

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»

**ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ**

***ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ***

ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ : ΔΟΥΛΚΕΡΙΔΟΥ ΟΛΥΜΠΙΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ : ΑΛΕΞΑΚΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΜΑΪΟΣ 2013

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	3
ABSTRACT .....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ .....	7
1.1 Ιστορική εξέλιξη .....	7
1.2 Προϊόντα Χρηματαγοράς.....	9
1.3 Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου της χρηματαγοράς.....	10
1.4 Οι κύριοι στόχοι του θεσμικού πλαισίου .....	11
1.5 Επίπεδα εποπτείας.....	12
1.6 Φορείς Αγοράς.....	14
1.7 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.....	16
1.8 Το κόστος εποπτείας.....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΒΑΣΙΛΕΙΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ.....	20
2.1 Η Επιτροπή της Βασιλείας.....	20
2.2 Από τη Συμφωνία της Βασιλείας I στη Συνθήκη της Βασιλείας III.....	21
2.3 Μέτρα Εποπτείας των Τραπεζών.....	27
2.3.1 Ανάκληση Άδειας Πιστωτικού Ιδρύματος.....	27
2.3.2 Δημιουργία, Γνωστοποίηση Στοιχείων για την Κατάσταση των Τραπεζικών Ιδρυμάτων.....	28
2.3.3 Πληροφόρηση για την Κατάσταση των Αγορών.....	28
2.3.4 Δίκτυα Προστασίας (Κρατική Εγγύηση/Ασφάλεια) .....	28
2.4 Η Τραπεζική Εποπτεία σήμερα .....	29
2.4.1 Η Ευρωπαϊκή Διάσταση .....	29
2.4.2 Η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών.....	32
2.4.3 Αναδιάρθρωση του χρέους και επιπτώσεις στα Ελληνικά Τραπεζικά Ιδρύματα .....	34
2.4.4 Stress tests.....	35
2.5 Η Σκιώδης Τραπεζική.....	37
2.5.1 Προκλήσεις και μέτρα αντιμετώπισης της σκιώδους τραπεζικής για τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές .....	40
2.5.2 Εκκρεμή ζητήματα σκιώδους τραπεζικής.....	43
2.6 Η Οδηγία MIFID (Market In Financial Instruments Directive) .....	45
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ .....	51
3.1 Ρυθμιστικά Προβλήματα .....	51
3.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα..	53
3.3 Αντιμετώπιση του προβλήματος.....	59
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	66
Ελληνική.....	66
Ξένα .....	68
Επίσημες Ιστοσελίδες .....	69

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

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 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 ρυθμιστικού και θεσμικού πλαισίου και των ρυθμιστικών παρεμβάσεων σε κοινοτικό επίπεδο για τη διασφάλιση της ομαλής και αξιόπιστης λειτουργίας των χρηματαγορών.

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 τόσο των οργανωμένων χρηματαγορών όσο και των κεφαλαιαγορών για την εύρυθμη λειτουργία ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αναπτύσσεται ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως ανεξάρτητη εποπτική αρχή με εξέχοντα ρόλο.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναλυτική παρουσίαση της Επιτροπής της Βασιλείας καθώς και των Συμφωνιών Βασιλείας I, II και III. Στα πλαίσια αυτής της παρουσίασης αναδύεται η σημαντικότητα του ρόλου που διαδραματίζουν οι Συμφωνίες αυτές παρέχοντας εκτεταμένες κατευθυντήριες γραμμές που οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας μπορούν να χρησιμοποιήσουν ώστε να καθορίσουν τις ρυθμιστικές πολιτικές που εφαρμόζουν. Σκοπός είναι η προστασία των χαρτοφυλακίων τους στις μεταβλητότητες των αγορών, των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και των λειτουργιών τους, με απώτερο στόχο τη συστημική προστασία. Επίσης δίνεται έμφαση στην οδηγία MIFID, προσπαθώντας να αναδειχθεί η σπουδαία ανακατάταξη που δημιουργείται στις Κεφαλαιαγορές, πώς επηρεάζονται

τα εμπλεκόμενα μέρη και πόσο σημαντική είναι η διαφάνεια του συστήματος και η προστασία του επενδυτή, στα οποία στοχεύει η οδηγία αυτή. Τέλος στο κεφάλαιο αυτό γίνεται αναφορά στη σκιάδη τραπεζική, στο βαθμό που αυτή επηρεάζει όλο το ρυθμιστικό και θεσμικό πλαίσιο των χρηματαγορών, στα μέτρα αντιμετώπισής της και στα εκκρεμή ζητήματα που συνεχίζουν να υπάρχουν.

Τέλος, στο τρίτο 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 σε έντονο βαθμό ακόμη και σήμερα, ανέδειξε την ανάγκη ορισμένων μεταρρυθμίσεων, οι οποίες, αν εφαρμοστούν, θα διασφαλίσουν τις χρηματαγορές, 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 χρηματαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει.

## **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, 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 financial 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 financial markets as for the proper operation of the whole financial system. 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, 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. There is also a presentation of the directive of MIFID and the importance of this directive. In the end of this chapter, we refer to the shadow banking system and the problems that the markets have to face with.

Finally, in the third 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.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

### *1.1 Ιστορική εξέλιξη*

Οι χρηματαγορές, μέρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι αποτέλεσμα μιας μακράς ιστορικής εξελικτικής πορείας που εξατομικεύεται με την ανάπτυξη εξειδικευμένων επενδυτικών και χρηματοδοτικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Ο βασικός ρόλος του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος σε μια οικονομία είναι η αποτελεσματική κατανομή (στις παραγωγικότερες χρήσεις) των αποταμιεύσεων. Λειτουργία του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος είναι η μεταφορά αγοραστικής δύναμης (κεφαλαίων) από τις οικονομικές μονάδες που παρουσιάζουν πιστωτικό υπόλοιπο προς τις οικονομικές μονάδες με χρεωστικό υπόλοιπο.

Το ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο εφαρμόζεται στις χρηματαγορές, είναι ένα ζήτημα που πρωτοεμφανίστηκε ως αντικείμενο συζήτησης από το 1876. Η σημερινή κρίση έχει αναδείξει, σήμερα περισσότερο από ποτέ, τη σημαντικότητα που έχει η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η οποία επιτυγχάνεται κατά ένα πολύ μεγάλο μέρος μέσα από αυτό, στην οικονομία. Οι κανόνες, ο ρόλος και η ευελιξία του πλαισίου είναι σε θέση να επιταχύνουν αλλά και να επιβραδύνουν σημαντικά τις εξελίξεις στο χρηματοοικονομικό τομέα.

Η ανάγκη ρυθμιστικού πλαισίου, προκύπτει από την ατελή πληροφόρηση, την ιδιαιτερότητα της φύσης των υπηρεσιών, των ίδιων των προϊόντων της χρηματαγοράς, την άγνοια των επενδυτών και το φόβο της οικονομικής κατάρρευσης. Η ανάγκη ύπαρξης ενός συντονιστή, που να ρυθμίζει και να εποπτεύει τη χρηματαγορά, εμφανίζεται τα τελευταία χρόνια όλο και πιο έντονη και επιτακτική.

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 Stigler<sup>1</sup>, 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 υπερπροσφέρονται 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».

---

<sup>1</sup> 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»



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 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 ρυθμιστικού και θεσμικού πλαισίου και της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς να καταπατείται το δημόσιο συμφέρον.

Οι ραγδαίες εξελίξεις που συντελούνται 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 Προϊόντα Χρηματαγοράς***

Τα προϊόντα της χρηματαγοράς είναι όλα αυτά τα προϊόντα / υπηρεσίες, μέσω των οποίων το χρήμα αποκτά μεγαλύτερη ή μικρότερη αξία, ανάλογα με τις ανάγκες του πελατειακού κοινού και των διαχειριστών του, οι οποίοι είναι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί κ.α. και ανάλογα με

τις δυνατότητες μεταφοράς του στην επιχειρηματική δραστηριότητα ή χρησιμοποίησή του ανάλογα με τα εργαλεία του χρήματος.

Τα εν λόγω προϊόντα της χρηματαγοράς είναι είτε εργαλεία προεξοφλητικά (discount), είτε εργαλεία με μια συγκεκριμένη περίοδο ωρίμανσης και με συγκεκριμένη καταληκτική ημερομηνία μέχρι ενός έτους. Πέραν του έτους, τα προϊόντα αυτά ή άλλα επιπρόσθετα, εντάσσονται στην αγορά κεφαλαίου ή άλλες αγορές, όπως των ομολόγων, διετούς, τριετούς ή και μεγαλύτερης διάρκειας.

Ωστόσο, τα εργαλεία της χρηματαγοράς είναι :

- ❖ Τα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου
- ❖ Τα Εμπορικά Χρεόγραφα (Commercial papers)
- ❖ Τα διαπραγματεύσιμα Πιστοποιητικά Καταθέσεων (Certificate of Deposits – CD's)
- ❖ Οι Συμφωνίες επαναφοράς τίτλων, του Δημοσίου, Εντόκων Γραμματίων ή ομολόγων (Repurchase Agreements – Repo)
- ❖ Χρεόγραφα τραπεζικής Αποδοχής (Banker's Acceptances)
- ❖ Η Διατραπεζική Αγορά – αγορά και πώληση χρήματος (Inter – Bank Market)

### ***1.3 Ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου της χρηματαγοράς***

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.<sup>2</sup> Όταν τα πράγματα φτάσουν ή απειλήσουν να φτάσουν σε τέτοιο σημείο, που η ελευθερία γίνεται ασυδοσία 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 πλαισίου<sup>3</sup>, συνολικά, αναφέρεται :

1. στην επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών (prudential regulation)

---

<sup>2</sup> Σταυροπούλου Γ. Αλεξάνδρα (σελ. 59)

<sup>3</sup> Συριόπουλος Κωνσταντίνος (σελ. 97-102)

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.

Η ύπαρξη ρυθμιστικού πλαισίου δεν αποσκοπεί απλά και μόνο στην επιβολή περιορισμών στη λειτουργία της οικονομίας και των οργανισμών στην προσπάθειά τους να διαχειρίζονται το χρηματοοικονομικό κίνδυνο, αλλά δε σημαίνει ότι αποδέχεται και κάθε κίνδυνο που μπορεί να οδηγήσει σε συστημική κρίση. Το είδος του κινδύνου είναι αναγκαίο να προσδιορίζεται από το θεσμικό πλαίσιο καθώς και η ποσοτικοποίησή του.

#### ***1.4 Οι κύριοι στόχοι του θεσμικού πλαισίου***

Οι στόχοι του θεσμικού πλαισίου είναι :

- ❖ Η διατήρηση του ανταγωνισμού στην αγορά
- ❖ Η διαρκής αποτίμηση και παρακολούθηση του κινδύνου της αγοράς
- ❖ Οι ανώτεροι στόχοι, οι οποίοι πρέπει να επιτελούνται αποτελεσματικά.

Μεταξύ των τριών ρόλων του θεσμικού πλαισίου υπάρχει αλληλοσύνδεση. Εξέχουσα θέση στους στόχους του παίζει η επίβλεψη της ρευστότητας και της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών λόγω της τάσης απελευθέρωσης των αγορών. Ο προσδιορισμός της δομής και της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών, ο οποίος αποτελεί το δεύτερο ρόλο, υπό το πρίσμα της σύγχρονης οικονομικής πραγματικότητας και του αυξανόμενου ανταγωνισμού των αγορών, κατέληξε να έχει υψηλό κόστος σε όρους

αποτελεσματικότητας και αδυνατεί να συμβάλει στη διατήρηση της συστημικής σταθερότητας όταν δεν καταφέρνει να προσαρμόζεται στις μεταβολές της αγοράς.

Με τις ασυμμετρίες που υπάρχουν μεταξύ των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών και των επενδυτών, η προστασία των τελευταίων αποτελεί έναν από τους βασικότερους ρόλους του θεσμικού πλαισίου. Στη σύγχρονη εποχή είναι πλέον πιο δύσκολο σε σχέση με το παρελθόν να σημειωθούν περιπτώσεις εξαπάτησης των επενδυτών λόγω της μεγαλύτερης εξοικείωσης που έχουν οι ίδιοι με τους μηχανισμούς της αγοράς καθώς και λόγω των αυστηρότερων κανόνων και κυρώσεων που η εποπτική αρχή έχει επιβάλλει σε τέτοιες περιπτώσεις.

Για την αποτροπή της εξαπάτησης σε βάρος των επενδυτών και για την αποφυγή του συστημικού κινδύνου, σημαντική θέση κατέχει η συχνότητα, η εγκυρότητα και εγκαίριότητα της ροής των πληροφοριών στην αγορά, η απαίτηση για διαφάνεια και γνωστοποίηση των συναλλαγών, καθώς και η συστηματική ροή πληροφοριών.

Το θεσμικό πλαίσιο πρέπει, επίσης, να :

- ❖ Προσδιορίζει και να ποσοτικοποιεί τον κίνδυνο
- ❖ Υποστηρίζει την ορθολογική λήψη και διαχείριση κινδύνου
- ❖ Ελέγχει εάν η κεφαλαιακή απαίτηση και κάθε άλλη μορφή εποπτείας είναι αρκετή να οδηγήσει σε αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου.

### ***1.5 Επίπεδα εποπτείας***

Το ρυθμιστικό και το θεσμικό πλαίσιο της χρηματαγοράς έχει ως βασικό σκοπό του τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η σημερινή κρίση μάς έχει δείξει ότι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα διαδραματίζει καίριο ρόλο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία ως σύνολο. Καθώς ολοένα και περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δραστηριοποιούνται σήμερα σε μία ή περισσότερες χώρες ή ηπείρους, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχει γίνει ακόμη πιο σημαντική.

Για την προστασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, θα πρέπει να εντοπίζονται οι κύριες πηγές κινδύνων και αδυναμιών, ενώ όλοι οι σχετικοί φορείς, όπως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι εποπτικές αρχές, θα πρέπει να ενημερώνονται για τους κινδύνους.

### ***Τέτοιοι συνήθεις κίνδυνοι είναι***

- ❖ Όταν σημειώνεται επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να αποπληρώσουν τα δάνειά τους (λόγω μείωσης των πωλήσεων τους) ή τα νοικοκυριά να εξοφλήσουν τα στεγαστικά τους δάνεια (λόγω ανεργίας). Τότε οι τράπεζες καταγράφουν ζημίες.
- ❖ Όταν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων, π.χ. τίτλων, οικοπέδων και κτιρίων ή εξοπλισμού παραγωγής, μειώνονται ή μεταβάλλονται απότομα, δημιουργείται αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές με αποτέλεσμα οι επενδυτές να χάνουν χρήματα.
- ❖ Οι τράπεζες μπορεί να χορηγήσουν δάνεια μεγάλου ύψους σε συγκεκριμένους κλάδους και στη συνέχεια να συνειδητοποιήσουν ότι είναι ευάλωτες σε περιόδους ύφεσης των κλάδων αυτών.
- ❖ Οι τράπεζες μπορεί να επενδύουν μεγάλα ποσά, π.χ., στις χρηματιστηριακές αγορές ή στις αγορές ομολόγων και έτσι γίνονται ευπαθείς σε περίπτωση πτώσης των τιμών στις αγορές αυτές.

Οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα χρηματιστήρια και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αποτελούν την πρώτη γραμμή άμυνας έναντι των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Εναπόκειται στους εν λόγω οργανισμούς να παραμείνουν βιώσιμοι και φερέγγυοι και να ελέγχουν την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών και έτσι να διαχειρίζονται τους κινδύνους που αναλαμβάνουν.

