



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
UNIVERSITY OF MACEDONIA



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

**ΠΡΟΣ ΕΝΑ ΕΝΙΑΙΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ,
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ.
ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΘΝΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ.**



Αθανάσιος Γ. Παναγόπουλος

2019

Copyright © Αθανάσιος Γ. Παναγόπουλος, 2019
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της Διδακτορικής Διατριβής από το Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Διοίκηση Επιχειρήσεων, του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Προγράμματος (Ν. 5343/1932, αρθρ. 202, παρ. 2).

*Αφιερώνεται στην αγαπημένη μου σύζυγο, Εφη,
που με στηρίζει άοκνα, στο λυκόφως της
ατέρμονης φιλοπαιδείας μου.*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΘΕΜΑ ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ :

**ΠΡΟΣ ΕΝΑ ΕΝΙΑΙΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ,
ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ.
ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΘΝΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΔΙΕΘΝΩΝ.**

Επιβλέπων της Διδακτορικής Διατριβής :

Θωμάς Χατζηγάγιος, αν. Καθηγητής τμ. Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής, Παν/μιο Μακεδονίας

Τριμελής Συμβουλευτική Επιτροπή :

- Θωμάς Χατζηγάγιος, αν. Καθηγητής τμ. Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής, Παν/μιο Μακεδονίας
- Ιωάννης Τζιώρας, Καθηγητής τμ. Βαλκανικών, Σλαβικών και Ανατολικών Σπουδών, Παν/μιο Μακεδονίας
- Νικόλαος Απέργης, Καθηγητής τμ. Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Παν/μιο Πειραιώς

Συγγραφέας - Διδάκτορας :

Αθανάσιος Γ. Παναγόπουλος,

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Η μελέτη αυτή υποβάλλεται στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας και αποτελεί μέρος της εργασίας μου για την απόκτηση διδακτορικού διπλώματος. Η Διδακτορική Διατριβή είναι διαθέσιμη για χρήση στις βιβλιοθήκες, υπό τον όρο ότι οι μελετητές της αναγνωρίζουν πως τα πνευματικά δικαιώματα ανήκουν στον συγγραφέα.

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η παρούσα Διδακτορική Διατριβή είναι αποτέλεσμα προσωπικής μου εργασίας. Η χρήση άλλων εργασιών και ερευνών καθώς και στοιχείων που ανήκουν σε άλλους συγγραφείς ή φορείς (ιδρύματα, οργανισμούς, εταιρίες, κλπ), φαίνεται ευκρινώς στο κείμενο της Διατριβής, με συγκεκριμένη αναφορά τόσο στις υποσημειώσεις, όσο και στη γενική βιβλιογραφία.

Όνομ/νυμο



Αθανάσιος Γ. Παναγόπουλος

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία με την πρωτοτυπία και την επιστημονική εμβρίθεια της, ως Διδακτορική Διατριβή σε θέματα που άπτονται του Κοινοτικού και του Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου, εκτιμώ, ότι μέσα από τους φιλόδοξους τίτλους της, ότι αποτελεί ένα εμπειριστατωμένο πόνημα στο συγκεκριμένο αντικείμενο της προτεινόμενης ενοποιημένης ρύθμισης όλων των χρηματοοικονομικών προϊόντων της παγκόσμιας αγοράς, που στοχεύει να συγκροτήσει όλο το νομοθετικό υλικό, να παρουσιάσει την μεθοδολογία σκέψης του νομοθέτη, να μελετήσει με κριτικό πνεύμα το κατά πόσο έχει θεσμικά θωρακίσει τις Ευρωπαϊκές και τις Διεθνείς Αγορές η σχετική Κοινοτική Νομοθεσία και η νομοθεσία των Εθνικών Ρυθμιστικών Αρχών διαχρονικά και κατά πόσο έχει συμβάλλει σε ένα πιο ορθολογικό τρόπο εκσυγχρονισμού του Ευρωπαϊκού και του Διεθνούς Χρηματοοικονομικού Συστήματος, αλλά και της κοινωνικής ευημερίας και της απασχόλησης γενικότερα.

Άλλωστε, αποτελεί πάντα πρόκληση μια ερευνητική ματιά και ενασχόληση με νέους τομείς ενσωμάτωσης του Κοινοτικού Κεκτημένου (*Acquis Communautaire*, δηλ. του corpus της Ευρωπαϊκής Νομοθεσίας) και του κατά πόσο συμβαδίζει αυτή η διαδικασία ομαλά με τον τεχνοκρατικό χαρακτήρα των Διεθνών Εξελίξεων και απαιτήσεων.

Από αυτό το σημείο θέλω να εκφράσω τις θερμές ευχαριστίες μου σε μια ομάδα συνεργατών, που με συνέδραμε σε αυτήν την προσπάθεια συγγραφής. Αρχικά στην τράπεζα Eurobank Ergasias ΑΕ, για την βοήθεια πολλών συνεργατών, ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια της επίπονης συγγραφής και έρευνας αλλά και την συνολική στήριξη στο Διδακτορικό πρόγραμμα, στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τις χρήσιμες πληροφορίες σε νομικά θέματα κεφαλαιαγοράς και για τις πηγές που μου παρείχε και για τις ερμηνείες των εναρμονισμένων νόμων και τέλος σε συναδέλφους από τον Ο.Α.Ε.Δ., ιδιαίτερα στα τελευταία στάδια της εκπόνησης.

Σημαντική συμβολή στην προσπάθεια μου επίσης, ήταν η βοήθεια της υπηρεσίας αρχείου του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, των Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς πέντε Κρατών-Μελών και της εξαιρετικής βιβλιοθήκης του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Φυσικά και υπεράνω όλων, τα εύσημα πρέπει να αποδοθούν στον αν. Καθηγητή Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής κ. Θωμά Χατζηγάγιο στο Πανεπιστήμιο

Μακεδονίας ως επιβλέποντα της διδακτορικής διατριβής, που από τις πρώτες επαφές μας, διέγινε την καρποφόρα επιστημονική μας συνεργασία, με εμπιστεύτηκε στην προσπάθεια μου αυτή, με καθοδήγησε στα μονοπάτια του Ευρωπαϊκού Χρηματοοικονομικού Δικαίου και του Κοινοτικού Κεκτημένου και με ενθάρυνε ποικιλοτρόπως.

Επιπρόσθετα, στους κκ Ιωάννη Τζιώρα, Καθηγητή του τμ. Βαλκανικών, Σλαβικών και Ανατολικών Σπουδών στο Παν/μιο Μακεδονίας και Νικόλαο Απέργη, Καθηγητή τμ. Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής στο Παν/μιο Πειραιώς ως μέλη της τριμελούς επιτροπής επίβλεψης της διατριβής, με καθοδήγησαν επίσης με επιστημονικό τρόπο.

Σεπτέμβριος, 2019

Θάνος Γ. Παναγόπουλος

Π Ε Ρ Ι Λ Η Ψ Η

Η παρούσα διατριβή εξετάζει αρχικά το εάν και πόσο βοήθησαν, ισχυροποίησαν, προστάτεψαν το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα, εάν αναπτύχθηκαν άλλες αγορές με μετακινήσεις συναλλακτικών δραστηριοτήτων και εάν συνέβαλλαν στην μεταβολή των παγκόσμιων οικονομικών κύκλων, οι ρυθμίσεις μέσω των Κοινοτικών Οδηγιών και Κανονισμών σε Ευρωπαϊκό επίπεδο αλλά και των νόμων που διέπουν τις Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου στις ΗΠΑ. Ερευνήθηκαν οι επιπτώσεις στους επενδυτές και στις εθνικές δικαιοτικές τάξεις (jurisdictions), εάν προστατεύονται και αν επηρεάζονται όλοι οι παράγοντες του συστήματος (χρηματιστήρια, αποθετήρια, επενδυτές, εισηγμένες, πιστωτικά ιδρύματα, αρχές κεφαλαιαγοράς, θεσμικοί επενδυτές, Hedge Funds, κλπ).

Η έρευνα εστιάσθηκε στο εάν και κατά πόσο υπάρχει δυνατότητα να τεθεί ένα ενιαίο πλαίσιο κανονισμών που θα ρυθμίζει σε παγκόσμια κλίμακα όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα σε συνάρτηση με όλους τους παράγοντες της αγοράς και ποιες είναι οι επιπτώσεις από την αλληλεπίδραση του με τις εθνικές και τις διεθνείς οικονομικές (και μη) πολιτικές. Οι εθνικές πολιτικές, είναι ουσιαστικές πολιτικές που αφορούν την δημόσια διοίκηση (public administration) σε εθνικό επίπεδο και λαμβάνονται επίσημα στο σύνολο τους από τις εκάστοτε κυβερνήσεις, σχεδιαζόμενες και εκτελούμενες από κυβερνητικούς δημόσιους οργανισμούς (του στενού ή του ευρύτερου Δημόσιου τομέα).

Στα αποτελέσματα παρουσιάζεται ότι η υλοποίηση, ενός *πραγματικά διεθνούς ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου* για όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα απέχει έως την τελική και ρεαλιστική επίτευξη του. Η θεωρητική όμως ύπαρξη ενός ενοποιημένου θεσμικού μοντέλου διαπραγμάτευσης οργανωμένης αγοράς και μια ομάδα από κανονιστικές και οργανωτικές πολιτικές, που θα το θωρακίσουν αλλά σε σημείο ισορροπημένης ρύθμισης, που θα προσφέρει την ισότιμη πληροφόρηση προς τους συμμετέχοντες, με τα λιγότερα κόστη συναλλαγών και κατ' επέκταση την μεγαλύτερη διαφάνεια, την αύξηση της ρευστότητας και την μείωση των περιπτώσεων κατάχρησης και χειραγώγησης αγοράς, αποδεικνύεται, ότι είναι εφικτή και μπορεί να εφαρμοστεί, έστω και μπορεί να εμφανιστεί αρχικά μια αντιμετωπίσιμη μείωση της αρχικής αξίας

των περιουσιακών στοιχείων (Hirshleifer effect¹). Το αν μπορεί αυτό το θεωρητικό μοντέλο να εφαρμοστεί και στην πράξη εξαρτάται από την διάθεση, τις απόψεις, τις οικονομικές (και μη) πρακτικές και κοινωνικές πολιτικές, αλλά και την δεσπόζουσα θέση στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά, των χωρών του κόσμου.

Συνεπώς απαντώντας στο ερώτημα που έχει τεθεί από τους ερευνητές δηλ. *στο που πραγματικά απαιτούνται εναρμονισμένες διεθνείς κανονιστικές ρυθμίσεις και πρότυπα και που μπορούμε με ασφάλεια να αφήσουμε χώρο στην ρυθμισμένη αγορά*, μετά την ερευνητική μας διαπίστωση, είναι στην ρυθμιστική ενοποίηση των προϊόντων εντός των διεθνών αγορών, με συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο, εφαρμόζοντας μέσω εθνικών και διεθνών πολιτικών, που αλληλεπιδρούν και εδράζονται, σε τομείς κυρίως χρηματοοικονομικούς και κοινωνικούς-εργασιακούς, όπως υποστηρίζουμε. Μια ρυθμιστική ενοποίηση, που θα λάβει υπόψη της και πιθανές συγκρουσιακές περιπτώσεις Δικαίου.

JEL ταξινόμηση : F02, D44, J08, F15, G18

Επιστημονικό πεδίο (Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών) : Κοινωνικές επιστήμες, Οικονομικά και Διοίκηση Επιχειρήσεων

Λέξεις κλειδιά : Ενιαίο πλαίσιο, ολοκλήρωση, auction market, dealership market, Παγκόσμια Εποπτική Αρχή, Ισλαμική τραπεζική, κατάχρηση αγοράς, κοινωνικές πολιτικές, διεθνείς οικονομικές πολιτικές, Οδηγίες, Κανονισμοί, CRAs.

¹ Η αρνητική επίδραση στην ευημερία κυρίως των περιουσιακών στοιχείων (asset welfare), από την αύξηση των πληροφοριών που έχουν στη διάθεσή τους οι συμμετέχοντες στην αγορά, έχει γίνει γνωστή ως το “φαινόμενο Hirshleifer”, από τον Jack Hirshleifer (1971) ο οποίος παρήγαγε την σχετική μελέτη.

ABSTRACT

This Doctoral Dissertation examines initially whether and how much the legislation through European Union Directives and Regulations at European level, and also the Money and Capital Markets Acts in the US., helped, strengthened, protected the international financial system, whether the other markets were developed by the allocation of funds and whether they contributed to the change of the world economic circles. The implications and effects on investors and national jurisdictions have been investigated and whether all system participants (stock exchanges, repositories, investors, listed companies, credit institutions, capital markets, institutional investors, Hedge Funds, etc.) are protected.

The research has focused on whether and how far it is possible to set a single framework of regulations that regulates all financial products on a global scale in relation to all market players and what the implications of its interaction with national and international economic (and non) policies. National policies are essential public-sector policies at national level and are formally adopted by governments in their entirety, designed and implemented by governmental public bodies (the narrow or wider public sector).

The results showed that the implementation of a genuinely international single regulatory framework for all financial products is away of its final and realistic implementation. However, the theoretical existence of a single and unified institutional model of organized trading markets and a set of regulatory and organizational policies that will protect it under a balanced arrangement, offering equal information to the participants, with less transaction costs and hence greater transparency, increased liquidity, and reduced cases of market abuse and manipulation, it is proven that it is feasible and can be implemented, even though a temporarily reduction in the initial value of assets (Hirshleifer effect). Whether this theoretical model can be applied in reality, depends essentially on mood, views, economic (and non) practical and social policies, and the dominant position in the global financial market of the various countries of the world.

Therefore, responding to the question posed by the researchers, that is, to the fact that where harmonized international regulations and standards are really needed and where we can safely leave room on the regulated market, after our research, it is in the regulatory integration of products within the international markets, with a specific regulatory framework, applying national and international policies that interact each other and are based in areas primarily financial and social-employment, as we supported. This will be a single regulatory unification, which will take into account possible controversial law cases.

JEL classification : F02, D44, J08, F15, G18

Discipline (National Archive of PhD thesis.) : Social sciences, Economics and Business Administration

Keywords : Single framework, integration, auction market, dealership market, Global Supervising Authority, Islamic Banking, market abuse, social policies, international economic policies, Directives, Regulations, CRAs.

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ	5
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	8
ΑΒΣΤΡΑΚΤ	10
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	12
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	14

Μ Ε Ρ Ο Σ Ι. Τ ο Υ Π Α Ρ Χ Ο Ν Δ Ι Ε Θ Ν Ε Σ Ρ Υ Θ Μ Ι Σ Τ Ι Κ Ο Π Λ Α Ι Σ Ι Ο 16

1. ΤΟ ΝΕΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΡΡΟΗΣ	17
I. Ο ρόλος των Κεντρικών τραπεζών	19
II. Ο ρόλος του κράτους στις δραστηριότητες των χρηματ/κών ιδρυμάτων.	20
III. Ο ρόλος των χρηματοοικονομικών προϊόντων στα υπάρχοντα πλαίσια και οι εθνικές οικονομικές πολιτικές.....	20
2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΤΙΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΕΣ ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ	22
3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΥΠΑΡΧΟΝΤΩΝ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΩΝ ΠΛΑΙΣΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ.....	28
4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ.....	31

Μ Ε Ρ Ο Σ ΙΙ. Η Ε Ρ Ε Υ Ν Η Τ Ι Κ Η Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η 36

1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	37
I. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και η προστασία των αγορών και των επενδυτών από χρηματοοικονομικά προϊόντα, από το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο των οργανωμένων και μη αγορών.	39
II. Το μοντέλο των “ρυθμιστικών κύκλων”.	42
III. Εποπτικές αρχές και χρηματοοικονομικά προϊόντα, εισηγμένα και μη, σε τραπεζικές και χρηματιστηριακές αγορές. Εξελικτική προσέγγιση.....	43
IV. Διεθνείς και Εθνικές πολιτικές σε εποχές κρίσης βασισμένες στα υπάρχοντα θεσμικά πλαίσια των χρηματοοικονομικών προϊόντων.	53
V. Διαφάνεια των αγορών και νομοθεσία, για τα υπόψη χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε σχέση με την αύξηση του κόστους συναλλαγών και την μείωση της ρευστότητας. .	55
VI. Η ρευστότητα και η διασπορά των τιμών, στις Over-the-counter (OTC) αγορές των χρηματοοικονομικών προϊόντων (dealership markets).	56
VII. Η συσχέτιση της ανεργίας με την αποτελεσματικότητα της αγοράς.....	57
2. ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ.....	58

Μ Ε Ρ Ο Σ ΙΙΙ. ΕΞΕΛΙΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΕΝΟΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ 62

1. ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΩΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	63
I. Τα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα και οι λοιπές συνιστώσες του Συστήματος	63
II. Αγορές χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων	66
2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ..	68
I. Οι προτάσεις της Βασιλείας III	68
II. Λειτουργία του Νόμου Sarbanes-Oxley και Dodd-Frank στις ΗΠΑ.....	69
III. Οι βασικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες - Κανονισμοί χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της περιόδου 2003-2017.....	71
IV. Η λογική της ενοποιημένης αγοράς των χρηματοοικονομικών προϊόντων υπό την Οδηγία MAD. Μια αρχική προσπάθεια για τον περιορισμό της χειραγώγησης της	

Αγοράς, της κατάχρησης της εμπιστευτικής πληροφόρησης και της εφαρμογής διεθνών πολιτικών.....	85
V. Θεσμικό πλαίσιο στο Ηνωμένο Βασίλειο.....	90
3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟ ΥΠΑΡΧΟΝ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΚΕΝΤΡΑ....	91
4. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΩΣ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ.....	92
5. ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΕΝΤΑΞΗΣ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΣΤΙΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΕΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ.....	96
I. Προτάσεις ενοποιημένης θεώρησης του κανονιστικού πλαισίου για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων.	96
II. Γενική αναφορά στο Ενιαίο Ρυθμιστικό Πλαίσιο (μοντέλο Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.) και στις σχετικές διασυνδέσεις του με τα Διεθνή ρυθμιστικά συστήματα.	98
Μ Ε Ρ Ο Σ Ι V. Τ ο Σ Χ Ε Δ Ι Ο Τ Ο Υ Ε Ν Ι Α Ι Ο Υ Ρ Υ Θ Μ Ι Σ Τ Ι Κ Ο Υ Π Λ Α Ι Σ Ι Ο Υ, Ο Ι Π Ρ Ο Κ Λ Η Σ Σ Ε Ι Σ Κ Α Ι Ο Ι Π Ο Λ Ι Τ Ι Κ Ε Σ Υ Λ Ο Π Ο Ι Η Σ Η Σ Τ Ο Υ	119
1. Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ	120
I. Αναλυτική περιγραφή της δομής του προτεινόμενου μοντέλου ενοποιημένης αγοράς των χρηματ/κών προϊόντων (Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.).....	121
2. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ.	146
3. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	149
4. ΠΕΔΙΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΡΟΛΟΙ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ	150
I. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στο Ενιαίο Πλαίσιο	150
II. Ο ρόλος του κράτους στις δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. ...	150
III. Ρυθμιστικό πλαίσιο αγορών. Προτάσεις ενοποιημένης θεώρησης του κανονιστικού πλαισίου για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων.....	151
IV. Ο ρόλος των τραπεζικών προϊόντων στο ενιαίο πλαίσιο και οι εθνικές οικονομικές πολιτικές.....	153
5. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥ ΘΕ.Μ.Ε.Ρ.Α.....	157
6. ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟ ΕΝΟΣ ΙΣΟΡΡΟΠΗΜΕΝΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ. ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΘΕΣΜΙΚΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ	166
7. Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΗΣ ΥΠΟ-ΡΥΘΜΙΣΗΣ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡ-ΡΥΘΜΙΣΗΣ.....	181
8. ΛΟΙΠΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.....	182
Μ Ε Ρ Ο Σ V. Τ α Τ ε λ ι κ ά Σ υ μ π ε ρ α σ μ α τ α	189
1. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ.....	190
2. ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΡΓΑΣΙΑΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ.....	192
3. ΣΥΝΟΠΤΙΚΟ ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΔΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	194
4. ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ : Η ΑΝΘΡΩΠΙΝΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ	195
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	197
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ.....	201
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	218
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	226
ΠΙΝΑΚΕΣ-ΕΙΚΟΝΕΣ	228
ΛΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ	229
ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ	230

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η λήψη αποφάσεων οικονομικής πολιτικής και η επίδραση τους στην πραγματική οικονομία αναμένεται να ασκηθούν κυρίως στα νομισματικά μεγέθη, την πιστωτική επέκταση και στην εν γένει επενδυτική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, ιδιαίτερα μετά την πρόσφατη κρίση. Στο πλαίσιο αυτό, ερευνώνται εκτός των επιπτώσεων και των παραμέτρων αυτών, το κατά πόσο η χάραξη Εθνικής Οικονομικής Πολιτικής, χρήζει της δημιουργίας ενιαίου μοντέλου ρύθμισης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.

Η ρύθμιση μέσω των Κοινοτικών Οδηγιών και Κανονισμών σε Ευρωπαϊκό επίπεδο αλλά και των νόμων που διέπουν τις Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου στις ΗΠΑ, έχουν επηρεάσει τις Χρηματιστηριακές και Over The Counter (OTC-εξωχρηματιστηριακές) συναλλαγές των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η παρούσα διατριβή εξετάζει επίσης και το εάν και πόσο βοήθησαν, ισχυροποίησαν, προστάτεψαν το σύστημα, εάν αναπτύχθηκαν άλλες αγορές με μετακινήσεις συναλλακτικών δραστηριοτήτων και εάν συνέβαλλαν στην μεταβολή των παγκόσμιων οικονομικών κύκλων. Κατόπιν ερευνήθηκαν οι επιπτώσεις στους επενδυτές και στις εθνικές δικαιοτικές τάξεις, εάν προστατεύονται και αν επηρεάζονται όλοι οι παράγοντες του συστήματος (χρηματιστήρια, αποθετήρια, επενδυτές, εισηγμένες, πιστωτικά ιδρύματα, αρχές κεφαλαιαγοράς, θεσμικοί επενδυτές, Hedge Funds, κλπ).

Όμως η ανομοιογένεια και τα διαφορετικά πολιτικά συστήματα που καθοδηγούν και ρυθμίζουν τις παγκόσμιες οικονομίες, είναι κατακερματισμένα και ανταγωνιστικά. Ως εκ τούτου, υφίσταται έλλειψη ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου για όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (είτε διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές είτε όχι) του οποίου οι επιπτώσεις μετά την εφαρμογή του στην Εθνική Οικονομική Πολιτική, πρέπει να εξετασθούν για όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (είτε διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές είτε όχι).

Η ερευνητική προσπάθεια και ο βασικός σκοπός της διατριβής, εστιάζονται στο εάν και κατά πόσο η δημιουργία ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου κανονισμών που θα ρυθμίζει σε παγκόσμια κλίμακα όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, σε συνάρτηση με όλους τους παράγοντες της αγοράς, αλληλεπιδρά με την χάραξη εθνικής οικονομικής πολιτικής, ασκούμενη στην πραγματική οικονομία κυρίως μέσω των επιπτώσεων της στα νομισματικά μεγέθη, την

πιστωτική επέκταση, την εργασία και στην εν γένει επενδυτική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στις αναφερόμενες οικονομικές πολιτικές συμπεριλαμβάνονται όχι μόνο οι οικονομικές πολιτικές με την στενή έννοια, αλλά και πρακτικές και πολιτικές που από την φύση τους είναι *θεσμικού* (νομοθετήματα, συστάσεις, μνημόνια συναντίληψης), *τεχνικού* (υποδομές, συστήματα, ελεγκτικοί οίκοι) και *κοινωνικού* (εργασιακά, ομάδες επενδυτών, χρηστών και εργαζομένων) περιεχομένου, διότι τα αποτελέσματα και οι επιδράσεις τους, είναι μεν οικονομικά αλλά αφορούν δε και την κοινωνική ευημερία.

Η καινοτομία της διατριβής, μέσω της έρευνας που έχει διεξαχθεί και των αποτελεσμάτων που παρήχθησαν, έγκειται στα αποτελέσματα και τις προτάσεις ενός θεωρητικού μοντέλου (πλαισίου) ενοποιημένων και ρυθμισμένων αγορών που λαμβάνει υπόψη τις υπάρχουσες οικονομικές πολιτικές προτείνοντας καινοτόμες διεθνείς και εθνικές πολιτικές (οικονομικές και μη), για τα προϊόντα των οργανωμένων και μη αγορών. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η εποπτεία των αγορών είναι πιο αποτελεσματική, οι αγορές τείνουν στην τελειότητα, υπάρχει καλύτερος έλεγχος της ρευστότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, μειώνονται τα *spillover effects* και υφίστανται θετικές επιπτώσεις σε κοινωνικό επίπεδο και συνεπώς και σε εργασιακά θέματα.

Μ Ε Ρ Ο Σ Ι.
Το υπάρχον διεθνές ρυθμιστικό πλαίσιο

**ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ
ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ
ΚΑΙ
ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΩΝ ΡΥΘΜΙΣΕΩΝ ΤΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ
ΣΤΟ ΥΠΑΡΧΟΝ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ**

1. ΤΟ ΝΕΟ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΚΑΙ ΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙ ΕΠΙΡΡΟΗΣ

Κατά την διάρκεια των ετών 2009-2012, έχει υπάρξει σε παγκόσμιο επίπεδο τεράστια συζήτηση για τον εντοπισμό των συστημικών αδυναμιών που οδήγησαν στην παρούσα χρηματοοικονομική κρίση. Έχουν γραφτεί χιλιάδες σελίδων αναφορικά με την ευθύνη των τραπεζιτών, των οίκων αξιολόγησης, των ελεγκτικών οίκων, της επάρκειας του θεσμικού πλαισίου και της ανάγκης επαρκούς, αξιόπιστης και αποτελεσματικής εποπτείας. Οι κύριες απόψεις από διαφορετικές γωνίες του πλανήτη φαίνεται να συγκλίνουν ότι υπήρχε ένα έλλειμμα επαρκούς εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, παρά το γεγονός ότι υπήρχαν διαφορετικοί λόγοι για την εξάπλωση της κρίσης σε κάθε χώρα.

Το νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον διακρίνεται για την μεγάλη διαφοροποίηση και ποικιλία των προϊόντων και των συμμετεχόντων στις αγορές αλλά και από την ταχέως αυξανόμενη ολοκλήρωση των εθνικών αγορών. Οι παράγοντες που αλληλεπιδρούν στην νέα αυτή τάξη πραγμάτων είναι :

α) Ανταγωνισμός : Τα οικονομικά, πολιτικά, τεχνολογικά και κανονιστικά πλαίσια στα οποία οι αγορές λειτουργούν μπορεί να μεταβάλλονται δραματικά με την πάροδο του χρόνου, αλλά οι δυνάμεις του ανταγωνισμού διατηρούνται αμείωτες και σταθερές. Όλοι οι προαναφερθέντες παράγοντες μπορεί να θεωρηθεί ότι επηρεάζουν σημαντικά την διαμόρφωση των αποτελεσμάτων των αγορών, αλλά ο ανταγωνισμός δεν μπορεί να περιχαρακωθεί περιγραφικά με το σκεπτικό που οι ρυθμιστικές αρχές εκτιμούν ότι δύναται.

β) Νομοθετική Απορρύθμιση (Deregulation) : Η απορρύθμιση λειτουργεί ως ένας απελευθερωτής των δυνάμεων της αγοράς αλλά και ως προϊόν αυτής. Οι εθνικές ρυθμιστικές αρχές προβαίνουν σε αποδέσμευση νομοθετικών ελέγχων και απαγορεύσεων, όταν αντιλαμβάνονται ότι θα προκύψουν οικονομικά πλεονεκτήματα από τον ανταγωνισμό, αλλά είναι αναγκασμένες να επαναφέρουν σχετικές ρυθμίσεις όταν αντιλαμβάνονται ότι παράγονται ανεπιθύμητες συνέπειες λόγω νομοθετικών κενών (regulatory arbitrage).

γ) Τεχνολογία : Οι εξελίξεις στον τομέα των Η/Υ και των τηλεπικοινωνιών έχουν αποτελέσει μια σημαντική κινητήρια δύναμη πίσω από την ενοποίηση των αγορών σε διασυνοριακό επίπεδο αλλά και σε επίπεδο μεταξύ των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Με την βοήθεια της τεχνολογίας μπορούν πλέον να ανιχνευθούν και τύχουν

εκμετάλλευσης ευκαιρίες κερδοσκοπίας (arbitrage opportunities) σε χρόνους δευτερολέπτων. Άλλωστε, οι μεγάλοι όγκοι συναλλακτικής δραστηριότητας στις παγκόσμιες αγορές εξαρτώνται πλήρως από την λειτουργική δυνατότητα υπολογιστικών συστημάτων, την τεράστια χωρητικότητα τους αλλά και την ταχέως αναπτυσσόμενη πολυπλοκότητα των λογισμικών.

δ) Τιλοποίηση και από-διαμεσολάβηση (Securitization, Disintermediation) : Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα είναι πλέον σε αναζήτηση φθηνότερων τρόπων χρηματοδότησης των λειτουργιών τους αλλά και μετάθεσης των χρηματοοικονομικών τους κινδύνων, όσο ποτέ. Έτσι, κερδίζει έδαφος η αλλαγή στρατηγικής από την απευθείας χρηματοδότηση τους μέσω του τραπεζικού δανεισμού, στην χρηματοδότηση μέσω της τιλοποίησης υποχρεώσεων τους (securitization). Τα τραπεζικά ιδρύματα, δημιουργούν προϊόντα διατραπεζικής (πχ swaps) από επιτόκια ή και συναλλαγματικές ισοτιμίες πάνω σε τιλοποιημένα προσωπικά ή και ενυπόθηκα δάνεια.

