θα πρέπει να υπάρχουν εκείνα τα διαθέσιμα όργανα που αυξάνουν τις απαιτήσεις περιθωρίου στην περίπτωση μιας «φούσκας» χρηματιστηρίου ή που μειώνουν τις αναλογίες loan – to – value στην περίπτωση μιας «φούσκας» ακίνητης περιουσίας.

Ακόμη ένα άλλο επιχείρημα που προβλήθηκε πριν από την κρίση είναι ότι έχει μικρότερο κόστος να αποκατασταθεί η ζημιά που προκαλείται με το σπάσιμο μιας «φούσκας» από το να βρεθεί τρόπος να αποφευχθεί. Η τρέχουσα κρίση σαφώς έχει δείξει ότι αυτό δε στέκει καθώς οι συνέπειες μιας κρίσης εμφανίζονται με τη μορφή ντόμινο χωρίς να ξέρεις εκ των προτέρων που θα σταματήσει. Θα έπρεπε, λοιπόν, το θεσμικό πλαίσιο να είναι προσανατολισμένο προς την πρόληψη ώστε να μη φτάνουμε στο σημερινό επίπεδο να χρήζει η οικονομία άμεσης και αποτελεσματικής θεραπείας.

Λαμβάνοντας υπόψη αυτήν την πίεση από το παγκόσμιο γίγνεσθαι, είναι απαραίτητο μέρος της ρυθμιστικής δομής να είναι «σκληρά – διατυπωμένη και δομημένη» δίνοντας τη διακριτική ευχέρεια στους ρυθμιστές και τους επόπτες να λαμβάνουν τις απαραίτητες αποφάσεις.

Τα ακριβή αίτια, στα οποία οφείλεται η πρόσφατη και παρατεταμένη χρηματοπιστωτική αναταραχή που βιώνουμε σε παγκόσμιο επίπεδο, αποτελούν ακόμη αντικείμενο διερεύνησης. Λόγω των διαφορετικών πτυχών της κρίσης σε ό,τι αφορά των

εντοπισμό των αιτιών και την αντιμετώπιση των προβλημάτων που έχουν προκύψει, έχουν επιληφθεί του ζητήματος οι σημαντικότεροι οργανισμοί και fora που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα σε ευρωπαϊκό και σε διεθνές επίπεδο, όπως για παράδειγμα το forum για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα και η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, το συμβούλιο Ecofin, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας. Οι παραπάνω οργανισμοί έχουν τοποθετηθεί σχετικά με τις προτεραιότητες που πρέπει να υπάρχουν σε ό,τι αφορά τη ρυθμιστική παρέμβαση όπου αυτή κρίνεται σκόπιμο ότι πρέπει να υπάρχει, ωστόσο είναι ακόμη νωρίς για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Έγιναν σίγουρα λανθασμένες εκτιμήσεις από ορισμένα πιστωτικά ιδρύματα σε ό,τι αφορά, ιδίως, την υπερβολική εμπιστοσύνη που έδειξαν στις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΠ) και σίγουρα υπήρξαν υπερβολές. Το προαναφερθέν γεγονός σε συνδυασμό με το γεγονός ότι μόλις πρόσφατα παρουσιάστηκε ρυθμιστικό πλαίσιο της Ε.Ε. για τους ΟΑΠ, το οποίο βρίσκεται υπό υιοθέτηση, σύμφωνα με απάντηση του Επιτρόπου κ. Michel Barnier, επιβάρυνε την έκρυθμη κατάσταση στον τομέα της οικονομίας και της χρηματοπιστωτικής εποπτείας, αφού ως τώρα οι οργανισμοί αυτοί ήταν στο απυρόβλητο της ρυθμιστικής εποπτείας με ό,τι αυτό συνεπάγεται. Η αρμόδια Επιτροπή Οικονομικών στο ΕΚ ξεκίνησε τις συζητήσεις επί του σχετικού σχεδίου έκθεσής της το Μάρτιο και η έκθεση αναμένεται να εγκριθεί το Μάιο. Ο κ. Barnier σε απάντησή του αναφέρεται σε σειρά προτεινόμενων μέτρων για το ρυθμιστικό πλαίσιο των Οίκων, σημειώνοντας ότι «είναι σαφές ότι η ΕΕ δεν προτίθεται να επιτρέψει περαιτέρω αύξηση της αστάθειας των ευρωπαϊκών αγορών από τις αξιολογήσεις. Η μείωση της στήριξης των επενδυτών στις βαθμολογίες των ΟΑΠ, παράλληλα με τη βελτίωση της ποιότητας, διαφάνειας και κανονιστικού ελέγχου της διαδικασίας αξιολόγησης, όπως προτείνονται από την Κομισιόν, είναι βήματα προς τη σωστή κατεύθυνση και υποστηρίζει ιδιαίτερα, για προφανείς λόγους, την πρόταση περί αστικής ευθύνης των ΟΑΠ», αναφέρει στην απάντησή του ο Επίτροπος.³²