Στη δεύτερη γραμμή άμυνας ανήκουν τα μέτρα που λαμβάνουν οι δημόσιες αρχές για να αποτρέπουν ή να ελαχιστοποιούν τις χρηματοπιστωτικές κρίσεις, όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Τα μέτρα αυτά περιλαμβάνουν:

1. κανονισμούς προληπτικής εποπτείας με τους οποίους τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να συμμορφώνονται, προκειμένου να διασφαλίζεται η αποτελεσματική διαχείριση κινδύνων και η ασφάλεια των κεφαλαίων των καταθετών, και στο πλαίσιο των οποίων πρέπει να κοινοποιούνται πληροφορίες προκειμένου να προάγεται η πειθαρχία της αγοράς,
2. προληπτική εποπτεία, δηλ. να διασφαλίζεται ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τηρούν αυτούς τους κανόνες, και
3. παρακολούθηση και αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, στο πλαίσιο της οποίας εντοπίζονται ευάλωτα σημεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του και οι κίνδυνοι τους οποίους διατρέχει.

Εάν, παρόλα αυτά τα μέτρα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίσουν προβλήματα, οι δημόσιες αρχές μπορεί να χρειαστεί να παρέμβουν.<sup>4</sup>

Πιο αναλυτικά, θα λέγαμε ότι τα χρηματιστήρια εκδίδουν κανονισμούς και αποφάσεις που σκοπό έχουν να επιβεβαιώσουν ότι τα μέλη της αγοράς μπορούν να ικανοποιήσουν τις υποχρεώσεις τους καθώς και να συμβάλλουν στη ρευστότητα της αγοράς. Τα μέλη των χρηματιστηρίων όμως, με τους κανονισμούς αυτούς ενδέχεται να δίνουν τη μεγαλύτερη βαρύτητα στα στενά τοπικιστικά τους ενδιαφέροντα παρά στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Για το λόγο αυτό οι κανονισμοί των χρηματιστηρίων θα πρέπει να εγκρίνονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τη σειρά της (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.

Οι ρυθμίσεις και οι κανόνες είναι απαραίτητοι για την ύπαρξη ρευστότητας στην αγορά, για τη σταθεροποίηση της αγοράς, για να 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 χρήματά τους και τους τίτλους τους δε θα εκμεταλλευτούν την εμπιστοσύνη τους αυτή.

## **1.6 Φορείς Αγοράς**

Το χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Αξιών ιδρύθηκε το 1879 και μετετράπη σε Ανώνυμη Εταιρία το 1995. Το Μάρτιο του 2000 ιδρύθηκε η εταιρία «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.» από τους μετόχους του Χρηματιστηρίου Αθηνών, οι οποίοι συνεισέφεραν τις μετοχές τους και μετρητά καθιστάμενοι μέτοχοι της εταιρίας «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.». Το Σεπτέμβριο του 2002 το Χρηματιστήριο Αξιών συγχωνεύτηκε με το Χρηματιστήριο Παραγώγων με τη δημιουργία του «Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε.». Σκοπός της εταιρίας, σύμφωνα με το

---

<sup>4</sup> <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.el.html>

καταστατικό, είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, οι οποίες καταρτίζονται κατά αποκλειστικότητα σε χρηματιστήρια αξιών και παραγώγων.

Στην Αγορά Αξιών λειτουργούν δυο επιτροπές αξιολόγησης<sup>5</sup>, η Επιτροπή Λειτουργίας Αγορών Χ.Α. και η Επιτροπή Εισαγωγών και Εταιρικών Πράξεων.

Η Επιτροπή Λειτουργίας Αγορών Χ.Α. λειτουργεί κατ' εξουσιοδότηση του Δ.Σ. του Χ.Α. και έχει αποφασιστική ή/και γνωμοδοτική αρμοδιότητα επί θεμάτων λειτουργίας των αγορών του Χ.Α. Η Επιτροπή είναι πενταμελής και μέλη της Επιτροπής ορίζονται ο Γενικός Διευθυντής Χρηματιστηριακών Αγορών του Χ.Α. ως Πρόεδρος, ο Διευθυντής Λειτουργίας Αγορών Χ.Α. ως αντιπρόεδρος, δυο από τα Μέλη του ΔΣ του Χ.Α. και ένας δικηγόρος της Διεύθυνσης Νομικών Υπηρεσιών της εταιρίας «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.» με εμπειρία στα θέματα λειτουργίας των αγορών του Χ.Α. ως Γραμματέας.

Η Επιτροπή Εισαγωγών και Εταιρικών Πράξεων λειτουργεί κατ' εξουσιοδότηση του ΔΣ του Χ.Α. και έχει αποφασιστική ή/και γνωμοδοτική αρμοδιότητα επί των θεμάτων εισαγωγής κινητών αξιών και διενέργειας εταιρικών πράξεων. Η Επιτροπή είναι πενταμελής και μέλη της ορίζονται ο Γενικός Διευθυντής Χρηματιστηριακών Αγορών του ΧΑ ως Πρόεδρος, ο Διευθυντής εξυπηρέτησης Εκδοτριών Εισηγμένων Τίτλων του ΧΑ ως Αντιπρόεδρος, ένας δικηγόρος της Διεύθυνσης Νομικών Υπηρεσιών της εταιρίας «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.» με εμπειρία στα θέματα εισαγωγής κινητών αξιών και εταιρικών πράξεων ως Γραμματέας και δυο μέλη του ΔΣ του ΧΑ ως μέλη.

Το Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων ιδρύθηκε το 1998. Σκοπός του ΧΠΑ είναι η οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση και η λειτουργία του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε άλλη δραστηριότητα που είναι συναφής με το σκοπό αυτό. Εταιρίες Μέλη της ΕΧΑΕ, ως φορέα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί παραγώγων, που έχουν επιλέξει να μην είναι μέλη της Αγοράς Παραγώγων του ΧΑ και συνεπώς δεν έχουν δικαίωμα διεξαγωγής συναλλαγών ούτε για ίδιο λογαριασμό ούτε για πελάτες, είναι μη Μέλη της Αγοράς Παραγώγων του Χ.Α.

---

<sup>5</sup> Αποφάσεις υπ' αριθμ. 41/07.12.2006 και 42/07.12.2006 του Δ.Σ. του Χ.Α.

## **1.7 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,<sup>6</sup> 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 απολαύουν 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.

Στους εποπτευόμενους φορείς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνονται οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες και οι Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης

---

<sup>6</sup> [www.hcmc.gr/pages/index.asp](http://www.hcmc.gr/pages/index.asp)



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.<sup>7</sup>

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 κατασταλτικό 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».

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

---

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

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 επιβάλλει 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.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΒΑΣΙΛΕΙΑ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΠΟΠΤΕΙΑ

#### 2.1 Η Επιτροπή της Βασιλείας

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (Basel Committee on Banking Supervision)<sup>8</sup>, 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 του κύκλου των νομισματικών και εποπτικών αρχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή τους. Ειδικότερα :

---

<sup>8</sup> <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>

- ❖ 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.

## ***2.2 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 τύπου 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 απορρέπει 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.

Αρχική πρόθεση της Επιτροπής ήταν η εφαρμογή των ως άνω αναθεωρημένων προτάσεων έως τις αρχές του 2013, πράγμα το οποίο παρατάθηκε διότι ήταν από την αρχή ξεκάθαρο ότι θα υπήρχε μεταβατική περίοδος, 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 χρεοστασίων 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.<sup>9</sup>

Στις 27 Μαρτίου 2013 πλέον η Επιτροπή Μόνιμων Αντιπροσώπων ενέκρινε την πολιτική συμφωνία για το συμβιβαστικό κείμενο που αφορά τις πιο αυστηρές κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες («δέσμη ΟΚΑ 4»). Πριν από την τελική

9

[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)

έκδοση των κειμένων είναι απαραίτητη η συναίνεση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Η δέσμη ΟΚΑ 4 θα κατοχυρώσει εντέλει εντός της ενωσιακής νομοθεσίας ένα ολοκληρωμένο σύνολο διεθνών προτύπων που είναι γνωστό ως συμφωνία Βασιλεία III.

Οι νέες ευρωπαϊκές ρυθμίσεις έχουν επίσης σχεδιαστεί με τρόπο ώστε:

- ❖ να αυξήσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, καθιστώντας τον τραπεζικό τομέα πιο ανθεκτικό σε χρηματοπιστωτικές διαταραχές,
- ❖ να συμβάλουν στη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη, θεσπίζοντας τους εναρμονισμένους κανόνες που χρειάζεται η ενιαία αγορά και εξασφαλίζοντας ταυτόχρονα ότι συνεχίζεται η ροή πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία.

Τα μέτρα που θεσπίζονται περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων:

- ❖ υψηλότερη αναλογία κεφαλαίου ύψιστης ποιότητας (κεφάλαιο κοινών μετοχών της κατηγορίας 1) για την κάλυψη μη αναμενόμενων ζημιών
- ❖ πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις με τη μορφή αποθεμάτων
- ❖ διατάξεις σχετικά με τη ρευστότητα και τη μόχλευση
- ❖ δυνατότητα για τα κράτη μέλη να επιβάλουν αυστηρότερες απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας
- ❖ θέσπιση ανώτατων ορίων για τις πρόσθετες παροχές προς τους τραπεζίτες
- ❖ ενισχυμένη διακυβέρνηση και διαφάνεια.

Η νέα νομοθεσία θα ισχύσει για όλες τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Μετά τη συμφωνία στο πλαίσιο της Επιτροπής Μόνιμων Αντιπροσώπων – ενός οργάνου σε επίπεδο πρέσβων που προετοιμάζει τις αποφάσεις του Συμβουλίου – το σχέδιο κανονισμού και το σχέδιο οδηγίας θα διαβιβαστούν στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Αν το Κοινοβούλιο εγκρίνει τα κείμενα ως έχουν, το Συμβούλιο θα τα εγκρίνει επίσης χωρίς περαιτέρω συζήτηση. Οι νέοι κανόνες θα αρχίσουν να ισχύουν από την 1 Ιανουαρίου 2014 αν η δημοσίευση στην Επίσημη Εφημερίδα πραγματοποιηθεί μέχρι τις 30 Ιουνίου 2013.

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. 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.<sup>10</sup> Σύμφωνα με εκτίμηση του Γερμανού υπουργού Οικονομικών, Wolfgang Schaeuble, μπορεί κάθε χώρα να έχει ορισμένα συγκεκριμένα προβλήματα, αλλά οι διαφορές δεν είναι τόσο μεγάλες.

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.

### ***2.3 Μέτρα Εποπτείας των Τραπεζών***

Η πρόληψη και η αντιμετώπιση των οικονομικών κρίσεων με τον πλέον ανώδυνο τρόπο για την οικονομία, είναι το κυριότερο αντικείμενο της τραπεζικής εποπτείας. Οι εποπτικές αρχές, προκειμένου να αποτρέψουν την εμφάνιση κρίσεων, έχουν στη διάθεσή τους όλα τα προληπτικά μέτρα εποπτείας. Αυτά τα μέτρα είναι οι προϋποθέσεις για την ίδρυση και τη λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων, η επιβολή κεφαλαιακών απαιτήσεων για τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, ο περιορισμός των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων (ώστε να αποφεύγεται η συγκέντρωση κινδύνων), η διεξαγωγή ελέγχων, η καταγραφή διαδικασιών και ορίων ανάληψης κ.ο.κ. Μερικά ακόμη μέτρα που μπορούν να εφαρμοστούν από τις εποπτικές αρχές για τη γενικότερη βελτίωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και την πρόληψη εμφάνισης και επέκτασης των κρίσεων αναφέρονται αμέσως παρακάτω.

#### **2.3.1 Ανάκληση Άδειας Πιστωτικού Ιδρύματος**

Ένας βασικός ρόλος των εποπτικών αρχών είναι η παρακολούθηση της συμμόρφωσης των τραπεζών με τους ισχύοντες κανόνες και η παρέμβασή τους σε περίπτωση που αυτό δεν συμβαίνει. Οι τρόποι παρέμβασης εξαρτώνται από τη νομοθεσία κάθε χώρας. Άλλες χώρες καθορίζουν λεπτομερώς τα γεγονότα που

---

<sup>10</sup> <http://www.fmvoice.gr/InternationalNews/International/Ecofin:-Άκαρπες-οι-διαβουλεύσεις-για-την-Βασιλεία-III--/6-24795.html>

προκαλούν συγκεκριμένες δράσεις των εποπτικών αρχών, ενώ άλλες τους δίνουν την ευχέρεια να χειριστούν τις προκύπτουσες καταστάσεις. Ο δεύτερος τρόπος προϋποθέτει τη μη ύπαρξη πολιτικών παρεμβάσεων. Όταν το πιστωτικό ίδρυμα δε συμμορφώνεται με τις υποδείξεις των εποπτικών αρχών, τότε αυτές πρέπει να έχουν το δικαίωμα να παρεμβαίνουν και να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα, ώστε να μην κινδυνεύσει συνολικά το τραπεζικό σύστημα.

### 2.3.2 Δημιουργία, Γνωστοποίηση Στοιχείων για την Κατάσταση των Τραπεζικών Ιδρυμάτων

Οι Εποπτικές Αρχές μπορούν να συμβάλλουν στη διαφάνεια του τραπεζικού συστήματος, δημοσιοποιώντας αφ' ενός τα στοιχεία που αφορούν την κατάσταση των τραπεζών και αφ' ετέρου να βελτιώσουν τη διαθεσιμότητα των στοιχείων για τις τράπεζες, το σύνολο του πιστωτικού συστήματος και την αγορά γενικότερα. Τα στοιχεία που μπορούν να παράσχουν οι εποπτικές αρχές είναι χρήσιμα εφ' όσον είναι ακριβή και έγκυρα. Η δημοσιοποίηση στοιχείων, βέβαια, είναι ευκολότερη όταν τα πιστωτικά ιδρύματα είναι γενικά υγιή και όταν οι επενδυτές είναι έμπειροι. Όταν υπάρχει πρόβλημα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι εποπτικές αρχές έχουν μεν την υποχρέωση ενημέρωσης του κοινού, αλλά υπάρχει ο κίνδυνος δημιουργίας πανικού, επομένως ο χειρισμός τέτοιου είδους περιπτώσεων πρέπει να είναι προσεκτικός.

### 2.3.3 Πληροφόρηση για την Κατάσταση των Αγορών

Η ύπαρξη στοιχείων για την κατάσταση των αγορών, μπορεί να προλάβει προβλήματα που δημιουργούνται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, λόγω της συγκέντρωσης των χαρτοφυλακίων των τραπεζών σε τομείς της οικονομίας, όπου ενδεχομένως υπάρχουν «φούσκες» (π.χ. αγορά ακινήτων, χρηματιστήριο). Αν υπάρχει πληροφόρηση για τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, τότε οι εποπτικές αρχές μπορεί να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα προκειμένου να προλάβουν το πρόβλημα.

### 2.3.4 Δίκτυα Προστασίας (Κρατική Εγγύηση/Ασφάλεια)

Ένα ακόμη μέτρο που λαμβάνεται για την πρόληψη των κρίσεων στο τραπεζικό σύστημα είναι η εγγύηση καταθέσεων. Η ύπαρξη εγγύησης καταθέσεων σημαίνει ότι οι καταθέτες παίρνουν πίσω όλο το κεφάλαιό τους μέχρι το ποσό που είναι εγγυημένο, ό,τι και αν συμβεί στην τράπεζά τους. Ένα δεύτερο μέτρο είναι η δυνατότητα των τραπεζών να δανείζονται από την Κεντρική Τράπεζα (που σε

αυτές τις περιπτώσεις λειτουργεί ως «δανειστής τελευταίας προσφυγής») όταν αντιμετωπίζουν προβλήματα με τις αυξημένες απαιτήσεις των καταθετών τους. Σε άλλες περιπτώσεις τα κεφάλαια προς τα προβληματικά τραπεζικά ιδρύματα παρέχονται από το κράτος. Τέλος, το ίδιο το κράτος μπορεί να αναλάβει μια προβληματική τράπεζα, εγγυώμενο με αυτόν τον τρόπο τα χρήματα των καταθετών.