ε) Χρηματοοικονομική θεωρία : Οι αλλαγές που έχουν επέλθει στην χρηματοοικονομική θεωρία (επί παραδείγματι το μοντέλο θεωρητικής αποτίμησης των δικαιωμάτων προτίμησης Black – Scholes, η θεωρία καρτοφυλακίου που εδράζεται στην υπόθεση Markowitz, η αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου, οι ποσοτικές τεχνικές που είναι απαραίτητες στην αποτίμηση πολύπλοκων νέων προϊόντων που έχουν επιφέρει παγκόσμιες μεταβολές στην λειτουργία και σκέψη των αγορών αλλά και των επενδυτών.

στ) Μακροοικονομικά μεγέθη : Οι αλλαγές στις εθνικές νομισματικές και οικονομικές συνθήκες σίγουρα προσδίδουν μεγάλες και ταχύτατες μεταβολές στην εικόνα της ροής των διεθνών κινήσεων κεφαλαίων και επενδύσεων. Με την ύπαρξη υπορουθμισμένων αγορών και με ελάχιστους τεχνολογικούς φραγμούς, οι αγορές είναι ευαίσθητες και επιρρεπείς όσο ποτέ από το παρελθόν στις αλλαγές στις μακροοικονομικές συνθήκες. Οι αποταμιευτές, ως παράδειγμα, είναι περισσότερο προσηλωμένοι στις μεταβολές των καμπυλών αποδόσεων και αυξάνουν συνεχώς το επίπεδο γνώσης σχετικά με τις μεταβολές στα νέα επενδυτικά σχήματα.

ζ) Πολιτική : Ήδη από το τέλος του Ψυχρού Πολέμου, οι φτωχότερες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, η Ασία και η Λατινική Αμερική, έκαναν άλματα για την εγκαθίδρυση οικονομιών. Οι διεθνείς θεσμικές επενδύσεις στις αναδυόμενες αγορές έχουν εκτοξευθεί από 2% των διεθνών κεφαλαίων στην αρχή του αιώνα, στο 15% στα τέλη του αιώνα. Αλλά και οι διεθνείς επενδυτές είναι πλέον ευαίσθητοι στις πολιτικές συνθήκες σε αυτές τις περιοχές.

η) Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα : Η τάση των τελευταίων ετών είναι πλέον η θεσμοθέτηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (“institutionalization”), ως το κυρίαρχο συστατικό των αγορών. Αναφέρουμε ότι μόνο η αγορά των αμερικανικών αμοιβαίων κεφαλαίων προς τα τέλη της δεκαετίας του 2000 είχε επενδεδυμένα άνω των 2 τρις δολάρια σε στοιχεία ενεργητικού των, σχεδόν διπλάσια του επιπέδου της δεκαετίας του 1990 και 15 φορές ανώτερα των επιπέδων της δεκαετίας του 1980. Αυτή η τάση έχει εξαναγκάσει της ρυθμιστικές αρχές να επαναπροσδιορίσουν τους διαχωρισμούς μεταξύ “θεσμικού” και “ιδιώτη” επενδυτή. Οι ιδιώτες επενδυτές, κηρίζουν πλέον μεγαλύτερης θεσμικής θωράκισης, εξαιτίας κυρίως της έλλειψης υψηλού γνωστικού επιπέδου χρηματοοικονομικής².

I. Ο ρόλος των Κεντρικών τραπεζών

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την κεντρική τράπεζα, όπως τα κάτωθι :

- η άσκηση ελέγχου επί του συνολικού επιπέδου χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το μέγεθος των οποίων επιτρέπει σε αυτά να επηρεάσουν, μέσω του πολλαπλασιασμού πιστώσεων, το συνολικό επίπεδο ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα,
- η άσκηση ρυθμιστικού ελέγχου επί του κινδύνου που ενέχεται στην υπερβάλλουσα χορήγηση δανείων,
- η απαίτηση αύξησης των στοιχείων ενεργητικού ή των ιδίων κεφαλαίων ή/και μείωσης των καταθέσεων όψεως στο παθητικό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,
- η ενεργοποίηση της ως χορηγός ρευστότητας έσοχτης ανάγκης σε συνδυασμό με την ενεργοποίηση του κράτους ως εγγυητή καταθέσεων,
- χορήγηση πιστώσεων έσοχτης ανάγκης άμεσα σε μεμονωμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ή και σε άλλες εταιρίες, ανάλογα με το καταστατικό της κεντρικής τράπεζας) που αντιμετωπίζουν βραχυχρόνιο πρόβλημα ρευστότητας, και

² Benson, G.J. and Kaufman, G.G. (1988), *Risk and Solvency Regulation of Depository Institutions: Past policies and Current Options*. Monograph Series in Finance and Economics no 1988-1, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York University.

- ο η άσκηση αποφασιστικής πειθούς επί των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να συμπλεύσουν σε μια ομαδική προσπάθεια ενίσχυσης της ρευστότητας στην αγορά, η οποία θα έχει περισσότερα συνολικά οφέλη για κάθε ένα εξ αυτών ατομικά.

II. Ο ρόλος του κράτους στις δραστηριότητες των χρηματ/κών ιδρυμάτων.

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών που συνοδεύονται από πραγματοποίηση μεγάλων κεφαλαιακών ζημιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα τελευταία έχουν τρεις βασικές επιλογές ανακεφαλαιοποίησης, δηλ.:

- ο Αύξηση κεφαλαίου μέσω έκδοσης μετοχών ή εταιρικών ομολόγων, η οποία αλλάζει την υφιστάμενη μετοχική σύνθεση ή τη σχετική θέση των μετόχων. Στην περίπτωση αυτή ευνοούνται, λόγω αδυναμίας εύρεσης κεφαλαίων, οι επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κίνδυνο, όπως τα SWFs (Sovereign Wealth Funds, κρατικά επενδυτικά Funds με περιουσιακά στοιχεία μετοχές, ομόλογα, κλπ) ή τα Hedge Funds.
- ο Αύξηση των παρακρατηθέντων κερδών και μείωση των διανεμόμενων μερισμάτων, έτσι ώστε η ανακεφαλαιοποίηση να χτιστεί εσωτερικά στη βάση μιας μεσο-μακροχρόνιας διαδικασίας.
- ο Μείωση του επιπέδου δανεισμού πελατών ή άλλων ιδρυμάτων με στόχο την μείωση των μεγεθών του ισολογισμού τους ώστε το νέο περιορισμένο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων να είναι συνεπές με την τρέχουσα αξία ενεργητικού και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Ωστόσο, η επιλογή αυτή μπορεί να οδηγήσει σε πιστωτική συρρίκνωση και ενδεχομένως σε ύφεση (όπως συνέβη στα παρελθόν).

III. Ο ρόλος των χρηματοοικονομικών προϊόντων στα υπάρχοντα πλαίσια και οι εθνικές οικονομικές πολιτικές.

Στα υπάρχοντα ρυθμιστικά πλαίσια η αρμόδιες αρχές δύναται να εκδίδουν κατευθύνσεις για θέματα όπως, πχ ο ορισμός των εμπιστευτικών πληροφοριών για τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα ή την εφαρμογή του ορισμού των αποδεκτών πρακτικών όσον αφορά τον ορισμό της χειραγώγησης της αγοράς.

Τα κράτη θα μπορούν πάντοτε να επιλέξουν τον πλέον πρόσφορο τρόπο για τη θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων όσον αφορά τα πρόσωπα που εκπονούν ή διαδίδουν έρευνες σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα, ή τους εκδότες τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων ή τα πρόσωπα που παράγουν ή διαδίδουν άλλες πληροφορίες με τις οποίες συνιστάται ή

προτείνεται μια επενδυτική στρατηγική, συμπεριλαμβανομένων των κατάλληλων μηχανισμών αυτοεπόπτευσης, οι οποίοι θα πρέπει να κοινοποιούνται στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές.

Στα υπάρχοντα κανονιστικά πλαίσια λαμβάνουμε υπόψη και τις επιπτώσεις των σύγχρονων μέσων επικοινωνίας που επιτρέπουν, μεν, μια πιο ισότιμη πρόσβαση των επαγγελματιών των χρηματοπιστωτικών αγορών και των ιδιωτών επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές πληροφορίες, αλλά αυξάνουν, δε, και τον κίνδυνο διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών. Οι διαχειριστές αγορών θα πρέπει να συμβάλλουν στην πρόληψη των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά και να λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα με σκοπό την πρόληψη και τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς. Τα μέτρα αυτά μπορούν να συμπεριλαμβάνουν απαιτήσεις για τη διαφάνεια των διενεργούμενων συναλλαγών, την πλήρη δημοσιότητα των συμφωνιών για την εξομάλυνση των τιμών, ένα εύλογο σύστημα αντιστοίχισης των εντολών, τη δημιουργία αποτελεσματικού συστήματος για τον εντοπισμό των ασυνήθιστων εντολών, επαρκώς εύρωστα συστήματα καθορισμού τιμών αναφοράς και τη σαφήνεια των κανόνων για την αναστολή των συναλλαγών.

Λόγω της διεύρυνσης των χρηματοπιστωτικών αγορών, της ταχείας αλλαγής και του φάσματος των νέων προϊόντων και εξελίξεων, τα πεδία εφαρμογής των υπάρχοντων ρυθμιστικών πλαισίων δεν είναι αρκούντως ευρεία ως προς τα καλυπτόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα και τεχνικές, προκειμένου να εξασφαλιστεί η ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Όσον αφορά τα παράγωγα μέσα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά και βάσει των λειτουργιών των υπάρχοντων ρυθμιστικών πλαισίων, υπάρχει το θέμα του αν και κατά πόσο μπορεί να παρασχεθεί πρόβλεψη ότι κάθε κράτος θα πρέπει να είναι αρμόδιο να επιβάλλει κυρώσεις για πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του ή εκτός αυτού και οι οποίες αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά που βρίσκεται στο έδαφός του ή λειτουργεί εντός αυτού, ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά.

Ο μεγάλος αριθμός αρμόδιων αρχών στα κράτη, με διαφορετικές εξουσίες, μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση στους οικονομικούς φορείς και έτσι τίθεται το ερώτημα το αν η αποτελεσματικότητα της εποπτείας θα μπορεί να εξασφαλιστεί με την παραχώρηση στην αρμόδια αρχή κάθε κράτους ενός κοινού ελάχιστου συνόλου εξουσιών και ισχυρών μέσων δράσης.

Άρα, οι προσπάθειες ρύθμισης των πιστωτικών παραγώγων πρέπει να ειδωθεί ακόμα και κάτω από το πρίσμα της λανθασμένης αντίληψης για την δομή και την λειτουργία που πιθανώς υπάρχει στους συμμετέχοντες της αγοράς (ιδιαίτερα λόγω και της σύγχυσης των CDS με άλλων που θεωρούνται (κακώς) παρόμοια και ο σκοπός ύπαρξής τους είναι η επένδυση σε συνδεδεμένα περιουσιακά στοιχεία που περιλαμβάνουν και ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime mortgage loans), έχει φέρει όλα τα CDS στο επίκεντρο των ρυθμιστικών συζητήσεων).

Οι απαιτήσεις για περαιτέρω ρύθμιση των πιστωτικών παραγώγων θα επιφέρουν μεταβολές που αφορούν σε θέματα που αφορούν : συναλλαγές, τεχνολογικά θέματα, θέματα εκκαθάρισης, αλληλοεπικάλυψη ρυθμιστικών αρχών, λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θέματα δημιουργίας standard (τυποποιημένων) συμβάσεων ISDA³, κλπ. Επιπρόσθετα και στις τυποποιημένες συμβάσεις της E.E., European Master Agreements⁴.

Δεδομένης της παγκόσμιας διάστασης της δραστηριότητας των Hedge Funds, δεν αρκεί μια Ευρωπαϊκή ρύθμιση απλά και μόνο. Πρέπει να γίνει συνδυαστικά και με τις προσεγγίσεις των βασικών της εταιρών στο παγκόσμιο συναλλακτικό γίγνεσθαι. Η παρέμβαση-προτροπή του ISDA προς την E.E. είναι δεδομένη στο συγκεκριμένο θέμα.

Το θέμα της σχέσης των prime brokers (ιδιαίτερα ως πιστωτικά ιδρύματα) με τα Hedge Funds, η χρήση σημαντικών εργαλείων έχει θεωρηθεί ότι μπορεί να απομονώσει ένα πιθανό πρόβλημα κατάρρευσης Hedge Funds με το τραπεζικό σύστημα.

Υφίσταται, τέλος, μια αλληλοεπικάλυψη αρμοδιοτήτων πρέπει να επιλυθεί με συνεργασία των εποπτικών αρχών και όχι με διαχωρισμό και στεγανά.

2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΤΙΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΕΣ ΒΟΗΘΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ

Οι κάτωθι οικονομικές πολιτικές υφίστανται ως σημερινές προκλήσεις πολιτικής και αλληλεπιδρούν με τα υπάρχοντα ρυθμιστικά πλαίσια των αγορών:

1) Ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους και των κεντρικών τραπεζών, σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, πιθανώς χρήζει αναθεώρησης, διότι η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας δεν έχει μεγάλο εύρος σχετικά με την διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας, την αποδοχή των αποδεκτών εγγυήσεων και την διενέργεια συναλλαγών

³ International Swaps and Derivatives Association.

⁴ Σύμβαση-πλαίσιο για OTC παράγωγα προϊόντα προοριζόμενα για νομικά πρόσωπα της κάθε χώρας υπαγόμενα στο δίκαιο της, δεδομένου του ότι έχουν γίνει αποδεκτές από τις Κεντρικές Τράπεζες.

ανοικτής αγοράς ώστε να περιορίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών.

Ταυτόχρονα, δεδομένου του ότι η λειτουργία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων παρουσιάζει περιορισμούς, τα ασφάλιστρα κινδύνου επί των εισφορών στο κεφάλαιο εγγύησης καταθέσεων δεν είναι προσαρμοσμένα ώστε να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επίσης το επίπεδο, το εύρος και η περίοδος κάλυψης καταθέσεων είναι σχετικά περιορισμένα, υφίσταται πάντα ο κίνδυνος της μη αποφυγής του πανικού απόσυρσης των καταθέσεων.

Επιπρόσθετα, οι ανακεφαλαιοποιήσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν περιλαμβάνουν αφενός την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των ιδρυμάτων με αγορά 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος και ενδεχόμενη εθνικοποίηση προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και αφετέρου την εύρεση νέων μετόχων για την ταχύτερη και αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υφίσταται θέμα με την τόνωση της εμπιστοσύνης στις αγορές.

2) Ο κρίσιμος ρόλος της ρευστότητας στη ρύθμιση της επενδυτικής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, σε σχέση με τους σύγχρονους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν ανακύψει στο πλαίσιο του γενικευμένου δανεισμού και των μειωμένων απαιτήσεων εξασφάλισης δανείων, δεν έχει πλήρως αντιμετωπιστεί από τις εθνικές και διεθνείς πολιτικές των ρυθμιστικών αρχών. Αυτό συμβαίνει διότι, πραγματοποιείται η παρακολούθηση της ανοχής και ευέλικτης προσαρμογής κυρίως των ατομικών ιδρυμάτων και όχι τόσο συνολικού χρηματοπιστωτικού συστήματος [Eatwell and Persaud, 2008]. Αλλωστε, δεν υφίσταται μια αποτελεσματική διασύνδεση μεταξύ μικρο- και μακρο-σταθεροποίησης, δηλαδή μεταξύ της μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνων από τις ατομικές εταιρίες και της μακροοικονομικής αλληλεπίδρασης και διάδρασης μεταξύ των εταιριών. Επίσης δεν έχει επαρκώς μελετηθεί από τις υπάρχουσες πολιτικές, η πρακτική αλληλεπίδραση μεταξύ μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνου και μακροοικονομικής επίδοσης πάνω στη διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου.

Υφίσταται επίσης έλλειμμα πολιτικών (εθνικών και διεθνών) με καινοτόμες προσεγγίσεις διασύνδεσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων και της κυκλικής πορείας της οικονομίας, συσχετίζοντας τις επενδύσεις είτε με τους στόχους νομισματικής πολιτικής, είτε με το μακροπρόθεσμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, είτε με κάποιο περιθώριο

που αντανακλά διαρθρωτικές αλλαγές στον λόγο δανειακών κεφαλαίων προς ΑΕΠ του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Οι υπάρχουσες πολιτικές εποπτείας εστιάζονται στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, χωρίς ουσιαστική εποπτεία των πηγών ρευστότητας και της συνολικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών οργανισμών να αναλαμβάνουν κινδύνους και επίσης ασκείται με την ίδια λογική μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών χωρίς λ.χ. να δίνει προτεραιότητα σε αυτούς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σχέση προς τις βραχυχρόνιες επενδύσεις τους.

3) Στο θέμα διαχείρισης της ρευστότητας και των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, το υπάρχον ρυθμιστικό σύστημα (σε διεθνές επίπεδο), σταθμίζει τους κινδύνους ίδιων κατηγοριών ανοιγμάτων και δεν προβλέπει μετατροπές (μέσω συντελεστών) των εκτός ισολογισμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε εντός ισολογισμού στοιχεία (όπως πχ τα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα, υπό δεδομένη πιστοληπτική διαβάθμιση). Ως συνέπεια αυτού, υφίσταται ανεπαρκής ενσωμάτωση των διαφορετικών κινδύνων στους δείκτες φερεγγυότητας και τις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Συνεπώς, πάσχουν τα υποδείγματα υπολογισμού κινδύνου, διότι δεν ενσωματώνουν την επίδραση που ασκεί επί του συνολικού πιστωτικού κινδύνου ο κίνδυνος όχι μόνο ενός συγκεκριμένου επενδυτικού ανοίγματος αλλά του συνολικού διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου [Gordy, 2003, Blunder-Wignall and Atkinson, 2008].

Οι εκτιμήσεις κινδύνου που παράγουν τα ίδια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σε σχέση με το σύνολο του επιχειρηματικού κύκλου και όχι μόνο με συγκεκριμένη φάση του, αλλά και η αποσύνδεση των πολιτικών επιλογής αντισυμβαλλομένου χορήγησης πιστώσεων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, ταυτόχρονα με την αποσύνδεση της χρήσης πολιτικών μερισματικής απόδοσης και αγοράς ιδίων μετοχών από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, δεν διευκολύνουν την προσαρμογή τους, έναντι του κινδύνου των προβλέψεων επιχειρηματικής κερδοφορίας, [Bernanke et al, 1999].

Η μη επαρκής διαφάνεια πληροφοριών και αναφορών κινδύνου, έχουν ως συνέπεια τις αδυναμίες στον αρχικό υπολογισμό των εποπτικών κεφαλαίων, αλλά και στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και πειθαρχίας των αγορών, ώστε να τελικά να μην δύνανται να βελτιώσουν την διαμόρφωση τρεχόντων αποτιμήσεων με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές, που είναι τελικά μη προβλέψιμες. Αυτό, με την σειρά του, δυσχεραίνει τον εποπτικό ρόλο των ρυθμιστικών αρχών και της διακυβέρνησης των

εταιριών στις διαδικασίες ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

4) Έχει καταστεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι εσωτερικές μετρήσεις κινδύνου και συνεπώς η συνολική αποτελεσματικότητα των εσωτερικών υποδειγμάτων αξιολόγησης και αποτίμησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, που χρησιμοποιούνται ως οδηγός επενδυτικής πολιτικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεωρούνται ως μέτρο αυτο-επόπτευσης των ιδρυμάτων από τις εποπτικές αρχές, επηρεάζονται σημαντικά από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, ενθαρρύνοντας την ανάληψη αυξημένου κινδύνου στην κορυφή του επιχειρηματικού κύκλου, το επίπεδο του οποίου τείνει να επιδεινώνεται στην κάμψη του επιχειρηματικού κύκλου. Τα υποδείγματα αυτά χρησιμοποιούν μεθοδολογίες αποτίμησης mark-to-market στη βάση των οποίων παράγουν σήματα αντίδρασης των ιδρυμάτων έναντι επενέργειας δυσμενών εξωγενών παραγόντων, τα οποία όμως σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών τελικά οδηγούν, λόγω της ομοιογενούς επενδυτικής συμπεριφοράς, σε αυξημένο συστημικό κίνδυνο. Δηλαδή το βασικό μειονέκτημα των υποδειγμάτων αυτών είναι ότι στηρίζονται σε αποκαλυφθείσες τιμές αγοράς για να προστατεύσουν από τις αποτυχίες που σχετίζονται με τις τρέχουσες τιμές αγοράς. Γενικότερα, με τις υφιστάμενες πολιτικές διαχείρισης κινδύνων που σχετίζονται με την υπερβολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα όχι μόνον αφελών ή απρόσεκτων επενδυτών αλλά και πλέον ενημερωμένων και έμπειρων επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή και κατάλληλη προσαρμογή.

Στα υπάρχοντα ρυθμιστικά πλαίσια υπολείπεται η αποτελεσματική έρευνα των μετρήσεων κινδύνων και η κατάλληλη χρήση των παραγόμενων ενδείξεων από τα εποπτικά όργανα των εταιριών.

5) Υπάρχει ακόμα ασάφεια στα κίνητρα αγοράς που επέτρεψαν την χωρίς έλεγχο ανάπτυξη δικτύων δημιουργίας και προώθησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων με περιορισμένη διαφάνεια και κατανόηση των χαρακτηριστικών και των ενεχόμενων κινδύνων, αλλά και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εταιρίες-οχήματα ειδικού σκοπού για τη μεταφορά πιστωτικών κινδύνων. Κανείς δεν είναι σίγουρος που ακριβώς ελλοχεύουν οι κίνδυνοι, με αποτέλεσμα την αδυναμία εκτίμησης τους από τους επενδυτές, την έξοδο τους από την αγορά, την συρρίκνωση της και τελικά τον περιορισμό της αξιοπιστίας της.

6) Δεν υφίσταται επαρκής ανάλυση (από τις υπάρχουσες οικονομικές πολιτικές) για το εάν απαιτείται καλύτερος συντονισμός των αρμοδίων φορέων άσκησης

πολιτικής σε πολλαπλά επίπεδα (εθνικά – διεθνή) για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ιδιαίτερα :

(α) Οι αρμοδιότητες του ασκούντος τη νομισματική πολιτική, του κορηγού ρευστότητας έσοχης ανάγκης και του εγγυητή της μακροπρόθεσμης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, της προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας της λειτουργικής επάρκειας και χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και της γενικής εποπτείας της λειτουργίας και διακυβέρνησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εγχώρια και διεθνή διάσταση, που ασκείται (κυρίως συμβουλευτικά) από το εποπτεύον Υπουργείο Οικονομίας κάθε χώρας.

(β) Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αναπτύξει υπέρμετρη δραστηριότητα τιλοποίησης απαιτήσεων (διότι οι εποπτικές αρχές τους δεν τους το είχαν επιτρέψει), βρέθηκαν στην δυσάρεστη θέση να υποφέρουν από την κρίση χωρίς να ευθύνονται. Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτείται κατάλληλη αναδιάρθρωση των εποπτικών δομών ώστε να αποσοβηθούν μελλοντικά οι συνέπειες από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ αρμοδίων εποπτικών αρχών.

(γ) Με τις σημερινές πολιτικές και στα σημερινά ρυθμιστικά πλαίσια, οι διαφορές στο επίπεδο, εύρος και χρόνο κάλυψης καταθέσεων και στο γενικό πλέγμα εγγυήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών και μεταξύ διαφορετικών ιδρυμάτων εντός του ίδιου κράτους δημιουργούν σημαντικό ζήτημα αθέμιτου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μεταξύ τους με αποτέλεσμα την μετακίνηση καταθέσεων και την διαφοροποίηση του κόστους συναλλαγών.

(δ) Δεν υφίσταται ουσιαστική συνεργασία και συντονισμός μεταξύ κεντρικών τραπεζών για τον έλεγχο πρόσβασης σε πηγές ρευστότητας και την αποτροπή έμμεσης παραβίασης κανόνων ρευστότητας, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ιδιαίτερα σε εξωχώριες πηγές ρευστότητας μέσω των υποκαταστημάτων που διαθέτουν στο εξωτερικό.

7) Δεν έχει επαρκώς αναλυθεί το εάν και κατά πόσο οι κυβερνητικές πολιτικές πρέπει να επηρεάζονται και να αναλύουν τις πιθανές επιλογές άντλησης ρευστότητας (δανειοδότησης), ιδιαίτερα εάν οι πηγές αυτές είναι διεθνείς οργανισμοί (πχ, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) ή υπερ-εθνικοί οργανισμοί τραπεζικών ιδρυμάτων (πχ. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) ή ακόμα και κρατικοί δανειοδοτικοί συνασπισμοί (πχ δάνειο από Κρατική κοινοπραξία).

8) Η αναθεώρηση της λειτουργίας των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Credit Rating Agencies,

CRAs) με στόχο τον επαναπροσδιορισμό του πεδίου άσκησης δραστηριότητας, την ανεξαρτησία της παραγωγής διαβαθμίσεων και τον περιορισμό των εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων (πληρώνονται από τους εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων που αξιολογούν και όχι τους επενδυτές που υπηρετούν, τα έσοδα από παροχή συμβουλών είναι πολύ υψηλότερα από τα έσοδα από παροχή υπηρεσιών πιστοληπτικής αξιολόγησης), είναι σημαντική να επεκταθεί σε διεθνές επίπεδο, διότι έχει παρουσιαστεί πρόσφατα στις μέρες μας, μόνο μια αξιολογη προσπάθεια από την ESMA (σε Ευρωπαϊκό επίπεδο), για την καλύτερη εποπτεία τους⁵.

9) Κρίνεται επίσης σκόπιμη η μελέτη της αναθεώρησης της φορολογικής πολιτικής έναντι των οχημάτων ειδικού σκοπού (SPVs) και των εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων με στόχο την αποτροπή της χρήσης τέτοιων οχημάτων για την απόκρυψη δραστηριότητας από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και την μείωση της φοροαποφυγής.

10) Τέλος, ελλείψει εναρμονισμένων διεθνών πολιτικών απαιτείται σαφώς η έρευνα διαχείρισης της συνολικής ρευστότητας σε παγκόσμια κλίμακα, αναζητώντας την εξασφάλιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, για την κινητοποίηση των κεφαλαίων, και την προστασία των εθνικών οικονομιών και της παγκόσμιας οικονομίας από τους συστημικούς κινδύνους που θα φέρει η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση.

Πρέπει να επισημάνουμε, ότι υφίστανται επίσης και *συγκρουσιακές περιπτώσεις δικαίου* στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα. Πιο συγκεκριμένα, το Giannini⁶ εμπόδιο 14 και σε ένα βαθμό το εμπόδιο 15 (διαφορές σχετικά με τις συγκρούσεις νόμων) θα μπορούσε να εξαλειφθεί για τους περισσότερους λόγους με την εφαρμογή της Οδηγίας ΕΚ σχετικά με τις “συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής εξέγγυων” (2002/47/ΕΚ, EC Directive on Financial Collateral Arrangements), της 6^{ης} Ιουνίου 2002, η οποία θεσπίζει ένα αποτελεσματικό και απλό καθεστώς για την παροχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή μετρητών ως εξασφάλιση (collateral). Η Οδηγία, η οποία έπρεπε να εφαρμοστεί από τα κράτη μέλη της Ε.Ε. έως τις 27 Δεκεμβρίου 2003,

⁵ Η τελευταία νομοθετική ρύθμιση για τις CRAs αποτελείται από τον Κανονισμό 462/2013) και την Οδηγία (οδηγία 2013/14 / ΕΕ). Αυτά τα νομοθετήματα επιδιώκουν:

- να μειωθεί η υπερβολική εξάρτηση από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας
- την αύξηση της διαφάνειας όσον αφορά την έκδοση αξιολογήσεων κρατικού χρέους
- να βελτιώσουν την ποιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και να καταστήσουν τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πιο υπεύθυνοι για τις ενέργειές τους
- να μειωθούν οι συγκρούσεις συμφερόντων και να ενθαρρύνει μεγαλύτερο αριθμό φορέων να δραστηριοποιηθούν στην αγορά αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

⁶ Πλήρης αναφορά για τα εμπόδια Giannini, γίνεται στην συνέχεια στο Μέρος III, όπου αναλύεται η δομή του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου στην παγκόσμια αγορά των χρηματ/κών προϊόντων, αλλά και στο Μέρος IV, για την εφαρμογή συγκεκριμένων εθνικών και υπερεθνικών πολιτικών, για την σχετική επίλυση, ορισμένων από αυτά.

προστατεύει τις εξασφαλίσεις από ορισμένα φαινόμενα αφερεγγυότητας, αναγνωρίζοντας την υποκατάσταση, την συμπληρωματική εγγύηση και τον συμψηφισμό και εφαρμόζοντας το δίκαιο της τοποθεσίας του σχετικού λογαριασμού⁷.

Μετά τη θέσπιση όμως της Οδηγίας, η Διάσκεψη της Χάγης⁸ ανέπτυξε ένα ευρύτερο μέτρο, το οποίο δεν περιορίζεται σε πράξεις για το εκέγγυο (collateral), αλλά μέσω της Σύμβασης της Χάγης στο εφαρμοστέο δίκαιο σε *ορισμένα δικαιώματα που σχετίζονται με τίτλους που τηρούνται σε έναν διαμεσολαβητή*⁹. Πρόκειται για διαφορετικό κανόνα που απαιτεί όπως τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, σε σχέση με τίτλους που κατέχονται με τη χρήση ενδιάμεσου φορέα (financial intermediary), θεωρούνται ότι υπόκεινται στο νομικό σύστημα που επιλέγεται με συμφωνία μεταξύ του κατόχου του λογαριασμού και του ενδιάμεσου φορέα. Είναι σαφές ότι είναι προς το συμφέρον όλων, είναι να επιλυθούν οι ασυνέπειες μεταξύ της οδηγίας για τις εξασφαλίσεις (η οποία αποτελεί μέρος του κοινοτικού δικαίου) και της Σύμβασης της Χάγης (η οποία μέχρι τώρα δεν είναι).