Έτσι, τον Οκτώβριο του 2008, προκειμένου να θωρακιστεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο επλήγη από την κρίση που διανύουμε, ανατέθηκε σε ομάδα τραπεζικών εμπειρογνομόνων να εξετάσει τρόπους βελτίωσης της εποπτείας του τομέα αυτού εν γένει. Έτσι, το 2010 η επιτροπή εισήγαγε και εγκαθίδρυσε :

- πρώτον, το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ)** για την εποπτεία των επιμέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων («μικροπροληπτική εποπτεία»),

³² <http://www.onlycy.com>

το οποίο οργάνωσε σε δίκτυο τις επιμέρους εθνικές εποπτικές αρχές και συνίσταται από τις τρεις νέες Εποπτικές Αρχές, οι οποίες συνιστώνται με νομική προσωπικότητα μέσω της μετατροπής των υφισταμένων επιτροπών για τους τομείς των τραπεζών, των κινητών αξιών και των ασφαλίσεων και των επαγγελματικών συντάξεων³³ ενώ οι εθνικές αρχές διατηρούν τις αρμοδιότητές τους ως προς την καθημερινή εποπτεία μεμονωμένων επιχειρήσεων. Οι νέες αυτές αρχές δεν έχουν αμιγώς συμβουλευτικές αρμοδιότητες, αλλά έχουν και εξουσία λήψης αποφάσεων κατά την επίβλεψη της συνεπούς εφαρμογής των κοινοτικών κανόνων από τις αρμόδιες εθνικές αρχές, κατά την ανάληψη δράσης σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης και κατά τη διευθέτηση διαφωνιών μεταξύ αρμόδιων εποπτικών αρχών,

- δεύτερον, το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ)**, χωρίς νομική προσωπικότητα που λειτουργεί εντός ζώνης ευρώ και παρακολουθεί και εκτιμά τους κινδύνους για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνολικά («μακροπροληπτική εποπτεία»). Το ΕΣΣΚ παρέχει έγκαιρες προειδοποιήσεις για συστημικούς κινδύνους που ενδέχεται να αυξάνονται και διατυπώνει συστάσεις για την ανάληψη δράσης προκειμένου να αντιμετωπίζονται οι εν λόγω κίνδυνοι. Στους κόλπους του οργάνου αυτού σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Σύμφωνα με την Επιτροπή, στόχος αυτών των βελτιωμένων ρυθμίσεων συνεργασίας είναι να ενδυναμωθεί με βιώσιμο τρόπο η χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε ολόκληρη την Ένωση, να διασφαλιστεί η εφαρμογή και η συνεπής επιβολή των ίδιων βασικών τεχνικών κανόνων για όλους, να επισημαίνονται σε πρώιμο στάδιο οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν στο σύστημα και να υπάρχει δυνατότητα για πολύ πιο αποτελεσματικές ενέργειες από κοινού σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης, καθώς και για την επίλυση των διαφορών μεταξύ των εποπτικών αρχών. Επίσης επιδιώκεται να γίνουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές σαφώς πιο ασφαλείς για τους επενδυτές, να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στο σύστημα και να σταθεροποιηθεί η αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

³³ Οι υπάρχουσες αρχές που δραστηριοποιούνται στον τομέα της χρηματοπιστωτικής εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο και οι οποίες πλέον καταργούνται είναι οι ακόλουθες : η Επιτροπή ευρωπαϊκών αρχών τραπεζικής εποπτείας για τον τομέα των τραπεζών (2009/78/EK), η Ευρωπαϊκή αρχή ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών για τον τομέα των κινητών αξιών (2009/77/EK) και η Επιτροπή ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων για τον τομέα των ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (2009/79/EK).