Ταυτόχρονα, λόγω αυτής της παροχής εγγύησης παρουσιάζονται διάφορα προβλήματα. Υπάρχει ηθικός κίνδυνος, λόγω του ότι οι καταθέτες δεν υφίστανται απώλειες στην περίπτωση χρεοκοπίας. Έτσι δεν επιβάλουν πειθαρχία στις τράπεζες όταν αυτές αναλαμβάνουν υπερβολικούς κινδύνους, με αποτέλεσμα την ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων από τις τράπεζες. Παρουσιάζεται επίσης το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής, επειδή οι καταθέτες δεν έχουν λόγο να ελέγξουν τις δραστηριότητες της τράπεζάς τους. Επομένως, αν απουσίαζε η κρατική παρέμβαση, ο χώρος των τραπεζών θα ήταν ιδανικό πεδίο για τις δραστηριότητες απατεώνων που θα μπορούσαν πολύ εύκολα να καλύψουν απάτες και καταχρήσεις.

## **2.4 Η Τραπεζική Εποπτεία σήμερα**

### **2.4.1 Η Ευρωπαϊκή Διάσταση**

Με τον όρο «τραπεζική ενοποίηση» εννοούμε τις προτάσεις που έχουν κατατεθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο, για την αντιμετώπιση της κρίσης των χρηματαγορών και των κρατών, με στόχο μια κεντρική κοινή και υπεύθυνη στάση για τις καταθέσεις, την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τα πάσης φύσεως μέτρα διάσωσης των πιστωτικών ιδρυμάτων.<sup>11</sup>

Σύμφωνα με αυτές τις προτάσεις, σχεδιάζεται :

- ❖ Να δημιουργηθεί μια κεντρική υπηρεσία για την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η οποία να μπορεί να αποφασίζει μόνη της, για όλα τα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- ❖ Να εξασφαλισθεί η δυνατότητα παροχής βοήθειας από το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ESM), απ' ευθείας στις τράπεζες που αντιμετωπίζουν προβλήματα – αντί να μεσολαβούν τα κράτη,

---

<sup>11</sup> «Ένα νέο πλαίσιο για το ρόλο του τραπεζικού συστήματος», σελ 5-7

συμπαράσυροντας, στην προσπάθεια διάσωσης των τραπεζών τους, ολόκληρες τις οικονομίες τους με τη διεύρυνση των χρεών τους.

❖ Να υπάρξει ενιαία και πανευρωπαϊκή εγγύηση των καταθέσεων στις τράπεζες.

Τόσο η Γαλλία, όσο και η Κομισιόν, τάσσονται υπέρ μιας μεγάλης τραπεζικής ενοποίησης – όπου όλες οι ευρωπαϊκές τράπεζες θα ευρίσκονται υπό την εποπτεία της ΕΚΤ. Η ΕΚΤ θα ενεργεί με τη βοήθεια των εθνικών εποπτικών αρχών και των κεντρικών τραπεζών της κάθε χώρας. Όμως η τελική απόφαση θα ανήκει στην ΕΚΤ, γεγονός που σημαίνει μεταξύ άλλων πως η ΕΚΤ θα έχει το δικαίωμα να αποφασίζει το κλείσιμο μιας τράπεζας, σε οποιαδήποτε ευρωπαϊκή χώρα, εάν και όταν το κρίνει απαραίτητο.

Αντίθετα, η Γερμανία τάσσεται υπέρ μιας μικρής τραπεζικής ενοποίησης, όπου η ΕΚΤ θα έχει την εποπτεία των 25 μεγαλύτερων εμπορικών ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, με την αιτιολογία ότι η ΕΚΤ δε θα είχε τη δυνατότητα να τα επιβλέπει όλα. Η πραγματική αιτία είναι, ωστόσο, η άρνηση της Γερμανίας να επιτρέψει τον έλεγχο του δικού της χρηματοπιστωτικού συστήματος, επειδή στην επικράτειά της, όπως και στην Ισπανία, υπάρχουν πολλές σχεδόν χρεοκοπημένες τράπεζες τοπικής εμβέλειας, οι οποίες έχουν τεράστιες ανάγκες αύξησης των κεφαλαίων τους.

Όπως ήδη μας έχει διδάξει η κρίση της Ευρωζώνης, μια νομισματική Ένωση δεν μπορεί να λειτουργήσει εντελώς αποκεντρωμένα, επειδή δημιουργούνται μεγάλες ανισοροπίες στο εσωτερικό τη, οι οποίες είναι δυνατόν να ελεγχθούν μόνο με μέτρα λιτότητας.

Η τραπεζική ένωση ορίζεται ουσιαστικά σαν ένα είδος κυκλοφοριακού συστήματος, το οποίο είναι απαραίτητο για την επιβίωση της Ε.Ε. Όταν δημιουργούνται «δομικές ανισοροπίες» όπως, για παράδειγμα, εμπορικά πλεονάσματα στη Γερμανία, με αντίστοιχα ελλείμματα στην Ελλάδα, τότε χρειάζεται η τραπεζική ενοποίηση, για να μπορέσουν να ελεγχθούν οι χρηματικές ροές. Εάν υπήρχε μια μεγάλη τραπεζική ενοποίηση, τότε δε θα έπαιζε κανένα ρόλο η εθνικότητα της κάθε τράπεζας – οπότε δε θα αναφερόμαστε σε ελληνικές ή γερμανικές τράπεζες, αλλά σε τράπεζες στην Ελλάδα και στη Γερμανία.

Στην περίπτωση αυτή, δε θα υπήρχε κανένας λόγος να απορρίψει μία τράπεζα στο Βερολίνο, ένα δάνειο σε μία τράπεζα στην Αθήνα, αφού μια τραπεζική ένωση είναι αναμφίβολα μια ένωση αμοιβαίας μεταφοράς κεφαλαίων, όπου οι χώρες με ισχυρές τράπεζες είναι υπεύθυνες για τις χώρες με αδύναμες

τράπεζες, όπως συμβαίνει σήμερα σε εθνικό επίπεδο. Δηλαδή, εάν τυχόν συμβεί κάτι σε μια τράπεζα με έδρα την Ελλάδα, δε θα υποχρεωθεί να τη βοηθήσει το ελληνικό δημόσιο, αλλά η ΕΚΤ – όπως εάν συμβεί κάτι σε μια τράπεζα στην Κρήτη σήμερα, δεν είναι υπεύθυνη η περιφέρεια, αλλά το Ελληνικό Δημόσιο.

Αντίθετα, αν δεν αποφασιστεί η μεγάλη τραπεζική ενοποίηση, αλλά μόνο η εποπτεία των 20-25 μεγαλύτερων ευρωπαϊκών τραπεζών από την ΕΚΤ (όπως για παράδειγμα της Deutsche Bank, της ΕΤΕ κλπ.), χωρίς να υπάρξει μια ευρωπαϊκή εγγύηση όλων των καταθέσεων, τότε θα έχουμε ένα ακόμη ατελέσφορο γραφειοκρατικό βήμα. Οι γερμανικές τράπεζες θα συνέχιζαν, π.χ., να μη δανείζον τις ελληνικές, επειδή οι τελευταίες θεωρούνται συγκριτικά λιγότερο ασφαλείς.

Επομένως, η ολοκληρωμένη Ευρωπαϊκή τραπεζική ενοποίηση, με την αναγκαία κοινή εγγύηση καταθέσεων, αποτελεί ίσως το σημαντικότερο μέτρο για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους, περισσότερο επείγον ακόμη και από τα ευρωμόλογα, επειδή τα πακέτα στήριξης, οι «ενέσεις» ρευστότητας και οι αγορές ομολόγων από την ΕΚΤ, είναι αδύνατον από μόνες τους να καταπολεμήσουν μακροπρόθεσμα τα προβλήματα της Ευρωζώνης, οδηγώντας την στην έξοδο από το τούνελ της κρίσης.

Μια ακόμη σημαντική διάσταση είναι το ποιος θα χρηματοδοτήσει την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών, ο ΕSM ή το Ελληνικό Δημόσιο στην περίπτωση της Ελλάδας.

Εάν οι Τράπεζες ανακεφαλαιοποιηθούν απευθείας από τον ΕSM, δεν υπάρχει επιβάρυνση του δημόσιου χρέους, αλλά οι τράπεζες τίθενται άμεσα υπό τον έλεγχο των πιστωτών, που μπορούν να μεταβιβάσουν τις μετοχές τους οπουδήποτε, κατά προτίμηση σε δικές τους ενδιαφερόμενες Τράπεζες.

Ακόμη όμως και σε συνθήκες παγκοσμιοποίησης, ο αφελληνισμός των Τραπεζών της χώρας μας μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες για το μέλλον και τις προοπτικές της εθνικής οικονομίας. Ουσιαστικά, σημαίνει κατά προτεραιότητα πιστώσεις και διευκολύνσεις στους ξένους επενδυτές και κλειστές στρόφιγγες για τις ελληνικές επιχειρήσεις ή για τις ελληνικές αναπτυξιακές προτεραιότητες, με σοβαρό κίνδυνο να κλείσουν, αντί να επεκταθούν, οι επενδυτικές ευκαιρίες για τους αυτόχθονες επενδυτές.

Εάν, αντίθετα, οι Τράπεζες ανακεφαλαιοποιηθούν με επιβάρυνση του Δημοσίου Χρέους μέσω του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ), το Δημόσιο, μετά τη λήξη της μεταβατικής περιόδου, θα μπορεί να ανακτήσει τα

κεφάλαιά του, με συμφέρουσα διάθεση των μετοχών που θα κατέχει, σε Έλληνες ή ξένους επενδυτές. Βέβαια, ούτε στο σενάριο αυτό εκλείπει ο κίνδυνος ελέγχου του Τραπεζικού Συστήματος από ξένα συμφέροντα.

Ο κίνδυνος αυτός ελλοχεύει, εάν το ΤΧΣ παραμείνει «αφεντικό» της διαδικασίας ανακεφαλαιοποίησης – εξυγίανσης επαναπώλησης των Τραπεζών, χωρίς δυνατότητα παρέμβασης της Ελληνικής Κυβέρνησης και χωρίς το Ελληνικό Δημόσιο να έχει τον έλεγχο ανάκτησης των κεφαλαίων και συμφέρουσας διάθεσης των μετοχών που του αναλογούν.

Είναι γνωστό πως όποιος ελέγχει το τραπεζικό σύστημα μιας χώρας, ελέγχει τον αιμοδότη της ανάπτυξης και των επιλογών της για το μέλλον. Γι' αυτό, τα υπέρ και τα κατά του κάθε σεναρίου ανακεφαλαιοποίησης, θα πρέπει να συζητηθούν και να σταθμιστούν με προσοχή, αφού επηρεάζουν συνολικότερα το μέλλον της οικονομίας, την κατεύθυνση της ανάπτυξης και την κοινωνική συνοχή.

#### 2.4.2 Η ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας των ελληνικών τραπεζών

Ο όρος ανακεφαλαιοποίηση, χαρακτηρίζει τη στήριξη των πιστωτικών ιδρυμάτων με δανειακά κεφάλαια που δίνονται στις τράπεζες μέσω αύξησης του δημόσιου χρέους, έναντι αποζημίωσης, ή ως κίνητρα για την εθελοντική συμμετοχή τους στο PSI. Στόχος ήταν μέχρι το τέλος του 2012 τα ελάχιστα βασικά εποπτικά κεφάλαια (Core Tier I) των «συστημικών» τραπεζών να βρίσκονται τουλάχιστον στο 9% του σταθμισμένου ενεργητικού τους. Και αυτό αποτελεί προϋπόθεση για να μπορούν οι τράπεζες να αντλούν ρευστότητα από το Ευρωσύστημα. Σημειώνεται ότι με τα ομόλογα EFSF ύψους 18 δις. Ευρώ που χορήγησε το ΤΧΣ σε ΕΤΕ, Alpha, Eurobank και Πειραιώς το Μάιο του 2012, δόθηκαν ώστε να ανέλθει ο συνολικός δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας τουλάχιστον στο 8%.

Το ποσό με το οποίο θα πρέπει να ανακεφαλαιοποιηθούν οι τράπεζες, θα πρέπει να περιλαμβάνει επιπλέον και το ύψος των κεφαλαίων που καλύπτουν τα επισφαλή τους δάνεια, σύμφωνα με το πόρισμα της Blackrock, ύψος το οποίο λόγω της ύφεσης ανέρχεται συνεχώς. Δε θα πρέπει ωστόσο να μην αναφερθεί ότι μέχρι στιγμής δεν έχει δημοσιοποιηθεί ο έλεγχος αυτός και δεν έχει γίνει και επικαιροποίηση της έρευνας, καθώς οι υφιστάμενες πολιτικές, όσο εφαρμόζονται,



οδηγούν σε μεγαλύτερες επισφάλειες. Συνεπώς δεν είναι καθόλου βέβαιο πόσα τελικά χρειάζονται για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών.

Το άκρως αρνητικό είναι ότι η παραπάνω ενίσχυση δεν καλύπτει όλες τις ελληνικές τράπεζες που συμμετείχαν στο PSI αλλά μόνο όσες από αυτές έχει επιλέξει η Τράπεζα της Ελλάδος ως «συστημικές».

Ειδικότερα, η επιλογή της ενίσχυσης μόνο 3 συστημικών τραπεζών στην Ελλάδα, έγινε με το σύστημα αξιολόγησης C.A.M.E.L.S. Τα αρχικά αυτά σημαίνουν CAPITAL (Κεφαλαιακή Επάρκεια), ASSET QUALITY (Ποιότητα Ενεργητικού), MANAGEMENT (Ποιότητα Διοίκησης), EARNINGS (Κερδοφορία), LIQUIDITY (Ρευστότητα), SENSITIVITY to market risk (Ευαισθησία στον κίνδυνο της Αγοράς). Η μεθοδολογία CAMELS εφαρμόστηκε αρχικώς στην Β. Αμερική με σκοπό την αξιολόγηση των Αμερικανικών εμπορικών τραπεζών και μέχρι σήμερα αποτελεί το βασικότερο εργαλείο αξιολόγησης για την κατάταξη των περίπου 8.500 τραπεζών στις Η.Π.Α. Η χρήση της μεθοδολογίας CAMELS, πέραν του αποτελέσματος της για τις δυνατότητες της κάθε τράπεζας σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες του κλάδου δίνει επίσης τη δυνατότητα να προσδιοριστούν τα δυνατά και τα αδύναμα σημεία τους. Οι δείκτες CAMELS παρέχουν για την κάθε τράπεζα μια βαθμολογία για τη συνολική της απόδοση (Composite Rating) και έξι επιμέρους βαθμολογίες για την κάθε κατηγορία αριθμοδεικτη ξεχωριστά. Βάση μιας στάθμισης για τον κάθε ένα εκ των έξι αριθμοδεικτών, διαμορφώνεται η συνολική κατάσταση της υπό εξέταση τράπεζας. Η βαθμολογική κλίμακα κυμαίνεται από 1 έως 5. Οι δείκτες CAMELS παρέχουν στον αναλυτή τη δυνατότητα να διακρίνει παράγοντες, εφόσον υπάρχουν, οι οποίοι δύναται να συμβάλουν στη χρεοκοπία μιας τράπεζας. Η σημαντικότερη ωστόσο προσφορά των δεικτών είναι η δυνατότητα που παρέχουν στον αναλυτή να προβλέψει την αποτυχία (χρεοκοπία) και να λάβει μέτρα προκαταβολικά προς αποφυγή της μαζικής ανάληψης καταθέσεων από τους αποταμιευτές (*run on bank*) η οποία θα οδηγούσε στην κατάρρευση της.