Η προσέγγιση του τύπου της σχετικής διαμεσολάβησης (ή "PRIMA"¹⁰) υιοθετήθηκε στην Ευρώπη, βάσει της οδηγίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το "αμετάκλητο του διακανονισμού", του 1998 (98/26/EC). Η Οδηγία αυτή έχει υιοθετηθεί από διάφορα κράτη. Το 2002, η Ευρωπαϊκή Κοινότητα ενέκρινε επίσης και την Οδηγία για τις εξασφαλίσεις (όπως ήδη αναφέρθηκε). Η Ελβετία και οι ΗΠΑ, οι οποίες δεν είναι μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης και επομένως δεν χρειάζεται να περιμένουν συμφωνία μεταξύ όλων των κρατών μελών, υπέγραψαν την Σύμβαση της Χάγης. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή συνέστησε στα Κράτη Μέλη της, τον Ιούλιο του 2006, να υπογράψουν τη σύμβαση, αλλά η σύσταση αυτή αποσύρθηκε αργότερα.

3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΥΠΑΡΧΟΝΤΩΝ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΩΝ ΠΛΑΙΣΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ

Τα κράτη και το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ή οποιοσδήποτε άλλος επίσημα καθορισμένος οργανισμός, ή οποιοδήποτε πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τους, υπόκεινται μερικώς σε περιορισμούς κατά

⁷ "Location of the relevant account" principle.

⁸ Πλήρης αναφορά επίσης για την υπόψη Σύμβαση της Χάγης, γίνεται στην συνέχεια στο Μέρος III, όπου αναλύεται η δομή του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου στην παγκόσμια αγορά των χρηματικών προϊόντων, αλλά και στο Μέρος IV, για την εφαρμογή συγκεκριμένων εθνικών και υπερεθνικών πολιτικών, για την σχετική επίλυση, ορισμένων από αυτά.

⁷ Hague Securities Convention, 5th July 2006 regarding: the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary. Έχει ισχύ από 1/4/2017 και την έχουν επικυρώσει 3 κράτη (ΗΠΑ, Μαυρίκιος, Ελβετία).

¹⁰ Place of the Relevant InterMediary Approach (PRIMA)

την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και της πολιτικής για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους. Η ανάλυση και η μελέτη εστιάσθηκε στα δύο βασικά μέρη που απαρτίζουν το διεθνώς αποδεκτό φάσμα των χρηματοοικονομικών προϊόντων : *τα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση στις δευτερογενείς αγορές και τα προϊόντα που διαπραγματεύονται διμερώς μεταξύ των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.* Η δε γεωγραφική τους προσέγγιση γίνεται σε τρεις τομείς : ΗΠΑ, Ευρωπαϊκή Ένωση και υπόλοιπος διεθνής χώρος.

Η διασύνδεση αυτή θέτει το ζήτημα της αναθεώρησης των κανόνων της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία και των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) [Taylor and Goodhart, 2006]. Η επίδραση της Βασιλείας στον επιχειρηματικό κύκλο εξαρτάται από το χρονικό ορίζοντα κατά τη διάρκεια του οποίου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αξιολογούν τον κίνδυνο. Τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν χρονικά συγκεκριμένες εκτιμήσεις του κινδύνου με βάση την τρέχουσα εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων είναι πιθανότερο να οδηγηθούν στην υιοθέτηση πολιτικών προκυκλικής πιστωτικής επέκτασης σε αντίθεση με τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν εκτιμήσεις κινδύνου καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου με βάση την μέση εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στο σύνολο του κύκλου. Τα τελευταία τείνουν να επιβραδύνουν την πιστωτική τους επέκταση με τη δημιουργία κεφαλαίου κατά την φάση ανάκαμψης, το οποίο θα είναι διαθέσιμο για την κάλυψη των απωλειών από την πιστωτική συρρίκνωση στην φάση της οικονομικής ύφεσης. Οι εποπτικές αρχές καλούνται να εξετάσουν τον τρόπο χρήσης της παρεχόμενης διακριτικής ευχέρειας για τον περιορισμό των προκυκλικών επιπτώσεων και να ενθαρρύνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να υιοθετούν μακροπρόθεσμη προοπτική δραστηριότητας.

Όσον αφορά τα παράγωγα μέσα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά μέσω των υπάρχοντων ρυθμιστικών πλαισίων, δεν μπορεί να παρασχεθεί πρόβλεψη ότι κάθε κράτος θα πρέπει να είναι αρμόδιο να επιβάλλει κυρώσεις για πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του ή εκτός αυτού και οι οποίες αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά που βρίσκεται στο έδαφός του ή λειτουργεί εντός αυτού, ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Δεν είναι κάθε κράτος πλήρως αρμόδιο για την επιβολή κυρώσεων για πράξεις που διεξάγονται στο έδαφός του και αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά του κράτους ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά.

Δεν έχει πλήρως τεκμηριωθεί η σχέση της διαφάνειας (μέσω της ρύθμισης) των αγορών για τα υπόψη χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε σχέση με την αύξηση του κόστους συναλλαγών και την μείωση της ρευστότητας.

Στο θέμα των ανοικτών πωλήσεων (short selling) και της επικείμενης ρύθμισης του, υπάρχει μια σύγκυση της χρήσης του με την κατάχρηση αγοράς, διότι δεν λαμβάνονται πάντα υπόψη οι ιδιαιτερότητες της κάθε αγοράς.

Στο σημαντικό θέμα της πληροφόρησης των επενδυτών για τις δραστηριότητες των Hedge Funds, και που αφορούν αφενός μεν την αποτροπή επενδυτών που δεν θεωρούνται κατάλληλοι για τέτοιου είδους επενδύσεις και αφετέρου δε τις ξεκάθαρες απαιτήσεις των Hedge Funds από τους brokers και τους θεσμικούς όταν συνάπτουν συμβόλαια πώλησης με τελικούς επενδυτές, πρέπει να επισημάνουμε ότι δεν υφίστανται από τα υπάρχοντα ρυθμιστικά πλαίσια, υπερβολικά επαχθείς προϋποθέσεις για τα αποθεματικά, που μπορεί να είναι αδικαιολόγητα αποτρεπτικό μέτρο για επενδύσεις σε Hedge Funds. Το ίδιο θα πρέπει να διατηρηθεί και για το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο.

Στο θέμα της υπόψη Σύμβασης της Χάγης, μπορούμε να ισχυρισθούμε ότι ανταποκρίνεται σε μεγάλο βαθμό στην κίνηση των τελευταίων χρόνων στις περισσότερες χώρες από ένα *καθαρά άμεσο σύστημα κατοχής* τίτλων σε ένα μικτό *άμεσο και έμμεσο σύστημα κατοχής τίτλων*. Οι μεταρρυθμίσεις, αν και σε μεγάλο βαθμό ευεργετικές, δημιούργησαν ένα ανησυχητικό επίπεδο αβεβαιότητας ως προς το ζήτημα του «ποιό δίκαιο ισχύει» στις διασυνοριακές συναλλαγές κινητών αξιών. Η ανάπτυξη μιας καθολικά συμφωνηθείσας μεθόδου καθορισμού του νομικού καθεστώτος που διέπει τέτοιου είδους συναλλαγές καθυστέρησε την πρακτική της αγοράς, αφήνοντας στις χρηματοπιστωτικές αγορές σημαντικό νομικό κίνδυνο.

Το πρόβλημα πηγάζει από το γεγονός ότι υπάρχουν διαμεσολαβητές μεταξύ ενός επενδυτή και της εταιρείας που εκδίδει έναν συγκεκριμένο τίτλο. Ιστορικά, σε πολλές δικαιοδοσίες (jurisdictions) επιχειρήθηκε να εφαρμοσθεί ο παραδοσιακός, αλλά τώρα αναμφισβήτητα ξεπερασμένος, έλεγχος *lex rei sitae*¹¹, σε τίτλους που τηρούνται σε διαμεσολαβητές, εξετάζοντας μέσω αυτών, την νομοθεσία ενός ή περισσότερων από τα εξής: *την δικαιοδοσία στην οποία έχει συσταθεί ο εκδότης, την τοποθεσία του μητρώου καταχώρησης των τίτλων του εκδότη ή και την τοποθεσία που εκεί εκδόθηκε το πιστοποιητικού του τίτλου*.

¹¹ LEX REI SITAE: "Real estate or immovable property is exclusively subject to the laws of the government within whose territory it is situated"

Τέλος, αναφερόμενοι στις αγορές και τα χρηματοοικονομικά προϊόντα του Ισλαμικού δικαίου, πρέπει να επισημάνουμε αρχικά, ότι κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 υπήρξε μια συνεχώς αυξανόμενη συνειδητοποίηση της Ισλαμικής τραπεζικής στον δυτικό κόσμο, καθώς πολλές συμβατικές τράπεζες άρχισαν να προσφέρουν Ισλαμικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες μέσω *Ισλαμικών παραθύρων (Windows Islamic model)*¹². Από το 2000, η Ισλαμική τραπεζική και χρηματοπιστωτική δραστηριότητα έχει αναδειχθεί ως βασική τραπεζική και χρηματοπιστωτική δραστηριότητα σε πολλές χώρες, ειδικά στην περιοχή του Αραβικού Κόλπου.

Το σωρευτικό μέγεθος του κλάδου (Islamic Banking - Financing) έχει πλέον υπερβεί το 1 τρισεκατομμύριο δολαρίων. Ωστόσο, ο αριθμός αυτός πρέπει να ληφθεί υπόψη στην σημαντικότητα του στα ήδη υπάρχοντα ρυθμιστικά πλαίσια των αγορών. Ο ισολογισμός της HSBC στα τέλη του 2013, για παράδειγμα, υπερέβαινε τα 3,5 δισ. δολάρια. Συνεπώς, η ερευνητική διαδικασία για την δημιουργία ενός ενιαίου πλαισίου, πρέπει να συμπεριλάβει την πρόταση για την δυνατότητα συμπερίληψης και αυτών των αγορών και των διαφοροποιημένων προϊόντων τους, στο σημείο εκείνο που υπάρχουν κοινές συντεταγμένες δικαίου.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Πρέπει να επισημάνουμε ότι η ιδιαιτερότητα του θέματος επιτάσσει την συνδυασμένη μεθοδολογία χρήσης αφενός μεν της υπέρογκης βιβλιογραφίας και αφετέρου αρκετών εμπειρικών δεδομένων, όπως : εκτεταμένης νομολογίας, αποφάσεων εθνικών ρυθμιστικών αρχών και διεθνών οργανισμών και τέλος, πρακτικών της αγοράς.

Αναλυτικότερα, έχει ήδη μελετηθεί (στο πρώτο μέρος), το νέο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον και οι παράγοντες λειτουργίας και επιρροής του, ο ρόλος των Κεντρικών τραπεζών, ο ρόλος του κράτους στις δραστηριότητες των χρηματ/κών ιδρυμάτων και ο ρόλος των χρηματοοικονομικών προϊόντων στα υπάρχοντα πλαίσια παράλληλα με τις εθνικές και διεθνείς οικονομικές πολιτικές. Έχει ακολουθήσει, μια κριτική στις υπάρχουσες εθνικές και διεθνείς οικονομικές πολιτικές και έχουν παρασχεθεί διάφορα συμπεράσματα από την ανάλυση των υπάρχόντων κανονιστικών πλαισίων και των οικονομικών πολιτικών.

¹² Window Islamic model - Ισλαμικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες που παρέχονται από μια συμβατική τράπεζα που χρησιμοποιεί το ίδιο κανάλι διανομής με τις συμβατικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Τα κεφάλαια και οι λογαριασμοί πρέπει να διαχωριστούν από τις συμβατικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και η τράπεζα ασχολείται με συμβουλευτικό συμβούλιο της Sharia'a.

Στην συνέχεια, στα ίδια πλαίσια, επιχειρείται και έχει ήδη παρασχεθεί ανάλυση για τον ρόλο των Κεντρικών Τραπεζών, τον ρόλο του κράτους στις δραστηριότητες των χρηματι/κών ιδρυμάτων, αλλά και τον ρόλο των χρηματοοικονομικών προϊόντων στα υπάρχοντα ρυθμιστικά θεσμικά πλαίσια παράλληλα με τις υφιστάμενες εθνικές οικονομικές πολιτικές. Παρέχεται μια εμπειριστατωμένη ανάλυση και κριτική, στις υπάρχουσες εθνικές και διεθνείς οικονομικές πολιτικές, ταυτόχρονα με τα συμπεράσματα λειτουργίας των υπαρχόντων κανονιστικών πλαισίων και των οικονομικών πολιτικών, στο διεθνές γίγνεσθαι, με παράθεση των σχετικών μειονεκτημάτων, από τον διαχωρισμό εποπτικής ρύθμισης των προϊόντων και των αγορών.

Στην μεθοδολογία μας, θα ακολουθήσει, ανάλυση, επισκόπηση και χρήση της διεθνούς βιβλιογραφίας. Συνεπώς, στο δεύτερο μέρος, παρέχεται η ανάλυση της Διεθνούς Βιβλιογραφίας, της οποίας η έρευνα αφορά αρχικά τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και την προστασία των αγορών και των επενδυτών από χρηματοοικονομικά προϊόντα, βάσει των υπαρχόντων θεσμικών πλαισίων, των οργανωμένων και μη αγορών. Για την πλήρη κατανόηση και ερμηνεία της ρύθμισης και της δημιουργίας των σημερινών ρυθμιστικών μοντέλων, αναλύονται, διάφορα μοντέλα, όπως το μοντέλο των “*ρυθμιστικών κύκλων*”. Μέσω αυτού, παρουσιάζονται ο τρόπος που δομούνται τα ρυθμιστικά μοντέλα, οι λειτουργίες τους, τα πλεονεκτήματα τους και τα μειονεκτήματα τους, ετοιμάζοντας το έδαφος για την εξελικτική προσέγγιση σε ένα ενιαίο ρυθμιστικό μοντέλο των χρηματοοικονομικών προϊόντων και τις αντίστοιχες εθνικές και διεθνείς οικονομικές πολιτικές. Παρουσιάζονται οι λειτουργίες των εποπτικών αρχών στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, εισηγμένα και μη, σε τραπεζικές και χρηματιστηριακές αγορές με εξελικτική προσέγγιση (θεσμικό τραπεζικό σύστημα και δευτερογενής αγορά σε ΗΠΑ, Ε.Ε. και σε λοιπά περιβάλλοντα). Ταυτόχρονα αναφέρονται και οι διεθνείς και εθνικές πολιτικές σε εποχές κρίσης βασισμένες στα υπάρχοντα θεσμικά πλαίσια των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Σημαντικό ρόλο, παίζει η διαφάνεια, αλλά και η ρευστότητα και η διασπορά των τιμών, στις Over-the-counter (OTC) αγορές των χρηματοοικονομικών προϊόντων (Dealership markets). Στο τέλος, δίνεται η σύνοψη των αποτελεσμάτων από την βιβλιογραφική έρευνα, ως αντιπαραθεση για την έλλειψη αλλά και την ανάγκη δημιουργίας του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου με αντίστοιχες οικονομικές πολιτικές.

Στο τρίτο μέρος, θα μελετηθεί ο θεσμικός και λειτουργικός ρόλος των χρηματοοικονομικών προϊόντων και το πως συμπεριφέρονται παράλληλα με τις βασικές ρυθμίσεις του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος, αλλά και με τις λοιπές

συνιστώσες (αγορές, θεσμοί και το χρήμα). Περιγράφονται οι σημαντικές αγορές των χρεωγράφων και επενδυτικών κεφαλαίων (αγορές Dealership και Auction), και οι λειτουργίες τους, ως ένα διττό σύστημα. Εν συνεχεία, αναλύονται βασικές θεσμικές ρυθμίσεις, που αφορούν το παγκόσμιο σύστημα, όπως οι προτάσεις της Βασιλείας III και η λειτουργία του Νόμου Sarbanes-Oxley και Dodd-Frank στις ΗΠΑ. Ταυτόχρονα, αναλύονται οι βασικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες - Κανονισμοί χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της περιόδου 2003-2017 (MiFID I, II, MAD, MAR, EMIR, αλλά και συγκρίσεις τους) και η σχέση τους με τα υπάρχοντα πλαίσια αλλά και την συμμετοχή τους στην ενοποίηση αγορών (πχ, της E.E.).

Ιδιαίτερη μελέτη γίνεται για την λογική της ενοποιημένης αγοράς των χρηματοοικονομικών προϊόντων υπό την Οδηγία MAD (διότι είναι η αρχική προσπάθεια για τον περιορισμό της χειραγώγησης της Αγοράς, της κατάχρησης της εμπιστευτικής πληροφόρησης και της εφαρμογής διεθνών πολιτικών, *ενοποιώντας τις δύο ασυσχετίστες αγορές, των χρηματοοικονομικών προϊόντων*). Περιγράφεται το θεσμικό πλαίσιο στο Ηνωμένο Βασίλειο και παρουσιάζονται διάφορα επιπρόσθετα συμπεράσματα για το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο στα διεθνή κέντρα (με αναφορά στις ήδη περιγραφείσες νομοθετικές ρυθμίσεις). Επιπρόσθετα, ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος ως συνεισφορά στην παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, επίσης περιγράφεται.

Η ανάλυση του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, που θα περιγραφεί, βάσει των ανωτέρω προσεγγίσεων, χωρίζεται σε 2 βασικά στάδια : σε ένα σύνολο προτάσεων ενοποιημένης θεώρησης του κανονιστικού πλαισίου για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων και σε μια γενική περιγραφή του Ενιαίου Ρυθμιστικού Πλαισίου (ή και μοντέλο Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.-Θεωρητικό Μοντέλο Ενιαίας και Ρυθμισμένης Αγοράς-, όπως και θα χρησιμοποιείται εναλλακτικά στην παρούσα διατριβή) και τις σχετικές διασυνδέσεις του με τα Διεθνή ρυθμιστικά συστήματα. Σε αυτήν την περιγραφή αναλύονται : (i) Έννοια οργανωμένης αγοράς, τραπεζική αγορά, δομές και νομοθεσία τους, (ii) Capital Markets Union και European Banking Union, (iii), Μηχανισμοί Εποπτικών αρχών που αλληλοεπιδρούν. Ο SSM (Single Supervision Mechanism) – Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός της ΕΚΤ και ο Ενιαίος Μηχανισμός Τραπεζικής Εξυγίανσης (SRB and the SRM), (iv) Έννοια «παγκόσμιας εποπτικής αρχής», έννοια «ρυθμισμένης παγκόσμιας πολυμερούς αγοράς διαπραγμάτευσης» (διαφάνεια, τέλεια αγορά, γνώση πληροφόρησης, τιμών προϊόντων, χαμηλά κόστη συναλλαγών, υψηλή ρευστότητα, ύπαρξη μηχανισμών διαπραγμάτευσης και κοινών τόπων), (v) Ρύθμιση της κάθε αγοράς κατά γεωγραφική περιοχή. Περιορισμοί, μειονεκτήματα, πλεονεκτήματα, (vi) Σχέση υπερ-ρύθμισης/υπο-ρύθμισης με : προστασία επενδυτών, καταναλωτών,

αρχών δικαίου, οδηγιών, κανονισμών, συμμετεχόντων, εθνικών και λοιπών νομοθεσιών, (vii) Αναγκαιότητα ενοποίησης αγορών και δημιουργίας ενιαίου ρυθμιστικού μοντέλου, (viii) Προβλήματα από τα εμπόδια “Giovannini” στην Ε.Ε. και προτάσεις επίλυσης τους, (ix) Επηρεασμός και αλληλεπίδραση προϊόντων (όλων των αγορών) με τις εθνικές και λοιπές πολιτικές και τους συμμετέχοντες στις αγορές, (x) Εφαρμογή της Θεωρίας της κατάτμησης (fragmentation) των εντολών, στο Ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο.

Στο τέταρτο μέρος, βάσει της μεθοδολογίας μας, θα αναλυθεί η διάρθρωση και η δομή του ενιαίου πλαισίου, δηλ. του προτεινόμενου μοντέλου ενοποιημένης αγοράς των χρηματ/κών προϊόντων (Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.). Στην δομή αυτή θα αναφερθούν θέματα, όπως : (i) διασυνοριακή κοινή ρύθμιση σε γεωγραφικά επίπεδα, στα προϊόντα και στους συμμετέχοντες, (ii) οι εποπτευόμενες συγκεκριμένες αγορές και των προϊόντων, (iii) θεσμικές και λειτουργικές διαδικασίες και δυσκολίες με εκδόσεις οδηγιών, κανονισμών και εθνικών νομοθεσιών, (iv) η έννοια της «ενιαίας ρύθμισης» του θεωρητικού μοντέλου των «ενοποιημένων» χρημ/κών προϊόντων (των 2 αγορών Dealership και Auction) και των γεωγραφικών μερών) και η επίλυση των περιορισμών σε εθνικό επίπεδο, σχετικά με την δραστηριότητα των βασικών διαπραγματευτών και των market makers, (v) η ομοιόμορφη εφαρμογή των εθνικών νομοθεσιών σε κανονισμούς που αφορούν συγκρούσεις νομοθεσίας και η επίλυση διαφορών σε εθνικό επίπεδο στον νομική χειρισμό του διμερούς συμψηφισμού των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, (vi) οι τεχνικές υποδομές και οι εποπτικοί παράμετροι της ρύθμισης : ενιαία παγκόσμια υπέρ-εποπτική αρχή και η δομή της, (vii) η διασύνδεση προϊόντων της οργανωμένης χρηματιστ/κής αγοράς με της διμερούς τραπεζικής (market traders vs dealers) σε επίπεδο νομοθετικό και τεχνικό και άλλα τεχνολογικά θέματα, (viii) τα επίπεδα πολυμερούς αγοράς διαπραγμάτευσης (κατά προϊόντα, κλπ), σχέσεις συμμετεχόντων με τις ρυθμισμένες αγορές, (ix) η νομοθετική υπόσταση (μέσω οδηγιών, κανονισμών, εθνικών νομοθεσιών) και ο ρόλος των CRAs και (x) ο SSM και ο SRB και συνεργασίες του με την υπερ-εποπτική αρχή. Επίσης, θα δοθεί μια σχετική προσέγγιση, στην σχέση που θα μπορούσε να έχει το ενιαίο πλαίσιο με τα προϊόντα και τις αγορές του Ισλαμικού δικαίου, τις προοπτικές αλλά και τις νομικές δυσκολίες. Ταυτόχρονα θα παρουσιαστούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των συμμετεχόντων στο ενιαίο πλαίσιο.

Βάσει της προτεινόμενης μεθοδολογίας μας, στην συνέχεια θα μελετηθούν, αναλυθούν και παρουσιαστούν οι προτάσεις εθνικών και διεθνών οικονομικών πολιτικών, για την υλοποίηση του θεωρητικού μοντέλου (της ενιαίας και ρυθμισμένης αγοράς των χρηματοοικονομικών προϊόντων) με την εξής δομή : (i) Πεδία πολιτικής και οι ρόλοι των εμπλεκόμενων, (ii) Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών, (iii) ο ρόλος του

κράτους και της Δημόσιας Διοίκησης, που αφορούν τις δραστηριότητες των χρηματ/κών ιδρυμάτων, (iv) Προτάσεις ενοποιημένης θεώρησης του κανονιστικού πλαισίου για το σύνολο των προϊόντων, (v) ο ρόλος των τραπεζικών προϊόντων στο ενιαίο πλαίσιο και οι εθνικές οικονομικές πολιτικές και (vi) ανάλυση των κοινωνικών – εργασιακών πολιτικών με τις επιπτώσεις του, στο ενιαίο ρυθμισμένο πλαίσιο, οικονομικής ολοκλήρωσης που άπτονται των εργασιακών θεμάτων. Οι προκλήσεις για τον σχεδιασμό ενός *ισορροπημένου ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου*, μαζί με την αντιμετώπιση του φαινόμενου Hirshleifer, παρουσιάζονται επίσης, λόγω της δυναμικής της υπο-ρύθμισης και τον κίνδυνο της υπερ-ρύθμισης. Επίσης θα παρουσιαστούν κριτικά και συγκριτικά με το διεθνές πλαίσιο και θέματα-θεωρίες που αφορούν την λειτουργία και τις επιπτώσεις, ήδη υπάρχοντων παραπλήσιων ενιαίων πλαισίων (ως ανάλυση αντιπαραδειγμάτων, counterfactual analysis), δηλ. της Ευρωπαϊκής οικονομικής ενοποίησης, σε μακροοικονομικό επίπεδο και στην διεθνή κατανομή του χρηματ/κού κινδύνου.

Στο τελευταίο (πέμπτο μέρος), θα κατατεθεί το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα των πολιτικών, με έμφαση σε σημαντικά συμπεράσματα που αφορούν την διαφάνεια των αγορών, την ρευστότητα, τις κοινωνικές επιπτώσεις σε θέματα ανεργίας (ιδιαίτερα στον χρηματ/κό κλάδο) αλλά και τον σημαντικό ρόλο του ανθρώπινου παράγοντα (όπως σε όλα τα projects) για την υλοποίηση των έργων αλλά και την διαχείριση των ατόμων, μέσα από διαδικασίες καινοτομίας και τεχνολογίας καθώς και επιπρόσθετα πεδία έρευνας.

Στο τέλος της έρευνας (Παράρτημα II), θα κατατεθεί η μαθηματική απόδειξη και το θεωρητικό μοντέλο ύπαρξης της ενοποιημένης και ρυθμισμένης αγοράς των χρηματοοικονομικών προϊόντων, με τα πλεονεκτήματα του, η υλοποίηση του οποίου, θα μπορούσε να επιτευχθεί (ώστε να μην παραμείνει στην σφαίρα της θεωρητικής προσέγγισης), μέσω και των πολιτικών (θεσμικών, λειτουργικών και οικονομικών) σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, όπως θα έχουν ήδη αναφερθεί.

Μ Ε Ρ Ο Σ Ι Ι,
Η ερευνητική προσέγγιση

**ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ
ΔΙΕΘΝΟΥΣ
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Τα κράτη και το Ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ή οποιοσδήποτε άλλος επίσημα καθορισμένος οργανισμός, ή οποιοδήποτε πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τους, θα πρέπει ή όχι να υπόκεινται σε περιορισμούς κατά την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και της πολιτικής για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους. Η ανάλυση και η μελέτη εστιάζονται στα δύο βασικά μέρη που απαρτίζουν το διεθνώς αποδεκτό φάσμα των χρηματοοικονομικών προϊόντων : τα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση στις δευτερογενείς αγορές και τα προϊόντα που διαπραγματεύονται διμερώς μεταξύ των τραπεζικών και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Η δε γεωγραφική τους προσέγγιση γίνεται σε τρεις τομείς : ΗΠΑ, Ευρωπαϊκή Ένωση και υπόλοιπος διεθνής χώρος.

Θα αναζητηθεί και θα μελετηθεί αν η διασύνδεση αυτή θέτει το ζήτημα της αναθεώρησης των κανόνων της Βασιλείας II για την τραπεζική εποπτεία και των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) [Taylor and Goodhart, 2006]. Η επίδραση της Βασιλείας II στον επιχειρηματικό κύκλο εξαρτάται από το χρονικό ορίζοντα κατά τη διάρκεια του οποίου τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αξιολογούν τον κίνδυνο. Τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν χρονικά συγκεκριμένες εκτιμήσεις του κινδύνου με βάση την τρέχουσα εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων είναι πιθανότερο να οδηγηθούν στην υιοθέτηση πολιτικών προκυκλικής πιστωτικής επέκτασης σε αντίθεση με τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν εκτιμήσεις κινδύνου καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου με βάση την μέση εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στο σύνολο του κύκλου. Τα τελευταία τείνουν να επιβραδύνουν την πιστωτική τους επέκταση με τη δημιουργία κεφαλαίου κατά την φάση ανάκαμψης, το οποίο θα είναι διαθέσιμο για την κάλυψη των απωλειών από την πιστωτική συρρίκνωση στην φάση της οικονομικής ύφεσης. Οι εποπτικές αρχές καλούνται να εξετάσουν τον τρόπο χρήσης της παρεχόμενης διακριτικής ευχέρειας για τον περιορισμό των προκυκλικών επιπτώσεων και να ενθαρρύνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να υιοθετούν μακροπρόθεσμη προοπτική δραστηριότητας.

Όσον αφορά τα παράγωγα μέσα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά μέσω του προτεινόμενου ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, θα ελέγξουμε αν και κατά πόσο μπορεί να παρασχεθεί πρόβλεψη ότι κάθε κράτος θα πρέπει να είναι αρμόδιο να επιβάλλει κυρώσεις για πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του ή εκτός αυτού και οι οποίες αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά

που βρίσκεται στο έδαφος του ή λειτουργεί εντός αυτού, ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Κάθε κράτος θα πρέπει επίσης να είναι αρμόδιο για την επιβολή κυρώσεων για πράξεις που διεξάγονται στο έδαφος του και αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά κράτους ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά.

Επιπρόσθετα θα μελετηθεί η αξία της δημόσιας πληροφόρησης σε μια ανταγωνιστική οικονομία με αποτελέσματα από την Διεθνή Βιβλιογραφία για το ότι η πρόωρη λήψη πληροφορίας για μια μελλοντική κατάσταση της οικονομίας (των αγορών ή και των προϊόντων) είναι επιθυμητή από όλους τους παράγοντες της αγοράς, λόγω του επιμερισμού του κινδύνου, έστω και αν δεν μπορούν να προβούν σε συναλλαγές προϊόντων στις χρηματοοικονομικές αγορές, πριν λάβουν όλοι έγκαιρα τις κατάλληλες πληροφορίες (ατελείς αγορές). Όμως, σε ένα ενοποιημένο και ρυθμισμένο σύστημα όπου υφίστανται πολλές ταυτόχρονα ετερογενείς συμπεριφορές συναλλαγών από τους συμμετέχοντες στις αγορές, υπάρχει η δυνατότητα αντιστροφής του φαινομένου Hirshleifer (Hirshleifer Effect), δηλ. ακόμα και η πρόωρη λήψη πληροφορίας από τους συμμετέχοντες, μπορεί να βοηθήσει στην αύξηση της αξίας των χρηματοοικονομικών προϊόντων (αρκεί να οι συμμετέχοντες να συναλλάσσονται σε ένα ενιαίο σύστημα αγοράς).