Στις 24 Νοεμβρίου του 2010, τω Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο υιοθέτησαν προς την κατεύθυνση αυτή, σε ομολογουμένως εξαιρετικά σύντομο χρονικό διάστημα λόγω του επείγοντος χαρακτήρα του θέματος, τρεις (3) Κανονισμούς με τους οποίους θεσμοθετήθηκαν οι τρεις αντίστοιχα καλούμενες «Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές» (“European Supervisory Authorities”) για την ενίσχυση της μικρο – προληπτικής εποπτείας των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση :

- η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (“European Banking Authority, εφεξής η «EBA») βάσει του **Κανονισμού (ΕΚ) 1093/2010**,
- η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (“European Insurance and Occupational Pensions Authority, εφεξής η EΙΟΡΑ”), βάσει του **Κανονισμού (ΕΚ) 1094/2010**, και
- η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (“European Securities and Markets Authority”, εφεξής η «ESMA») βάσει του **Κανονισμού (ΕΚ) 1095/2010**.

Με όπλα όλα τα ως άνω αναφερθέντα, προσπαθούν οι αρμόδιοι φορείς να θωρακίσουν την κεφαλαιαγορά, αλλά και όλο τον χρηματοπιστωτικό τομέα, με μοναδικό σκοπό την ισορροπία του, γιατί ο θεσμικό πλαίσιο και η ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς είναι ένα θέμα δυναμικό, με διαρκή εξέλιξη και το οποίο απαιτεί συνεχή επαγρύπνηση.

Συμπεράσματα

Το θεσμικό πλαίσιο των κεφαλαιαγορών επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την ορθολογική και αποτελεσματική εξέλιξη του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι κανόνες, ο ρόλος και η ευελιξία του πλαισίου είναι σε θέση να επιταχύνουν αλλά και να επιβραδύνουν σημαντικά τις εξελίξεις στον χρηματοοικονομικό χώρο.

Στην κλασική οικονομική θεωρία, η ύπαρξη θεσμικού πλαισίου είναι αναγκαία μόνο όταν οι μηχανισμοί της αγοράς δεν επαρκούν. Η ανάγκη ρυθμιστικού πλαισίου στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών προκύπτει από την ατελή πληροφόρηση, την ιδιαιτερότητα της φύσης των υπηρεσιών, τη μη ολοκληρωμένη πληροφόρηση ή άγνοια των επενδυτών και τον φόβο της οικονομικής κατάρρευσης.

Η ρύθμιση, από την άλλη πλευρά, σε μία αγορά δεν είναι στατική. Χρειάζεται να είναι ευέλικτη και να παρακολουθεί το δυναμισμό που προστάζουν τα δεδομένα στη συγκεκριμένη αγορά. Το κανονιστικό πλαίσιο πρέπει να εξελίσσεται και να απαντά αποτελεσματικά στις μεταβολές των συνθηκών, σε μια ενδεχόμενη αναδιανομή των ωφελειών της ρύθμισης, στις εξελίξεις της τεχνολογίας (προσαρμογή σε νέα εργαλεία διαχείρισης κινδύνου και στις απαιτήσεις του αυξανόμενου ανταγωνισμού).

Σήμερα, πολλοί υποστηρίζουν ότι δεν υπάρχει εποπτεία ή υπάρχει έλλειψη εποπτείας στις κεφαλαιαγορές. Αυτό δεν είναι σωστό. Υπάρχουν ορισμένα τμήματα των κεφαλαιαγορών τα οποία δεν υπόκεινται σε εποπτεία. Αυτό είναι ορθό. Υπάρχουν προβλήματα στην αποτίμηση ορισμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Και αυτό είναι σωστό. Υπάρχουν προβλήματα και έχουν εντοπιστεί, σε εκείνους οι οποίοι αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών τίτλων και εκεί υπάρχει πρόβλημα. Και αυτό επίσης είναι σωστό. Από αυτά, όμως, τα κενά δεν μπορεί κανείς να καταλήξει σε ένα γενικευμένο συμπέρασμα, ότι δεν υπάρχει εποπτεία του τραπεζικού συστήματος και της κεφαλαιαγοράς εν γένει. Αν υπάρχει ένα χρήσιμο στοιχείο που μπορούμε να κρατήσουμε από μια παλιά ανακοίνωση του G20 είναι μια παρατήρηση που έκανε η ίδια η ευρωπαϊκή επιτροπή, «ότι στο μέλλον δεν πρέπει να υπάρχει καμία αγορά, κανένα προϊόν και καμία χώρα στην οποία να μην υπάρχει εποπτεία». Αυτός είναι ο στόχος. Και η αλήθεια είναι ότι υπάρχει εποπτεία και ρυθμιστική παρέμβαση (διάκριση μεταξύ του supervision και του regulation) η οποία ασκείται στις οικονομικά ανεπτυγμένες χώρες αλλά δεν ασκείται στα