Η Κεντρική Τράπεζα κάθε κράτους έχει τη συνολική ευθύνη για τον έλεγχο και την εποπτεία του εθνικού τραπεζικού συστήματος. Αυτός ο ρόλος της ανατέθηκε κυρίως από της Αρχές της Βασιλείας II όπου στο δεύτερο πυλώνα της, προβλέπεται Διαδικασία Εποπτικής Αξιολόγησης (ΔΕΑ<sup>12</sup>). Το σύστημα αυτό για

---

<sup>12</sup> Supervisory Review Process (SREP)

να είναι δίκαιο και αποτελεσματικό πρέπει να βασίζεται σε ένα εργαλείο που να ελέγχει και να παρουσιάζει με ομοιόμορφο τρόπο όλα τα τραπεζικά ιδρύματα και να εντοπίζει τα σημαντικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν ή που πρόκειται να ανακύψουν εάν δεν ληφθούν άμεσα μέτρα. Ένα τέτοιο Σύστημα Αξιολόγησης Πιστωτικών Ιδρυμάτων (ΣΑΠΙ) βασίζεται στους δείκτες CAMELS οι οποίοι εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ) ενώ λαμβάνουν υπόψη τους και ποιοτικά κριτήρια<sup>13</sup>. Στην κάθε περίπτωση εξαρτάται από τον αναλυτή ένα θα περιοριστεί σε έξι αριθμοδείκτες ή θα επεκτείνει την ανάλυση περαιτέρω. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η συνηθέστερη διαδικασία έλεγχου αποτελείται από την εκτίμηση είκοσι αριθμοδεικτών και ένα ποιοτικό κριτήριο ανά κατηγορία αριθμοδείκτη CAMELS.

### 2.4.3 Αναδιάρθρωση του χρέους και επιπτώσεις στα Ελληνικά Τραπεζικά Ιδρύματα

Στην Ελλάδα, το τελευταίο διάστημα όλο και περισσότερο ακουγόταν η άποψη υπέρ της αναδιάρθρωσης του χρέους ώστε να γίνει βιώσιμο. Πρέπει να γίνει κατανοητό ότι η αναδιάρθρωση του χρέους, το γνωστό και σαν κούρεμα των ομολόγων, επιδρά αρνητικά στους κατόχους αυτών των τίτλων. Οι τράπεζες αποτελούν τον βασικό δανειστή των κρατών και συνεπώς είναι οι κύριοι κάτοχοι κρατικών τίτλων. Μάλιστα, μέσω των τραπεζικών συστημάτων οι κρίσεις χρέους μεταφέρονται και σε άλλα κράτη αφού οι αρνητικές επιπτώσεις στις τράπεζες απαιτούν κρατική βοήθεια. Είναι αξιοσημείωτο ότι στις ασκήσεις προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων (*stress tests*) το καλοκαίρι του 2010 είχαν ως αποτέλεσμα οι μεγάλες Ελληνικές τράπεζες (Εθνική, Alpha, Eurobank, Πειραιώς και Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο) να επιτύχουν οριακά το χαμηλότερο αποδεκτό επίπεδο ενώ η Αγροτική Τράπεζα απέτυχε να το ξεπεράσει. Είναι επίσης σημαντικό ότι τα συγκεκριμένα *stress tests* επικρίθηκαν από ακαδημαϊκούς, αναλυτές και

---

<sup>13</sup> Αφού ολοκληρωθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση πρέπει να συμπληρώνεται από ποιοτικά κριτήρια ή και οικονομετρικά. Στην περίπτωση των ποιοτικών κριτηρίων χρησιμοποιούνται κυρίως ερωτηματολόγια τα οποία συμπληρώνονται από την ανώτερη Διοίκηση της τράπεζας και αφορά μελλοντικά σχέδια για την τράπεζα. Επίσης χρησιμοποιούνται πληροφορίες από την Ετήσια Έκθεση Πεπραγμένων και Πρακτικά Συνεδριάσεων Διοίκησης, Εκθέσεις Εσωτερικού Ελέγχου, Εκθέσεις Διαχείρισης Κινδύνων κτλ. Στην περίπτωση των οικονομετρικών μοντέλων, η επιδίωξη είναι να εκτιμηθεί η βαρύτητα που έχει ο κάθε ένας αριθμοδείκτης στην φερεγγυότητα της τράπεζας μέσω παλινδρομήσεων.

παράγοντες της Αγοράς ότι δεν ήταν τόσο αυστηρά και ρεαλιστικά έπρεπε αφού η κατοχή ομολόγων κρατών όπως η Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιρλανδία κτλ δεν ελήφθη σοβαρά υπόψη.<sup>14</sup> Για το λόγο αυτό, η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (European Banking Authority) ανακοίνωσε ότι τα *stress tests* του επόμενου έτους θα ενσωμάτωναν νέες υποθέσεις τις οποίες ενσωμάτωσε σε Οδηγία που εστάλη στα Κράτη-μέλη τον Ιούνιο του 2011. Η κύρια τροποποίηση αφορά στην επίδραση που υπάρχει στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών από την κατοχή ομολόγων κρατών που πλήττονται από οικονομικά προβλήματα ασχέτως με το αν αυτοί οι τίτλοι δημοκρατούνται από τις τράπεζες μέχρι τη λήξη τους (*held to maturity*). Η νέα ρύθμιση πλήττει καίρια την οικονομική απεικόνιση των Ελληνικών τραπεζών, αφού σε αντίθεση με τις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές τράπεζες διακρατούν τη συντριπτική πλειοψηφία των Ελληνικών ομολόγων στο χαρτοφυλάκιο διακράτησης ως τη λήξη. Σε συνδυασμό με τη συμμετοχή των ιδιωτών στην αναδιάρθρωση-απομείωση του Ελληνικού χρέους μέσω του PSI (Private Sector Involvement) και με βάση τη μετέπειτα ανακεφαλαιοποίηση των Ελληνικών τραπεζών θα διαμορφωθεί η οριστική τους εικόνα.

#### 2.4.4 Stress tests<sup>15</sup>

Υπεύθυνη για τη διεξαγωγή των *stress test* είναι η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή (EBA – European Banking Authority) σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (EC – European Commission), την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB – European Central Bank) και την Ευρωπαϊκή Γραμματεία Ελέγχου Συστημικού Κινδύνου (ESRB Secretariat). Στόχος των *stress tests* είναι η συνολική επίβλεψη του κινδύνου που εμπεριέχεται στις λειτουργίες των τραπεζικών ιδρυμάτων και συγκεκριμένα ελέγχου:

- Το business model των τραπεζών
- Την ποσότητα του ενεργητικού τους
- Το κινδύνου που το ενεργητικό τους εμπεριέχει

---

<sup>14</sup> Είναι χαρακτηριστικό ότι οι Ιρλανδικές τράπεζες που είχαν περάσει τα *stress tests* αντιμετώπισαν αμέσως προβλήματα που τις οδήγησαν προς τη χρεοκοπία.

<sup>15</sup> Περισσότερες πληροφορίες για την ακριβή μεθοδολογία των *stress tests* και των εφαρμοζόμενων τεχνικών μπορείτε να βρείτε εδώ: <http://www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing.aspx>

Το σύστημα που διαθέτει η κάθε τράπεζα για τη διαχείριση και αξιολόγηση των διαφόρων κινδύνων

Το επίπεδο και την ποιότητα των εποπτικών κεφαλαίων

Η εποπτική αρχή, με βάση τα αποτελέσματα των *stress tests* προχωρά σε συστάσεις που έχουν να κάνουν με την ανάγκη ενίσχυσης των εποπτικών κεφαλαίων μιας τράπεζας αλλά όχι μόνο, καθώς προχώρα σε γενικότερες προτάσεις για τη βελτίωση της οικονομικής θέσης της προβληματικής τράπεζας. Στα *stress tests* του 2010, το όριο που είχε τεθεί ήταν τα εποπτικά κεφάλαια να ξεπερνούν το *Tier I*<sup>16</sup> ενώ το 2011 το όριο ήταν πιο αυστηρό αφού πλέον έπρεπε να ξεπερνούν το *Core Tier I*<sup>17</sup>.

Σημαντικό είναι να τονίσουμε ότι τα *stress tests* βασίζονται πάνω σε στατικούς ισολογισμούς δηλαδή δεν λαμβάνονται υπόψη μελλοντικές κινήσεις στις οποίες προτίθετο να προβεί η διοίκηση. Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι στα *stress tests* του 2011, οι επιπτώσεις στα εποπτικά κεφάλαια των τραπεζών που στα χαρτοφυλάκιά τους διέθεταν τίτλους χρέους προβληματικών χωρών (Ελλάδα, Πορτογαλία, Ιρλανδία, Ιταλία) μπορούσαν να επέλθουν μόνο μέσα από το *trading book* λόγω των πιέσεων που δέχονταν οι συγκεκριμένη τίτλοι στις διεθνείς χρηματαγορές. Αυτό σημαίνει ότι ένα ενδεχόμενο «κούρεμα» των ομολόγων των συγκεκριμένων χωρών, πράγμα το οποίο πραγματοποιήθηκε, είτε αυτά βρίσκονται στο *banking book* είτε στο *trading book* των τραπεζών, δεν λαμβάνεται υπόψη στη συγκεκριμένη άσκηση προσημείωσης. Άρα, τα συγκεκριμένα τεστ πάσχουν σε αυτό το σημείο.<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup>Tier I: Ίδια κεφάλαια (κοινές & προνομιούχες μετοχές, μετατρέψιμες ομολογίες, μειοψηφικά δικαιώματα της τράπεζας σε θυγατρικές εταιρείες).

<sup>17</sup> Τον ορισμό μπορείτε να βρείτε στη Βασιλεία II – III: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

<sup>18</sup> Εφαρμογή του συστήματος αξιολόγησης CAMELS & Αποτελέσματα των Stress Test των ελληνικών τραπεζών, Πάσχος Αστέριος (σελ. 30-32)

## 2.5 Η Σκιώδης Τραπεζική

Οι διαπραγματεύσεις σχετικά με τα μέτρα που πρέπει να παρθούν για τη βελτιστοποίηση και διασφάλιση του τραπεζικού και γενικότερα του χρηματοπιστωτικού τομέα βρίσκονται σε συνεχή και καλή πορεία. Οι μεταρρυθμίσεις θα εξοπλίσουν την ΕΕ με τα κατάλληλα εργαλεία προκειμένου να διασφαλιστεί η ενδεδειγμένη εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, των θεσμών και των αγορών. Οι σταθερότερες και περισσότερο υπεύθυνες χρηματοπιστωτικές αγορές αποτελούν προϋπόθεση για τη μεγέθυνση και τη δημιουργία ενός επιχειρηματικού περιβάλλοντος που επιτρέπει στις επιχειρήσεις να αναπτύσσονται, να καινοτομούν και να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους. Αυτό με τη σειρά του ενισχύει την αυτοπεποίθηση και την εμπιστοσύνη των πολιτών.

Ωστόσο, υπάρχει ένα αυξανόμενο πεδίο για μη τραπεζικές πιστωτικές δραστηριότητες, ή σκιώδεις τραπεζικές εργασίες, που δεν είχε αποτελέσει πρωταρχικό μέλημα προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας. Η σκιώδης τραπεζική διεκπεραιώνει σημαντικές λειτουργίες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Για παράδειγμα, δημιουργεί πρόσθετους πόρους χρηματοδότησης και προσφέρει στους επενδυτές εναλλακτικές επιλογές έναντι των τραπεζικών καταθέσεων. Είναι όμως δυνατόν να προκαλέσει δυνητικές απειλές στη μακροπρόθεσμη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Πιο αναλυτικά θα λέγαμε ότι ως σκιώδης τραπεζική ορίζεται «το σύστημα τραπεζικής διαμεσολάβησης που περιλαμβάνει οντότητες και δραστηριότητες εκτός του κανονικού τραπεζικού συστήματος».<sup>19</sup> Ο ορισμός αυτός συνεπάγεται ότι το σκιώδες τραπεζικό σύστημα βασίζεται σε δυο αλληλένδετους πυλώνες. Καταρχάς, οντότητες που λειτουργούν εκτός του κανονικού τραπεζικού συστήματος και ασκούν μια από τις ακόλουθες δραστηριότητες:

- ❖ Αποδοχή χρηματοδότησης με καταθετικά χαρακτηριστικά
- ❖ Μετατροπή της λήξης ή / και της ρευστότητας
- ❖ Μεταβίβαση πιστωτικού κινδύνου
- ❖ Χρησιμοποίηση άμεσης ή έμμεσης χρηματοοικονομικής μόχλευσης

Δεύτερον, δραστηριότητες που θα μπορούσαν να αποτελέσουν σημαντικές πηγές χρηματοδότησης μη τραπεζικών οντοτήτων. Οι δραστηριότητες αυτές

<sup>19</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_el.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_el.pdf)

περιλαμβάνουν την τιτλοποίηση, το δανεισμό τίτλων και τις πράξεις επαναγοράς (repos).

Οντότητες και δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής είναι κυρίως :

- ❖ Οντότητες ειδικού σκοπού που ασκούν δραστηριότητες μετατροπής της ρευστότητας ή / και της λήξης. Για παράδειγμα οχήματα τιτλοποίησης όπως επενδυτικά οχήματα τύπου SIV
- ❖ Αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ) και άλλα είδη επενδυτικών κεφαλαίων ή προϊόντων με καταθετικά χαρακτηριστικά, τα οποία τα καθιστούν ευάλωτα σε μαζικές ταυτόχρονες εξαγορές («φυγές»)
- ❖ Επενδυτικά κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένων των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων (Exchange Traded Funds – ETFs), που παρέχουν πιστώσεις ή μοχλεύονται
- ❖ Εταιρίες χρηματοδότησης και οντότητες τίτλων που παρέχουν πιστώσεις ή πιστωτικές εγγυήσεις, ή προβαίνουν σε αλλαγή ρευστότητας ή / και λήξης χωρίς να είναι ρυθμιζόμενες όπως οι τράπεζες
- ❖ Ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις που εκδίδουν ή εγγυώνται πιστωτικά προϊόντα.

Το FSB υπολόγισε χονδρικά ότι το μέγεθος του σκιώδους τραπεζικού συστήματος ανήλθε για το 2010 σε 46 τρισεκατομμύρια €, σε σύγκριση με το 2002 που ήταν 21 τρισεκατομμύρια €. Το μέγεθος αυτό αντιπροσωπεύει το 25-30% του συνολικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ανταποκρινόμενο στις προκλήσεις του G20 στη Σεούλ το 2010 και στις Κάννες το 2011, το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Board – FSB) εκπονεί συστάσεις αναφορικά με την εποπτεία και ρύθμιση της εν λόγω δραστηριότητας. Οι εργασίες του FSB έχουν επισημάνει ότι η άτακτη χρεοκοπία οντοτήτων που εκτελούν σκιώδεις τραπεζικές δραστηριότητες μπορεί να προκαλέσει συστημικό κίνδυνο, τόσο άμεσα όσο και μέσω των διασυνδέσεών τους με το κανονικό τραπεζικό σύστημα. Το FSB έχει επίσης προτείνει ότι ενόσω αυτού του είδους οι δραστηριότητες και οι οντότητες εξακολουθούν να υπόκεινται σε χαμηλότερο επίπεδο ρύθμισης και εποπτείας σε σύγκριση με τον υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό τομέα, η ενισχυμένη τραπεζική νομοθεσία θα μπορούσε να οδηγήσει σημαντικό μέρος των τραπεζικών δραστηριοτήτων πέρα από τα όρια της παραδοσιακής τραπεζικής και προς την κατεύθυνση της σκιώδους τραπεζικής.

Οι οντότητες και δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής μπορούν να δημιουργήσουν κινδύνους. Ορισμένοι από αυτούς μπορεί να είναι συστημικού χαρακτήρα λόγω κυρίως της πολυπλοκότητας των οντοτήτων και δραστηριοτήτων σκιώδους τραπεζικής. Η διασυννοριακή τους εμβέλεια και η εγγενής κινητικότητα των αγορών τίτλων και κεφαλαίων καθώς και η διασύνδεση δραστηριοτήτων σκιώδους τραπεζικής με το κανονικό τραπεζικό σύστημα ελλοχεύει κινδύνους επίσης.