Στην βιβλιογραφία της εργασίας θα αναφερθούμε στον βαθμό συσχέτισης της ανεργίας και της ανάκτησης της, συγκριτικά με την αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών. Ιδιαίτερα, μετά την πρόσφατη κρίση, επηρεάστηκε η δυνατότητα επέκτασης και η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, εξαιτίας της έλλειψης των διαθέσιμων επενδυτικών κεφαλαίων. Υφίσταται η άποψη στην διεθνή βιβλιογραφία, ότι η μείωση της διεθνούς ρευστότητας έπαιξε επίσης έναν σημαντικό ρόλο, στην επιβράδυνση της ανάκαμψης της ανεργίας. Θα δείξουμε, βάσει των μοντέλων της διεθνούς βιβλιογραφίας, ότι ο βαθμός προσαρμογής και επιβράδυνσης της ανεργίας και των θέσεων εργασίας, εξαρτάται σημαντικά από την αποτελεσματικότητα και το πλαίσιο συναλλαγών των διαμεσολαβητών στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές.

Τέλος, θα μελετηθεί η σχέση της διαφάνειας (μέσω της ρύθμισης) των αγορών για τα υπόψη χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε σχέση με την αύξηση του κόστους συναλλαγών και την μείωση της ρευστότητας.

I. Τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και η προστασία των αγορών και των επενδυτών από χρηματοοικονομικά προϊόντα, από το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο των οργανωμένων και μη αγορών.

Μελετώντας τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν χρονικά συγκεκριμένες εκτιμήσεις του κινδύνου με βάση την τρέχουσα εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων παρατηρούμε ότι είναι πιθανότερο να οδηγηθούν στην υιοθέτηση πολιτικών προκυκλικής πιστωτικής επέκτασης σε αντίθεση με τα ιδρύματα που χρησιμοποιούν εκτιμήσεις κινδύνου καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου με βάση την μέση εμπειρία αδυναμίας εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στο σύνολο του κύκλου. Τα τελευταία τείνουν να επιβραδύνουν την πιστωτική τους επέκταση με τη δημιουργία κεφαλαίου κατά την φάση ανάκαμψης, το οποίο θα είναι διαθέσιμο για την κάλυψη των απωλειών από την πιστωτική συρρίκνωση στην φάση της οικονομικής ύφεσης.

Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγει ο Joachim Jutta¹³, (2008) ότι δηλ. η αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση και η εντατικοποίηση της περιφερειακής και λειτουργικής συνεργασίας, έχουν δημιουργήσει ένα μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τον ρόλο των διεθνών οργανισμών και κατ' επέκταση, άπαξ αυτοί έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην παγκόσμια διακυβέρνηση ως ένα είδος κυβερνήσεων με “υπερεξουσίες”, υπάρχει όλο και περισσότερη προθυμία, για μεταφορά σε αυτούς περισσότερων αρμοδιοτήτων ή για ανάγκη συνεργασίας με αυτούς.

Η έννοια “Διεθνείς Οργανισμοί και εφαρμογή πολιτικής”, καθορίζει ουσιαστικά, τον βαθμό στον οι διεθνείς δια-κυβερνητικοί οργανισμοί εμπλέκονται στην εθνική εφαρμογή των διεθνώς διαμορφούμενων πολιτικών. Πιο συγκεκριμένα, καθορίζει τις συνθήκες κάτω από τις οποίες, δύνανται (οι διεθνείς οργανισμοί) να είναι περισσότερο ή λιγότερο επιτυχείς, στις προσπάθειες επιρροής για την εφαρμογή ή την αποτύπωση των απόψεων τους, στις εθνικές πολιτικές.

Επισημαίνει δε ότι στην περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης (που είναι ο θεματοφύλακας των Συνθηκών), που είναι πρακτικά ο πλέον ρυθμιστικός συστημικός χώρος θεσμικών επιβολών, ότι υφίσταται ανάγκη, όχι μόνο ισχυρής επόπτευσης και επιβολής ποινών, αλλά και μεγαλύτερης γνώσης της πρακτικής εφαρμογής και επίλυσης των προβλημάτων (practical implementation)¹⁴.

¹³ Jutta M., Joachim, “International organizations and implementation: Pieces of the puzzle” London, England : Routledge/ECPR, 2008. Chapter 1 by Jutta Joachim, Bob Reinalda and Bertjan Verbeek, pp. 3-9

¹⁴ Αναφέρεται και ως η “Αχιλλείος πτέρνα” της Ε.Ε.

Η κοινή δυσκολία, δε, των διεθνών οργανισμών [J.C. Sharman, 2008¹⁵], στην προσπάθεια ανάπτυξης θεσμικών αλλαγών, για τα πιστωτικά ιδρύματα και την προστασία των αγορών και των επενδυτών, έγκειται βασικά στην έλλειψη κατάλληλων εργαλείων, που θα τους προσδώσουν τα κατάλληλα κίνητρα (ή και αντικίνητρα). Ως παράδειγμα αναφέρουμε ότι ήδη το Forum Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Forum, FSF), ο ΟΟΣΑ και η Financial Action Task Force (FATF) από το 2000 πιέζουν τις κυβερνήσεις όλων των μη φορολογικών παραδείσων να ανασχηματίσουν τα φορολογικά τους καθεστώτα, έτσι ώστε να θέτουν σε “μαύρη λίστα” όσα ιδρύματα, δεν συμμορφώνονται με φορολογικά πρότυπα. Έτσι ουσιαστικά φαίνεται ότι δεν υπάρχει κάποιο θεσμικό “εργαλείο” (πλην της “μαύρης λίστας”) που να λειτουργεί αποτελεσματικά.

Η Carlin Bruce¹⁶ (2009) αναφέρει ότι δεδομένης της σημαντικότητας για εξαιρετικές οδηγίες στις αγορές λιανικής (που πρέπει να δίνονται) και του γεγονότος ότι τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα κατά την διαδικασία παροχής τέτοιων συμβουλευτικών υπηρεσιών, χρησιμοποιούν εξωτερικούς συνεργάτες (outsourcing), ποιοι θα πρέπει να είναι οι νομικοί κανόνες που θα μεγιστοποιούν στις αγορές, τον κοινωνικό πλούτο? Αυτό το ερώτημα, αντιμετωπίστηκε (Carlin Bruce), με την δημιουργία ενός θεωρητικού μοντέλου αγορών λιανικής, όπου η εταιρία διαμεσολάβησης (firm) και ο μεσάζων (broker), αντιμετωπίζουν ένα δίλημμα ενεργειών, όπου προσπαθούν να ικανοποιήσουν πελάτες, στην αγορά αυτή. Όλοι οι συμμετέχοντες επενδυτές στην αγορά είναι ορθολογιστές και οι τιμές των χρηματοοικονομικών προϊόντων βασιζονται σε εδραιωμένη εκτίμηση ότι οι ενέργειες που υφίστανται από την εταιρία και τον broker, είναι ισορροπημένες. Στο μοντέλο, γίνεται ανάλυση, για την βέλτιστη κατανομή των νομικών υποχρεώσεων σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Παρέχεται επίσης ανάλυση, για το πως η πολυπλοκότητα στην διαχείριση των πελατών και οι συγκρούσεις συμφερόντων, μπορούν να επηρεάσουν τον νόμο. Τελικά, αποδεικνύεται, ότι οι επιπτώσεις είναι μεγάλες στην δημιουργία πλούτου, με το δεδομένο *ότι οι αγορές είναι επαρκώς μεγάλες*.

Ταυτόχρονα, η εποπτεία των χρηματοοικονομικών οργανισμών, έχει εξελιχθεί σε σημαντικό βαθμό σε πολύπλοκη, για τρεις βασικούς λόγους [Mikdashi, 2003]¹⁷ : *αρχικά* διότι, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί τείνουν να χρησιμοποιούν

¹⁵ Jutta M., Joachim, “International organizations and implementation: enforcers, managers, authorities?” London, England : Routledge/ECPR, 2008. Chapter 4 by J.C. Sharman, pp. 177-189

¹⁶ Bruce C., Gervais S. (2008), “Legal protection in Retail Financial Markets”, *NBR Working Paper*, No 14972, May, 200, pp. 1-27.

¹⁷ Mikdashi Z., “Regulating the Financial Sector, in the Era of Globalization”, Palgrave, Macmillan, 2003, pp. 186-197

επιχειρηματικές στρατηγικές που συνδυάζουν πολλαπλούς τομείς (τραπεζικά, ασφαλιστικά, χρηματοπιστωτικά προϊόντα), *δεύτερον* τα συγκεκριμένα προϊόντα που χειρίζονται οι οργανισμοί αυτοί έχουν αναχθεί σε συσχετισμούς υψηλού κινδύνου/απόδοσης απαιτώντας κατάλληλο έλεγχο και διαχείριση και *τρίτον* η διασυννοριακή διαφορά στις δραστηριότητες των οργανισμών αυτών έχουν επιφέρει διάφορα προβλήματα (έγκαιρη συλλογή και μεταφορά δεδομένων, χρήση κοινά αποδεκτών λογιστικών και λοιπών μεθόδων μέτρησης, διασυννοριακών ελέγχων αποτελεσματικότητας).

Η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (Mikdashi, 2003) αναλύεται ιεραρχικά σε 4 επίπεδα :

- τα εντός του οργανισμού συστήματα και διαδικασίες (own control systems and procedures),
- τον εσωτερικό τους έλεγχο (internal audit),
- τον εξωτερικό έλεγχο (external audit), και
- την κυβερνητική εποπτεία (governmental supervision).

Αρκετά ποσοτικά μοντέλα έχουν προταθεί για τη εποπτεία των οργανισμών αυτών. Αρχικά για την επαγρύπνηση των διοικήσεων τους, ελέγχοντας μια ομάδα από χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες. Αυτοί οι δείκτες μπορούμε να ισχυρισθούμε ότι αναφέρονται σε μικρο-επίπεδο (micro-level alerts). Ταυτόχρονα οι κυβερνητικές και ρυθμιστικές αρχές, οι κεντρικές τράπεζες, οι διεθνείς οργανισμοί και τα χρηματοοικονομικά ινστιτούτα, παράσχουν επίσης δείκτες και μοντέλα σε μακρο-επίπεδο (macro-level alerts), ώστε να μπορέσουν (i) να ερμηνεύσουν τις παρελθούσες και πρόσφατες εξελίξεις των επιχειρηματικών κύκλων, (ii) την διαχείριση των κινδύνων και των αποδόσεων των προϊόντων αυτών για τους επενδυτές και (iii) να προβλέψουν παρόμοιες πιθανές μελλοντικές εξελίξεις στις Εθνικές οικονομίες. Πλέον των συνήθων μακροοικονομικών δεικτών (που αναφέρονται για την εκάστοτε χώρα, από την επιστήμη των Δημοσίων Οικονομικών), αναφέρονται και οι “χρηματοοικονομικές φούσκες” (“financial bubbles”) που είναι ουσιαστικά οι αρχικές ενδείξεις μιας χρηματοοικονομικής κρίσης και επηρεάζουν την πραγματική οικονομία¹⁸. Βεβαίως, η ταυτοποίηση και η μέτρηση τέτοιων φαινομένων, δεν είναι κάτι που μπορεί να γίνει εύκολα διαχειρίσιμο εκ των προτέρων και με οποιαδήποτε ακρίβεια. Έχουν όμως προταθεί ορισμένοι δείκτες (leading indicators) σε μοντέλα για επικείμενη ρύθμιση των

¹⁸ Barton D., Newell R., Wilson G., “Preparing for a financial crisis”, The McKinsey Quarterly, 2002 Special Edition, New York, pp 79-87.

χρηματοοικονομικών οργανισμών, για τις “φούσκες” αυτές σε εθνικό επίπεδο, όπως (i) η άνοδος του δείκτη πιστωτικής επέκτασης ως προς το ΑΕΠ, (ii) η επιτάχυνση των ανοδικών τάσεων των τιμών ορισμένων κατηγοριών στοιχείων ενεργητικού (εισηγμένες μετοχές, ακινήτων), (iii) η αξιοσημείωτη αύξηση του δείκτη των κατασκευών (ή των επενδύσεων) ως προς το ΑΕΠ.

II. Το μοντέλο των “ρυθμιστικών κύκλων”.

Για να ερμηνευτεί η δυναμική της ρύθμισης του χρηματοοικονομικού τομέα, στις μέρες μας, ο Mikdashi (2003), προτείνει το μοντέλο των “ρυθμιστικών κύκλων κρίσης” (“control crisis cycles”, CCC), με φάσεις, όπου :

Στην C1 φάση, με την ύπαρξη πτωχή ρύθμιση του χρηματ/κού τομέα, υποκείμενο σε αναταράξεις και κρίσεις, λόγω ελλείψεως ή και λανθασμένης ή υπερβολικής ρύθμισης.

Στην C2 φάση, με την ύπαρξη σαφώς βελτιωμένης ρύθμισης, παρότι υφίστανται μερικές ακόμα δυσλειτουργίες και ηθικοί κίνδυνοι.

Στην C3 φάση, ενός επαρκώς αποτελεσματικού χρηματ/κού τομέα, με τις κατάλληλες ρυθμιστικές παρεμβάσεις και πειθαρχημένη αγορά.

Υπάρχει το σημείο O, ενός βέλτιστων συνθηκών χρηματ/κού τομέα, με ασφάλεια, σταθερότητα, ανταγωνισμό, διαφάνεια, καινοτομία και αποτελεσματικότητα, που τείνουν να κατευθυνθούν οι ρυθμισμένες αγορές.

Υπάρχει το σημείο B, όπου η αγοράς επηρεαζόμενη από τους οικονομικούς κύκλους, τις φούσκες, τις θεμελιώδεις ανισοροπίες, τα κοινωνικο-οικονομικά γεγονότα, μετεξελίξεις, κλπ, εμφανίζουν περιστασιακά κάποιες καταρρεύσεις (breakdowns), και που επίσης μπορεί να τείνουν (αντί του σημείου O).

Και η χρονική απόσταση A-B (έτη), όπου απαιτείται κάποιος χρόνος, πριν ξεκινήσει ένας νέος κύκλος (ανάλογα με το που θα κατευθυνθούν οι ρυθμισμένες αγορές).

Βάσει του μοντέλου CCC, συνάγεται ότι : (i) οι τράπεζες, κληρονομούν τον μεγαλύτερο κίνδυνο, έναντι των άλλων επιχειρήσεων (κυρίως λόγω του ότι οι βασικές δραστηριότητες τους αποτελούνται από απαιτήσεις καταθετών, που πρέπει να πληρώνονται άμεσα με την ζήτηση, ενώ τα στοιχεία του ενεργητικού τους, αποτελούνται κυρίως από μη-ρευστοποιήσιμα (υψηλού κινδύνου) δάνεια και μετοχές), (ii) οι καταθέτες, οι πιστωτές, οι τραπεζικοί επενδυτές, υφίστανται ορισμένα μειονεκτήματα

έναντι των λοιπών χρηματ/κών διαμεσολαβητών, φερ' ειπείν : ασυμμετρία γνώσης και πληροφόρησης, ανεπιθύμητους όρους σύναψης συμβάσεων, αμέλεια των δικαιωμάτων τους, κλπ. (iii) τα προηγούμενα τρωτά σημεία και τα προβλήματα πληροφόρησης, είναι πηγές αβεβαιότητας, (iv) οι δυνάμεις των αγορών, δεν διαθέτουν μόνες τους, τους απαραίτητους μηχανισμούς και διαδικασίες, για την προαγωγή της αποτελεσματικότητας και της δικαιοσύνης, ώστε να διορθώσουν και να σταθεροποιήσουν καταστάσεις, (v) η ρύθμιση έχει γενικά κόστος (άμεσο και έμμεσο) αλλά και αναμενόμενα πλεονεκτήματα, (vi) τα βέλτιστα κανονιστικά πλαίσια, δημιουργούν ευνοϊκά περιβάλλοντα για καινοτομία και αποτελεσματικότητα, προσελκύοντας επενδυτές, και (vii) η αβεβαιότητα είναι βασική και αέναο συστατικό των αγορών.

Οι βασικοί στόχοι, ανάπτυξης και εγκαθίδρυσης ενός υψηλής ποιότητας ρυθμιστικού πλαισίου χρηματ/κών προϊόντων, για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας (σε εθνικό και διεθνές επίπεδο), συνοψίζονται στα εξής θεμελιώδη : ασφάλεια, σταθερότητα, αποτελεσματικότητα και αειφόρος ανάπτυξη. Οι πολιτικές που θα λαμβάνονται πρέπει να αναγνωρίζουν ότι οι ρυθμίσεις πρέπει : (i) να αξιολογούνται και να προσαρμόζονται συνεχώς, παράλληλα με τις κοινωνικο-οικονομικές συνθήκες και ανάγκες, (ii) να μεγιστοποιούν τα καθαρά οφέλη πέραν από τα κόστη που παράγονται από τους ρυθμισμένους οργανισμούς και την οικονομία, (iii) να συμπεριλαμβάνουν κατάλληλα κίνητρα ώστε να παρακινούν όλους τους συμμετέχοντες, να συμπεριφέρονται παραγωγικά και συνετά, κάτω από συγκεκριμένες αρχές διακυβέρνησης, και (iv) να αποφεύγουν την υπερ-ρύθμιση που μουδιάζει τα σήματα της αγοράς, περιορίζει την καινοτομία και εμποδίζει την αποτελεσματικότητα της αγοράς.

Συνεπώς, οι κυβερνητικές πολιτικές και οι κανονιστικές διατάξεις, μπορεί να έχουν σοβαρό αντίκτυπο, στην απόδοση συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, αλλά και σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα.

III. Εποπτικές αρχές και χρηματοοικονομικά προϊόντα, εισηγμένα και μη, σε τραπεζικές και χρηματιστηριακές αγορές. Εξελικτική προσέγγιση.

Οι εποπτικές αρχές καλούνται να εξετάσουν τον τρόπο χρήσης της παρεχόμενης διακριτικής ευχέρειας για τον περιορισμό των προκυκλικών επιπτώσεων και να ενθαρρύνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να υιοθετούν μακροπρόθεσμη προοπτική δραστηριότητας. Μελετώντας τα κράτη, το σύστημα των ΗΠΑ και το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ή οποιοσδήποτε άλλος επίσημα

καθορισμένος οργανισμός, ή οποιοδήποτε πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τους, για το αν θα πρέπει ή όχι να υπόκεινται σε περιορισμούς κατά την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και της πολιτικής για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους, αντλούμε την άποψη [Δουγέκος, 2008], ότι η ΕΚΤ είναι ο σύγχρονος αποτελεσματικός επόπτης που χρειάζεται αυτή τη στιγμή η Ε.Ε.¹⁹. Παράλληλα ανατρέχοντας σε μια ιστορική αναδρομή για την εξελικτική πορεία των ρυθμιστικών παρεμβάσεων και πλαισίων από τις εθνικές εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές, για τις τραπεζικές αγορές και τις κεφαλαιαγορές, αντιλαμβανόμαστε μια κατά κάποιον τρόπο τελεολογική προσέγγιση, προς ένα πλαίσιο περισσότερο διαφανές και ρεαλιστικό, βασισμένο συνδυαστικά στις αρχές της προστασίας των επενδυτών αλλά και στις επιταγές των αγορών για περισσότερη ρευστότητα, λιγότερα κόστη συναλλαγών και δικαιότερη θεσμικά αντιμετώπιση.

A) Το Θεσμικό τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ

Εως την δεκαετία του 1980 το θεσμικό σύστημα των τραπεζών στις ΗΠΑ στηριζόταν στην αρχή “εντολών και ελέγχου” (“command and control”), που ουσιαστικά είχαν τεθεί συγκεκριμένοι στόχοι και περιορισμοί (πχ επίπεδα ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου ή απαγόρευση διακράτησης ομολόγων κάτω της βαθμίδας “below-investment” – junk bonds), ενώ παράλληλα το πλαίσιο ήταν ομογενοποιημένο για όλες τις τράπεζες που τις υποχρέωνε να κινούνται εντός αυτού. Μετά την δεκαετία του 1980²⁰ και στις αρχές της δεκαετίας του 1990, επαναπροσδιορίστηκε η θεσμική προσέγγιση που πλέον βασιζόταν στην χρήση οικονομικών κινήτρων και μηχανισμών που αποφέρουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα²¹. Οι τραπεζικές ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές, υιοθέτησαν της Βασιλείας I τα πρότυπα που βασιζόνταν πλέον σε κινδύνους συνδεόμενους με την δομή του μετοχικού κεφαλαίου (capital risk-based standards). Πλέον οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να διαχειρίζονται τους δείκτες κεφαλαίου τους άνω συγκεκριμένου ποσοστού, τα δε στοιχεία του ενεργητικού τους, σταθμίζονταν βάσει κινδύνων (από 0% για τους Κυβερνητικούς τίτλους, έως 100% για τα δάνεια εμπορικού σκοπού). Έτσι, πλέον οι κεφαλαιακοί δείκτες, διαφοροποιούνταν

¹⁹ Η άποψη αυτή θεμελιώνεται αρχικά από την ανάγκη για εποπτεία που έχει δημιουργηθεί στα πλαίσια της Ε.Ε., όπως επίσης και από τη “Συνθήκη του Μάαστριχτ”. Αρωγοί αυτής της προσπάθειας θα είναι οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες, οι οποίες γνωρίζουν άριστα τις δομές και την κουλτούρα των τοπικών αγορών. Συμπληρωματικά θα πρέπει να λειτουργούν οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες με την Ε.Κ.Τ. και για το θέμα του Δανειστή Ύστατης Προσφυγής.

²⁰ Joskow, P.L. and Noll, R.G. (1994), “Economic regulation: deregulation and regulatory reform during the 1980s”, in M. Feldstein, (ed) *American Economic Policy in the 1980s*. Chicago, University of Chicago Press.

²¹ England, C. ed. (1991), “Governing Banking’s Future: Markets vs. Regulation”. Boston, Kluwer.

ανάλογα του κινδύνου των χαρτοφυλακίων των τραπεζών²². Πλέον από το 1992 οι τράπεζες υιοθέτησαν το προσέγγιση των δεικτών Tier για την κεφαλαιακή τους επάρκεια, όπου οι καλύτερα κεφαλαιακά δομημένες τράπεζες, απολάμβαναν μεγαλύτερη λειτουργική ευελιξία²³. Πέραν αυτών των πρωτοβουλιών έχει προταθεί μια σειρά από επιπρόσθετες ρυθμίσεις στην τραπεζική αγορά των ΗΠΑ, για μεγαλύτερη ευελιξία και διαφάνεια. Ο Benn Steil (1997) προτείνει²⁴ :

α) την αλλαγή του λογιστικού πλαισίου που λειτουργεί ως η βασική πλατφόρμα πληροφοριών για τις τραπεζικές ρυθμίσεις, αλλά και καθορίζει το υπολογισμό των τραπεζικών κεφαλαίων. Με την πάροδο του χρόνου, έχουν γίνει οι προσαρμογές και οι μεταστροφή από το πλαίσιο GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) στο πλαίσιο IFRS (*International Financial Reporting Standards*) που ουσιαστικά εστιάζει στον υπολογισμό των στοιχείων του ενεργητικού των τραπεζών και κατ' επέκταση του κεφαλαίου τους, στην αγοραία αξία (market value). Επιπρόσθετα, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών πρέπει να αποτυπώνονται σε συνεχή βάση (real-time) και όχι στα τέλη κάθε τριμήνου, διότι ιδιαίτερα οι τράπεζες έχουν μεγάλη έκθεση σε χρηματοοικονομικούς κινδύνους ανά πάσα στιγμή,

β) οι ρυθμιστικοί νομοθέτες πρέπει να βασίζονται πρωτίστως σε εμπειρικά δεδομένα για τις τραπεζικές συμπεριφορές και τους κινδύνους τους (πχ, τους κινδύνους που επηρεάζουν τα πρότυπα των κεφαλαιουχικών δομών και την καταθέσεις διασφάλισης και εγγύησης των τραπεζών), παρά σε “δαισθητικού” τύπου νομολογία,

γ) ενθάρρυνση μεγαλύτερης χρήσης του εξασφαλισμένου χρέους (subordinated debt) ως συστατικό του κεφαλαίου των τραπεζών, το οποίο με την σειρά του θα επιφέρει μεγαλύτερη είσοδο νέων μετόχων στο κεφάλαιο των τραπεζών από επενδυτές που επιθυμούν τη αποφυγή έκθεσης σε κίνδυνο από άλλες στρατηγικές που θα μπορούσαν να οδηγήσουν ακόμα και σε πτώχευση της τράπεζας,

δ) οι περιπτώσεις όπου μια τράπεζα χρησιμοποιεί εταιρεία συμμετοχών (bank holding company) για να μεταφέρει περιουσιακά της στοιχεία πρέπει μεν να

²² Για τους αρχικούς δείκτες της Βασιλείας I, έχει ασκηθεί αρκετή κριτική, όπως για παράδειγμα, ότι οι σταθμίσεις κινδύνου δεν έχουν εμπειρική βάση, ότι αγνοούν θέματα συνδιακύμανσης και άλλων χαρακτηριστικών των χαρτοφυλακίων, αλλά και του risk-free rate. Επίσης ο όλος υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου γίνεται πάνω στο θεωρητικό μοντέλο cost-based accounting και αγνοεί το μοντέλο market-value accounting.

²³ Klausner, M. and White, L.J., eds (1993), “Structural change in Banking”. Homewood, Ill., Business One Irwin.

²⁴ Steil, Benn. (1997), “International Financial Market Regulation”, Ch. *US Banking Regulation* (by Lawrence White), J. Wiley, 1997, pp. 25-30

αντιμετωπίζεται θετικά, αλλά ταυτόχρονα λόγω του κινδύνου πτώχευσης που εμπεριέχουν τέτοιες ενέργειες, να ελέγχονται επισταμένως.

B) Το Θεσμικό σύστημα των Κεφαλαιαγορών των ΗΠΑ

Με την αύξηση του ανταγωνισμού κυρίως στον όγκο των συναλλαγών στις αγορές μετοχών και ομολόγων τα τελευταία χρόνια, δεν αποτελεί πλέον έκπληξη ότι η ρυθμιστική ατζέντα της δομής των αγορών αυτών, είναι πλέον στην κορυφή της κανονιστικής πυραμίδας. Πχ το Χρηματιστήριο Αξιών της Νέας Υόρκης (NYSE), που κάποτε θεωρείτο ως ο ακλόνητος ογκόλιθος της διαπραγμάτευσης μετοχών στην Αμερική, είναι πλέον αντιμέτωπο από έναν έντονο, πιεστικό και ανοδικό ανταγωνισμό, άλλων περιφερειακών αγορών, όπως το AMEX, αγορές Over The Counter (OTC), αυτοματοποιημένα συστήματα συναλλαγών (proprietary trading systems, PTSs), άλλες υπερπόντιες αγορές, κλπ.. Η όλη αλλαγή στο ρυθμιστικό και κανονιστικό πλαίσιο της Αμερικής έχει επηρεάσει δραματικά την κυριαρχία του NYSE.

Οι σημαντικότερες ρυθμιστικές παρεμβάσεις, πραγματοποιήθηκαν με την ενεργή εμπλοκή της SEC (Securities and Exchange Commission) [Albrecht et al., 1995²⁵] στον σχεδιασμό των αγορών και αφορούσαν την ελαχιστοποίηση των κοστών συναλλαγών, τον βαθμό διαφάνειας, τον έλεγχο και την επαλήθευση στις ροές των εντολών στο όλο σύστημα, τον βαθμό μεταβλητότητας των τιμών, την ακρίβεια στην μεθοδολογία υπολογισμού των τιμών των μετοχών, την πρόβλεψη της συναλλακτικής διαμεσολάβησης και γενικότερα την νομοθετική απλούστευση.

Γ) Το Θεσμικό τραπεζικό σύστημα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (E.E.)

Ενώ στις περισσότερες διεθνείς συμβάσεις για την τραπεζική νομοθεσία, έχει ουσιαστικά χρησιμοποιηθεί η αρχή της Εθνικής Διαχείρισης, δηλ. οι τοπικές αρχές έχουν τον πρώτο λόγο στην εποπτεία του τραπεζικού τους συστήματος, η E.E. εφάρμοσε πρώτη (μέσω των Τραπεζικών Οδηγιών) την καινοτόμα ολοκλήρωση της τραπεζικής αγοράς με το άνοιγμα των αγορών, την αμοιβαία αναγνώριση και με την ελάχιστη εναρμόνιση. Τα αποτελέσματα αυτής της Ευρωπαϊκής χρηματοοικονομικής

²⁵ Albrecht, W., Bronfman, C. and Messenheimer, H., (1994), "Regulatory regimes: the interdependence of rules and regulatory structure" in A. Lo (ed.) *Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, NBER Conference Vol., Chicago, University of Chicago Press.