off shore χρηματοπιστωτικά κέντρα. Αυτές είναι οι ασυμμετρίες τις οποίες πρέπει να αντιμετωπίσει η νέα αρχιτεκτονική του θεσμικού και ρυθμιστικού πλαισίου των κεφαλαιαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η ανάγκη δημιουργίας μιας ενιαίας αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η ρύθμιση και η εποπτεία του μέσα από μια διεθνή συνεργασία είναι θέματα ευρύτερα αποδεκτά. Οι ελπίδες που εναποθέτουμε σε μια τέτοια συνεργασία όμως είναι πάρα πολλές και μιλούμε για μια διεθνή συνεργασία σαν κάτι εύκολο και εξαιρετικά απλό. Αυτό που παρακολουθεί κανείς όμως, αν ασχοληθεί με τον τρόπο που ασκείται η διεθνής συνεργασία, είναι ότι πρόκειται για μια άσκηση συμβιβασμών μεταξύ αντίθετων συμφερόντων.³⁴ Η διεθνής συνεργασία δεν μπορεί να επιλύσει ως δια μαγείας όλα τα προβλήματα. Μπορεί να βοηθήσει όμως προς αυτή την κατεύθυνση και ήδη κατά την διάρκεια της τελευταίας 35ετίας έχουν δημιουργηθεί οι βάσεις για μια διεθνή αρχιτεκτονική.

Υπάρχουν βέβαια και εκεί προβλήματα, διότι η οπτική του καθενός, σ' αυτό που εννοούμε διεθνής αρχιτεκτονική, είναι διαφορετική. Σε γενικές γραμμές όμως μιλώντας εννοούμε τη δημιουργία κολεγίων εποπτικών αρχών, οι οποίες όμως είναι εθνικές.

Υπάρχουν επίσης και πολλοί, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η διεθνής αυτή αρχιτεκτονική υπάρχει ήδη. Χρειάζεται απλώς ενίσχυση. Άλλοι, πάλι, κάνουν λόγο και υποστηρίζουν ότι η νέα αρχιτεκτονική πρέπει να δομηθεί γύρω από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Η ΕΚΤ όμως φτιάχτηκε με συγκεκριμένες προδιαγραφές, «κυνηγάει» ένα στόχο, την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Αν η διεθνής αρχιτεκτονική δομηθεί γύρω από αυτήν, τότε θα πρέπει να επέλθουν αλλαγές μέχρι και στη συνθήκη, στην οποία λειτουργεί η Ευρωπαϊκή Κοινότητα και η Ευρωπαϊκή Ένωση. Το να κάνεις μια νέα αρχιτεκτονική γύρω από την ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα και να κάνεις την ευρωπαϊκή κεντρική τράπεζα εποπτική αρχή, σημαίνει ότι πρέπει να της δώσεις πάρα πολλές περισσότερες αρμοδιότητες από αυτές που έχει σήμερα, με βάση την συνθήκη. Άρα, αυτό θα απαιτούσε μια σημαντικότερη αλλαγή της συνθήκης. Και οι αλλαγές αυτές στο «τέλος της ημέρας» θα πρέπει να βρουν την υπογραφή τους σε μια θεσμική ρύθμιση. Τέτοιες αλλαγές είναι πολύ δύσκολο, αν όχι αναμφίβολο για κάποιους, να επιτευχθούν.

Η διεθνής συνεργασία και η ευρωπαϊκή συνεργασία, σίγουρα τα τελευταία χρόνια και τα επόμενα χρόνια θα μας απασχολήσουν στον βαθμό και στην έκταση που μέσα από

³⁴ Γκόρτσος Χρήστος, Ομιλία σε συνέδριο με τίτλο «Η διεθνής Χρηματοπιστωτική κρίση και η Ελλάδα», 22/11/2011

αυτή την διεθνή και την ευρωπαϊκή συνεργασία θα αναζητήσουμε λύσεις για την επίλυση ορισμένων από τα προβλήματα τα οποία έχουμε. Αυτό όμως που προέχει και είναι σίγουρα απαραίτητο να γίνει , και μάλιστα πρώτο, είναι ο ορισμός μιας τελικής ατζέντας με την καταγραφή των προβλημάτων που υπάρχουν και ελλοχεύουν κινδύνους. Έπειτα πρέπει να σκεφτούμε τι αρχιτεκτονική θέλουμε. Και τέλος να βρούμε με ποιον τρόπο θα την πραγματοποιήσουμε, πάντα μέσα στα πλαίσια του εφικτού και το πραγματικού.