Οι κίνδυνοι αυτοί μπορούν να ομαδοποιηθούν ως ακολούθως:

i) Δομές χρηματοδότησης με καταθετικά χαρακτηριστικά μπορεί να οδηγήσουν σε «φυγή» (run): Οι δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής είναι εκτεθειμένες σε παρόμοιους χρηματοοικονομικούς κινδύνους με τις τράπεζες, χωρίς να υπόκεινται σε ανάλογους περιορισμούς τους οποίους επιβάλλει η τραπεζική νομοθεσία και εποπτεία. Για παράδειγμα, ορισμένες δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής χρηματοδοτούνται με βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση που είναι επιρρεπής σε κινδύνους αιφνίδιων και μαζικών αποσύρσεων κεφαλαίων από πελάτες.

ii) Συσσώρευση υψηλής, αφανούς μόχλευσης: Η υψηλή μόχλευση μπορεί να αυξήσει την ευπάθεια του χρηματοπιστωτικού τομέα και να αποτελέσει πηγή συστημικού κινδύνου. Οι δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής μπορεί να ενέχουν υψηλή μόχλευση και οι ασφάλειες να χρησιμοποιούνται πολλές φορές, χωρίς να υπόκεινται στους περιορισμούς που επιβάλλονται από τη νομοθεσία και την εποπτεία.

iii) Καταστρατήγηση των κανόνων και ρυθμιστικό αρμπιτράζ: Οι δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής μπορεί να χρησιμοποιηθούν για την αποφυγή ρύθμισης ή εποπτείας που εφαρμόζονται στις κανονικές τράπεζες με τη διάσπαση της παραδοσιακής διαδικασίας πιστωτικής διαμεσολάβησης σε νομικά ανεξάρτητες δομές που συναλλάσσονται μεταξύ τους. Αυτή η «ρυθμιστική κατάτμηση» δημιουργεί τον κίνδυνο ενός «ανταγωνισμού επί τα χείρω» για ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα, καθώς οι τράπεζες και οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές προσπαθούν να μιμηθούν τις οντότητες σκιώδους τραπεζικής ή να πιέσουν ορισμένες πράξεις σε οντότητες εκτός του πεδίου ενοποίησής τους. Για παράδειγμα, πράξεις που καταστρατηγούν κανόνες περί κεφαλαίων και λογιστικούς κανόνες και μεταφοράς των κινδύνων εκτός του

πεδίου της τραπεζικής εποπτείας έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη δημιουργία της κρίσης του 2007/2008.

iv) Άτακτες πτωχεύσεις που επηρεάζουν το τραπεζικό σύστημα: Οι δραστηριότητες σκιώδους τραπεζικής είναι συχνά συνδεδεμένες με τον κανονικό τραπεζικό τομέα. Τυχόν πτωχεύσεις ενδέχεται να οδηγήσουν σε σοβαρά προβλήματα μετάδοσης και δευτερογενείς επιπτώσεις. Κάτω από συνθήκες κινδύνου ή σοβαρής αβεβαιότητας, οι κίνδυνοι που αναλαμβάνονται από σκιώδεις τράπεζες μπορούν εύκολα να μεταδοθούν στον τραπεζικό τομέα μέσω πολλών διαύλων: α) απευθείας δανεισμός από το τραπεζικό σύστημα και ενδεχόμενες υποχρεώσεις των τραπεζών (αυξημένες πιστώσεις και ρευστότητα)· και β) μαζικές πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων με αντίκτυπο στις τιμές των χρηματοοικονομικών και ακινήτων περιουσιακών στοιχείων.

### 2.5.1 Προκλήσεις και μέτρα αντιμετώπισης της σκιώδους τραπεζικής για τις εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές

Δεδομένων των κινδύνων που προαναφέρθηκαν, οι εποπτικές και οι ρυθμιστικές αρχές είναι σημαντικό να εξετάσουν τον καλύτερο τρόπο αντιμετώπισης των οντοτήτων και των δραστηριοτήτων σκιώδους τραπεζικής. Ωστόσο, το έργο αυτό δεν είναι απλό.

Πρώτον, οι ενδιαφερόμενες αρχές καλούνται να ταυτοποιήσουν και να παρακολουθήσουν τις σχετικές οντότητες και τις δραστηριότητές τους. Στην ΕΕ, οι περισσότερες εθνικές αρχές έχουν σχετική πείρα και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΑΤ), η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) έχουν αρχίσει να αποκτούν εμπειρογνωμοσύνη στο θέμα της σκιώδους τραπεζικής. Ωστόσο, εξακολουθεί να υφίσταται πιεστική ανάγκη να συμπληρωθούν τα κενά στα δεδομένα για τη διασύνδεση μεταξύ τραπεζικών και μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε παγκόσμια βάση. Η ΕΕ ίσως χρειαστεί συνεπώς να διασφαλίσει μόνιμες διαδικασίες για τη συλλογή και ανταλλαγή πληροφοριών περί των μεθόδων ταυτοποίησης και των εποπτικών



πρακτικών ανάμεσα σε όλες τις εποπτικές αρχές της ΕΕ, στην Επιτροπή, την ΕΚΤ και άλλες κεντρικές τράπεζες. Τούτο θα απαιτήσει στενό συντονισμό μεταξύ τους για την ανταλλαγή πληροφοριών και τον έγκαιρο εντοπισμό προβλημάτων. Μπορεί επίσης να απαιτήσει νέες ειδικές εξουσίες για τις εθνικές εποπτικές αρχές.

Δεύτερον, οι αρχές χρειάζεται να προσδιορίσουν την προσέγγιση για την εποπτεία των οντοτήτων σκιώδους τραπεζικής. Η Επιτροπή φρονεί ότι η εποπτεία θα πρέπει i) να ασκείται στο ενδεδειγμένο επίπεδο, δηλαδή εθνικό ή/και Ευρωπαϊκό· ii) να είναι αναλογική· iii) να λαμβάνει υπόψη την υφιστάμενη εποπτική ικανότητα και εμπειρογνομosύνη· και iv) να είναι ενσωματωμένη στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής εποπτείας. Ως προς το τελευταίο, οι αρχές πρέπει να είναι σε θέση να αντιλαμβάνονται τις κρυφές αλυσίδες πιστωτικής διαμεσολάβησης, να αξιολογούν κατάλληλα τη συστημική τους σημασία, να εξετάζουν τις μακροπροληπτικές επιπτώσεις νέων προϊόντων ή δραστηριοτήτων και να χαρτογραφούν την διασύνδεση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος με τον υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό τομέα.

Τρίτον, επειδή τα ζητήματα της σκιώδους τραπεζικής μπορεί να απαιτήσουν επέκταση του πεδίου εφαρμογής και της φύσης της προληπτικής ρύθμισης, χρειάζονται κατάλληλες κανονιστικές απαντήσεις. Στην έκθεση του FSB προτείνονται ορισμένες αρχές τις οποίες πρέπει να εφαρμόζουν οι ρυθμιστικές αρχές κατά τη μελέτη και επιβολή των μέτρων για τη σκιώδη τραπεζική. Το FSB πρότεινε τα κανονιστικά μέτρα να είναι στοχευμένα, αναλογικά, μελλοντοστρεφή και προσαρμόσιμα, αποτελεσματικά, και να υπόκειται σε αξιολόγηση και αναθεώρηση. Η Επιτροπή πιστεύει ότι οι αρχές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις εν λόγω υψηλού επιπέδου αρχές. Η Επιτροπή πιστεύει επίσης ότι πρέπει να υιοθετηθεί ειδική προσέγγιση για κάθε είδος οντότητας ή/και δραστηριότητας. Αυτό θα απαιτήσει την επίτευξη της σωστής ισορροπίας μεταξύ τριών πιθανών και συμπληρωματικών μέτρων: i) έμμεσης ρύθμισης (για τη ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ του τραπεζικού συστήματος και των οντοτήτων της σκιώδους τραπεζικής)· ii) κατάλληλης επέκτασης ή αναθεώρησης της υφιστάμενης ρύθμισης· και iii) νέας ρύθμισης ειδικά προορισμένης για οντότητες και δραστηριότητες της σκιώδους τραπεζικής. Στο πλαίσιο αυτό, χρειάζεται να εξεταστούν εναλλακτικά ή συμπληρωματικά μη κανονιστικά μέτρα.

Στην Ε.Ε. νομοθετικές προτάσεις με αντίκτυπο στις οντότητες και τις δραστηριότητες του σκιώδους τραπεζικού συστήματος υφίστανται ήδη ή είναι υπό

συζήτηση ενώπιον του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Ορισμένα κράτη μέλη διαθέτουν επίσης πρόσθετους εθνικούς κανόνες για την εποπτεία χρηματοπιστωτικών οντοτήτων και δραστηριοτήτων που δεν υπάγονται σε ρύθμιση σε επίπεδο ΕΕ.

Η Ευρώπη έχει κάνει σημαντικά βήματα για την έμμεση ρύθμιση των δραστηριοτήτων σκιώδους τραπεζικής μέσω της ρύθμισης του τραπεζικού και του ασφαλιστικού τομέα σε ζητήματα που προκύπτουν από δομές τιτλοποίησης προκειμένου να αποτρέψει τις τράπεζες από την καταστρατήγηση των υφιστάμενων κεφαλαιακών απαιτήσεων και λοιπών νομοθετικών διατάξεων. Για παράδειγμα με οδηγία της Ε.Ε. τα κράτη μέλη μέσω του εθνικού δικαίου υποχρεώνουν τους εντολείς και τους χορηγούς τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων να παρακρατούν σημαντικό μέρος των ανειλημμένων κινδύνων τους. Η οδηγία ενίσχυσε επίσης τον χειρισμό των παροχών ρευστότητας και της πιστωτικής έκθεσης σε μέσα τιτλοποίησης. Οι προηγούμενοι κανόνες είχαν επιτρέψει στις τράπεζες να αποφύγουν τη διάθεση κεφαλαίων για τους αντίστοιχους κινδύνους. Επίσης στην τελευταία πρόταση για αναθεώρηση η Επιτροπή πρότεινε την εισαγωγή ρητών απαιτήσεων ρευστότητας από το 2015, συμπεριλαμβανομένων διευκολύνσεων ρευστότητας για τα SPV και για κάθε άλλο προϊόν ή υπηρεσία που συνδέεται με τραπεζικό κίνδυνο φήμης.<sup>20</sup>

Το πεδίο των υφιστάμενων ρυθμίσεων επεκτάθηκε επίσης σε νέες οντότητες και δραστηριότητες ώστε να υπάρχει ευρύτερη κάλυψη, να αντιμετωπίζονται οι ανησυχίες για τον συστημικό κίνδυνο και να καταστεί δυσκολότερο το μελλοντικό ρυθμιστικό αρμπιτράζ. Αυτή η προσέγγιση ακολουθήθηκε στην περίπτωση των επιχειρήσεων επενδύσεων. Υπόκεινται στο καθεστώς που καθορίζεται στην οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID).<sup>21</sup> Στην αναθεώρηση του πλαισίου αυτού, η Επιτροπή πρότεινε στις 20 Οκτωβρίου 2011 αναδιατύπωση της οδηγίας και κανονισμό με σκοπό τη διεύρυνση του πεδίου εφαρμογής (π.χ. για να συμπεριληφθούν όλοι οι διαπραγματευτές υψηλής συχνότητας και να ενταχθούν στο πεδίο εφαρμογής της MiFID περισσότερες επιχειρήσεις επενδύσεων σε βασικά εμπορεύματα), την αύξηση της διαφάνειας των μη μετοχικών μέσων – ενισχύοντας

---

<sup>20</sup> Βλ. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm)

<sup>21</sup> Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, ΕΕ L 145 της 30.4.2004, σ. 1 έως 44.

με τον τρόπο αυτό τη δυνατότητα εντοπισμού κινδύνων από την άσκηση σκιάδους τραπεζικής, και την ανάθεση στις αρμόδιες εθνικές αρχές και στην ΕΑΚΑΑ (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών) αυξημένων εξουσιών και εξουσιών προληπτικής επέμβασης, παρέχοντάς τους τη δυνατότητα να ελέγχουν και να αμβλύνουν κινδύνους από την άσκηση σκιάδους τραπεζικής. Η MiFID δεν επιβάλλει άμεσα κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις επιχειρήσεις που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της. Παραπέμπει, ωστόσο, στην οδηγία περί κεφαλαιακών απαιτήσεων, επιβάλλοντας με τον τρόπο αυτό προληπτική εποπτική ρύθμιση τύπου τραπεζών σε οντότητες που ασκούν δραστηριότητες σκιάδους τραπεζικής.

Τέλος, η ΕΕ έχει επίσης θεσπίσει μέτρα για την άμεση ρύθμιση οντοτήτων και δραστηριοτήτων σκιάδους τραπεζικής. Όσον αφορά τους οργανισμούς επενδύσεων, η οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (AIFMD)<sup>22</sup> αντιμετωπίζει ήδη τα ζητήματα σκιάδους τραπεζικής, υπό τον όρο ότι οι σχετικές οντότητες θεωρούνται ως οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων δυνάμει της εν λόγω οδηγίας. Οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων απαιτείται πλέον να παρακολουθούν τους κινδύνους ρευστότητας και να εφαρμόζουν σύστημα διαχείρισης της ρευστότητας. Δεδομένων των νέων μεθόδων υπολογισμού των απαιτήσεων μόχλευσης και αναφοράς, δραστηριότητες όπως οι συμφωνίες επαναγοράς ή ο δανεισμός τίτλων θα παρακολουθούνται ευκολότερα από τις αρμόδιες αρχές.

### 2.5.2 Εκκρεμή ζητήματα σκιάδους τραπεζικής

Μολονότι τα έμμεσα, εκτεταμένα και άμεσα ρυθμιστικά μέτρα που περιγράφονται ανωτέρω αντιμετωπίζουν σε μεγάλο βαθμό τις οντότητες και δραστηριότητες του σκιάδους τραπεζικού συστήματος, χρειάζεται να σημειωθεί ακόμη μεγάλη πρόοδος λόγω της μεταβαλλόμενης φύσης του συστήματος αυτού και του βαθμού κατανόησής μας. Σε συντονισμό με το FSB, τους οργανισμούς τυποποίησης και τις αντίστοιχες ενωσιακές εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές,

---

<sup>22</sup> Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010, ΕΕ L 174 της 1.7.2011, σ. 1.