ολοκλήρωσης αποδεικνύουν, ότι η Ευρωπαϊκή τραπεζική βιομηχανία υπεισήλθε σε ένα φάσμα χαμηλότερων επιτοκίων, ανταγωνιστικής υπο-ρύθμισης και φορολόγησης²⁶.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε.Ε.), οι τράπεζες σε διαφορετικές χώρες, συγχωνεύονται με αυξητικό ρυθμό [Ingves, 2007] και δημιουργούν νέα διασυνοριακά τραπεζικά σχήματα, με πελατειακό στόχο πελάτες λιανικής και ΜΜΕ σε διάφορες χώρες. Υπάρχουν πάνω από 40 τραπεζικοί όμιλοι με αξιόλογες δραστηριότητες σε περισσότερες από 3 Ευρωπαϊκές χώρες. Ταυτόχρονα, αναφέρει ο Ingves, ότι οι τράπεζες όλο και περισσότερο εξαρτώνται από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές για σκοπούς χρηματοδότησης, διαχείρισης ρίσκου, κλπ²⁷. Οι διασυνδέσεις και η μετατόπιση του κινδύνου μεταξύ των τραπεζών βαίνει αυξανόμενη ακόμα και για τις τράπεζες που επιμένουν σε αμιγώς εθνικές αγορές. Οι διασυνοριακές διαδράσεις των τραπεζών (ιδιαίτερα στη Ε.Ε.) επίσης αυξάνονται, δεδομένου του ότι οι διασυνοριακές τράπεζες συγκεντρώνουν πολλές λειτουργίες τους (ρευστότητα, χρηματοδότηση, κανονιστική συμμόρφωση, κλπ) σε διαφορετικά σημεία. Η διαφοροποίηση μεταξύ της έννοιας “θυγατρική” και “υποκατάστημα”, συνεχώς γίνεται και περισσότερο ασαφής. Σε ορισμένες χώρες στην Ευρώπη (πχ. Εσθονία), οι ξένα τραπεζικοί όμιλοι συνεισφέρουν άνω του 90% στο εγχώριο πιστωτικό σύστημα.

Δ) Το Θεσμικό σύστημα των Κεφαλαιαγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Οι χρηματοοικονομικές αγορές (Χ.Α.), όπως και οι αγορές αγαθών, είναι και αυτές περισσότερο ολοκληρωμένες και απελευθερωμένες στις επικράτειες των Κρατών-Μελών, παρά στις διασυνοριακές τους σχέσεις πράγμα που σχετίζεται με τις χρηματοοικονομικές τους δομές. Μολονότι η μερική απελευθέρωση των Χ.Α. οδηγεί σε υψηλά κόστη για τους καταναλωτές και τους παραγωγούς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κυρίως στα μικρότερα Κράτη-Μέλη μιας νομισματικής ένωσης, οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι η νομισματική ένωση τελικά θα βελτιώσει την απελευθέρωση των Χ.Α..

Αυτό διότι, με την απελευθέρωση των Χ.Α., ουσιαστικά οι τιμές των χρηματοοικονομικών αγαθών από διαφορετικές περιοχές είναι εξισωμένες (πλην των διαφορετικών συναλλακτικών εξόδων), ενώ οι διαπραγματευτές σε διαφορετικές περιοχές θα έχουν πρόσβαση και δυνατότητα συναλλαγών από επίσης διαφορετικές περιοχές

²⁶ Vives, X. (1991) “Banking competition and European Integration” in A. Giovannini and C. Mayer, (eds) *European Financial Integration*, Cambridge, Cambridge University Press

²⁷ Ingves S., (2007),” *Cross-Border Banking Regulation — A Way Forward: The European Case*”, pp. 4-5, “International Financial Instability. Global Banking and National Regulation”, ch. 1, Evanoff D., World Scientific Studies in International Economics, vol. 2

αλλά και την δυνατότητα για να αποφασίσουν να δανεισθούν, να επενδύσουν και να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Ουσιαστικά, το αποτέλεσμα είναι η αύξηση της διαθεσιμότητας και της διαφοροποίησης, που επιφέρουν την ανεξαρτησία των επενδυτικών αποφάσεων και επιπλέον η επενδυτική θέση θα μπορεί να προσαρμόζεται ομαλά και να αντισταθμίζει τις τρέχουσες ανισορροπίες [Key, S.J. 2009²⁸].

Ετσι εξομαλύνονται τα διαφοροποιημένα συναλλακτικά έξοδα, μέσα από διαδικασίες αυξημένης συναλλακτικής διαφάνειας και απελευθέρωσης δραστηριοτήτων, αλλά και αναβάθμισης του επιπέδου και της διαφοροποίησης χρηματοδότησης, μέσα κυρίως από την εξάλειψη των εμποδίων στις διασυνοριακές συναλλαγές.

Οι έως τώρα Κοινοτικές Οδηγίες είχαν βασισθεί κυρίως στο επίπεδο της «χώρας» και όχι του «τομέα». Άλλωστε οι δημόσιες εγγραφές και οι χρηματοδοτήσεις στην Ε.Ε. σήμερα, εφαρμόζονται κυρίως σε επίπεδο χώρας και όχι διασυνοριακά. Συνεπώς η Ευρωπαϊκή αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι κατακερματισμένη, οι δε διαμεσολαβητές (επενδυτικοί οίκοι) είναι εταιρίες με κλειστές διοικήσεις και μόνο πρόσφατα παρατηρείται κινητικότητα συγχωνεύσεων μεταξύ αυτών των εταιριών και των Χρηματιστηρίων, αλλά αυτό παρατηρείται κυρίως εντός των Κρατών-Μελών και όχι μεταξύ των Κρατών-Μελών. Η δε εκκαθάριση και ο διακανονισμός είναι περισσότερο κατακερματισμένες και συνεπώς κοστοβόρες διαδικασίες.

Πρέπει να τονισθεί ότι η δομική κατάτμηση των αγορών αποτελεί τροχοπέδη στην αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών, αλλά μπορεί να λειτουργήσει και ως ανάχωμα στην ευρεία εκδήλωση του συστημικού κινδύνου. Άρα, η αποτελεσματικότητα των Κοινοτικών Οδηγιών (MiFID, EMIR, κ.α.) στην μείωση των επιδράσεων λόγω της δομικής κατάτμησης της αγοράς, ίσως επιβαρυνθεί από το κόστος αύξησης της πιθανότητας του συστημικού κινδύνου. Αναμενόταν, δηλ., η εφαρμογή των Οδηγιών να διευρύνουν τις πιθανότητες της μετακύλισης του κινδύνου στους χρηματιστηριακούς διαμεσολαβητές.

Η σταθερότητα της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Ολοκλήρωσης ίσως να μην έχουν αυξηθεί με την εφαρμογή τους. Παραμένει το κανονιστικό έργο της αποτελεσματικής αναχαίτισης του συστημικού κινδύνου (όπως έδειξε η πρόσφατη κρίση) όχι μόνο εντός της Ε.Ε. αλλά και παγκοσμίως, το οποίο απαιτεί την κατανόηση του τρόπου σύνδεσης του κινδύνου της μικρο-οικονομίας με την απόδοση των μακρο-οικονομικών μεγεθών.

²⁸ Key, S.J. (2009), "Financial Integration in the European Community", *International Finance Discussion Papers*, No 349, Board of Governors of the Federal Reserve System, April.

E) Το υπόλοιπο διεθνές θεσμικό τραπεζικό σύστημα.

Ο Dale (2007)²⁹, αναφέρει ως πολιτικές εποπτείας στο διεθνές διασυνοριακό τραπεζικό σύστημα, ένα σύνολο προτύπων, λόγω και της ομογενοποίησης πολλών χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Δηλ. :

(i) όλοι οι διασυνοριακοί χρηματοπιστωτικοί όμιλοι πρέπει να εποπτεύονται από την αρχή εποπτεία της χώρας-καταγωγής, που θα μπορεί να ασκεί συγκεντρωτική εποπτεία, δηλ. όλου του ομίλου,

(ii) η δημιουργία των υποκαταστημάτων (ή θυγατρικών) διασυνοριακού τραπεζικού οργανισμού, πρέπει να πραγματοποιείται με την πρότερη σύμφωνη γνώμη της εποπτικής αρχής της χώρας-υποδοχής του ομίλου και της αρχής της χώρας καταγωγής του,

(iii) οι εποπτικές αρχές πρέπει να διαθέτουν το δικαίωμα συλλογής πληροφορίας για τα υποκαταστήματα (ή θυγατρικές) των διασυνοριακών τραπεζικών ομίλων, τα οποία ήδη τα εποπτεύουν ως αρχή εποπτείας της χώρας καταγωγής τους,

(iv) εάν εποπτική αρχή χώρας υποδοχής, αντιληφθεί ότι κάποια από τα ελάχιστα πρότυπα εποπτείας που είχε αρχικά θέσει, δεν την ικανοποιούν πλέον, να μπορεί να επιβάλλει, επιπρόσθετα περιοριστικά μέτρα, για την επίτευξη πληρέστερης εποπτείας που να την ικανοποιούν.

Οι Goodhart και Schoenmaker (1993) σε σχετική έρευνα, αναφέρουν ότι εκτός Ε.Ε. και ΗΠΑ, οι πτωχεύσεις τραπεζικών ιδρυμάτων, καταδεικνύουν την απουσία πολιτικών που αφορούν την εξασφάλιση των καταθετών, και την προτίμηση αυτών των θεσμικών αγορών, να ανακεφαλαιώνουν αποτυχημένα τραπεζικά ιδρύματα, μέσω συνδυασμένης υποστήριξης από τον κρατικό και τον ιδιωτικό τομέα. Ως εκ τούτου, δυσκολεύεται η προσπάθεια για την εναρμόνιση σε διεθνές επίπεδο πλέον, της δημιουργίας *οχημάτων εξασφάλισης των καταθέσεων*. Η πιθανότητα αλλοίωσης του ανταγωνισμού, αναφέρουν οι συγγραφείς, υφίσταται και θα εξαρτηθεί από τον τρόπο διακανονισμού εύρεσης της χρηματοδότησης εξασφάλισης των καταθέσεων αλλά και των χρεώσεων των ασφαλιστρών (premiums) που θα πρέπει να πληρώνουν οι καταθέτες, σε αυτά τα οχήματα εξασφάλισης. Δηλ. η τιμολόγηση των υπηρεσιών αλλά και το είδος της κάλυψης-εξασφάλισης των καταθέσεων είναι πολύ σημαντικά, ώστε να αποφευχθεί αλλοίωση του ανταγωνισμού.

²⁹ Steil, Benn. (1997), "International Financial Market Regulation", Ch. *International Banking Regulation* (by Richard Dale), J. Wiley, 1997, pp. 170-171, 189-190.

Ο Dale (1993b) προσθέτει σε αυτά, ότι η εξασφάλιση των καταθέσεων μπορεί να βαίνει μειούμενη σε εκείνες τις χώρες, όπου άλλες μορφές παρεμβατικής εποπτείας για την προστασία των καταθετών, χρησιμοποιείται. Όμως αυτές οι εναλλακτικές προστατευτικές παρεμβάσεις που πιθανώς αλλοιώνουν τον ανταγωνισμό, μπορούν να εξαλειφθούν κυρίως από εθνικές πολιτικές με σημαντικά πρότυπα (standards), που όμως είναι δύσκολο να υλοποιηθούν, την παρούσα στιγμή.

Οι Iqbal, M. και Molyneux, P. (2005)³⁰, αναφέρουν παράλληλα με τα ανωτέρω, ότι ο Ισλαμικός χρηματοπιστωτικός κλάδος έχει παρόμοια χαρακτηριστικά με τη συμβατική χρηματοδότηση, αν και με ορισμένες διαφορές. Παρόμοια με τα συμβατικά ιδρύματα, οι Ισλαμικές τράπεζες εκπληρώνουν το ρόλο του διαμεσολαβητή μεταξύ των καταθετών και των χρηστών των κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, επιτρέπουν στην κοινωνία να διατηρήσει ένα λογικό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Ωστόσο, μια Ισλαμική τράπεζα θα πρέπει να συμμορφωθεί με τις αρχές που περιγράφονται στη Sharia'a. Αυτό σημαίνει, για παράδειγμα, ότι μια Ισλαμική τράπεζα θα πρέπει να ακολουθήσει την ηθική καθοδήγηση, καθώς και να αποφύγει τη χρέωση και την παραλαβή συμφερόντων επιτοκίων (riba), την περιττή αβεβαιότητα (gharar) και την κερδοσκοπία (maysir).

ΣΤ) Το υπόλοιπο διεθνές θεσμικό σύστημα των Κεφαλαιαγορών.

Η ταχεία ανάπτυξη στις διασυνοριακές συναλλαγές και επενδύσεις, έχει παρουσιάσει νέες και σημαντικές προκλήσεις στις εθνικές κανονιστικές αρχές, μιας και όλες οι ανησυχίες τους έχουν πλέον επεκταθεί εκτός των περιορισμένων γεωγραφικών συνόρων της δικαιοδοσίας τους. Ο Benn Steil (1997) αναφέρει τους εξής τομείς που πρέπει να εστιάζονται οι πολιτικές, όσον αφορά το διεθνές θεσμικό σύστημα των Κεφαλαιαγορών : την κεφαλαιακή επάρκεια, τα παράγωγα, την εκκαθάριση με τον διακανονισμό και τις κοινοποιήσεις (disclosures) μαζί του λογιστικό τρόπο απεικόνισης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι έννοιες της παγκοσμιοποίησης και της ενοποίησης των αγορών, δεν είναι πάντα ταυτόσημες με την έννοια της ενοποιημένης κανονιστικής ύλης με την νομική της υπόσταση.

Το ερώτημα που τίθεται από τους ερευνητές είναι στο *που πραγματικά απαιτούνται εναρμονισμένες διεθνείς κανονιστικές ρυθμίσεις και πρότυπα και που μπορούμε με ασφάλεια να αφήσουμε χώρο στην ρυθμισμένη αγορά*. Συνεπώς, η

³⁰ Iqbal Munawar and Molyneux Philip, "Thirty Years of Islamic Banking:History, Performance and Prospects", Palgrave Macmillan, London, UK, 2005, pp.190

ρυθμιστική εστίαση αγορών, προϊόντων και πλαισίου είναι το ζητούμενο και το πως θα εφαρμοστεί αυτό μέσω εθνικών ή/και διεθνών πολιτικών.

Οι διεθνείς κανόνες και πρότυπα, δεν χρησιμοποιούν ευλαβικά τις “καλές πρακτικές”, αλλά περισσότερο μάλλον κατοχυρώνουν τις “υπάρχουσες πρακτικές”. Οι διεθνείς συμβάσεις αναδύονται από πολιτικές διεργασίες στις οποίες οι εθνικοί παράγοντες, προσπαθούν να προστατέψουν τα ήδη υπάρχοντα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα (των εθνικών τους αγορών) και αρκετά συχνά αγνοούν το ότι αυτά, πρέπει να συνοδεύονται και από την στόχευση για αυξανόμενη αποτελεσματικότητα και σταθερότητα των ευρύτερων αγορών.

Βάσει της έρευνας μας επίσης, στο διεθνές σύστημα των Κεφαλαιαγορών παίζει σημαντικό ρόλο η κατανομή της πληροφόρησης στους συμμετέχοντες και συνεπώς η αξία των περιουσιακών στοιχείων (assets) συσχετίζεται με την ατέλεια ή μη της αγοράς. Σε αυτό το θέμα αναφέρεται και το περίφημο *φαινόμενο Hirshleifer* (Hirshleifer Effect) στην Διεθνή Βιβλιογραφία.

Εχει αποδειχθεί στην βιβλιογραφία³¹, με πρώτον ερευνητή τον Jack Hirshleifer [Hirshleifer, 1971], ότι η κατανεμημένη πληροφόρηση στους συμμετέχοντες στις αγορές, προσδίδει ως πλεονέκτημα, ένα κίνητρο για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων και προϊόντων. Ιδιαίτερα, δε, στους κατέχοντες εσωτερική πληροφόρηση (δηλ. σε ατελείς αγορές) τα ιδιωτικά και τα δημόσια οφέλη απόκτησης περιουσιακών στοιχείων και προϊόντων, διαφοροποιούνται λόγω των διαφορετικών κινήτρων που έχουν οι κατέχοντες (insiders) και οι μη κατέχοντες (outsiders) την σχετική πληροφόρηση³² [βλ. επίσης Manne, 1966 et. Fama, Laffer, 1971].

Η λογική της κατανεμημένης πληροφορίας στους συμμετέχοντες στις χρηματ/κές αγορές, που επιφέρει μια κατανομή του κινδύνου, προκαλεί μια αποτροπή στην κοινωνικά επωφελή δημοσιοποιημένη πληροφόρηση. Έτσι, σε ένα μη ομογενοποιημένο πλαίσιο (αγοράς και συμμετεχόντων), οι συμμετέχοντες (επενδυτές, χρηματ/κοί διαμεσολαβητές) με διαφορετικές επενδυτικές απόψεις, θα τείνουν ατομικά να εκτιμήσουν ότι η απόκτηση κάθε νέας πληροφορίας, θα ενισχύσει προς όφελος του, τις δικές του κερδοσκοπικές προσδοκίες. Συνεπώς, μια ομάδα από τέτοιους συμμετέχοντες θα επιθυμούν να συνεργαστούν στο να κερδοσκοπήσουν, κάτι το οποίο

³¹ Hirshleifer, J. (1971), “The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity”, The American Economic Review, Vol. 61, No. 4, (Sep., 1971), pp. 561-574.

³² Manne, H. G. (1966), “Insider trading and the Stock Market”, New York, 1966 and Fama, E.F., Lafer A. B., (1971), “Information and Capital Markets”, J. Bus. Univ. Chicago, July 1971, 44.

θα είναι μακράν από την πραγματική (την κοινωνική σε σύνολο) αξία της λαμβανόμενης πληροφορίας και συνεπώς την αξία των περιουσιακών στοιχείων (assets).

Το συγκεκριμένο φαινόμενο Hirshleifer, υφίσταται εν γένει κυρίως στις ατελείς αγορές, δηλ. ουσιαστικά εκεί που δεν υπάρχει ισόρροπη κατανομή πληροφορόρησης και ως εκ τούτου μπορεί να οδηγήσει πρακτικά σε θέματα κατάχρησης και χειραγώγησης. Σε τέτοια περιβάλλοντα (που υπολείπονται σφαιρικής ή και ενιαίας ρύθμισης) υποθάλλεται μέσω της ασύμμετρης πληροφορόρησης η επιδίωξη με αθέμιτες πρακτικές κερδοσκοπικών φαινομένων, που καταλήγουν στην αύξηση του πλούτου από συναλλαγές ορισμένων συμμετεχόντων στις αγορές αφενός μεν, και αφετέρου δεν στην μείωση της αξίας των υπόψη περιουσιακών στοιχείων (products, assets) την συναλλακτική στιγμή για τους λοιπούς συμμετέχοντες στις αγορές (social welfare), όταν οι σχετικές πληροφορίες θα είναι πλήρως δημοσιοποιήσιμες.

Η πρόσφατη όμως βιβλιογραφία αναφέρει³³ [Maurer, T. and Tran, N.K., 2015], ότι σε ένα παγκόσμιο, ενιαίο, ανταγωνιστικό και δυναμικό πλαίσιο, με πολλούς συμμετέχοντες-καταναλωτές, παρότι μπορεί εκεί να υπάρχει πρόωρη λήψη πληροφορίας από ορισμένους συμμετέχοντες (για την μελλοντική κατάσταση της οικονομίας ή ορισμένων προϊόντων), και παρά τις διαφοροποιημένες απόψεις τους, δύνανται να επωφεληθούν, λόγω της κατανομής των κινδύνων αφενός μεν και αφετέρου δε, να επωφεληθούν από αξιόλογα αποτελέσματα συναλλαγών προϊόντων, αλλά σε διαχρονική κατάσταση. Ως, εκ τούτου, οι συμμετέχοντες είναι πολύ πιθανό να προτιμήσουν την πρόωρη λήψη πληροφορίας από ορισμένους, ακόμα και αν δεν μπορούν ή δεν θέλουν να συμμετέχουν σε συναλλαγές πριν οι πληροφορίες αυτές γίνουν επίσημα γνωστές σε όλους. Δηλαδή ακόμα και σε μια ατελή αγορά (imperfect – incomplete financial market) θα υφίστανται επαρκή συναλλακτική δραστηριότητα, που δεν θα θεωρήσει το σύνολο της αγοράς ότι επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την αξία των περιουσιακών στοιχείων (welfare of assets). Δηλαδή, έχουμε σε αυτήν την περίπτωση και με βάση τα πλέον πρόσφατα μοντέλα και συμπεράσματα, ότι εν μέρει το φαινόμενο Hirshleifer αντιστρέφεται ή αντιμετωπίζεται. Αυτό όμως απαιτεί την ύπαρξη ενός δυναμικού³⁴ συστήματος-πλαισίου αγοράς. Οι συγκεκριμένοι ερευνητές (Maurer και Tran) ονομάζουν την πρόωρη απόκτηση της πληροφορίας στις τέλειες χρηματ/κές

³³ Maurer, T. and Tran, N.K. (2015), “The Hirshleifer effect in a Dynamic Setting”, SSRN (Social Science Research Network) site, 13 Sep. 2015, pp. 1-3 and pp. 36-37

³⁴ Η έννοια του “δυναμικού” συστήματος στην συγκεκριμένη μελέτη, αναφέρεται σε ένα σύστημα που από πλευράς διασποράς κινδύνου διαθέτει 2 διαστάσεις : (1) την κατανομή του κινδύνου σε όλες τις διαφορετικές καταστάσεις της οικονομίας και (2) την κατανομή του κινδύνου σε όλη την διάρκεια του χρόνου, δηλ. συνεχώς και σε μόνιμη βάση (διαχρονική καταναλωτική εξομάλυνση, intertemporal consumption smoothing).

αγορές, που είναι επιθυμητή από όλους τους συμμετέχοντες, ως πληροφορία “βελτιούμενη κατά Pareto” (Pareto improving).

IV. Διεθνείς και Εθνικές πολιτικές σε εποχές κρίσης βασισμένες στα υπάρχοντα θεσμικά πλαίσια των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Υπάρχει μια θετικώς παράδοξη συσχέτιση³⁵ [Aizenman, 2009] σε μια εθνική οικονομία που διαθέτει χαμηλού βαθμού θεσμική θωράκιση και που υιοθετεί μέτρα βελτιωμένου χρηματοοικονομικού θεσμικού ανασχηματισμού με την πιθανότητα έκθεσης της σε φαινόμενο μελλοντικής χρηματοοικονομικής κρίσης.

Μια ενδεχόμενη θεσμική ρύθμιση των χρηματοοικονομικών αγορών, μπορεί να μειώσει την πιθανότητα συμβάντος κρίσης. Υπάρχει μια μεμονωμένη αβεβαιότητα, σχετικά με την εμφάνιση του συμβάντος της κρίσης και η δε πιθανότητα της υπόθεσης εμφάνισης της, εφαρμόζοντας την *Bayesian inference* (στατιστικό συμπέρασμα Bayes³⁶) μέθοδο, μπορεί να ενημερώνεται συνεχώς, για μεγαλύτερη ακρίβεια. Η εφαρμογή όμως κανονιστικών διατάξεων (πιθανώς κοστοβόρες), μπορούν να μειώσουν την πιθανότητα εμφάνισης της κρίσης. Αναφέρεται από τον Aizenman (2009), ότι έχουν καθοριστεί (και είναι αποδεκτές από την πλειοψηφία) οι συνθήκες, όπου υπό αυτές, το επίπεδο κανονιστικής ρύθμισης είναι θετικό και ικανό (μετά από κατάλληλες διαμορφώσεις) για την μείωση της πιθανότητας εμφάνισης χρηματοοικονομικής κρίσης, αλλά χαμηλότερα όμως, από το *βέλτιστο κοινωνικό επίπεδο αναφοράς κανόνων*³⁷ (socially optimal level). Όταν υφίστανται χρονικές περιόδους, όπου δεν λαμβάνει χώρα χρηματοοικονομική κρίση, μειώνεται και η ένταση για κανονιστικές ρυθμίσεις και κινήσεις.

Όσο λιγότερη πληροφόρηση διαθέτουμε για την a-priori πιθανότητα εμφάνισης της κρίσης, τόσο μεγαλύτερη πτώση στους ρυθμούς παραγωγής κανονιστικών διατάξεων ιδιαίτερα σε περίοδο ηρεμίας των αγορών. Οι προκλήσεις, ουσιαστικά, που αντιμετωπίζουν οι κανονιστικοί νομοθέτες επιδεινώνονται από την ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως στην περίπτωση που το επενδυτικό κοινό, δεν παρατηρεί να καταβάλλονται προσπάθειες ρυθμίσεων από τους νομοθέτες.

³⁵ Aizenman, J., (2009), “Financial Crisis and the Paradox of Under- and Over-Regulation”, NBER Working Paper No. 15018, May 2009, pp. 5-6

³⁶ Η *Bayesian inference* είναι μια μέθοδος στατιστικού συμπεράσματος στην οποία το θεώρημα Bayes, χρησιμοποιείται για την συνεχή ενημέρωση της πιθανότητας μιας υπόθεσης, όσον περισσότερο γίνεται διαθέσιμη μια πληροφορία ή ένδειξη.

³⁷ Βέλτιστο κοινωνικό σύστημα (*Social rule system*) αναφορικά με τις κανονιστικές διατάξεις, είναι η θεωρία που υποστηρίζει ότι η περισσότερη κοινωνική ανθρώπινη δραστηριότητα είναι οργανωμένη και ρυθμισμένη από κοινωνικά παραγόμενους και αναπαραγόμενους κανόνες (που έχουν ένα είδος άυλης ύπαρξης στις κοινωνίες).

Από την άλλη μεριά, οι υψηλές και συνεχείς επιβολές ρυθμιστικών κανόνων (επιδόσεις των νομοθετών), ενώ βοηθούν στην αποφυγή κρίσεων, μπορεί να εκληφθούν λανθασμένα, ως σήμα, ότι το επενδυτικό περιβάλλον είναι χαμηλού κινδύνου, μειώνοντας την εκ των υστέρων (posterior) πιθανότητα εμφάνισης της κρίσης, αλλά και την αναγκαιότητα επιπρόσθετων μελλοντικών ρυθμίσεων.

Ο Alexander Kern³⁸ [Kern A. et al, 2005], αναγνωρίζει ότι οι δομές λειτουργίας των διεθνών κανονιστικών χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων που θα εποπτεύονται από μια Παγκόσμια Χρηματοοικονομική Αρχή (World Financial Authority, WFA), πρέπει να κατηγοριοποιούνται, ως εξής:

1. Η λειτουργία όσον αφορά τις σχετικές αδειοδοτήσεις (authorizations) θα είναι η ευθύνη των εθνικών ρυθμιστικών αρχών, με πρόσβαση σε αγορές καθοριζόμενη από συμβάσεις που θα καθορίζουν όρους αμοιβαίας αναγνώρισης,

2. Η λειτουργία για θέματα πληροφόρησης, θα επαφίεται στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές και θα συμπληρώνεται από διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς,

3. Η λειτουργία της εποπτείας, θα πραγματοποιείται από τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές, υποστηριζόμενη από τομεακά προγράμματα του ΔΝΤ και/ή της Παγκόσμιας Τράπεζας.

4. Η λειτουργία των διαφόρων πολιτικών, θα είναι στα χέρια, των IOSCO, ΔΝΤ, FATF, IAIS, της Επιτροπής Βασιλείας και εθνικών αρχών.

Η λίστα των ανωτέρω διεθνών κανονιστικών λειτουργιών, έχει τα εξής χαρακτηριστικά : (i) διεθνείς οργανισμοί δύνανται να αναλάβουν αρκετές κανονιστικές και ρυθμιστικές ενέργειες (πλην των αδειοδοτήσεων), στις μέρες μας, σε αντίθεση με το παρελθόν, (ii) αναφέρονται κυρίως διεθνείς οργανισμοί και παραλείπονται οργανισμοί περιφερειακής εμβέλειας, ιδιαίτερα εντός της Ε.Ε., (iii) η λίστα είναι σχεδιασμένη για περιόδους κρίσης, και όχι τόσο συνεκτικά σχεδιασμένη για αντιμετώπιση διεθνούς συστημικού ρίσκου.

³⁸ Kern A., Rahul Dhumale., and Eatwell J., (2005), “*Global Governance of Financing Systems. The International Regulation of Systemic Risk*”, Oxford University Press, pp. 270-271

V. Διαφάνεια των αγορών και νομοθεσία, για τα υπόψη χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε σχέση με την αύξηση του κόστους συναλλαγών και την μείωση της ρευστότητας.

Η κατάχρηση αγοράς, η υπο-ρύθμιση των αγορών και των προϊόντων, υποσκάπτουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και προκαταλαμβάνουν αρνητικά την ομαλή λειτουργία των Διεθνών Αγορών. Οι επενδυτές θα αποφεύγουν να συναλλάσσονται σε αγορές των οποίων η φήμη έχει αμαυρωθεί από καταχρηστικές πρακτικές ή από την αντίληψη ότι αυτές είναι ανεξέλεγκτες και αρρυθμιστες. Ως αποτέλεσμα το κόστος κεφαλαίου των εταιριών και τα κόστη συναλλαγών, θα αυξηθούν.

Οι Pagano και Röell³⁹ (1996), αποδεικνύουν την μεγάλη συσχέτιση του βαθμού διαφάνειας με την αύξηση του κόστους συναλλαγών. Στις αγορές, όπου υφίσταται μεγαλύτερη διαφάνεια, αυξάνεται η ρευστότητα, λόγω της μείωσης των ευκαιριών που θα είχαν ως πλεονέκτημα ορισμένοι συναλλασσόμενοι, έναντι των λοιπών με λιγότερη πληροφόρηση. Συνέκριναν, την διαδικασία του σχηματισμού των τιμών, σε διάφορα συστήματα συναλλαγών με διαφορετικούς βαθμούς διαφάνειας.