Στην ατζέντα αυτή ενδεχομένως ίσως θα έπρεπε να δοθεί κάποια έμφαση σε θέματα όπως :

- ❖ η λογική που διαχρονικά επιδεικνύουν οι κρατικοί αρμόδιοι φορείς στη χρησιμότητα και στη δομή του ρυθμιστικού πλαισίου.
- ❖ η απλοποίηση του συστήματος όσον αφορά διαδικασίες και προϊόντα. Οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να μπορούν να ξεχωρίσουν την πολυπλοκότητα ενός καινοτόμου χρηματοοικονομικού εργαλείου που είναι εγγενής, από αυτή που σκοπεύει να παρακάμψει τους κανόνες και να κερδοσκοπήσει με κεφάλαια που είναι απαραίτητα για τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος. Θα πρέπει να ενθαρρύνει την πολυπλοκότητα του πρώτου τύπου και να περιορίσει αυτή του δεύτερου.
- ❖ Η δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης μέσω της αποτελεσματικής επικοινωνίας τόσο μεταξύ τραπεζών και εποπτικών αρχών, όσο και μεταξύ διαφορετικών εποπτικών φορέων. Στην κατεύθυνση αυτή μπορεί να βοηθήσει η διοργάνωση διεθνών συνεδρίων και συναντήσεων από οργανισμούς όπως η Επιτροπή της Βασιλείας, το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας κ.α. Πρωτοβουλίες τέτοιου είδους διευκολύνουν την εναρμόνιση των προτύπων και την εφαρμογή τους σε παγκόσμιο επίπεδο.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- **Αγγελόπουλος Παναγιώτης**, (2009), Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Β' έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.
- **Αρτίκης Π. Γεώργιος**, (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα.
- **Βασιλικού Μάρω, Γκάτζωνας Ευθύμιος – Λιβαδά Χριστίνα, Γκόρτσος Χρήστος, Μερτζάνης Χαρίλαος, Παπαγιαννίδου Σ. Ν., Παπαοικονόμου Βασιλική**, Το κανονιστικό πλαίσιο για την ενιαία ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά - Τάσεις και προοπτικές, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα.
- **Γεωργακόπουλος Λεωνίδας**, (1999), Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό δίκαιο, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα.
- **Γκόρτσος Β. Χρήστος**, (2011), Ρύθμιση και Εποπτεία των Αγορών : Προκλήσεις και Προοπτικές, Ετήσιο Συνέδριο Ευρωπαϊκού Κέντρου Οικονομικού και Χρηματοοικονομικού Δικαίου, ECEFIL.
- **Γκόρτσος Β. Χρήστος – Σταϊκούρας Παναγιώτης – Λιβαδά Χριστίνα**, (2009), Στοιχεία Ελληνικού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα.
- **Γκόρτσος Β. Χρήστος**, (2011), Ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα, Βασιλεία III : Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, Αθήνα.
- **Γκόρτσος Β. Χρήστος**, (2008), Η μετάβαση σε νέο ρυθμιστικό πλαίσιο είναι αναπόφευκτη, Εφημερίδα «Τα Νέα», Ένθετο MBA.
- **Γκόρτσος Β. Χρήστος**, (2007), Θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα.
- **Ζαββός Γιώργος**, (2007), Συνέδριο «Η αλληλεπίδραση των εποπτικών αρχών και των εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», Αθήνα, 16-18 Ιανουαρίου 2007.
- **Ζαββός Γ. – Αυγερινός Γ.**, (2007), Η πολιτική της Ε.Ε. για τις τράπεζες και τα χρηματιστήρια, νομικό πλαίσιο και εξελίξεις, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα.