στόχος των τρεχουσών εργασιών της Επιτροπής είναι να εξετάσει προσεκτικά τα ισχύοντα μέτρα και να προτείνει μια κατάλληλη προσέγγιση που να διασφαλίζει διεξοδική εποπτεία του σκιάδους τραπεζικού συστήματος, σε συνδυασμό με ένα κατάλληλο κανονιστικό πλαίσιο. Εν προκειμένω, υπάρχουν πέντε καίριας σημασίας πεδία στα οποία η Επιτροπή εξετάζει περαιτέρω δυνατότητες και τα επόμενα βήματα:

- ❖ Ρύθμιση του τραπεζικού τομέα : εξετάζονται οι κανόνες ενοποίησης για τις οντότητες του σκιάδους τραπεζικού συστήματος προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι οντότητες που υποστηρίζονται από τράπεζες προβαίνουν στην κατάλληλη ενοποίηση για σκοπούς προληπτικής εποπτείας και υπόκεινται συνεπώς πλήρως στο αναλυτικό πλαίσιο της Βασιλείας III. Είναι επίσης σκόπιμο να μελετηθούν οι διαφορές μεταξύ λογιστικής ενοποίησης και ενοποίησης προληπτικής εποπτείας, καθώς και οι διαφορές μεταξύ δικαιοδοσιών. Εν προκειμένω, αξίζει να εκτιμηθεί ο αντίκτυπος των νέων ΔΠΧΑ στην ενοποίηση, ιδίως σε σχέση με τις οντότητες του σκιάδους τραπεζικού συστήματος. Η υφιστάμενη τραπεζική νομοθεσία περιορίζεται στα ιδρύματα που δέχονται καταθέσεις και τα οποία χορηγούν πιστώσεις. Μπορεί να εξεταστεί το ενδεχόμενο διεύρυνσης του πεδίου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και δραστηριοτήτων που καλύπτονται από την τρέχουσα νομοθεσία. Η Επιτροπή μελετά τη σκοπιμότητα επέκτασης ορισμένων διατάξεων της CRD σε χρηματοδοτικές εταιρείες που δεν δέχονται καταθέσεις και δεν καλύπτονται από τον ορισμό στον κανονισμό περί κεφαλαιακών απαιτήσεων (CRR). Με τον τρόπο αυτό θα περιοριστεί επίσης το πεδίο για μελλοντικό ρυθμιστικό αρμπιτράζ για παρόχους πιστώσεων.
- ❖ Η Επιτροπή μελετά με προσοχή την πορεία αμφοτέρων των αγορών ETF και MMF στο πλαίσιο της σκιάδους τραπεζικής. Όσον αφορά τα ETF, το FSB εντόπισε πιθανή αναντιστοιχία μεταξύ προσφερόμενης ρευστότητας σε επενδυτές ETF και υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων με μικρότερη ρευστότητα. Οι τρέχουσες ρυθμιστικές συζητήσεις επικεντρώνονται σε πιθανές διαταραχές ρευστότητας, στην ποιότητα των ασφαλειών που παρέχονται σε περιπτώσεις δανεισμού κινητών αξιών και πράξεων επί παραγώγων (swap) μεταξύ παρόχων ETF και των αντισυμβαλλομένων τους και σε συγκρούσεις συμφερόντων όταν οι αντισυμβαλλόμενοι σε τέτοιου είδους συναλλαγές ανήκουν στον ίδιο εταιρικό όμιλο. Ορισμένα από τα ζητήματα αυτά δεν περιορίζονται σε ETF. Ανακύπτουν κάθε φορά που τίτλοι ανήκοντες σε

επενδυτικό κεφάλαιο δανείζονται σε άλλους αντισυμβαλλόμενους ή όταν ένα επενδυτικό κεφάλαιο συνάπτει συμφωνία επί παραγώγου (π.χ. συμφωνίες ανταλλαγής συνολικής απόδοσης – total return swaps) με αντισυμβαλλόμενο.

- ❖ Ένα άλλο βασικό ζήτημα αφορά το δανεισμό τίτλων και τις συμφωνίες επαναγοράς, καθώς οι δραστηριότητες αυτές μπορούν να χρησιμοποιηθούν ταχέως για την αύξηση της μόχλευσης και αποτελούν καίρια πηγή κεφαλαίων που χρησιμοποιείται από ορισμένες οντότητες σκιώδους τραπεζικής. Οι τρέχουσες εργασίες της Επιτροπής και του FSB επικεντρώνονται στην εξέταση των ισχυρικών πρακτικών και στον εντοπισμό ρυθμιστικών κενών και ασυνεπειών μεταξύ δικαιοδοσιών. Τα συγκεκριμένα ζητήματα που πρόκειται να καλυφθούν θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν: προληπτική διαχείριση των ασφαλειών, πρακτικές επανεπένδυσης μετρητών που επράχθησαν έναντι εξασφαλισμένων τίτλων, επαναχρησιμοποίηση ασφαλειών (επανενεχυρίαση), τρόπους για τη βελτίωση της διαφάνειας στις αγορές και για τις εποπτικές αρχές και ρόλος της υποδομής των αγορών. Η Επιτροπή εκτιμά ότι πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στο συνολικό αποτέλεσμα μόχλευσης από τον δανεισμό τίτλων, τη διαχείριση των ασφαλειών και των συναλλαγών repos προκειμένου να διασφαλιστεί ότι οι εποπτικές αρχές διαθέτουν ακριβείς πληροφορίες για να εκτιμήσουν το εν λόγω αποτέλεσμα μόχλευσης, τα εργαλεία για τον έλεγχό του και για την αποφυγή των υπερβολικών φιλοκυκλικών αποτελεσμάτων. Τέλος, πρέπει να επανεξεταστεί η νομοθεσία περί πτωχεύσεως και η επίπτωσή της στις ασφάλειες, προκειμένου να αυξηθεί η διεθνής συνάφεια τέτοιου είδους συναλλαγών με τις λογιστικές πρακτικές.

## **2.6 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 χρηματαγορών και των κεφαλαιαγορών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Χωρίς να υποτιμάται στο ελάχιστο η σημασία των υπολοίπων μέτρων που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του FSAP στον τομέα των χρηματαγορών, 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<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2007, ενώ το 2011 οι διατάξεις της οδηγίας αυτής, ενόψει της οικονομικής κρίσης τροποποιούνται και παίρνουν τη μορφή MIFID II, το οποίο δε θα είναι έτοιμο για εφαρμογή πριν το 2015.

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 χρηματαγορών 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 AXE 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 ενδεδειγμένη 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. 306/2007 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 συνοδευτεί 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.

Όσον αφορά τη MIFID II, Σύμφωνα με πανευρωπαϊκή έρευνα της PwC,<sup>23</sup> ποσοστό που υπερβαίνει το 50% των οργανισμών όλων των τομέων του κλάδου παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών μελετά την Οδηγία MiFID II, στο πλαίσιο των ευρύτερων αλλαγών στο ρυθμιστικό σκηνικό. Η έκθεση της PwC με τίτλο «Έχετε υπό έλεγχο τις απαιτήσεις της Οδηγίας MiFID II;» αποκαλύπτει επίσης ότι παρόλο που είναι ακόμη πολύ νωρίς για να προσδιορίσουν το κόστος των απαιτήσεων της Οδηγίας MiFID II, περισσότεροι από τους μισούς οργανισμούς έχουν συμπεριλάβει στον προϋπολογισμό τους πρόνοια και έχουν διεξάγει κάποια αρχική δραστηριότητα μέσα στο 2012. Η αναγνώριση της σημασίας της Οδηγίας MiFID II εντός του ευρύτερου σκηνικού της ρυθμιστικής μεταρρύθμισης θα βοηθήσει τους οργανισμούς να διαχειριστούν τα προγράμματα αλλαγής τους με ένα πιο αποτελεσματικό τρόπο, σε σύγκριση με εκείνους που προτίθενται να χειριστούν την Οδηγία MiFID II ξεχωριστά.

---

<sup>23</sup> <http://www.sigmalive.com/inbusiness/news/services/537827>

Η MiFID II δεν είναι απλά μια άσκηση συμμόρφωσης. Δεδομένης της έκτασης των εμπορικών και λειτουργικών επιπτώσεων, η επιτυχής υλοποίησή της θα απαιτήσει την έγκαιρη εμπλοκή των σχετικών μονάδων της επιχείρησης και βασικών λειτουργιών όπως είναι η τεχνολογία και οι επιχειρηματικές δραστηριότητες του οργανισμού.

Η λήψη άμεσων μέτρων για την υλοποίηση της Οδηγίας MiFID II, στα πλαίσια της ευρύτερης ρυθμιστικής μεταρρύθμισης, θα βοηθήσει τους οργανισμούς να αντιδράσουν έγκαιρα στις αλλαγές της αγοράς που θα προκύψουν, ούτως ώστε να αποφύγουν την απώλεια κερδοφορίας και την παράδοση ενός μεριδίου της αγοράς στους ανταγωνιστές.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ**

#### ***3.1 Ρυθμιστικά Προβλήματα***

Η δημοκρατία στις αγορές, μείζον ζητούμενο στη μετα-φιλελεύθερη οικονομική εποχή, πλήττεται και μολύνει και τις κοινωνίες. Σήμερα ζούμε μια αναμφισβήτητη πραγματικότητα: μεγάλες ροές κεφαλαίων σε αγοραπωλησίες αξιών εκτός του εμπορίου της πραγματικής οικονομίας γίνονται αντικείμενο απίστευτων συναλλαγών, οι οποίες επηρεάζονται σε όγκους και τιμές από ισχυρούς διεθνείς παίκτες της χρηματαγοράς. Αυτές οι συναλλαγές, αυτή η μόνιμη ροή εικονικού χρήματος, δεν μπορούν να ελεγχθούν πλήρως από εποπτικούς και ρυθμιστικούς μηχανισμούς. Στην ουσία, δεν μπορούν να ελεγχθούν από τους θεσμούς μιας επιθυμητής «δημοκρατίας» στις αγορές.

Η περίφημη μόχλευση στα κεφάλαια των χρηματαγορών αποτελεί τον βασικό τροφοδότη της μοχλευμένης επιθυμίας στις κοινωνίες. Στην αλυσίδα πίστωση-κατανάλωση-χρέος, πολλοί ξεχνούν την αφετηρία: τα υπερσυσσωρευμένα κεφάλαια των τραπεζών και των εταιρειών διαχείρισης που αναζητούν τόκο και απόδοση. Οι κοινωνίες χρησιμεύουν ως πεδία δημιουργίας τόκου από το κρατικό και το ιδιωτικό χρέος, αφού πρώτα χρησιμεύουν ως πεδία συσσώρευσης ρευστού μέσω του συστήματος καταθέσεων-αποταμιεύσεων. Διαχειριστές μόχθου αλλά και εικονικού οφέλους, χρηματιστές και τραπεζίτες

πληκτρολογούν μεγέθη δυσανάλογα με την καθημερινότητα ενός μέσου εισοδηματία, ενός φυσιολογικού ανθρώπου.

Τα τερματικά στις αγορές απεικονίζουν νούμερα ασύλληπτα με τα μέτρα και τα σταθμά της καθημερινής εργασίας ενός τεχνίτη, ενός επιστήμονα, ενός βιοπαλαιστή. Αποταμιεύσεις και υπεραξίες από εργασία και επιχειρηματικό δαιμόνιο πολλαπλασιάζονται με ρυθμούς ιλιγγιώδεις, χωρίς να μεσολαβεί μεγάλος βαθμός ανθρώπινης εργασίας, αυξημένο προσωπικό, υψηλή απασχόληση, εργοστάσια, παραγωγή. Το χρήμα αυτοαναπαράγεται και αυτοπολλαπλασιάζεται χωρίς να πληρώνει πολλά χέρια, πολύ μόχθο, πολλούς εργάτες. Αρκεί ένας αλγόριθμος, μία μηχανική υποστήριξη συναλλαγών στην φιλοσοφία και στην τεχνογνωσία φυσικομαθηματικών (ούτε καν οικονομολόγων), ώστε να απογειωθούν οι αποδόσεις από τις στοιχηματικές αξίες.

Πίσω από το σκηνικό αυτό, θεσμοί και κανόνες διεθνώς έπρεπε να θωρακίζουν την υγιή κυκλοφορία του κεφαλαίου, την εύρυθμη λειτουργία των αγορών και την αποφυγή στρεβλώσεων ή έντονων ανισοκατανομών κερδών και ζημιών, ώστε να αποφεύγονται κοινωνικές ανισότητες από τους μάντες μεταφοράς στην καθημερινότητα, του κινδύνου που γεννούν οι αγορές. Και όμως, αυτό δεν συμβαίνει: σαν μαύρα κουτιά, οι ισολογισμοί και τα βιβλία συναλλαγών σε ιδιωτικούς οργανισμούς διαχείρισης, σε επενδυτικές εταιρείες, ακόμα και σε τραπεζικά ιδρύματα ή εταιρείες με υποχρέωση δημοσίευσης ξεκάθαρων στοιχείων, αποτελούν το κρυμμένο μυστικό του χρηματοπιστωτισμού. Θρέφεται ένα τεράστιο κύκλωμα ελεγκτών και ελεγχόμενων, ένα διεθνές χταπόδι χωρίς κεφάλι, αλλά πολυπλόκαμο, λογιστικών, νομικών και οικονομικών εταιρειών που πάντα καταλήγει σε κάποια κέντρα κοινών συμφερόντων –όλο και λιγότερα σε αριθμό, όλο και μεγαλύτερα σε ισχύ– και ρυθμίζουν την κυκλοφορία του παγκόσμιου χρήματος.

Αναμφίβολα, αυτό που ξεκίνησε ως αναταραχή σε ορισμένα τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος τον Αύγουστο του 2007 μετετρέπη στη συνέχεια σε παγκόσμια οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση, με αποτέλεσμα την πτώχευση επιχειρήσεων, την άνοδο της ανεργίας, την απώλεια χρημάτων εκ μέρους των επενδυτών και την παροχή μεγάλων χρηματικών ποσών από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή της κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος.

Τα παγκόσμια χρηματοπιστωτικά συστήματα εξακολουθούν να δέχονται μεγάλες πιέσεις. Οι παγκόσμιες μακροοικονομικές συνθήκες επιδεινώθηκαν

σημαντικά, πολλές χρηματοπιστωτικές αγορές βρίσκονται σε δυσπραγία, οι κεντρικές τράπεζες έχουν λάβει μέτρα με σκοπό τη βελτίωση της λειτουργίας των χρηματαγορών και οι κυβερνήσεις βοήθησαν τις τράπεζες να αποσύρουν από τους ισολογισμούς τους περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι δύσκολο να αποτιμηθούν.

Απαιτείται, σε παγκόσμιο επίπεδο, επαναρρύθμιση της σχέσης θεσμών-αγορών. Αυτή η σχέση αποτελεί το πλέον κομβικό σημείο για να κατανοήσουμε το πώς ακριβώς η καταστροφική δράση μοχλευμένου χρήματος σε αντιπαραγωγικές επενδύσεις στρεβλώνει την ισόρροπη ανάπτυξη μεταξύ πραγματικής και χρηματιστηριακής οικονομίας. Στην πρώτη οικονομία, ας μην το ξεχνάμε, ζει και αναπνέει η πλειοψηφία των χαμηλών και μεσαίων εισοδημάτων στον πλανήτη. Ας μην κρυβόμαστε άλλο από την πραγματικότητα: η σχέση αυτή, οικονομίας και χρηματαγορών είναι ασύμμετρη και σε αυτό το σημείο έρχεται να παίξει πρωταγωνιστικό ρόλο η ρύθμιση των αγορών αυτών.

### ***3.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα***

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε από τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης στις ΗΠΑ έδειξε ότι υπάρχουν αδυναμίες σε πολλούς τομείς και θα πρέπει να ληφθούν διορθωτικά μέτρα για την αποτελεσματική αντιμετώπιση παρόμοιων κρίσεων αλλά και για τον περιορισμό της ήδη υπάρχουσας που έχουν να κάνουν με:

- ❖ διαχείριση κινδύνου (risk management): Οι πρακτικές που χρησιμοποιούνται από τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την διαχείριση και την αναγνώριση των κινδύνων κρίθηκαν ανεπαρκείς. Οι εποπτικές αρχές επιβάλλεται να επαναπροσδιορίσουν τις αρμοδιότητες τους και να αναλάβουν έναν πιο ενεργό ρόλο διερευνώντας εξονυχιστικά τις πρακτικές που χρησιμοποιούνται εστιάζοντας κυρίως στο μοντέλο “originate & distribute”, το οποίο επιτρέπει την μεταφορά απαιτήσεων υψηλού κινδύνου εκτός ισολογισμού.
- ❖ Εταιρείες πιστοληπτικής διαβάθμισης: Οι μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση απέτυχαν να συλλάβουν τους κινδύνους που κρύβονταν στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα. Οι επενδυτές επαναπαύτηκαν στις αξιολογήσεις των εταιρειών μη λαμβάνοντας υπόψη τους την πολυπλοκότητα που παρουσιάζουν αυτά τα προϊόντα. Απαιτείται λοιπόν να υιοθετήσουν ένα

διαφορετικό σύστημα βαθμολόγησης όσον αφορά στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα λαμβάνοντας υπόψη τον υψηλό βαθμό κινδύνου που εμπεριέχει η έκθεση των επενδυτών σε αυτά.