*Τα συστήματα συναλλαγών αυτά που ελέγχθησαν (στην ανωτέρω αναφερόμενη μελέτη των Pagano-Röell) ήταν **είτε** αγορές που υπάρχει dealers (διαπραγματευτικές διμερής), **είτε** αγορές auction (πολυμερής διαπραγμάτευση, δευτερογενής αγορές, χρηματιστηριακές πλατφόρμες). Κατέληξαν επίσης, στο ότι η μεγαλύτερη διαφάνεια παράγει χαμηλότερη κόστη συναλλαγών για τους traders, κατά μέσο όρο, παρότι δεν είναι αναγκαίο αυτό να ισχύει για ορισμένα μεγέθη συναλλαγών. Επιπρόσθετα, και η στρατηγική που ακολουθεί ο κάθε trader είναι ενδογενές κομμάτι και δεν επηρεάζει την υπόθεση τους. Δεν έχουν απαντήσει, όπως αναφέρουν (pp 597), ακόμα στο ερώτημα, εάν τα ανωτέρω ισχύουν και σε ακόμα γενικότερες και ενοποιημένες αγορές (τουλάχιστον σε θεωρητικό-μαθηματικό μοντέλο), εάν δηλ. σε ένα ενοποιημένο σύστημα αγορών και προϊόντων, υφίστανται ακόμα λιγότερα κόστη συναλλαγών και συνεπώς μεγαλύτερη ρευστότητα, λόγω της διαφάνειας και της επαρκέστερης (λόγω της ενοποίησης των προϊόντων) και ισότιμης διάχυσης πληροφόρησης προς τους traders (χρησιμοποιώντας την ίδια στρατηγική συναλλαγών (trading strategy) σε αυτές τις ενοποιημένες πλατφόρμες συναλλαγών).*

Η μελέτη Pagano και Röell, για την απόδειξη ότι η στρατηγική των traders, είναι ενδογενής και δεν επηρεάζει τα spread των τιμών των προϊόντων και την ρευστότητα, βασίστηκε σε προηγούμενη μελέτη των Glosten-Milgrom (1985), που επίσης το αποδεικνύει, αλλά μόνο για σταθερό μέγεθος εντολών (pp 590). Οι Easley-O'Hara

³⁹ Pagano M., Röell A., (1996), "Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading", The Journal of Finance, Vol. LI, No. 2, June 1996, pp 579-580

(1987) είχαν αποδείξει επιπρόσθετα (αναφέρουν οι Pagano-Röell), ότι κατά μέσο για κάθε μέγεθος εντολών υφίσταται η αύξηση της ρευστότητας, λόγω της διαφάνειας και της ισότιμης πληροφόρησης των traders, αλλά στην auction αγορά (πολυμερής διαπραγμάτευση, δευτερογενής) είναι ακόμα μεγαλύτερη (pp 593).

Ιδιαίτερα η ανωτέρω μελέτη είναι σημαντική στην έρευνα που επιτεύχθηκε με την παρούσα διατριβή, ώστε να αποδειχθεί *επιπρόσθετα* (μέσα από την συγκεκριμένη διατριβή) από την εργασία των Pagano-Röell, ότι σε ένα *ενοποιημένο μοντέλο αγοράς* (δηλ. και με auction market αλλά και με dealer market), υπάρχει ακόμα μεγαλύτερη μείωση του συναλλακτικού κόστους, για τον μέσο και ισότιμα και ομοιόμορφα πληροφορημένο trader και κατ' επέκταση μεγαλύτερη ρευστότητα, μέσω της αυξημένης διαφάνειας. Το ενοποιημένο αυτό μοντέλο, θα πρέπει να περιγράφεται από ένα θεσμικό πλαίσιο (προϊόντων και κανόνων εποπτείας), και που θα υλοποιείται μέσω συγκεκριμένων διεθνών και εθνικών πολιτικών.

VI. Η ρευστότητα και η διασπορά των τιμών, στις Over-the-counter (OTC) αγορές των χρηματοοικονομικών προϊόντων (dealership markets).

Η διασπορά (price dispersion) των τιμών στις OTC αγορές, με δεδομένη την ύπαρξη των κινδύνων των προϊόντων για τους dealers, αλλά και τα συναλλακτικά κόστη όσον αφορά τους επενδυτές, για τα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτές, έχει παρατηρηθεί και επιπρόσθετα έχει αποδειχθεί (Jankowitsch R., Nashikkar A., Subrahmanyam M., 2011), οφείλεται στο ότι οι τιμές διαπραγμάτευσης τους, αποκλίνουν σχετικώς από την αναμενόμενη αγοραία αποτίμηση των προϊόντων αυτών.

Η αιτιολόγηση και η ερμηνεία έγκειται στη έλλειψη ρευστότητας στις αγορές αυτές, όπου οι τιμές είναι αποτέλεσμα διμερών διαπραγματεύσεων των dealers (πχ στην διατραπεζική αγορά)⁴⁰. Επίσης η έρευνα τους, καταλήγει ότι οι αποκλίσεις των τιμών των OTC προϊόντων, είναι αρκετά μεγαλύτερες και σημαντικότερες από ότι είχε παλαιότερα εκτιμηθεί και ότι ο σημαντικότερος παράγοντας είναι η ρευστότητα. Η έλλειψη ρευστότητας των OTC αγορών, έχει συσχετισμό και με τον διαχωρισμό της από τις αγορές auction markets. Ιδιαίτερα, δε, στις auction markets, όπου η θεσμοθέτηση και ο κανονιστική τους ρύθμιση, είναι υπερέχουσα των OTC-dealership markets, υφίσταται μεγαλύτερη σχετικά διαφάνεια και ως συνέπεια, σχετικά μεγαλύτερη ρευστότητα.

⁴⁰ "Price dispersion in OTC markets: A new measure of liquidity", Jankowitsch R., Nashikkar A., Subrahmanyam M., Journal of Banking & Finance, 35 (2011), pp. 343-357

Είναι συνεπώς, αναγνωρισμένο, ότι η ύπαρξη θεσμικής διαφάνειας των αγορών, η πληροφόρηση και το κανονιστικό πλαίσιο (που θα παράξει την διαφάνεια), είναι μηχανισμοί, εν γένει, παραγωγής ρευστότητας και κατ' επέκταση χαμηλότερου κόστους συναλλαγών, μικρότερου spread τιμών, μικρότερου κινδύνου, άρα προστασίας και προσέλκυσης επενδυτών.

VII. Η συσχέτιση της ανεργίας με την αποτελεσματικότητα των αγορών

Οι Carrillo-Tudela Carlos, Graber, Michael και Wälde, Klaus, μοντελοποίησαν τον χρηματοοικονομικό τομέα ως ένα μονοπωλιακά ανταγωνιστικό τραπεζικό-κεφαλαιαγοράς τομέα, μεταξύ των διαμεσολαβητών που λαμβάνουν μέρος στο συναλλακτικό σύστημα για να εξασφαλίσουν οικονομικά κεφάλαια για επιχειρήσεις. Αυτή η δομή είχε ως επακόλουθο τον περιορισμό των οικονομικών πόρων ανά περίοδο, και ως κλειστή μορφή, περιέγραψε τη μετάβαση της πορείας της ανεργίας και των κενών θέσεων, σε σταθερές τιμές τους. Κατόπιν, έδειξαν ότι η πορεία μετάβασης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το βαθμό του ευελιξία των μισθών [Carrillo-Tudela Carlos et al, 2015]. Συνεπώς, όταν οι μισθοί διαπραγματεύονται διαδοχικά και συνεχόμενα μέσα σε ένα κλειστό σύστημα, η πορεία μετάβασης τους (ανεργία, μισθοί) είναι πάντα προς τα κάτω. Αυτό σημαίνει ότι η ανεργία και οι κενές θέσεις προσαρμόζονται προς αντίθετες κατευθύνσεις όπως παρατηρήθηκε από τα δεδομένα. Καθώς προσάρμοσαν το μοντέλο τους, στα δεδομένα της μεγάλης ύφεσης (2008-2012) και στα επακόλουθα της, διαπίστωσαν ότι η έλλειψη βελτίωσης της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, σε όλους τους ενδιάμεσους πόρους (διαμεσολαβητές, traders, ρευστότητα, νομθετήματα, προϊόντα, κλπ) διαδραμάτισε καθοριστικό ρόλο στη βραδεία ανάκαμψη της αγοράς εργασίας⁴¹.

Συνεπώς, η ατέλεια των χρηματοοικονομικών αγορών, ο μη ευρής ανταγωνισμός, το κλειστό σύστημα ενός απροσπέλαστου, ανεπηρέαστου και μη εύκολα νομοθετικά ρυθμιζόμενου χρηματ/κού συστήματος, έχει ευθεία σχέση με την διατήρηση της ανεργίας και της έλλειψης νέων θέσεων εργασίας, δηλ. ουσιαστικά σε ένα τέτοιο σύστημα, υφίστανται βραδείς ρυθμοί ανάκαμψης της ανεργίας, ιδιαίτερα και στον υπόψη χρηματ/κό κλάδο. Με άλλα λόγια, η ατέλεια των χρηματοοικονομικών αγορών (imperfect financial markets), συνεισφέρει θετικά στην αύξηση (ή στην διατήρηση της αύξησης ή έστω στην βραδύτατη ανάκαμψη) της ανεργίας.

⁴¹ Carrillo-Tudela, Carlos; Graber, Michael; Wälde, Klaus (2015) : “Unemployment and Vacancy Dynamics with Imperfect Financial Markets”, IZA Discussion Papers, No. 9525, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn

Η έννοια της ατελούς αγοράς στην συγκεκριμένη έρευνα, συνδέεται με την παραδοχή ότι στον χρηματοοικονομικό κλάδο, θα υπάρχει ένα σχεδόν μονοπωλιακό τραπεζικό καθεστώς. Κατ' αντίθεση, η ύπαρξη υγιούς ανταγωνισμού σε μια χρηματ/κή αγορά, είναι ένα από τα χαρακτηριστικά που απαιτούνται για να προσεγγίσει την τέλεια αγορά, και συνεπώς να συμβάλλει ακόμα και στην περίπτωση μείωσης της ανεργίας και αύξησης των νέων θέσεων εργασίας.

Με την υπόθεση, ότι οι μικρότερες εταιρίες του κλάδου, αναζητούσαν πάντοτε εξωτερική χρηματοδότηση, ώστε να χρηματοδοτήσουν την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας, επισημαίνεται ότι και αρκετές από τις μεγαλύτερες εταιρίες, που ενώ διαθέτουν εσωτερικά κεφαλαιακά αποθέματα, εμφανίστηκαν αποτρεπτικές στο να δαπανήσουν μερικά από αυτά για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις και κατ' επέκταση δημιουργία θέσεων εργασίας.

Επίσης σε μια πρόσφατη εργασία οι Petrosky-Nadeau και Wasmer⁴² (2013), οι οποίοι επέκτειναν την εργασία των Wasmer και Weil (2004), ανέλυσαν τις επιπτώσεις των χρηματοοικονομικών αγορών στην ανεργία και στις θέσεις εργασίας, χρησιμοποιώντας τεχνικές στοχαστικών διαδικασιών για την έρευνα τους [Shimer, 2005, Mortensen και Nagypal, 2007], υπογραμμίζοντας τον ρόλο των χρηματοοικονομικών τριβών στην αύξηση της κυκλικής μεταβλητότητας της ανεργίας, ως απάντηση σε διαταραχές της παραγωγικότητας. Η δε παραγωγικότητα, έχει δε άμεση σχέση με την έλλειψη ανταγωνιστικότητας ή την εμφάνιση μονοπωλιακών φαινομένων. Απέδειξαν και αυτοί, ουσιαστικά ότι σε μονοπωλιακές μη ανταγωνιστικές και συνεπώς μη τέλειες αγορές, η ανεργία κινείται ανοδικά καθώς κινείται και η έλλειψη παραγωγικότητας ανοδικά και αντιστρόφως.

2. ΣΥΝΟΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Η ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου είναι αντικείμενο ανησυχίας για τους ασκούντες δημόσια πολιτική διότι οι ενέργειες ανάληψης κινδύνων δημιουργούν εξωτερικές επιδράσεις στην οικονομία, δηλαδή σημαντικού κόστους κινδύνους που επιβάλλονται σε όλη την κοινωνία, οι οποίοι όμως δεν προϋπολογίζονται από τον ατομικό επενδυτή, ούτε αποτιμώνται από την αγορά. Σε μια οικονομία όπου υπάρχουν σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι ανταγωνιστικές αγορές καθίστανται ανεπαρκείς μηχανισμοί αποτίμησης κινδύνου και διαμόρφωσης ανταγωνιστικών τιμών.

⁴² Petrosky-Nadeau, Nicolas and Etienne Wasmer. (2015). "Macroeconomic Dynamics in a Model of Goods, Labor and Credit Market Frictions", *Journal of Monetary Economics*, 72(C): 97-113.

Στο πλαίσιο αυτό, ο στόχος της δημόσιας πολιτικής (υπό την έννοια της ρύθμισης της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας) είναι ο περιορισμός αυτών των ανεπαρκειών αγοράς. Στο χρηματοοικονομικό σύστημα υπάρχουν και άλλες αποτυχίες αγοράς, όπως η ασυμμετρία στην αποκάλυψη και χρήση πληροφοριών από τους παρόχους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τράπεζες, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών) στους χρήστες των υπηρεσιών αυτών (δανειολήπτες, επενδυτές).

Σημαντικό επίσης συναγόμενο θέμα είναι ο προτεινόμενος διαχωρισμός πλέον της ευθύνης παρακολούθησης των ρυθμίσεων αυτών των προϊόντων από τις αντίστοιχες εποπτικές αρχές. Εδώ πρέπει να κατανοήσουμε ότι σημαντικό ρόλο θα παίξουν οι Κεντρικές Τράπεζες των Κρατών και των αντίστοιχων ρυθμιστικών αρχών δευτερογενούς αγοράς. Αυτό είναι αναγκαίο λόγω μιας πιθανής αλληλεπικάλυψης αρμοδιοτήτων, διότι τα πιστωτικά ιδρύματα (αρμοδιότητας κεντρικών τραπεζών) θα εμπλέκονται σε συναλλαγές που αφορούν τυποποιημένα προϊόντα οργανωμένης αγοράς, στην οποία θα έχουν τεθεί κανόνες δικαίου. Η αλληλοεπικάλυψη αρμοδιοτήτων πρέπει να επιλυθεί με συνεργασία των εποπτικών αρχών και όχι με διαχωρισμό και στεγανά. Πιθανώς η δημιουργία κοινών Επιτροπών Εποπτικού Ελέγχου ή και άλλων μηχανισμών να είναι μια λύση που θα εξετασθεί (που πάλι απαιτεί τεχνολογικές υποδομές και σαφώς υψηλού γνωστικού επιπέδου προσωπικό για επάνδρωση).

Συνάγεται επίσης από την βιβλιογραφία ότι σε μοντέλα αγορών όπου υπάρχει δυναμική συναλλαγών (σε συνεχή περίοδο χρόνου), μη ετερογενείς απόψεις της πορείας και της εκτιμώμενης αξίας των περιουσιακών στοιχείων από τους συμμετέχοντες, η παρεχόμενη πληροφορία δίνεται ακόμα και σε διαφορετικές χρονικές στιγμές και η κατανομή του κινδύνου υφίσταται σε διάφορες καταστάσεις της οικονομίας αλλά και σε όλη την χρονική διάρκεια που αναλύουμε τις συναλλαγές, τότε το φαινόμενο Hirshleifer μειώνεται και αντιμετωπίζεται. Δηλαδή, με την πρόωρη παραγωγή και την αύξηση της πληροφορίας προς ορισμένους συμμετέχοντες, δεν υφίστανται μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που συναλλάσσονται. Αρκεί να υφίσταται, όσο το δυνατότερο ετερογένεια απόψεων των traders, συνολική εποπτεία και πιθανώς διαφορετικές καταστάσεις της οικονομίας. *Αυτό, μπορεί θεωρητικά να επιτευχθεί, εάν συγκοινωνήσουμε όλες τις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές, σε ένα ρυθμισμένο πλαίσιο, με διαφορετικά χρηματοοικονομικά προϊόντα από διαφορετικής λογικής οικονομικές σχολές (πχ Ισλαμικού Δικαίου) και από διαφορετικές οικονομίες (πχ Ισλαμικές και Δυτικού τύπου οικονομίες), όπου θα υπάρχουν εκ φύσεως φραγές για spillover effects.*

Σημαντικό επίσης συμπέρασμα από την βιβλιογραφία όσον αφορά την ανεργία και τις θέσεις εργασίας, είναι ότι όσο περισσότερο ατελείς ή ακόμα πιο συγκεκριμένα,

μη ανταγωνιστικές (μονοπωλιακές) είναι οι αγορές, τόσο δυσκολεύεται η ανάκαμψη της ανεργίας και των θέσεων εργασίας. Όσο όμως, περισσότερο ευρύ και ανταγωνιστικό είναι το πλαίσιο λειτουργίας των αγορών, τόσο ευνοείται η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας και η ταχεία μείωση της ανεργίας.

Στις σημαντικές επίσης παρατηρήσεις από την βιβλιογραφία [Mahmassani, S.R., 2000⁴³] για το Ισλαμικό χρηματοπιστωτικό δίκαιο, αναφέρουμε τους περιορισμούς που υφίστανται τα Ισλαμικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, από το υπάρχον ρυθμιστικό τους πλαίσιο που διαπνέεται από τον έλεγχο της Sharia'a (Ισλαμικού θρησκευτικού νόμου), ιδιαίτερα στα θέματα των επιχειρηματικών, τραπεζικών συναλλαγών και προϊόντων αλλά και δανειοδοτήσεων. Για να αντιμετωπιστούν αυτά τα θέματα, οι Ισλαμικές τράπεζες εφαρμόζουν συναλλαγές mudaraba⁴⁴ (σύμπραξης) στις οποίες οι καταθέτες είναι επενδυτές στην τράπεζα και η τράπεζα ενεργεί ως διαχειριστής επενδύσεων. Ομοίως, η τράπεζα επενδύει σε εταιρική σχέση με δανειολήπτες, οπότε η τράπεζα είναι ο επενδυτής και ο δανειολήπτης ο διευθυντής επιχειρήσεων.

Επίσης, το μοντέλο εταιρικής σχέσης για τη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση, στο Ισλαμικό Δίκαιο, παρέχει ένα σύστημα συμμετοχής σε μετοχές, επιμερισμού κινδύνου και μετοχικής συμμετοχής, το οποίο ανταποκρίνεται στις αρχές της αδελφοσύνης και της συνεργασίας. Προωθεί την ανταλλαγή και τη συνεργασία μεταξύ του φορέα παροχής κεφαλαίων (επενδυτής) και του χρήστη των κεφαλαίων (επιχειρηματίας). Διακρίνονται δύο τύποι συναλλαγών εταιρικής σχέσης: mudaraba, η οποία περιγράφεται ως άμεση επένδυση στην οποία ο επενδυτής παρέχει όλα τα κεφάλαια και musharaka⁴⁵, η οποία περιγράφεται στην βιβλιογραφία ως κοινοπραξία στην οποία όλα τα μέρη παρέχουν κεφάλαια καθώς και εμπειρογνωμοσύνη για την επιχείρηση.

Εν τέλει, ο ήδη μεγάλος αριθμός αρμόδιων αρχών στα κράτη, με διαφορετικές εξουσίες, όπως έχει αναφερθεί, μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση στους οικονομικούς φορείς. Σε κάθε κράτος έχει ορισθεί μια ενιαία αρμόδια αρχή για την ανάληψη, τουλάχιστον, της τελικής ευθύνης για την εποπτεία της συμμόρφωσης με τις διατάξεις που θεσπίζονται δυνάμει ενός ενιαίου θεσμικού πλαισίου, καθώς και για τη διεθνή

⁴³ Mahmassani Sohail, "The Philosophy of Jurisprudence in Islam", Kuala Lumpur: Open press, 2000

⁴⁴ Μια τυποποιημένη ισλαμική συναλλαγή μεταξύ δύο μερών, στην οποία ένα συμβαλλόμενο μέρος, το rabb al-mal ή επενδυτής, παρέχει κεφάλαιο για ένα σχέδιο επιχειρηματικού κινδύνου και το άλλο, ο mudarib ή ο επιχειρηματίας, χρησιμοποιώντας τις επιχειρηματικές δεξιότητές του, χρησιμοποιεί το κεφάλαιο για τη δημιουργία κέρδους

⁴⁵ Μια τυποποιημένη ισλαμική συναλλαγή στην οποία δύο ή περισσότεροι αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν να παρέχουν κεφάλαια για τη χρηματοδότηση ενός εμπορικού σχήματος, να μοιράζονται κέρδη σύμφωνα με μια προκαθορισμένη αναλογία και να αποτιμούν τις ζημιές με βάση τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο.

συνεργασία. Η εν λόγω αρχή θα έχει διοικητικό χαρακτήρα που θα εγγυάται την ανεξαρτησία της σε σχέση με τους οικονομικούς φορείς και θα αποτρέπει συγκρούσεις συμφερόντων. Σύμφωνα με την εθνική τους νομοθεσία, τα κράτη μεριμνούν για την εξασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης της αρμόδιας αρχής. Η εν λόγω αρχή θα πρέπει να διαθέτει κατάλληλο σύστημα διαβουλεύσεων σχετικά με τις ενδεχόμενες μεταβολές της εθνικής νομοθεσίας, όπως μια συμβουλευτική επιτροπή αποτελούμενη από εκπροσώπους εκδοτών, παροχέων και καταναλωτών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ώστε να ενημερώνεται πλήρως για τις απόψεις και τις ανησυχίες τους.

Οι προσπάθειες πολιτικών παρεμβάσεων οικονομικής υφής σε συνάρτηση με την ρύθμιση των αγορών είναι το στοίχημα των ημερών μας, εάν και κατά πόσο μπορούν να αλληλεπιδράσουν μεταξύ τους και να απεικονισθεί το αποτέλεσμα τους στην οικονομική πραγματικότητα. Η αποτελεσματικότητα των αγορών και η διαφάνεια των τιμών είναι παράγοντες που αντικατοπτρίζουν την οικονομική ευμάρεια. Ακόμα και η συμμετοχή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε αυτά τα συστήματα πρέπει να ειδωθεί υπό το ρυθμιστικό πρίσμα ότι θα αυξηθεί ο ανταγωνισμός τους και η προσφορά υψηλότερου επιπέδου υπηρεσιών στους τελικούς πελάτες. Τα συμπεράσματα από την εκτεταμένη βιβλιογραφική έρευνα μας έχουν οδηγήσει, ότι δεν υφίσταται στις ημέρες μας, η υιοθέτηση της αντίληψης ότι η λογική λήψης συγκεκριμένων αποφάσεων οικονομικής πολιτικής, πρέπει να συνάδει πάντα με το (υπάρχον ή προτεινόμενο) διεθνές ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών.

Το κυρίαρχο καθήκον της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης είναι η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου που προκύπτει από τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και παραγώγων. Καταλήξαμε, επίσης, ότι η ρυθμιστική αρχή πρέπει να αποτρέπει τη δημιουργία κινδύνου μη ηθικής συμπεριφοράς. Είναι ζωτικής σημασίας να παρέχεται προστασία έναντι της αποτυχίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, που θέτει σε κίνδυνο την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς στο σύνολο της. Ωστόσο οι εταιρίες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που λαμβάνουν κακές αποφάσεις, πρέπει να επιτρέπεται να αποτύχουν.

Μ Ε Ρ Ο Σ Ι Ι Ι .
Εξελικτική προσέγγιση ενός παγκόσμιου ενιαίου
ρυθμιστικού πλαισίου

**ΤΟ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΟ
ΕΝΙΑΙΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΓΟΡΩΝ
ΣΤΑ ΗΔΗ ΥΠΑΡΧΟΝΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΑ ΠΛΑΙΣΙΑ
ΚΑΙ ΟΙ
ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΜΕ ΤΙΣ
ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ**

1. ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΩΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

1. Τα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα και οι λοιπές συνιστώσες του Συστήματος

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (ΧΠ) (ή financial products, instruments), αποτελούν τα εργαλεία εφαρμογής και υλοποίησης της θεωρίας, των τεχνικών και των κανόνων της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης. Τα ΧΠ υπάγονται, σηματοδοτούν και έχουν αναπτυχθεί στα θεσμικά πλαίσια του κοινωνικού-οικονομικού συστήματος, της λεγόμενης “μεικτής οικονομίας”. Ειδικότερα στην λειτουργική χρηματοοικονομική μέθοδο έρευνας το θεσμικό πλαίσιο χειρίζεται ως μεταβλητή, ώστε να διευκολυνθεί η κατανόηση των “διαρθρωτικών αλλαγών” που συνοδεύουν την ανάπτυξη των ΧΠ και των αγορών τους. Είναι ευρύτερα αναγνωρισμένο ότι η θεσμική προσαρμογή έχει αποτελέσει μοχλό στην ανάπτυξη νέων “χρηματοοικονομικών αγορών” που παράλληλα με την ανάπτυξη της “χρηματοοικονομικής θεωρίας”, έχουν φθάσει σε ένα τέτοιο επίπεδο ανόδου σήμερα, που γίνεται λόγος για “επανάσταση”. Υπάρχει σαφώς μια δυναμική ανάπτυξης του χρηματοδοτικού και επενδυτικού θεσμικού πλαισίου που συνίσταται από τις εξής λογικές :

- δημιουργεί υποδομή, που προσφέρει εξωτερικές οικονομίες και επηρεάζει την ανάληψη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών,
- έχει καινοτομικό χαρακτήρα διότι με τον μετασχηματισμό ιδεών σε πράξη μέσω ιδιωτικής επαγγελματικής πρωτοβουλίας που θεσμοθέτησαν οικονομικο-πολιτικές αρχές, αλλά και με την δημιουργία χρηματοοικονομικών αγορών που θεσμοθέτησε σχετική νομοθεσία, αποκεντρώθηκε η “μεικτή οικονομία”,
- υπάρχει θετική οικονομική πολιτική μακροπρόθεσμης προοπτικής,
- παρέχει επενδυτικά και συνδυαστικά, φορολογικά κίνητρα,
- δημιουργεί αυτοτελή θεσμικό μηχανισμό διασφάλισης αυστηρής εφαρμογής της νομοθεσίας,
- χαρακτηρίζει το θεσμικό πλαίσιο με σαφήνεια και διαφάνεια,
- οπλίζει με επάρκεια τεχνογνωσίας και εμπειρία τους φορείς της εξουσίας και τις νομισματικές αρχές,
- θεσμοθετεί κοινωνικό διάλογο σε συνεχή βάση.

Τα βασικά χαρακτηριστικά τους στην σύγχρονη μορφή τους είναι τα εξής :

- έχουν κοινά χαρακτηριστικά που στηρίζονται σε ένα πλέγμα αρχών και συγκεκριμένων επενδυτικών και διαχειριστικών κανόνων.

- παρέχουν μεγάλη ποικιλομορφία υπηρεσιών,
- έχουν χρηματοδοτική ιδιότητα (π.χ., αναλήψεις χρέους από έναν επενδυτή),
- ως στοιχεία του αποθέματος πλούτου ή περιουσίας, τα ΧΠ υπάγονται στην έννοια των περιουσιακών στοιχείων (assets). Μπορεί να είναι Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ή Πραγματικά περιουσιακά στοιχεία. Επίσης μπορεί να είναι υλικά (tangible assets) ή άυλα περιουσιακά στοιχεία (intangible assets),
- έχουν διαφορετικές ονομασίες ανάλογα με την σκοπιά που εξετάζονται,
- τα ΧΠ έχουν τριπλή διάσταση, δηλ. συναλλακτική, επενδυτική και χρηματοδοτική,
- ως μορφές επενδύσεων και χρεών, εκδίδονται ή αποκτούνται με την προσδοκία κάποιας αναμενόμενης απόδοσης ως αμοιβής για τον κίνδυνο που αναλαμβάνεται,
- καλύπτουν όλο το φάσμα της χρηματοπιστωτικής διαχείρισης (τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρίες, κλπ),
- χρησιμοποιείται από τους φορείς παραγωγής ΧΠ υψηλή τεχνολογία αιχμής,
- κάθε ανεξάρτητη οικονομική μονάδα έχει στο ενεργητικό της ορισμένη περιουσία ή ακαθάριστο πλούτο, που συσχετίζεται με την ύπαρξη ΧΠ,
- κάθε επιχείρηση έχει πιστωτική επιφάνεια, που συσχετίζεται με την χρήση των ΧΠ,
- η κεφαλαιακή τους διάρθρωση συνδέεται με την απόδοση του κεφαλαίου και τους κινδύνους που αναλαμβάνονται από τους επενδυτές.

Στην οικοδόμηση του όλου χρηματοοικονομικού / χρηματοπιστωτικού συστήματος (ΧΣ), τα ΧΠ αποτελούν μια από τις τέσσερις βασικές συνιστώσες στην οικοδόμηση του. Το *χρήμα* στην νομισματική του μορφή είναι η δεύτερη συνιστώσα ως το μέσο ανταλλαγής των ΧΠ, οι *αγορές* στις διάφορες μορφές τους ως το περιβάλλον, το πλαίσιο και οι πλατφόρμες υλοποίησης των συναλλαγών και τέλος οι *θεσμοί* ως οι θεματοφύλακες του συστήματος είτε με την έννοια των εποπτικών μηχανισμών (αρχές, χρηματιστήρια, Κεντρικές τράπεζες, κλπ) είτε με την έννοια των πόλων λειτουργίας του συστήματος (επενδυτές, καταναλωτές, διαμεσολαβητές, χρηματοπιστωτικοί οίκοι, κλπ).

Η ολοκλήρωση του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), σε συνδυασμό με την πλήρη απελευθέρωση των κεφαλαίων και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, είναι ο τελικός στόχος για την πλήρη ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς. Η ΟΝΕ έχει

επιφέρει δραματικές επιπτώσεις στον τρόπο χειρισμού του χρήματος, λόγω της εισαγωγής του ευρώ. Με την εξάλειψη των συναλλαγματικών κινδύνων, ιδιαίτερα στις διασυνοριακές επενδύσεις κεφαλαίων, έχει επιτευχθεί σημαντική πρόοδος προς την ενιαία οικονομική πολιτική.

Σαφώς η μη ταύτιση της Ευρωζώνης με το σύνολο των νομισμάτων της Ε.Ε., έχει ακόμα αφήσει περιθώριο για διαχείριση των συναλλαγματικών κινδύνων, μέσα κυρίως από τους θεσμούς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Στο θέμα “χρήμα”, ως παράμετρος λειτουργίας του συστήματος, έχουν επιτευχθεί σημαντικοί στόχοι, αλλά και η συνέχεια ολοκλήρωσης απαιτεί εναργή παρακολούθηση. Οι “θεσμοί” στο όλο περιβάλλον μετασχηματίζονται, διαφοροποιούνται και αλληλο-εμπλέκονται, λόγω της παγκόσμιας αλληλεξάρτησης, καινοτομίας και κινητικότητας των κεφαλαίων.