- **Ζιούβας Α. Δημήτριος**, (2005), Χρηματιστηριακά εγκλήματα, Ενημερωτικό δελτίο, Τεύχος 27, Μάρτιος 2005, Κοινοφελές ίδρυμα Αλέξανδρος Σ. Ωνάσης.
http://www.onassis.gr/enim_deltio/27_05/lecture.php
- **Θωμαδάκης Σταύρος**, (2001), Η προστασία του επενδυτή στην Ελλάδα, Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών, Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο και ο ευρωπαϊκός και διεθνής οικονομικός χώρος, Πρακτικά Δημερίδας 9-10 Ιουνίου 2000, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα.
- **Καραμούζης Β. Νικόλαος**, (2009), Τα Αίτια της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης και ο Ρόλος του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research.
- **Λιβαδά Χριστίνα – Βασιλία Άννα**, (2011), Η ρυθμιστική παρέμβαση στις αγορές κεφαλαίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση ως συνέπεια της κρίσης.
- **Μερτζάνης Β. Χαρίλαος**, (2008), Η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση : χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής, Αθήνα.
- **Ορφανίδης Θ. Δημήτριος**, (2007), Η οδηγία 2004/39/EK (MIFID) – Σκοπός και έννομες συνέπειες,
<http://www.hcmc.gr/photos/kefalaiagora/files/odhgia.pdf>
- **Παγώνη Δ. Σοφία**, (2005), Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη.
- **Παπαοικονόμου Α. Βασιλική – Αυλωνίτης Δ. Ξενοφών**, (2011), Το νέο σύστημα εποπτείας : Προβληματισμοί και προσδοκίες, Εφημερίδα «Η Καθημερινή».
http://news.kathimerini.gr/4Dcgi/4Dcgi/_w_articles_civ_12_06/03/2011_434931
- **Σταϊκούρας Παναγιώτης**, (2011), Ρυθμιστική παρέμβαση και εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα, Η θεσμική οργάνωση της χρηματοοικονομικής εποπτείας στην Ελλάδα, Προκλήσεις και προοπτικές μετά την κρίση, Αθήνα.
- **Σταυροπούλου Γ. Αλεξάνδρα**, (1999), Η εποπτεία της χρηματιστηριακής αγοράς, Πρακτικά 9^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Ελλήνων Εμπορικών Λόγων στους Δελφούς, 12-14 Νοεμβρίου 1999, με θέμα «το Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο».
- **Συριόπουλος Π. Κώστας**, (1999), Διεθνείς Κεφαλαιαγορές, Τόμος Ι – Θεωρία & Ανάλυση, Εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη.
- **Τζαβαλής Ηλίας – Συλλογικό έργο**, (2010), Μελέτες για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, Έκδοση Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Αθήνα.

- **Χαρδούβελης Γκίκας**, (2009), Η Χρηματοοικονομική Κρίση και το Μέλλον της Παγκόσμιας Οικονομίας, Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research.

Ξένη

- **Coval J., Jurek J. and Stafford E.**, (2009), The Economics of Structured Finance, Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No 1.
- **Davies J. Ryan**, (July 2008), MiFID and a changing competitive landscape, Working Paper.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1117232
- **Elliot D.**, (2010), Basell III, the Banks and the Economy, The Brookings Institution.
- **Goodhart, C.A.E.**, (2008), The regulatory response to the financial crisis, CESIFO Working Paper n. 2257.
- **Jones I. Charles**, (2009), The Global Financial Crisis of 2007-20??, A Supplement to Macroeconomics, W.W. Norton.
- **Krugman Paul**, (2009), The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008, W.W. Norton, New York-London.
- **Murphy Austin**, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions, Working Paper.
<http://ssrn.com/abstract=1295344>
- **Rodriguez L. Jacobo**, (2003), Banking Stability and The Basel Capital Standards, The Cato Journal, Vol. 23, No.1.
- **Soros G.**, (2008), The worst market crisis in 60 years, Financial Times.
www.ft.com/cms/s/0/24f73610-c91e-11dc-9807-000077b07658.html
- **Yuliva Demyanyk – Otto Van Hemert**, (2008), Understanding the Subprime Mortgage Crisis.

Επίσημες Ιστοσελίδες

- Bank for International Settlements, πληροφορίες για τα Σύμφωνα της Βασιλείας,
<http://www.bis.org/bcbs/history.htm>
- Εφημερίδα «Κεφάλαιο»,
www.capital.gr
- CNN Money Magazine,
<http://money.cnn.com>
- Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ.,
<http://www.hcmc.gr/pages/index.asp>
- Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς,
<http://www.hcmc.gr/pages/index.asp?catID=227>
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή,
http://ec.europa.eu/index_el.htm
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς,
www.esma.europa.eu
- FT-Financial Times,
www.ft.com
- Ναυτεμπορική,
www.naftemporiki.gr