- ❖ Κίνδυνος ρευστότητας (Liquidity Risk): Τα περισσότερα πιστωτικά ιδρύματα αντιμετώπισαν ή θα μπορούσαμε να πούμε αντιμετωπίζουν μέχρι σήμερα αδυναμία κάλυψης των υποχρεώσεών τους και διατήρησης επικερδών θέσεων (κίνδυνος ρευστότητας) λόγω της άμεσης έκθεσης τους στα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα αλλά και της έμμεσης έκθεσης τους εξαιτίας της υποχρέωσης παροχής έκτακτης ρευστότητας προς ειδικές επενδυτικές εταιρείες. Σημαντικός αριθμός τραπεζών προσέφυγε στην παροχή ρευστότητας εκ μέρους των κεντρικών τραπεζών, ενώ ορισμένες προέβησαν και προβαίνουν ακόμη σε διαγραφές και απομειώσεις στοιχείων του ενεργητικού τους καθώς και σε αυξήσεις κεφαλαίου για την αποκατάσταση των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας.
- ❖ Πιστωτικός κίνδυνος: Ο πιστωτικός κίνδυνος ορίζεται ως η πιθανή αναμενόμενη ζημιά που προέρχεται από την αδυναμία των δανειζομένων να επιστρέψουν τα κεφάλαια που δανείστηκαν. Τα μεγάλα ποσοστά αθέτησης της υπόσχεσης πληρωμής “default rate” καθώς και ο μεγάλος αριθμός κατασχέσεων καταδεικνύουν τη μη προσεκτική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών και των ελαστικών όρων δανειοδότησης. Απαιτείται λοιπόν η λεπτομερής και πιο αυστηρή αξιολόγηση των δανειοληπτών προκειμένου να περιοριστεί ο πιστωτικός κίνδυνος.
- ❖ Κεντρικές Τράπεζες: δεδομένου του καθήκοντος τους για διατήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και της έκτακτης παροχής ρευστότητας οι κεντρικές τράπεζες χρειάζεται να παρακολουθούν την πορεία των πιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να μπορούν να αναγνωρίσουν και να καταστείλουν πιθανούς κινδύνους. Απαιτείται λοιπόν οι τράπεζες να έχουν στη διάθεση τους πληθώρα πληροφοριών ώστε να μπορέσουν να διεξάγουν το έργο τους.

Όσον αφορά στην εξασφάλιση της σταθερότητας και της υγιούς ανάπτυξης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος στο μέλλον, υπάρχουν ήδη πολλές συζητήσεις τόσο σε τοπικό επίπεδο σε κάθε χώρα, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, όσο και στα πλαίσια της “Επιτροπής της Βασιλείας” και του Οργανισμού διεθνών Λογιστικών Προτύπων “IASB”, για την χρησιμοποίηση της εμπειρίας από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Ειδικότερα, επιδιώκεται η κάλυψη των τυχόν κενών που υπάρχουν στη λειτουργία των “IFRS” για την σύνταξη των

οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων και των τραπεζών και των κανόνων της “Βασιλείας ΙΙ” για την κεφαλαιακή επάρκεια των Πιστωτικών Ιδρυμάτων, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί ότι παρόμοιες κρίσεις δεν θα συμβούν στο μέλλον. Η εμπειρία της κρίσης αποτελεί μεγάλης αξίας εισροή στη διαδικασία διαμορφώσεως των αποφάσεων αυτών των οργάνων καθώς και των ίδιων των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.

Στην κατεύθυνση αυτή και μετά το 2009, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με τη στήριξη των ηγετών της ΕΕ κατά τη σύνοδο, παρουσίασε τις νομοθετικές της προτάσεις, οι οποίες και υλοποιήθηκαν και είναι η θέσπιση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervisors – ESFS) για την εποπτεία επιμέρους χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Συστημικού κινδύνου (European Systemic Risk Board – ESRB), το οποίο αξιολογεί τους κινδύνους για τη σταθερότητα ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιπλέον η Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή (ΟΔΕ) εξετάζει ζητήματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας δυο φορές το χρόνο στο πλαίσιο της Ομάδας Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΟΧΣ) βοηθώντας στην κατεύθυνση αυτή. Η ομάδα αυτή ουσιαστικά είναι αρμόδια για την προετοιμασία των συζητήσεων του Συμβουλίου ECOFIN σχετικά με ζητήματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Σκοπός όλων αυτών των ρυθμίσεων που αφορούν τη διαχείριση κρίσεων στην ΕΕ είναι να διασφαλίσουν ότι οι εποπτικές αρχές, οι κεντρικές τράπεζες και τα υπουργεία Οικονομίας και Οικονομικών της ΕΕ ανταλλάσσουν πληροφορίες και συνεργάζονται μεταξύ τους. Τον Ιούνιο του 2008, τα εν λόγω ενδιαφερόμενα μέρη υπέγραψαν μνημόνιο συνεννόησης όσον αφορά τη μεταξύ τους συνεργασία στο πλαίσιο χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Σήμερα, οι κυβερνητικές παρεμβάσεις στις προωθημένες καπιταλιστικές οικονομίες μπορεί να ισχυροποίησαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά η εντύπωση που διαμορφώνεται είναι ότι επιστρέφουμε πάνω-κάτω στην κατάσταση που επικρατούσε πριν από την κρίση. Έχουμε και την έντονη αντίδραση των τραπεζών σε κάθε νέα ιδέα για την αλλαγή αυτής της κατάστασης. Επιπλέον, τα μόνα μέτρα που έχουν υιοθετηθεί μέχρι στιγμής έχουν να κάνουν με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών (σε σχέση με διάφορες δραστηριότητες) και με την αναγκαστική εγγραφή, μετά τον Δεκέμβρη του 2009, των οίκων αξιολόγησης με σκοπό να αυξηθεί η διαφάνεια και να μειωθεί το πρόβλημα των

αλληλοσυγκρουόμενων συμφερόντων. Δεν είναι ότι άλλες προτάσεις και σχέδια δεν συζητούνται για τη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το ερώτημα είναι αν αυτά σηματοδοτούν μια ριζική αλλαγή κατεύθυνσης για τη ρύθμιση και την εποπτεία.

Κυρίαρχη θέση σε αυτές τις συζητήσεις παίζει η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, που έχει βάση στην Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS) με έδρα τη Βασιλεία. Εκεί η προσέγγιση βασίζεται στην προώθηση διάφορων μεταρρυθμίσεων στις υπάρχουσες συμφωνίες. Η πιο σημαντική από αυτές αποτελεί η συμφωνία Κεφαλαιακής Επάρκειας (των τραπεζών) της Βασιλείας που επιβάλλει στις τράπεζες να κρατούν ένα ορισμένο ποσό κεφαλαίου ανάλογα με το μέγεθος του ρίσκου των περιουσιακών τους στοιχείων. Ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά της Βασιλείας II, η δεύτερη εκδοχή της συμφωνίας που ήταν στη διαδικασία εφαρμογής όταν ξέσπασε η κρίση, είναι εκτίμηση του ρίσκου από τις ίδιες τις τράπεζες βάσει πολύπλοκων μαθηματικών/χρηματοπιστωτικών μοντέλων. Ο ρόλος των εποπτικών αρχών είναι να εξασφαλίζουν ότι όντως οι τράπεζες αποκτούν τέτοια μοντέλα και διαδικασίες αυτορύθμισης.

Πάνω σε αυτή τη βάση, η Επιτροπή της Βασιλείας μετά από την κρίση εργάζεται σε τέσσερις διαφορετικούς άξονες και είναι οι παρακάτω.

Για τη βελτίωση της κεφαλαιακής επάρκειας και την πρόβλεψη που κάνουν οι τράπεζες για δάνεια σε καθυστέρηση: ο στόχος είναι να μειωθεί η κυκλικότητα της κεφαλαιακής επάρκειας, το φαινόμενο, δηλαδή, που παρατηρείται όπου οι τράπεζες μειώνουν το ποσό του κεφαλαίου που κρατούν σε καλές εποχές (όπου υπάρχει άφθονο κεφάλαιο) και μετά τρέχουν να το αυξήσουν, όταν οι οικονομικές συνθήκες χειροτερέψουν (όταν είναι πολύ πιο δύσκολο). Παρόμοια πρόταση υπάρχει για τις προβλέψεις για τα δάνεια σε καθυστέρηση. Υπάρχει και η πρόταση να εισαχθεί ένα νέο είδος κεφαλαίου για απρόοπτες περιπτώσεις, που θα χρησιμοποιηθεί όταν υπάρξουν ζημιές.

Ποσοστά ρευστότητας: όπως καλούνται οι τράπεζες να κρατούν ένα ποσό κεφαλαίου, θα μπορούσε να αναγκαστούν να κρατούν ένα ποσό ρευστότητας σε σχέση με τις καταθέσεις τους.

Ποσοστό Μόχλευσης: εδώ ο στόχος θα ήταν να μειωθεί ο λόγος τραπεζικού χρέους/κεφαλαίου για να περιοριστεί το συνολικό χρέος που αναλαμβάνουν οι τράπεζες.



Το πρόβλημα ότι μια τράπεζα μπορεί να γίνει «πολύ μεγάλη για να την αφήσουμε να πτωχεύσει»: εδώ οι προτάσεις συμπεριλαμβάνουν μέτρα για περισσότερο κεφάλαιο σε σχέση με τη ρευστότητα ή περιορισμό στη μόχλευση των μεγάλων τραπεζών που η πτώχευσή τους έχει συνέπειες για όλο το τραπεζικό σύστημα.

Οι προτεινόμενες αλλαγές προσπαθούν να αντιμετωπίσουν διάφορα ανησυχητικά χαρακτηριστικά της τρέχουσας κρίσης, όπως η έλλειψη κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών (και η κυκλικότητα, που αναφέρθηκε παραπάνω), η έλλειψη ρευστότητας και η υπερχρέωση. Αλλά, όπως θα διαπιστώσουμε παρακάτω, αυτά τα φαινόμενα μπορεί να τα δούμε καλύτερα ως συμπτώματα, και όχι ως αιτίες της κρίσης.

Το σώμα που ιδρύθηκε από το G20 για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (The Financial Stability Board) επεξεργάζεται δύο άλλες θεματικές μεταρρυθμίσεων: οι αποδοχές/μπόνους των μάνατζερ και έναν ειδικό φόρο για τις τράπεζες. Η ανακοίνωση των G20, τον Σεπτέμβριο του 2009, εκφράζοντας τη γενικότερη δυσαρέσκεια με τις αποδοχές των μάνατζερ των τραπεζών, έδωσε έμφαση στην ανάγκη τα μπόνους να συνδέονται με μακροπρόθεσμα κέρδη, να παίρνουν τη μορφή μετοχών αντί χρήματος, και να υπάρχει η δυνατότητα επιστροφής σε περιπτώσεις όπου μακροπρόθεσμα δεν επιβεβαιώνονται κάποιες επενδυτικές επιλογές. Η ιδέα του ειδικού φόρου είναι να δημιουργηθεί ένα απόθεμα (κάτι σαν ένα παγκόσμιο ασφαλιστικό ταμείο) που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί σε μια μελλοντική κρίση.

Τέλος, υπάρχει και το θέμα της μακροοικονομικής προληπτικής εποπτείας. Εδώ η ιδέα είναι ότι η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν μπορεί να περιοριστεί στην εποπτεία συγκεκριμένων ιδρυμάτων. Οι εποπτικές αρχές πρέπει να είναι σε θέση να λάβουν υπόψη την γενικότερη εικόνα για να μπορούν να ανιχνεύουν τα συστημικά ρίσκα, τον κίνδυνο μεταδοτικότητας των κρίσεων, και τη σύνδεση μεταξύ χρηματοπιστωτικής αστάθειας και μακροοικονομικής συγκυρίας. Για το συστημικό ρίσκο έχει ιδρυθεί στο πλαίσιο της Ε.Ε. ένα νέο σώμα παρακολούθησης.

Αλλά όλα αυτά απέχουν αρκετά από μια νέα κατεύθυνση που θα περιορίζε την πιθανότητα για νέα επεισόδια χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Πρώτον, η γενικότερη προσέγγιση απαντά στα συμπτώματα της κρίσης και όχι στις αιτίες. Οι βασικές αιτίες έχουν να κάνουν με το ανταγωνιστικό πλαίσιο του συστήματος το

οποίο τροφοδοτεί το κυνήγι καινοτομιών που υποτίθεται θα μειώσουν το ρίσκο. Η μεταρρύθμιση του πλαισίου των μπόνους για τους μάνατζερ μπορεί να είναι απόλυτα επιθυμητή από ηθικής άποψης, αλλά δεν θα περιορίσει την ευφορία που παρατηρούμε σε κάθε χρηματοπιστωτική φούσκα. Με αυτή την έννοια, ο πιο μακροπρόθεσμος υπολογισμός των μπόνους μάλλον δεν θα επηρεάσει τις πρακτικές των μάνατζερ. Σε ένα καζίνο, ένας τζογαδόρος δεν αποφεύγει πάντα να περιορίσει το μέγεθος των στοιχημάτων του μόνο και μόνο επειδή υπάρχει πιθανότητα στο τέλος της βραδιάς να βγει χαμένος! Ένα δεύτερο πρόβλημα έχει να κάνει με το γεγονός ότι στο πλαίσιο της Βασιλείας II, οι ίδιες οι τράπεζες είναι υπεύθυνες για την εκτίμηση του ρίσκου. Τα μοντέλα που χρησιμοποιούν για την εκτίμηση του κεφαλαίου, που πρέπει να κρατούν, βασίζονται σε ιστορικά στοιχεία για να υπολογιστεί η πιθανότητα μιας συγκεκριμένης απώλειας. Για να είναι αυτές οι πιθανότητες ρεαλιστικές, χρειάζεται να υποθέσει κανείς ότι οι τιμές της αγοράς αντανακλούν την πραγματική οικονομική κατάσταση των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου. Αλλά μια τέτοια υπόθεση δεν επιβεβαιώνεται από την εμπειρία, μια και οι τιμές στις αγορές έχουν πολύ μεγαλύτερη μεταβλητότητα από ότι δικαιολογείται από τις πραγματικές οικονομικές συνθήκες.

Οι μεταρρυθμίσεις πρέπει να πάνε πολύ πιο βαθιά. Ενδιαφέρον έχει το πρόσφατο σχέδιο του Volcker που θα επανέφερε τον διαχωρισμό εμπορικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων των τραπεζών, με το να απαγορεύει στις τράπεζες να χρησιμοποιούν είτε το δικό τους κεφάλαιο είτε τις καταθέσεις των πελατών τους για να σπεκουλάρουν στις χρηματαγορές για δικό τους όφελος. Στο σχέδιο Volcker οι εμπορικές τράπεζες θα επιστρέφανε κατά κάποιον τρόπο σε δραστηριότητες με κοινωνική χρησιμότητα και γι' αυτό τον λόγο θα ασφαλιζονταν από το κράτος.