Οι “αγορές” ως οι φορείς διαπραγμάτευσης, έχουν εξελιξιμότητα και αλληλοσυσχέτιση, ιδιαίτερα σε σχέση με την αντίπερα πλευρά του Ατλαντικού. Δεδομένης της ανταγωνιστικότητας, η συνεχής μετεξέλιξη τους στις υπηρεσίες που προσφέρουν αλλά και στα προϊόντα που εξυπηρετούν, περνά απαραίτητα μέσα από την διαρκή θεσμική τους ανανέωση και θωράκιση. Τα “χρηματοοικονομικά προϊόντα”, όμως έχουν και αυτά μεγάλη αλληλεξάρτηση, ευελιξία, εμπορευσιμότητα, ρευστότητα, ομοιογένεια, ενέχουν συναλλακτικά κόστη και χρήζουν καινοτομικών υποστηρίξεων.

Είναι λογικό, καθώς οι τέσσερις αυτές συνιστώσες, κινούνται και αλληλοεπηρεάζονται, να διαμορφώνουν ανάγκες συνεχούς αυτό-προσαρμογής τους. Η Ε.Ε., έχει σε αυτό το σημείο επιδείξει αξιοσημείωτη συνεισφορά για την διαμόρφωση του χρηματοοικονομικού πλέγματος. Αναγνωρίζοντας την σχέση της ανάπτυξης του πλέγματος αυτού με την αποδεκτή από την ιδεολογική αντίληψη των Συνθηκών (και την επικείμενη Συνταγματική Συνθήκη) συσχέτισης του με την Ελεύθερη Οικονομία της Αγοράς, και της εφαρμογής ενός μοντέλου κοινωνικού καπιταλισμού και ελεύθερου ανταγωνισμού, έχει ήδη προβεί σε κανονιστικές πρωτοβουλίες. Ιδιαίτερα, στο θέμα των “αγορών” και των “θεσμών” έχει παρέμβει ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του ’70 με τραπεζικές Οδηγίες, έως τις πολύπλοκες στις ημέρες μας (2017) οδηγίες διαφάνειας αγοράς, κατάχρησης αγοράς, επενδυτικών υπηρεσιών, εναλλακτικών συστημάτων συναλλαγών, χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης, διασυνοριακών πληρωμών, κλπ. Η συνιστώσα “χρήμα”, ήδη έχει δρομολογηθεί με την εισαγωγή του ευρώ ενώ ταυτόχρονα λειτουργεί σε *ανώτερο θεσμικά* επίπεδο (στον σκληρό πυρήνα των κρατών-μελών) από το *τεχνικό*, στο οποίο υπάρχει διάδραση μεταξύ των άλλων τριών συνιστωσών, τα δε “προϊόντα” είναι άμεσες δημιουργίες των θεσμών και των αγορών, στα οριοθετημένα πλαίσια της λειτουργίας τους και του παγκόσμιου ανταγωνισμού.

Έτσι επιχειρείται η παρέμβαση στους “θεσμούς” και στις “αγορές” του συστήματος. Άλλωστε η προσπάθεια για την μέγιστη προσέγγιση σε αυτό που αποκαλούμε “τέλεια αγορά”, με την πλήρη και συμμετρική πληροφόρηση όλων, με τους σκοπούς της χρηματοδότησης και της θεμιτής επιδίωξης του κέρδους, περνά πρωτίστως από τον ανθρώπινο παράγοντα και δευτερευόντως από τα εργαλεία του συστήματος. Έτσι η πληθώρα (ιδιαίτερα μεταξύ 2001 – 2006) των ρυθμιστικών εργαλείων της Ε.Ε., θέτει κυρίως κανόνες συμπεριφοράς όλων των συμμετεχόντων θεσμών σε αυτές, είτε με την μορφή περιορισμών, είτε με την μορφή δυνατοτήτων επιβολών κανόνων και ποινών, είτε με την μορφή κανόνων λειτουργίας συστημάτων συναλλαγών. Μόνο σε ένα τέτοιο παραμετρικό και προετοιμασμένο νομοθετικά οικοδόμημα, μπορεί να συνυπάρχει η ευελιξία των ΧΠ (ώστε να αποδώσουν τα μέγιστα οφέλη τους) με την ισότητα και την δικαιοσύνη των συναλλακτικών δραστηριοτήτων.

II. Αγορές χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων

Οι Ευρωπαϊκές οδηγίες της περιόδου 2001-2006, έχουν αναφορά σε κανονιστικές ρυθμίσεις. Όμως περιγράφουν και την ομάδα των ΧΠ τα οποία αφορούν, ιδιαίτερα στις αγορές χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων. Σε αυτές τις Κοινοτικές χρηματοπιστωτικές αγορές η εξασφάλιση ίσων όρων ανταγωνισμού απαιτεί και μια ευρεία εδαφική εφαρμογή των διατάξεων των Οδηγιών. Η έννοια της “οργανωμένης αγοράς”, εξασφαλίζεται από την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ⁴⁶.

Ως “χρηματοπιστωτικά μέσα”⁴⁷, νοούνται :

- οι κινητές αξίες όπως ορίζονται στην ίδια οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10-5-1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών⁴⁸ (δηλ. οι μετοχές και οι λοιπές αξίες εξομοιώσιμες με μετοχές, οι ομολογίες και οι λοιποί χρεωστικοί τίτλοι που

⁴⁶ Η ISD (Investment Services Directive), ως αγορά χρηματοπιστωτικών τίτλων, οι οποίοι αναφέρονται στο Παράρτημα I, θεωρεί αυτήν η οποία: α) είναι εγγεγραμμένη στον κατάλογο του άρθρου 16 που καταρτίζει το κράτος μέλος που είναι το κράτος μέλος καταγωγής κατά την έννοια του άρθρου 1 σημείο 6 στοιχείο γ, β) λειτουργεί κανονικά, γ) χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι οι όροι λειτουργίας της αγοράς, οι όροι πρόσβασης στην αγορά, καθώς και, εφόσον εφαρμόζεται η οδηγία 79/279/ΕΟΚ, οι όροι εισαγωγής στο χρηματιστήριο που καθορίζονται από την οδηγία αυτή ή, εφόσον η οδηγία αυτή δεν εφαρμόζεται, οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι προκειμένου να μπορούν να γίνουν πραγματικά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά, διέπονται από διατάξεις που θεσπίζουν ή εγκρίνουν οι αρμόδιες αρχές και δ) επιβάλλει την τήρηση όλων των απαιτήσεων σχετικά με την υποβολή δηλώσεων και τη διαφάνεια οι οποίες θεσπίζονται κατ' εφαρμογή των άρθρων 20 και 21. Η έννοια της οργανωμένης αγοράς, επαναδιατυπώνεται στην Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID).

⁴⁷ Μια πληρέστερη περιγραφή ορισμένων χαρακτηριστικών αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων δίνεται στο Παράρτημα I.

⁴⁸ Η ISD, έχει τροποποιηθεί από την οδηγία 2000/64/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (ΕΕ L290/27/17-11-2000).

αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά και κάθε άλλη αξία η οποία συνήθως αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης που επιτρέπει την απόκτηση αυτών των κινητών αξιών με εγγραφή ή ανταλλαγή, ή παρέχει δικαίωμα εκκαθάρισης της μετρητοίς, ενώ αποκλείονται τα μέσα πληρωμής),

- τα μέσα της νομισματαγοράς,
- τα μερίδια σε ΟΣΕΚΑ (οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων κινητών αξιών, πχ αμοιβαία κεφάλαια),
- τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε χρηματοπιστωτικά μέσα (futures), περιλαμβανόμενων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά (πχ index futures, δηλ. σε χρηματιστηριακούς δείκτες),
- οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου (interest rates forwards-FRAs)⁴⁹,
- οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, νομισμάτων και μετοχών (interest rates swaps, currency swaps, stock swaps),
- τα δικαιώματα απόκτησης ή διάθεσης οποιουδήποτε μέσου των ανωτέρω κατηγοριών (options on stocks, options on futures, options on swaps, κλπ), περιλαμβανομένων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά. Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει ιδίως τα δικαιώματα προαίρεσης σε νομίσματα και επιτόκια (interest rate options, currency options),
- τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα (commodity futures and options),
- κάθε άλλο μέσο που έχει εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κράτους-μέλους ή για το οποίο έχει υποβληθεί αίτηση εισαγωγής προς διαπραγμάτευση σε μια τέτοια αγορά (πχ Exchange Trading Funds⁵⁰, που ήδη διαπραγματεύονται στις αγορές του Λονδίνου, Φρανκφούρτης, Παρίσι, κλπ).

Ήδη παρατηρούμε την πληθώρα και την πολυπλοκότητα των συνδυασμών των ανωτέρω προϊόντων, τα οποία προσφέρουν την ευελιξία, την αντιστάθμιση του κινδύνου, την καινοτομία, την ρευστότητα και την ανταλλαξιμότητα. Αυτά τα προϊόντα συμπεριλαμβάνονται στην οδηγία περί κατάχρησης αγοράς MAD, αν και η κανονιστική

⁴⁹ Τα FRAs, όπως και τα swaps, είναι διαπραγματεύσιμα προϊόντα σε OTC αγορές εξω-χρηματιστηριακές, με μη τυποποιημένα γενικά χαρακτηριστικά.

⁵⁰ Τα ETFs είναι είδος αμοιβαίου κεφαλαίου (μερίδιο) συλλογικής επένδυσης σε ένα καλάθι μετοχών που απαρτίζουν κάποιον χρηματιστηριακό δείκτη (πχ, FTSE/100, DAX, CAC-40), και είναι εισηγμένο σε χρηματιστηριακή αγορά. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής αποκτώντας ETF ουσιαστικά “αγοράζει” τον υποκείμενο δείκτη, επενδύοντας, στην προοπτική του ίδιου του δείκτη. Αυτήν την χρηματιστηριακή “αγοραπωλησία” του δείκτη την υλοποιεί ένα ETF.

τους υιοθέτηση έχει ήδη πραγματοποιηθεί από το 1993. Βέβαια ήδη ο τραπεζικός χώρος με τα προϊόντα του ήδη (με την Πρώτη και Δεύτερη Τραπεζική Οδηγία⁵¹) έχει ήδη οριοθετηθεί. Όμως ο δευτερογενής τομέας, στην περίοδο 2000-2006, θωρακίζεται νομοθετικά και ως εκ τούτου, συμπεριλαμβάνει τα ανωτέρω προϊόντα. Ουσιαστικά αναφερόμαστε σε προϊόντα που είναι τυποποιημένα (πχ χρηματιστηριακά παράγωγα) και εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές (listed).

2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Ο βαθμός λήψης αποφάσεων και θέσπισης διορθωτικών δράσεων σε κάθε χώρα διαφέρει σημαντικά. Οι ΗΠΑ φαίνεται ότι κινήθηκαν πολύ γρήγορα σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες στην αναμόρφωση των θεσμών, το Ηνωμένο Βασίλειο ακολουθεί με μικρή απόσταση, ενώ η Ευρωπαϊκή Ένωση, με την αργή διαδικασία λήψης αποφάσεων που την χαρακτηρίζει, έχει καθυστερήσει στην αντίστοιχη αναμόρφωση.

Κεντρικό ρόλο στην προσπάθεια αναμόρφωσης των αγορών και του τραπεζικού συστήματος έχει η μόνιμη Επιτροπή της Βασιλείας. Τον Οκτώβριο του 2010, στην αναφορά της προς τους ηγέτες των G20, διαπιστώνει ότι η κρίση αποκάλυψε τις αδυναμίες του τραπεζικού τομέα, όπως η υψηλή μόχλευση, η ελλιπής ή χαμηλή ποιότητα ιδίων κεφαλαίων, καθώς και η ανεπάρκεια αποθεμάτων ρευστότητας.

Επισημαίνει ότι το βάθος και η ένταση της κρίσης οξύνθηκε, μεταξύ άλλων, και από τη διασύνδεση και αλληλεξάρτηση των συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ομίλων. Στο πλαίσιο αυτών των διαπιστώσεων η Επιτροπή προτείνει ένα πλαίσιο, το οποίο έχει επικρατήσει να αναφέρεται ως «Βασιλεία III», που προσπαθεί να επιλύσει τις ενδογενείς αδυναμίες του υφιστάμενου μοντέλου, τόσο σε επίπεδο κάθε τράπεζας αλλά και αντιμετώπισης των ευρύτερων συστημικών κινδύνων.

I. Οι προτάσεις της Βασιλείας III

Οι κυριότερες προτάσεις της Βασιλείας III αφορούν:

- Την αύξηση της ποιότητας των κεφαλαίων που τηρούν οι τράπεζες, ώστε να διασφαλιστεί ότι είναι σε καλύτερη θέση να απορροφήσουν ζημιές, ανεξαρτήτως εάν λειτουργούν με την υπόθεση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας ή όχι.

⁵¹ Πρώτη Τραπ. Οδηγία 77/780/ΕΟΚ (L322/30/17-12-77), Δεύτερη Τραπ. Οδηγία 89/646/ΕΟΚ (L386/1/30-12-89).

- Την αύξηση της κάλυψης του κινδύνου, ειδικά για το εμπορικό χαρτοφυλάκιο τίτλων, τις τιλοποιήσεις, τις εκτός ισολογισμού συναλλαγές και νομικά οχήματα, καθώς και τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου που συνδέεται με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

- Την αύξηση του επιπέδου των ελαχίστων κεφαλαιακών απαιτήσεων.

- Την εισαγωγή ενός διεθνούς εναρμονισμένου δείκτη μόχλευσης, ώστε να συγκρατηθεί η συσσώρευση υπερβολικής μόχλευσης στο σύστημα.

- Την θέσπιση αυστηρότερων απαιτήσεων για την διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης (Πυλώνας 2) και τις δημόσιες γνωστοποιήσεις (Πυλώνας 3), σε συνδυασμό με πρόσθετες οδηγίες στους τομείς των πρακτικών αποτίμησης, προσημείωση ακραίων καταστάσεων, διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας, εταιρική διακυβέρνηση και τις αμοιβές της διοίκησης.

- Παρουσιάζονται παγκόσμια πρότυπα ρευστότητας που περιλαμβάνουν τόσο ένα βραχυπρόθεσμο δείκτη κάλυψης ρευστότητας καθώς και ένα μακροπρόθεσμο διαρθρωτικό δείκτη.

- Προώθηση της απαιτούμενης συσσώρευσης κεφαλαιακών αποθεμάτων στις ημέρες ευημερίας, τα οποία θα έχουν ως σκοπό να αντλούνται σε περιόδους χρηματοοικονομικών δυσκολιών και θα περιλαμβάνουν και ένα επιπλέον στρώμα κεφαλαίων με σκοπό την προστασία του τραπεζικού συστήματος στις περιόδους έντονης πιστωτικής επέκτασης.

Οι ανωτέρω δράσεις που προτείνει η Επιτροπή της Βασιλείας δεν αναμένεται ότι θα έχουν εφαρμογή πριν το 2018.

II. Λειτουργία του Νόμου Sarbanes-Oxley και Dodd-Frank στις ΗΠΑ

Ο νόμος Sarbanes-Oxley⁵² (SOX), στις ΗΠΑ, επέφερε τις εξής σημαντικές αλλαγές:

i) Έκανε υποχρεωτική τη δημιουργία συστήματος εσωτερικού ελέγχου και τη θέσπιση εσωτερικών δικλίδων ασφαλείας σε όλες τις δραστηριότητες της επιχείρησης.

ii) Απαίτησε τόσο από τη διοίκηση όσο και από τον εξωτερικό ελεγκτή να βεβαιώνουν σε έκθεσή τους την αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου.

⁵² Sarbanes-Oxley Act του 2002 ([Pub.L. 107-204](#), 116 [Stat. 745](#), τέθηκε σε ισχύ 30 Ιουλίου 2002), είναι επίσημα γνωστός ως : "*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*" (Γερουσία) και "*Corporate and Auditing Accountability, Responsibility, and Transparency Act*" (Βουλή Αντιπροσώπων), καλούμενος απλούστερα Sarbanes-Oxley, Sarbox ή SOX.

iii) Κατέστησε απολύτως παράνομη οποιαδήποτε προσπάθεια χειραγώγησης, παραπλάνησης ή εξαναγκασμού του ελεγκτή που ασχολείται με τη διενέργεια του εξωτερικού ελέγχου.

iv) Επέβαλε την πλήρη γνωστοποίηση όλων των συναλλαγών στοιχείων που αφορούν την επιχείρηση. Αυτή η υποχρέωση από το νόμο επήλθε λόγω των χρηματοοικονομικών μέσων που χρησιμοποίησε η Enron και δεν εμφάνισε στον ισολογισμό της για να παρουσιάσει ευνοϊκότερα αποτελέσματα.

v) Έθεσε σημαντικούς περιορισμούς στην παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών από τις ελεγκτικές εταιρείες.

vi) Εισηγάγε ως απαιτούμενο την έκθεση από τον CEO ή CFO, η οποία θα πιστοποιεί ότι οι οικονομικές καταστάσεις είναι συμμορφωμένες με τις απαιτήσεις από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ότι οι δημοσιευμένες πληροφορίες απεικονίζουν από κάθε άποψη την οικονομική θέση και τα αποτελέσματα της επιχείρησης.

vii) Αυστηρές κυρώσεις προέβλεψε επίσης για οποιονδήποτε εν γνώσει του αλλοιώνει, καταστρέφει ή παραποιεί έγγραφές και στοιχεία.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, οι ΗΠΑ ανέλαβαν και άλλες νομοθετικές δράσεις προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις ενδογενείς αδυναμίες του συστήματος. Τον Ιούλιο του 2010 η Γερουσία ψήφισε το νόμο για την αναμόρφωση των χρηματιστηριακών αγορών, καθώς και την προστασία των καταναλωτών («Wall Street and Consumer Protection Act»), ο οποίος συχνά αναφέρεται ως νόμος Dodd – Frank⁵³, λόγω της σημαντικής επιρροής που άσκησαν τα δύο μέλη του Κογκρέσου στους βασικούς άξονες του νομοθετήματος. Ο στόχος του εν λόγω νόμου είναι να διευρύνει τη διαφάνεια στο χρηματοοικονομικό σύστημα, την αποφυγή δημιουργίας νέων πολύ μεγάλων οργανισμών («too big to fail»), να προστατευθούν οι φορολογούμενοι από υπέρογκα πακέτα διασώσεων και να προστατευθούν οι καταναλωτές από καταχρηστικές τραπεζικές πρακτικές. Για το σκοπό αυτό υπάρχει μια αναμόρφωση στο υπάρχον κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο, με τη δημιουργία νέων εποπτικών αρχών, καθώς και τη συγχώνευση ή κατάργηση άλλων.

Οι κυριότερες αλλαγές που επήλθαν αφορούν:

α) Τη χρηματοοικονομική σταθερότητα: Συστήνεται Συμβούλιο Εποπτείας Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (Financial Stability Oversight Council), με σκοπό την παρακολούθηση του κινδύνου αστάθειας λόγω δυσκολιών ή κατάρρευσης ενός

⁵³ The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ([Pub.L. 111–203](#), [H.R. 4173](#), γνωστός και ως Dodd–Frank) υπεγράφη ως νόμος (από τον τότε Πρόεδρο Barack Obama) στις 21 Ιουλίου 2010.

χρηματοπιστωτικού οργανισμού. Προκειμένου να μπορέσει το Συμβούλιο να επιτελέσει το σκοπό του, θα υποστηρίζεται από την Υπηρεσία Χρηματοοικονομικών Ερευνών (Office of Financial Research). Παράλληλα, η Κεντρική Τράπεζα, η γνωστή Federal Reserve, αναλαμβάνει την υποχρέωση της εποπτείας όλων των «συστημικά» σημαντικών χρηματοοικονομικών οργανισμών.

β) Τη μεθοδική εκκαθάριση: Η πτώση πολυεθνικών κολοσσών το 2008, όπως η Lehman Brothers, αποκάλυψε ότι πέρα από τη διάσωσή τους είναι επίσης εξαιρετικά πολύπλοκη και δαπανηρή η εκκαθάρισή τους. Κατόπιν και των εισηγήσεων της Επιτροπής της Βασιλείας, συνίστανται νέες νομοθετικές διατάξεις, οι οποίες απαιτούν από πολυεθνικούς χρηματοοικονομικούς ομίλους να υποβάλλουν στις αρμόδιες αρχές σχέδιο για την ταχεία και μεθοδική εκκαθάρισή τους. Στο πλαίσιο αυτό, ο νόμος Dodd – Frank ιδρύει την Αρχή Μεθοδικής Εκκαθάρισης (Orderly Liquidation Authority), η οποία θα καθορίσει το σχετικό σύστημα για όλους τους «συστημικά» σημαντικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

γ) Τα χρηματοοικονομικά παράγωγα: Πριν την εν λόγω νομοθεσία, η δραστηριότητα που σχετιζόταν με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα εκτός οργανωμένων αγορών, τα γνωστά ως over-the-counter, δεν υπόκειντο σε κάποιο συγκεκριμένο κανονιστικό πλαίσιο. Πλέον οι τραπεζικοί οργανισμοί θα επιτρέπεται να εισέρχονται μόνο σε τριών ειδών συναλλαγές παραγώγων ανταλλαγής: επιτοκίων, ισοτιμιών και πιστωτικού κινδύνου (credit default)

δ) Το κανονιστικό πλαίσιο ασφαλιστικών εταιρειών: Πριν το νόμο Dodd – Frank δεν υπήρχε σε ομοσπονδιακό επίπεδο κάποια εποπτική αρχή, αλλά η αρμοδιότητα αυτή είχε εκχωρηθεί στις 52 πολιτείες, με αποτέλεσμα να υπάρχει δυσλειτουργία σε όποια προσπάθεια εναρμόνισης της ασφαλιστικής αγοράς. Κατά συνέπεια, η σύσταση της Ομοσπονδιακής Υπηρεσίας Ασφάλισης και η ανάπτυξη του σχετικού κανονιστικού πλαισίου μάλλον έμοιαζε μονόδρομος.

III. Οι βασικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες - Κανονισμοί χρηματοοικονομικών υπηρεσιών της περιόδου 2003-2017

1) Ο Κανονισμός EMIR (EC/648/2012)

Ο Κανονισμός EMIR (European Market Infrastructure Regulation), που αφορά τα εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα (OTC), τους Κεντρικούς Αντισυμβαλλόμενους και τα Αποθετήρια Συναλλαγών, ξεκίνησε να εφαρμόζεται στην Ευρώπη το 2013 μετά από απόφαση των G20 με στόχο να περιορίσει το ρίσκο από τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα.

Οι βασικές αλλαγές που φέρνει η EMIR είναι οι εξής:

- Ο ορισμός των Κεντρικών Αντισυμβαλλόμενων στην αγορά μετά από σχετική άδεια των Εθνικών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς. Αυτό σημαίνει ότι η Εταιρεία Εκκαθάρισης αναλαμβάνει πλήρως τον ρόλο του κεντρικού αντισυμβαλλόμενου για όλες τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται στην αγορά αξιών και δεν περιορίζεται μόνο στη ενεργοποίηση των διαδικασιών κάλυψης των υποχρεώσεων και της πιθανής ζημιάς από χρηματιστηριακές σε περίπτωση ζημιάς, μέσω του Κεφαλαίου Εκκαθάρισης.
- Αλλάζει η μεθοδολογία υπολογισμού και η λειτουργία του Κεφαλαίου Εκκαθάρισης.
- Αλλαγές στη διαχείριση του Περιθωρίου Ασφάλειας του Μέλους (margin, σημερινού κινδύνου τριημέρου) και στις αποδεκτές εγγυήσεις για την κάλυψη του margin.
- Νέα μεθοδολογία υπολογισμού των συντελεστών κινδύνου και του ίδιου του Κινδύνου.
- Αλλαγές στη διαχείριση των διαθεσίμων του Κεντρικού Αντισυμβαλλόμενου και του Κεφαλαίου Εκκαθάρισης.
- Νέα σειρά χρήσης διαθέσιμων πόρων σε περίπτωση default μέλους.
- Αλλαγές στη διαχείριση του Κινδύνου Προσυμφωνημένων Συναλλαγών.

2) Η Οδηγία MiFID

Η οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων (ΑΧΜ) 2004/39/ΕΚ (MiFID) αποτελεί επίσης ένα από τα θεμελιώδη νομοθετήματα για τις Ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές.

Οι κύριοι στόχοι της είναι:

- η επαρκής προστασία των επενδυτών,
- η εύρυθμη λειτουργία των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών βάσει κανόνων που ρυθμίζουν τόσο τα χρηματιστήρια, δηλ. οι «ρυθμιζόμενες αγορές» όσο και τα νέα συστήματα συναλλαγών σε τίτλους, όπως είναι οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές – Systematic Internalizers (μορφές διαπραπείζικων χρηματιστηρίων),
- η διευκόλυνση της χρήσης της ενιαίας άδειας (του Ευρωπαϊκού διαβατηρίου) για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και για τα χρηματιστήρια τα οποία έτσι θα μπορούν να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε διασυννοριακή κλίμακα χωρίς εμπόδια.

Ως παρατηρήσεις αναφέρουμε :

α) Οι επενδυτές έχουν σημαντικό όφελος εφόσον οι νέοι κανόνες της MiFID τους παρέχουν αυξημένη προστασία. Εξάλλου, τόσο οι τράπεζες, όσο και οι επιχειρήσεις επενδύσεων, φέρουν και το βάρος της αποδείξεως για την ορθή εφαρμογή των κανόνων της οδηγίας αυτής.

β) Η MiFID έχει αυξήσει τον ανταγωνισμό μεταξύ επιχειρήσεων επενδύσεων, εφόσον οι επιχειρήσεις αυτές θα μπορούν να πραγματοποιούν τις εργασίες τους σε διασυνοριακό επίπεδο, βάσει της ενιαίας άδειας, δηλαδή «του κοινοτικού διαβατηρίου».

γ) Επίσης, έχει ενταθεί ο ανταγωνισμός μεταξύ των συστημάτων διαπραγμάτευσης τίτλων (ρυθμιζόμενες αγορές, Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης), για τα οποία και θεσπίζεται το πλαίσιο λειτουργίας και εποπτείας. Η διαπραγμάτευση μετοχών πραγματοποιείται όχι μόνο στα χρηματιστήρια, όπως και πριν, αλλά και μέσω άλλων συστημάτων συναλλαγών (εσωτερικοποίησης) πχ και οι τράπεζες θα μπορούν να πραγματοποιούν τις συναλλαγές σε τίτλους εκτός του χρηματιστηρίου.

δ) Η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των διαφόρων συστημάτων διαπραγματεύσεων, οδήγησε σε μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις, καθώς και στην διεύρυνση του φάσματος επενδυτικών υπηρεσιών και χαμηλότερου κόστους για τους επενδυτές.

ε) Μία από τις πιο σημαντικές επιπτώσεις της MiFID είναι η ένταση του ανταγωνισμού που έχει επέλθει στα συστήματα συναλλαγών σε τίτλους, αλλά και στις εταιρίες που δραστηριοποιούνται ως ενδιάμεσοι στις κεφαλαιαγορές. Έχει ήδη ωθήσει, δε, σε περισσότερες συνεργασίες, συγχωνεύσεις και εξαγορές, ιδιαίτερα τα μικρότερα περιφερειακά χρηματιστήρια αλλά και τις επιχειρήσεις επενδύσεων. Είναι εύλογο ότι τα χρηματιστήρια, τα οποία δεν θα μπορέσουν να διατηρήσουν ή να αναπτύξουν μια κρίσιμη μάζα ρευστότητας, ώστε να αποτελούν μια ανταγωνιστική πηγή άντλησης χρηματοδότησης για τις εγχώριες επιχειρήσεις, θα πρέπει να προχωρήσουν είτε σε συνεργασίες είτε σε συγχωνεύσεις. Η τάση της μεγάλης συγκέντρωσης ρευστότητας που παρατηρείται στις κεφαλαιαγορές ευνοεί κυρίως τα μεγάλα υπάρχοντα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Τα παραδοσιακά περιφερειακά χρηματιστήρια θα πιέζονται συνεχώς από την «εσωτερικοποίηση» και από τις άλλες πλατφόρμες εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών που χρησιμοποιούν οι μεγάλες τράπεζες και τράπεζες επενδύσεων. Βέβαια, η μάχη του ανταγωνισμού των χρηματιστηρίων και των κεφαλαιαγορών διαδραματίζεται πλέον σε παγκόσμια σκακιέρα, που υπερβαίνει σημαντικά την ευρωπαϊκή αγορά⁵⁴ [Panagopoulos et al., 2015].

⁵⁴ Panagopoulos, A., Chatzigagios T., Dokas, I., (2017), “The Main Effects of MiFID on European Capital Markets and European Integration”, International Journal of Business Administration, Vol. 6, No. 5, pp 52-62, 2015, ScieduPress, Canada.

ζ) Η κοινοτική νομοθεσία για τις κεφαλαιαγορές θέτει μεγάλα προβλήματα ερμηνείας, όχι μόνο για το νομοθέτη και για τις εποπτικές αρχές αλλά κυρίως για τα εθνικά δικαστήρια, τα οποία χρειάζονται όλο και περισσότερο μεγαλύτερη εξειδίκευση στα θέματα των κεφαλαιαγορών, για να μπορέσουν να ερμηνεύσουν σωστά τις σχετικές διατάξεις. Δεν είναι τυχαίο ότι Κράτη Μέλη με σημαντικό χρηματοπιστωτικό τομέα έχουν δημιουργήσει εξειδικευμένα δικαστήρια.