Από την άλλη μεριά οι επενδυτικές τράπεζες θα συνέχιζαν τις δραστηριότητές τους, υποτίθεται με δικό τους ρίσκο, και γι' αυτό τον λόγο χωρίς παρόμοια ασφάλιση. Αλλά, δυστυχώς, ο μηχανισμός που προτείνεται είναι ελλειμματικός. Ας μην ξεχνάμε ότι τράπεζες, όπως οι Lehman Brothers και οι Goldman Sachs, πριν από την κρίση, ούτε είχαν πρόσβαση στα ταμεία του Federal Reserve, ούτε οι καταθέσεις τους προστατεύονταν από το σύστημα ασφάλισης. Το γεγονός αυτό, όμως, δεν ήταν αρκετό να τους αποτρέψει από τις δραστηριότητες αυτές, που έφερε ολόκληρο το σύστημα στο χείλος του γκρεμού. Ένα δεύτερο πρόβλημα έχει να κάνει με το γεγονός ότι το σχέδιο Volcker έχει αναφορές στο

αγγλοσαξονικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, και όχι το ευρωπαϊκό που, έτσι και αλλιώς, ποτέ δεν είχε έναν τέτοιο διαχωρισμό.

Μια πιο ριζική αντιμετώπιση του προβλήματος θα ήταν η φορολόγηση όλων αυτών των δραστηριοτήτων με αμφίβολη κοινωνική χρησιμότητα, ή και η κατάργησή τους. Αυτή η προσέγγιση θα οδηγούσε, όπως είχε επιχειρηματολογήσει παλαιότερα ο James Tobin, σε μείωση των κερδοσκοπικών δραστηριοτήτων. Επίσης, μπορεί να απαγορευτεί η αγοραπωλησία στις χρηματαγορές άλλων εργαλείων, που χρησιμοποιούνται πρωτίστως για κερδοσκοπικούς λόγους, όπως τα Credit Default Swaps που ασφαλίζουν τα ιδρύματα από μη πληρωμή.

Αν δεχτούμε ότι ένα σημαντικό σκέλος των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων έχει πολύ μικρή κοινωνική χρησιμότητα, τότε ο σκοπός της ρύθμισης θα έπρεπε να είναι η μείωση του όγκου και του εύρους αυτών των δραστηριοτήτων. Τα μέτρα που πάρθηκαν μέχρι στιγμής και αυτά που συζητούνται δεν μπορούν να αλλάξουν την γενικότερη κατεύθυνση και λογική του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Και έτσι, δεν θα μπορέσουν να αποτρέψουν μια νέα χρηματοπιστωτική κρίση στο μέλλον.<sup>24</sup>

### ***3.3 Αντιμετώπιση του προβλήματος***

Τα τελευταία χρόνια έχει διαταραχθεί σοβαρά η ισορροπία μεταξύ των αγορών. Οι χρηματαγορές ανακάλυψαν πολλούς νέους τρόπους δημιουργίας κέρδους. Ξέφυγαν από την παραδοσιακή αποστολή τους και αποσυνδέθηκαν από την πραγματική οικονομία. Μπόρεσαν να εφεύρουν καινοτόμα προϊόντα και εκτέθηκαν σε κερδοσκοπία υψηλού κινδύνου.

Οι αγορές είναι από τη φύση τους «ανυπόμονες». Ενεργούν ταχύτατα. Συμπεριφέρονται με κυνισμό. Ερμηνεύουν τη βραδεία αντίδραση, τις πολιτικές διαφορές και την έλλειψη πρωτοβουλιών εκ μέρους των κυβερνήσεων και των οικονομικών παραγόντων με το δικό τους τρόπο. Ενεργούν σε παγκόσμιο επίπεδο με συντονισμό και αποτελεσματικότητα. Ο αντίκτυπος είναι φυσικά τεράστιος.

Οι πολιτικές εξουσίες δεν αντιλήφθηκαν ότι ερχόταν η κρίση. Τα πολιτικά συστήματα, και στις δυο πλευρές του Ατλαντικού, δεν συγκρότησαν τους ενδεδειγμένους μηχανισμούς προειδοποίησης ώστε να προβλέψουν την κρίση. Με

---

<sup>24</sup> <http://www.avgi.gr/ArticleActionshow.action?articleID=526347>

την πάροδο των χρόνων, χαλάρωσαν την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα και εμπιστεύθηκαν την αυτορρύθμιση της αγοράς ως ικανή να εξασφαλίσει ισορροπίες. Παράλληλα επέτρεψαν τη συσσώρευση υπέρμετρου δημόσιου και ιδιωτικού χρέους σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Και τότε ξέσπασε η κρίση και έπρεπε να υπάρξει αποτελεσματική και κυρίως άμεση αντίδραση, πράγμα το οποίο δεν έγινε.

Είναι βέβαιο ότι τα μέτρα που πάρθηκαν για την κρίση θα κριθούν για την αποτελεσματικότητά τους και την αποδοτικότητά τους και θα διδάσκονται ως ορθό ή ατυχές παράδειγμα στα πανεπιστημιακά εγχειρίδια για πολλά έτη. Σήμερα, μπορούμε να διαγνώσουμε ότι η κρίση απαιτεί την υιοθέτηση του κατάλληλου μείγματος νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και το συντονισμό σε διεθνές επίπεδο, παράλληλα βέβαια με τη σωστή εποπτεία ολόκληρου του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Το κρίσιμο ερώτημα σε συνθήκες ελεύθερης οικονομίας της αγοράς, είναι πως εκείνοι που ευθύνονται για την κρίση θα πληρώσουν, χωρίς να υπάρξουν αδικαιολόγητες απώλειες στο παραγόμενο προϊόν “ΑΕΠ”. Η νομισματική πολιτική αντέδρασε με δύο τρόπους: χαλαρώνοντας τη στάση της μειώνοντας τα επιτόκια και παρέχοντας ενέσεις ρευστότητας στο σύστημα. Η “FED”, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά και όλες οι άλλες Κεντρικές Τράπεζες, διέθεσαν αφειδώς δισεκατομμύρια ευρώ, στερλίνες, γιέν και δολάρια για την παροχή ρευστότητας στην διατραπεζική αγορά καθώς οι εμπορικές τράπεζες ήταν απρόθυμες να δανείσουν η μια στην άλλη. Τα περιθώρια επιτοκίων στους δείκτες «Libor» και «Euribor» παρέμειναν σε πολύ υψηλά επίπεδα, υπογραμμίζοντας την έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των τραπεζών. Τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια του πλανήτη γνώρισαν δραματικές απώλειες το 2008-2009, κοντά ή και άνω του 50%.

Όμως, παρά τις παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών, η πορεία προς την ομαλότητα στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου ήταν αργή και εύθραυστη. Ήταν φανερό, ότι η παρέμβαση των κυβερνήσεων μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής ήταν απαραίτητη. Διεθνείς οργανισμοί όπως ο “ΟΟΣΑ” και το ΔΝΤ συνέστησαν την στήριξη της οικονομίας μέσω υιοθέτησης «δημοσιονομικών πακέτων» (fiscal stimulus packages), ώστε η οικονομική πολιτική να δράσει αντικυκλικά στηρίζοντας την οικονομική δραστηριότητα. Τέτοια δημοσιονομικά πακέτα υιοθετήθηκαν από οικονομίες όπως των ΗΠΑ, της ΕΕ, της Ιαπωνίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, ακόμη και της Κίνας, συνδυασμένου ύψους

τρισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ. Τα «δημοσιονομικά πακέτα» περιλαμβάνουν, εκτός από μέτρα διασφάλισης της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (π.χ. παροχή εγγύησης του δημοσίου σε τράπεζες), μέτρα όπως η μείωση της φορολογίας ή η ενίσχυση των δημοσίων δαπανών για την τόνωση της εσωτερικής ζήτησης (π.χ. από τη μείωση των φόρων κατανάλωσης, όπως του ΦΠΑ, έως την επιστροφή φόρου στη φορολογία εισοδήματος, και από την ενίσχυση των δημοσίων δαπανών για υποδομές έως την επιδότηση θέσεων εργασίας και την χορήγηση ευνοϊκών δανείων και επιδότηση επιτοκίων για συγκεκριμένους κλάδους).

Ενώ η νομισματική πολιτική ενδείκνυται να χρησιμοποιείται σε τέτοιες περιπτώσεις, υπάρχει αρκετή επιφυλακτικότητα για τη χρήση της δημοσιονομικής πολιτικής σε «κανονικές συνθήκες». Όμως, οι συνθήκες απέχουν πολύ από το να χαρακτηριστούν κανονικές και η νομισματική πολιτική καθίσταται λιγότερο αποτελεσματική. Υπό το φως αυτών των εξελίξεων όλοι συμφωνούν για τη χρήση του εργαλείου της δημοσιονομικής πολιτικής αλλά αναπτύσσονται δύο κυρίως «σχολές - σκέψεις» για το μέγεθος και την κατεύθυνση των δημοσιονομικών παρεμβάσεων. Από τη μια πλευρά όσοι (π.χ. ΔΝΤ, Ηνωμένο Βασίλειο) υποστηρίζουν ότι γενικές και εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις είναι η μόνη λύση για να αποφύγουμε μια παρατεταμένη ύφεση “depression”. Κατά αυτή την άποψη ο κίνδυνος είναι να δράσουν οι κυβερνήσεις «πολύ αργά και πολύ λίγο» “too late, too little” και όχι το αντίθετο. Από την άλλη πλευρά, όσοι (π.χ. ΟΟΣΑ, Γερμανία) τονίζουν ότι δεν υπάρχει ενιαία συνταγή για όλα τα κράτη και, σε κάθε περίπτωση, οι όποιες δημοσιονομικές παρεμβάσεις θα πρέπει να είναι «έγκαιρες, προσωρινές και στοχευμένες» (timely, temporary, targeted-3Ts), ώστε να μη θέτουν σε διακινδύνευση τη μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών. Πράγματι, για την άσκηση επεκτατικής πολιτικής θα πρέπει να υπάρχουν τα κατάλληλα περιθώρια δημοσιονομικής ευελιξίας (fiscal space). Περιθώριο που μπορεί να υπάρχει σε χώρες του «ΟΟΣΑ» με υψηλά δημοσιονομικά πλεονάσματα και ανύπαρκτο δημόσιο χρέος, όπως η Νορβηγία, αλλά που είναι εξαιρετικά περιορισμένο για χώρες όπως η Ελλάδα. Εκτεταμένες δημοσιονομικές παρεμβάσεις σε χώρες όπως η Ελλάδα θα είχαν ως αποτέλεσμα την αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος και του χρέους με μακροπρόθεσμες αρνητικές συνέπειες. Επιπλέον, όταν οι δημόσιες δαπάνες είναι ήδη υψηλές ως ποσοστό του ΑΕΠ, είναι πιθανότερο ότι οριακά θα είναι μάλλον ατελέσφορες

(inefficient). Μέσο-μακροπρόθεσμα, το λογαριασμό θα κληθούν να τον πληρώσουν οι φορολογούμενοι πολίτες, που δυστυχώς λόγω της ακραίας αντικοινωνικής συμπεριφοράς της εκτεταμένης φοροαποφυγής και φοροδιαφυγής, θα είναι ξανά οι πολίτες μικρού και μεσαίου εισοδήματος.

Πάντως, το «International Institute of Finance» (IIF), που αποτελεί την Ένωση άνω των 300 τραπεζών και ασφαλιστικών εταιρειών παγκοσμίως, στην προσπάθεια του να προτείνει εποικοδομητικές προτάσεις για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, προχώρησε τον Μάιο του 2008 στη διατύπωση νέων προτάσεων για τον περιορισμό της χρήσης της λογιστικής της πραγματικής αξίας (fair value accounting) για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων των τραπεζών. Ειδικότερα, το “IIF” προτείνει να δοθεί η δυνατότητα στις τράπεζες να πωλούν μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού τους που έχουν ήδη καταχωρηθεί στους ισολογισμούς τους στο ιστορικό κόστος κτήσεως τους (investment book), χωρίς να χρειάζεται πρώτα να τα μεταφέρουν στους λογαριασμούς που περιλαμβάνουν τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα (trading book), τα οποία όμως αποτιμώνται στην τρέχουσα τιμή που δίνουν οι αγορές (mark-to-market). Έτσι, θα αποφύγουν την καταχώρηση ζημιών που προκύπτουν από εσπευσμένη πώληση χρεογράφων σε ταχέως πτωτικές αγορές. Θα καταχωρούν τις ζημιές ή τα κέρδη με την πώληση των χρεογράφων. Σημειώνεται ότι η Επιτροπή Λογιστικών Προτύπων των ΗΠΑ βλέπει με μεγαλύτερη συμπάθεια τις προτάσεις αυτής της μορφής αντίθετα με ότι συμβαίνει με τις αντίστοιχες Επιτροπές στην Ευρώπη.

Σχετικά με το κανονιστικό πλαίσιο και την νέα παγκόσμια χρηματοπιστωτική αρχιτεκτονική, έχουν ήδη συσταθεί «ομάδες σοφών» που καταθέτουν τις προτάσεις τους για τις δέουσες μεταρρυθμίσεις. Ενδεχομένως, ένα νέο «ολοκληρωμένο διατομεακό πλαίσιο» (unified cross-sectoral framework), το οποίο έχει προτείνει και ο «ΟΟΣΑ», θα εξαφανίσει τα όποια κενά υφίστανται σήμερα (π.χ. μεταξύ εποπτείας εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών) και θα μειώσει τα προβλήματα συντονισμού, την άνιση μεταχείριση και την ασύμμετρη πληροφόρηση. Επίσης, η ενίσχυση της τήρησης ρευστότητας έναντι κινδύνων εκτός ισολογισμού, η υιοθέτηση κανόνων αντικυκλικής κεφαλαιακής επάρκειας (counter-cyclical capital requirements) και η μεγαλύτερη έμφαση στο ποσοστό «μόχλευσης» μπορεί να εξασφαλίσει τη σταθερότητα του συστήματος.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το θεσμικό πλαίσιο των χρηματαγορών 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 χρηματαγορές, αλλά και στις κεφαλαιαγορές. Αυτό δεν είναι σωστό. Υπάρχουν ορισμένα τμήματα των αγορών 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 χρηματαγοράς 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 χρηματαγορών 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.<sup>25</sup> 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, «κυνηγεί» 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

---

<sup>25</sup> Γκόρτσος Χρήστος, Ομιλία σε συνέδριο με τίτλο «Η διεθνής Χρηματοπιστωτική κρίση και η Ελλάδα», 22/11/2011



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 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 το υ πρώτο υ τύπο υ 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.
- ❖ Η ενίσχυση της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης. Πρωτεύοντα ρόλο σε αυτό θα πρέπει να διαδραματίσουν οι G20. Η ΕΕ και οι ΗΠΑ θα πρέπει να συνεργαστούν για το σκοπό αυτό.

- ❖ Οι αναδυόμενες οικονομίες θα πρέπει να είναι υποχρεωμένες να εντάσσονται σε ένα παγκόσμιο εποπτικό σύστημα, αναγνωρίζοντας ότι αυτό θα αποβεί προς το δικό τους μακροπρόθεσμο συμφέρον.

Το τρέχον διεθνές περιβάλλον είναι πολύπλοκο. Οι εθνικές οικονομίες διασυνδέονται στενά. Ο κίνδυνος μετάδοσης των ανισοροπιών είναι συνεχώς παρών στις αγορές. Το ζήτημα της εποπτείας των αγορών είναι σοβαρό και δεν αφορά μόνο την οικονομία, αλλά όλο το σύστημα και το μέλλον μας και για το λόγο αυτό θα πρέπει να αντιμετωπίζεται με εξαιρετική επιμέλεια και κυρίως πρόληψη.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### 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), Χρηματοπιστωτικό 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](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 – Βασίλα 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 Α. 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](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<sup>ου</sup> Πανελληνίου Συνεδρίου Ελλήνων Εμπορικολόγων 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.

## Εξένη

- **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/so13/papers.cfm?abstract\\_id=1117232](http://papers.ssrn.com/so13/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](http://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](http://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](http://ec.europa.eu/index_el.htm)
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς,  
[www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
- FT-Financial Times,  
[www.ft.com](http://www.ft.com)
- Ναυτεμπορική,

[www.naftemporiki.gr](http://www.naftemporiki.gr)