Το ΔΕΚ έχει αποδείξει ότι είναι ευαίσθητο στις εξελίξεις τω αγορών, με την μέχρι σήμερα νομολογία του στον τομέα των κεφαλαιαγορών. Η νομολογία του ενισχύει σαφώς την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών και εμπεδώνει την προστασία των επενδυτών και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα των εταιριών. Τα περισσότερα νομικά προβλήματα σε θέματα κεφαλαιαγορών φαίνεται ότι βρήκαν τη λύση τους σε εθνικό επίπεδο. Ωστόσο, η υιοθέτηση όλου του φάσματος της κοινοτικής νομοθεσίας για τις κεφαλαιαγορές από τα Κράτη Μέλη, και ιδιαίτερα της MiFID, θα δημιουργήσει σημαντικά ερμηνευτικά προβλήματα ώστε υπάρχει το ενδεχόμενο ότι τόσο οι εθνικοί δικαστές μέσω των προδικαστικών ερωτημάτων, όσο και η Επιτροπή μέσω ενδεχόμενων προσφυγών για παραβίαση των διατάξεων της οδηγίας να προσφύγουν στο ΔΕΚ, που μέσω των αποφάσεων του θα ερμηνεύσει τις διατάξεις της.

Χρειάστηκε, τόσο από τις ίδιες τις επιχειρήσεις επενδύσεων, όσο και από τις εποπτικές αρχές, να διασφαλισθεί η αποτελεσματική εφαρμογή των διατάξεων της MiFID που αφορούν την προστασία των επενδυτών. Μια ενδεχόμενη επέκταση των καταχρηστικών πωλήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων ευρείας κλίμακας (misselling), όπως έχει συμβεί σε ορισμένα Κράτη Μέλη στο παρελθόν, θα μπορούσε να έχει καταστρεπτικά αποτελέσματα τόσο για τους ίδιους τους επενδυτές /αποταμιευτές όσο και για τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, ιδιαίτερα με την αντιμετώπιση κινδύνων όπως είναι ο νομικός, ο χρηματοοικονομικός και της φήμης.

η) Τα δυο πρόσφατα κορυφαία νομοθετήματα της Ε.Ε., όπως η οδηγία για την επάρκεια κεφαλαίων των τραπεζών και των επιχειρήσεων επενδύσεων (Οδηγία 2006/49/ΕΕ, που εκδόθηκε την 14^η Ιουνίου 2006, και είναι γνωστή ως *Capital Requirements Directive (CRD⁵⁵)*) και κυρίως η MiFID, η οποία εφαρμόζεται και σε όλες τις επενδυτικές συναλλαγές των τραπεζών, επιτάχυναν τις εξελίξεις για την υιοθέτηση ενιαίων εποπτικών αρχών και σε όσα Κράτη Μέλη δεν έχουν προβεί ακόμη στην υιοθέτησή τους.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια σημαντική τάση σε επίπεδο Ε.Ε. για τη δημιουργία ενιαίων ανεξάρτητων εποπτικών αρχών της χρηματοπιστωτικής αγοράς,

⁵⁵ Το 2009, 2010 και το 2013 εκδόθηκαν τρεις επιπρόσθετες αναθεωρήσεις της, γνωστές ως CRD II, CRD III, CRD IV.

όπως έχει ήδη γίνει στη Μεγάλη Βρετανία, στο Βέλγιο, στις Σκανδιναβικές Χώρες κτλ. Δύο είναι οι βασικοί λόγοι που ωθούν τα Κράτη Μέλη προς αυτήν την κατεύθυνση. Πρώτο, η ανάγκη αποτελεσματικής προστασίας των καταναλωτών μέσω της εποπτείας χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, που μολονότι παρέχονται από διαφορετικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (τράπεζες, εταιρείες επενδύσεων, ασφαλιστικές εταιρείες) και ελέγχονται από διαφορετικές εποπτικές αρχές, παρουσιάζουν τις ίδιες μορφές κινδύνων π.χ. αμοιβαία κεφάλαια που ελέγχονται από τις Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς και τα ασφαλιστήρια Unit link, που ελέγχονται από την εποπτική αρχή των ασφαλιστικών εταιρειών. Δεύτερο, η ανάγκη επαρκούς και συνολικής εποπτείας της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας των πολύπλοκων και διεθνοποιημένων χρηματοπιστωτικών ομίλων, που οι επιχειρήσεις τους (τράπεζες, ασφαλιστικές επιχειρήσεις) εποπτεύονται αποσπασματικά από διαφορετικές αρχές που δεν είναι δυνατόν να έχουν πλήρη εποπτική εικόνα των κινδύνων ολόκληρου του ομίλου.

Η μέχρι σήμερα εποπτική εμπειρία που υπάρχει στα άλλα ευρωπαϊκά Κράτη Μέλη δείχνει τα πλεονεκτήματα της υιοθέτησης των ενιαίων εποπτικών αρχών. Πρώτον, γιατί η ενιαία αρχή αποτελεί το διαιτητή για τις ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων των διαφορετικών ιδρυμάτων του ίδιου ομίλου. Δεύτερον, γιατί μπορεί να εμποδίσει τις στρεβλώσεις του ανταγωνισμού που προκαλούνται από διαφορετικές ρυθμίσεις διαφορετικών κατηγοριών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Τρίτον, γιατί αποτελεί το ενιαίο διοικητικό σημείο πρόσβασης για την υποβολή στοιχείων για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τέταρτον, γιατί δημιουργεί οικονομίες κλίμακας. Και πέμπτον, η διεθνής και ευρωπαϊκή πρακτική έχουν αποδείξει ότι στην εποπτική αρχή μπορεί να συνυπάρξουν διαφορετικές εποπτικές κουλτούρες στις διευθύνσεις (τραπεζών, χρηματοπιστωτικών εταιρειών και ασφαλιστικών εταιρειών) του ενιαίου φορέα με την τεχνογνωσία που έχουν ήδη αποκτήσει και τα στελέχη τους.

Όσον αφορά την ενσωμάτωση της Οδηγίας MiFID (2004/39/EK) στο δίκαιο των Κρατών-Μελών, θα παρατηρούσαμε τα εξής :

- Ορίζεται η έννοια της “οργανωμένης” αγοράς και του “πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης” ή ΠΜΔ (αρθ. 2.10 και 2.11).
- Προστίθεται στα χρηματοπιστωτικά μέσα (αρθ. 5.1), τα options, ΣΜΕ, swaps, FRAs, με υποκείμενο τίτλο : κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ποσοστά πληθωρισμού, με άλλες οικονομικές στατιστικές, συμβάσεις σε περιουσιακά στοιχεία, δικαιώματα, υποχρεώσεις, μέτρα και να εκκαθαρίζονται με ρευστά διαθέσιμα (τουλάχιστον από το ένα συμβαλλόμενο μέλος).

- Διαχωρίζονται οι επαγγελματίες πελάτες (αρ. 6,7).
- Στο άρθρο 15 αναφέρονται οι διαδικασίες για τις συναλλαγές προσώπων στα συστήματα ΠΜΔ, αλλά και οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ για διαφάνεια. Ιδιαίτερη μνείας χρήζει η παράγραφος 6, όπου εάν μια εισηγμένη αξία σε οργανωμένη αγορά, τεθεί σε διαπραγμάτευση και σε ΠΜΔ χωρίς συγκατάθεση του εκδότη της, δεν υπόκειται αυτός σε υποχρέωση, έναντι της αγοράς ΠΜΔ, να προβαίνει σε δημοσιοποιήσεις πληροφοριών για την κινητή αξία.
- Στο άρθρο 49-58, περιγράφονται όλες οι διαδικασίες για τις γνωστοποιήσεις συναλλαγών επί εισηγμένων χρηματοπιστωτικών μέσων σε οργανωμένη αγορά και οι υποχρεώσεις για προ-συναλλακτική και μετα-συναλλακτική διαφάνεια των συναλλαγών από τις ΕΠΕΥ και τους συστηματικούς εσωτερικοποιητές (systematic internalisers), σε ΠΜΔ, σε οργανωμένες και σε μη οργανωμένες αγορές.

3) Η Οδηγία MiFID II και οι διαφοροποιήσεις της από την MiFID

Με την MIFID II (2014/65/E.E.), η οποία ψηφίστηκε τον Απρίλιο του 2014 και τίθεται σε ισχύ από τον Ιανουάριο του 2017, διαφοροποιείται ο τρόπος λειτουργίας των χρηματαγορών και μεταξύ άλλων:

- Εφαρμόζεται η έννοια του νέου πολυμερούς τόπου διαπραγμάτευσης, ο Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ), ειδικά για μη μετοχικούς τίτλους.
- Ενισχύεται περαιτέρω η διαφάνεια σε θέματα συναλλαγών πέραν από τις μετοχές και σε άλλα προϊόντα όπως ομόλογα, παράγωγα.
- Επιβάλλεται σε πιστωτικά ιδρύματα και ΕΠΕΥ (Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) να διασφαλίζουν ότι οι συναλλαγές τους σε μετοχές πραγματοποιούνται σε ρυθμιζόμενους τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών ή σε ισοδύναμους τρόπους διαπραγμάτευσης τρίτης χώρας. Με τον τρόπο αυτό, περιορίζονται οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές (OTC) σε μετοχές.
- Δημιουργούνται νέες οργανωτικές απαιτήσεις για τις ΕΠΕΥ, στα πλαίσια ενίσχυσης της λειτουργίας τους.
- Υποχρεώνονται οι αντισυμβαλλόμενοι να καταρτίζουν συναλλαγές σε παράγωγα που πληρούν κάποιες προϋποθέσεις μόνο σε ρυθμιζόμενους τρόπους διαπραγμάτευσης [Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης

(ΠΙΜΔ), Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ), Ρυθμιζόμενες Αγορές].

- Δημιουργούνται νέες υποχρεώσεις για τις ΕΠΕΥ και για τους τόπους διαπραγμάτευσης. Στόχο έχουν την αντιμετώπιση κινδύνων σχετικά με την ορθή λειτουργία των χρηματαγορών που αφορούν στην αυξητική τάση κατάρτισης αλγοριθμικών συναλλαγών ή/και χρήση τεχνικών κατάρτισης τέτοιων συναλλαγών, με υψηλή συχνότητα (high frequency trading).
- Συστήνεται η δημιουργία Αγοράς για την ανάπτυξη των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, η οποία να είναι Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης (ΠΙΜΔ). Διαχειριστής αυτού του ΠΙΜΔ θα μπορεί να ζητά όπως μια αγορά να ορίζεται ως τέτοια, εάν πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις.
- Συστήνεται ένα εναρμονισμένο πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από επιχειρήσεις τρίτων χωρών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με βάση το εάν οι υπηρεσίες αφορούν σε ιδιώτες πελάτες, ή απευθύνονται σε επαγγελματίες.

Πολλές από τις νέες απαιτήσεις αναμένεται να συνεισφέρουν θετικά για τις χρηματαγορές, προωθώντας περαιτέρω τη διαφάνεια, τον ανταγωνισμό, την χρηματοοικονομική σταθερότητα και την ευθύγραμμη λειτουργία των χρηματαγορών [Ζ. Αχιλλίδης, 2014]. Παρόλα αυτά, η επίδραση των αλλαγών όσον αφορά τη ρευστότητα, ιδίως σε σχέση με τη διαφάνεια και την ψηλή συχνότητα χρηματιστηριακών συναλλαγών, είναι αβέβαιη.

Συγκεκριμένα ορισμένα από τα θέματα τα οποία αναλύονται πιο κάτω, αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά τον τρόπο λειτουργίας των χρηματαγορών:

(α) Θέματα ρευστότητας

Η ενίσχυση της διαφάνειας μπορεί να είναι ένα θετικό βήμα για τους επενδυτές σε αγορές όμως με χαμηλή ρευστότητα, αυτό θα αποτελεί εμπόδιο στην αύξηση του όγκου συναλλαγών. Για το λόγο αυτό θα ήταν προτιμότερο εάν η Ευρωπαϊκή Αρχή των Αγορών και Κινητών Αξιών (ESMA) λάβει υπόψη το γεγονός αυτό και διασφαλίσει την ενίσχυση της πληροφόρησης των επενδυτών, με την ταυτόχρονη διατήρηση της ρευστότητας στις χρηματαγορές.

(β) Αλγοριθμικές συναλλαγές με υψηλή συχνότητα (high frequency algorithmic trading)

Οι ΕΠΕΥ που ασχολούνται με τις συναλλαγές αυτές θα πρέπει να καταγράφουν και αρχειοθετούν όλες τις εκτελεσθέντες εντολές, τις ακυρωθείσες εντολές τους και να τις

έχουν διαθέσιμες για έλεγχο ανά πάσα στιγμή, από τα αρμόδια εποπτικά όργανα. Οι ΕΠΕΥ αυτές θα υποβάλλονται σε *επιπρόσθετες* συνεχείς υποχρεώσεις.

(γ) Άμεση ηλεκτρονική πρόσβαση (Direct Electronic Access)

Οι ΕΠΕΥ οι οποίες και θα έχουν πρόσβαση στους ρυθμιζόμενους τόπους συναλλαγών, θα πρέπει να διατηρούν αποτελεσματικά συστήματα ελέγχου ώστε να διασφαλίζουν ότι οι πελάτες τους θα τηρούν τους Κανόνες του MIFID II, ως επίσης και τους κανόνες του τόπου συναλλαγών.

(δ) Χρεώσεις νέων πολυμερών τόπων διαπραγμάτευσης

Οι αρμόδιοι φορείς των πολυμερών τόπων Διαπραγμάτευσης, για μη-μετοχικούς τίτλους θα μπορούν να επιβάλλουν υψηλότερα πρόστιμα σε περιπτώσεις ακυρώσεων πράξεων, στα συμμετέχοντα αδειοδοτούμενα Μέλη που προβαίνουν σε υψηλό ποσοστό ακύρωσης εκτελεσθέντων εντολών, ή ακόμη και στις ΕΠΕΥ που εκτελούν αλγοριθμικές συναλλαγές με υψηλή συχνότητα (high frequency algorithmic trading).

(ε) Παρακολούθηση Αγοράς

Οι φορείς των ρυθμιζόμενων τόπων διαπραγμάτευσης θα πρέπει να αναμένουν ότι θα έχουν *αυξημένες υποχρεώσεις* σε σχέση με την παρακολούθηση της αγοράς τους.

(στ) Καλύτερη εκτέλεση συναλλαγών

Κανονισμοί που αφορούν το πιο πάνω θέμα θα αναθεωρηθούν, ώστε να επιτυγχάνεται η αύξηση της προστασίας των επενδυτών, ως επίσης η αύξηση της γνωστοποίησης πληροφόρησης από μέρους των ΕΠΕΥ.

(ζ) Systematic Internaliser (SI)

Οι ΕΠΕΥ οι οποίες και θα πληρούν το νέο κριτήριο (ορισμός SI: ΕΠΕΥ που διεξάγουν 0.25% - 0.5% του αριθμού συναλλαγών του τόπου διαπραγμάτευσης, 0.25% - 0.5% του συνολικού κύκλου εργασιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση) θα πρέπει να εγγράφονται σε σχετικό μηχανισμό. Η υιοθέτηση του σημείου αυτού θα αφορά και *μη-μετοχικούς τίτλους*.

Η νέα Οδηγία MIFID II αναμφισβήτητα θα επηρεάσει τις Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορά και χρηματιστηριακές αγορές, σε αρκετούς τομείς (πιθανές αλλαγές στον τρόπο εκτέλεσης συναλλαγών, αλλαγές στο επιχειρηματικό περιβάλλον). Επιπλέον υπάρχουν θέματα τα οποία θα καθοριστούν προσεχώς με αποφάσεις (technical standards) της ESMA (European Securities & Markets Authority), οι οποίες και αναμένονται να μελετηθούν και υιοθετηθούν στην πορεία από τις εκάστοτε ρυθμιστικές αρχές των Κρατών-Μελών.

4) Η Οδηγία MAD II (2014/57/EE) και ο Κανονισμός MAR (596/2014)

Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για την απαγόρευση και αποτροπή κατάχρησης αγοράς έχει ήδη υιοθετηθεί από τους Ευρωπαϊκούς θεσμούς. Αποτελείται από τον Κανονισμό 596/2014⁵⁶ (Market Abuse Regulation, MAR) για την κατάχρηση αγοράς και την Οδηγία 2014/57/ΕΕ⁵⁷ (MAD II) περί των ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς, αμφότερα των οποίων έχουν δημοσιευτεί στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης της 12^{ης} Ιουνίου 2014. Τα δύο αυτά νομοθετικά εργαλεία, έχουν ως στόχο, δε, την ανάκληση και την αντικατάσταση της Οδηγίας 2003/6/ΕΚ (MAD) για την εσωτερική (ή *προνομακική* όπως ακριβώς αναφέρεται στον Κανονισμό⁵⁸) πληροφόρηση και την χειραγώγηση της αγοράς.

Η απόφαση για την υιοθέτηση ενός Κανονισμού, αντί μιας Οδηγίας, επισημαίνει την αναγκαιότητα για την εναρμόνιση βασικών κανόνων και αρχών για την κατάχρηση αγοράς, (δεδομένου του ότι ο Κανονισμός είναι αμέσου και καθολικής εφαρμογής από τα Κράτη Μέλη), έτσι ώστε να εξασφαλισθεί η άμεση, η χωρίς ιδιάζουσες προσαρμογές ανά Κράτος Μέλος και η αποτελεσματική εφαρμογή του, στα εθνικά δίκαια. Η αναθεώρηση της MAD, έχει κριθεί επίσης αναγκαία, ώστε να συμβαδίζει με τις εξελίξεις και τις καινοτομίες στις αγορές, αλλά και να καλύπτει διάφορα νομοθετικά κενά, που είχαν προκύψει στο διάστημα από την περίοδο της αρχικής της εφαρμογής. Θα αναφέρουμε στην συνέχεια τις βασικές διαφορές μεταξύ των MAD και MAD II.

1. Ιστορικό

Η MAD τέθηκε σε ισχύ το 2003. Εισήγαγε, ως είδαμε κανόνες για την αποτροπή της εσωτερικής πληροφόρησης και την χειραγώγηση της αγοράς. Κατόπιν ενσωματώθηκε σταδιακά στα εθνικά δικαιοσύσια συστήματα των Κρατών Μελών. Το 2010, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξέδωσε ανακοίνωση για δημόσια διαβούλευση σχετικά με την αναθεώρηση της MAD, δεδομένου ότι υπήρχε η άποψη ότι πλέον η ίδια η MAD, δεν επαρκεί. Το αποτέλεσμα μεταξύ άλλων της διαβούλευσης, έδειξε ότι υφίστανται κανονιστικά κενά που αφορούν τις νέες μορφές των συστημάτων συναλλαγών⁵⁹ (trading platforms) και των παραγώγων εμπορευμάτων. Επιπρόσθετα, υπήρχε έλλειψη αποτελεσματικών μέτρων επιβολής κυρώσεων. Με τα ως τότε δεδομένα, υπήρχαν περιπτώσεις που επενδυτές, κάτοχοι εσωτερικής πληροφόρησης, χειραγωγώντας τις

⁵⁶ Δημοσιεύεται στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, υπ. αρθ. L 171/12-6-2014

⁵⁷ Δημοσιεύεται στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, υπ. αρθ. L 173/79/12-6-2014

⁵⁸ Την πληροφορία ως “εσωτερική” ή “προνομακική” θα την αναφέρουμε εναλλακτικά, αν και στην Ελληνική μετάφραση του MAR αναφέρεται ως “προνομακική”.

⁵⁹ Συνδυαστικά μπορεί να δει κανείς ότι η MiFID, εισήγαγε τις έννοιες του Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και του Μηχανισμού Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ).

αγορές, με την διασπορά ψευδών πληροφοριών, μπορούσαν να αποφύγουν κυρώσεις, εξαιτίας της διαφοράς και των κενών, των νομοθετημάτων μεταξύ των Κρατών Μελών. Σε ορισμένα Κράτη Μέλη, ως παράδειγμα, υπήρχε νομοθετικό πλαίσιο με έλλειμμα αρχών που θα επέβαλλαν κυρώσεις για αυτές τις παραβάσεις και σε άλλα δεν υφίστανται ποινικές κυρώσεις για συγκεκριμένου τύπου παραβάσεις χειραγώγησης αγοράς και εσωτερικής πληροφόρησης.

Η απόφαση για ψήφιση Οδηγίας (και όχι Κανονισμού) για την ενσωμάτωση στα εθνικά συστήματα, είχε ως συνέπεια την μη ομογενοποιημένη εφαρμογή της στα Κράτη Μέλη, δεδομένου του ότι η Οδηγία, συστήνει γενικές αρχές και κατευθύνσεις κανονιστικών γραμμών, που το εκάστοτε Κράτος Μέλος μπορεί να τις εξειδικεύσει στα δικά του συστήματα και να τις προσαρμόσει ανάλογα και μάλιστα με διαφορετικούς χρόνους υλοποίησης, μεταξύ των Κρατών Μελών. Η μη όμως συγκεκριμενοποίηση πολλών παραμέτρων, στην MAD, από την Ε.Ε. (πχ σε θέματα εννοιών πρακτικών χειραγώγησης αγοράς), δημιούργησε στους νομοθέτες των Κρατών Μελών μια δημιουργική ασάφεια.

Έτσι στις 20 Οκτωβρίου 2011, ως σκεπτικό αναθεώρησης της MAD, η Ε.Ε., πρότεινε ταυτόχρονα, έναν Κανονισμό πάνω στις συναλλαγές που βασίζονται στην εσωτερική πληροφόρηση και την χειραγώγηση της αγοράς, αλλά και μια Οδηγία για τις ποινικές κυρώσεις για τις αντίστοιχες παραβάσεις, ώστε να αντικατασταθεί η MAD. Τελικά, στις 4 Φεβρουαρίου 2014, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, ενέκρινε την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Έτσι ο Κανονισμός (MAR) θα είναι *αμέσου και καθολικής* εφαρμογής από τα Κράτη Μέλη, χωρίς προσαρμογές ανάλογα με το σύστημα του εκάστοτε Κράτους Μέλους και άρα χωρίς, νομοθετικά κενά και ασάφειες (για όλα τα θέματα, πλην των ποινών). Η δε Οδηγία (MAD II), προτείνει μόνο την ομάδα των ελάχιστων ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς, αφήνοντας στα Κράτη Μέλη, να προσδώσουν επιπρόσθετες παρεμβάσεις, προσαρμόζοντας τις κατάλληλα στις ιδιαιτερότητες τους.

2. Διαφοροποιήσεις του MAR από την MAD

2.1. Επέκταση κάλυψης των χρηματοοικονομικών προϊόντων

Το πλαίσιο του Κανονισμού MAR καλύπτει τις συναλλαγές από εσωτερική πληροφόρηση και χειραγώγηση αγοράς σε προϊόντα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, σε πολυμερείς πλατφόρμες διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή και σε οργανωμένες πλατφόρμες διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ), όπως ορίζονται από την MiFID. Επεκτείνεται αναλυτικά και σε OTC προϊόντα, η τιμή των οποίων εξαρτάται ή

επηρεάζεται από άλλο διαπραγματεύσιμο προϊόν, συμπεριλαμβανομένων των CDS (Credit Default Swaps) και των CFDs (Contracts For Differences). Στην MAD, στα υπόψη προϊόντα υφίσταται κάλυψη, αλλά μόνο για συναλλαγές εσωτερικής πληροφόρησης (και όχι και για κατάχρηση αγοράς). Επιπρόσθετα ο MAR απαγορεύει την χειραγώγηση αγοράς σε εργαλεία και δείκτες σημείων αναφοράς (benchmarks), όπως το LIBOR και το EURIBOR, αλλά και στις spot τιμές συμβολαίων εμπορευμάτων. Προβλέπεται, ακόμα, κάλυψη και στα δικαιώματα εκπομπών ρύπων.

2.2. Επιπρόσθετη καθοδήγηση για την έννοια της εσωτερικής πληροφόρησης

Η προνομιακή (εσωτερική) πληροφορία ορίζεται ως “πληροφορία, η οποία είναι συγκεκριμένη, δεν έχει δημοσιοποιηθεί και αφορά, άμεσα ή έμμεσα, έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και η οποία, εάν δημοσιοποιούνται, θα μπορούσε να επιδράσει σημαντικά στην τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορά ή στην τιμή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων”

Ο Κανονισμός MAR περιλαμβάνει ρητώς τον ορισμό της προνομιακής πληροφορίας για συναλλαγές και συγκεκριμένα για τα κριτήρια ως “συγκεκριμένης” όπως δόθηκε από το Δικαστήριο των Κοινοτήτων⁶⁰. Σύμφωνα με τον Κανονισμό, στην περίπτωση μιας παρατεταμένης διαδικασίας που αποσκοπεί ή έχει ως αποτέλεσμα συγκεκριμένη κατάσταση ή συγκεκριμένο γεγονός, μπορεί να θεωρηθεί ότι συνιστά επαρκώς συγκεκριμένη πληροφορία η εν λόγω μελλοντική κατάσταση ή το εν λόγω μελλοντικό γεγονός, καθώς επίσης και τα επιμέρους στάδια της διαδικασίας αυτής, τα οποία συνδέονται με την πρόκληση ή την πραγματοποίηση της εν λόγω μελλοντικής κατάστασης ή μελλοντικού γεγονότος. Ένα επιμέρους στάδιο μιας παρατεταμένης διαδικασίας θα θεωρείται ότι συνιστά προνομιακή πληροφορία, αν πληροί αφ’ εαυτού τα κριτήρια προνομιακής πληροφορίας.

2.3. Επιπρόσθετα παραπτώματα χειραγώγησης αγοράς

Ο ορισμός της χειραγώγησης της αγοράς βάσει του MAR συμπεριλαμβάνει κάθε συμπεριφορά, που δεν περιορίζεται μόνο σε συναλλαγές ή εντολές, οι οποίες μπορεί να δώσουν εσφαλμένη εντύπωση στην αγορά, όσον αφορά την προσφορά ή τη ζήτηση ενός προϊόντος, που καλύπτεται από τον Κανονισμό.

⁶⁰ Βάσει του Αρθ. 7 παρ. 2 του MAR, μια πληροφορία θα θεωρείται συγκεκριμένη εάν αφορά σε κατάσταση που υφίσταται ή που ευλόγως αναμένεται να υπάρξει ή ένα γεγονός που έχει συμβεί ή ευλόγως αναμένεται να υπάρξει και είναι επαρκώς συγκεκριμένη ώστε να επιτρέπει την εξαγωγή συμπεράσματος σχετικά με την πιθανή επίδραση αυτής της κατάστασης ή αυτού του γεγονότος στις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων ή των συνδεδεμένων με αυτά παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, στα σχετικά συμβόλαια άμεσης παράδοσης επί εμπορευμάτων, ή στα εκπλειστηριαζόμενα προϊόντα που βασίζονται σε δικαιώματα εκπομπής.

Ο MAR αναφέρει έναν ενδεικτικό κατάλογο συμπεριφορών που θα μπορούσαν να ερμηνευθούν ως “χειραγωγούσες την αγορά” και ρητώς συμπεριλαμβάνει τη διασπορά ψευδών ειδήσεων, διαμέσου των ΜΜΕ, ακόμα και του Διαδικτύου. Επίσης η χειραγώγηση των δεικτών σημείων αναφοράς (benchmarks) αναφέρεται ρητώς ότι απαγορεύεται, όπως και κάθε απόπειρα εμπλοκής σε τέτοια χειραγώγηση ή απόκτηση προνομιακής πληροφόρησης.

Οι εθνικές εποπτικές αρχές είναι αυτές που θα μπορούν να καθορίσουν ποιές συμπεριφορές θα θεωρούνται ως αποδεκτές πρακτικές αγοράς, σύμφωνα με τις διατάξεις του MAR και ποιες εκτός του σκοπού του.

2.4. Μειωμένη επιβάρυνση για τις Μικρο-Μεσαίες (ΜΜ) επιχειρήσεις για απαίτηση δημοσίευση προνομιακών πληροφοριών

Ο Κανονισμός MAR διαχειρίζεται όλα τα αποτρεπτικά μέτρα που αναφέρονται στην MAD, συμπεριλαμβανομένων των υποχρεώσεων των εκδοτών για την δημοσίευση των προνομιακών πληροφοριών και καταλόγου των υπόχρεων προσώπων. Εντούτοις, για να μειωθούν τα διαχειριστικά κόστη και οι επιβαρύνσεις για αυτές τις ΜΜ επιχειρήσεις, ο MAR υιοθετεί μέτρα για τους εκδότες των οποίων οι τίτλοι διαπραγματεύονται σε αναδυόμενες αγορές (βάσει MiFID II). Συγκεκριμένα, δεν απαιτείται να καταρτίζουν κατάλογο υπόχρεων προσώπων. Αρκεί να λαμβάνουν όλα τα απαραίτητα μέτρα για να εξασφαλίζουν ότι κάθε πρόσωπο με πρόσβαση σε προνομιακή πληροφόρηση, γνωρίζει τις νομικές υποχρεώσεις που του αναλογούν και είναι ενήμερο για τις ποινικές κυρώσεις, για την χρήση προνομιακής πληροφορίας για κατάρτιση συναλλαγών και την παράνομη δημοσίευση της.

Επιπρόσθετα, οι ΜΜ επιχειρήσεις πρέπει να δημοσιεύουν τις προνομιακές πληροφορίες, με τα μέσα που οφείλει να το πράξει και κάθε άλλος εκδότης. Εντούτοις, δύναται να δημοσιεύουν τέτοιες πληροφορίες, στην διαδικτυακή διεύθυνση (ιστοσελίδα) της πλατφόρμας συναλλαγών τους (πχ στου αντίστοιχου Χρηματιστηρίου), αντί του εταιρικού τους ιστότοπου, εφόσον βέβαια κάτι τέτοιο προβλέπεται (από την εταιρία διαχείρισης της πλατφόρμας συναλλαγών).

3. Παραβάσεις προβλεπόμενες από την MAD II

Χωρίς να προκαταλαμβάνονται οι ποινικές κυρώσεις που προβλέπονται από τον Κανονισμό MAR, η Οδηγία MAD II, απαιτεί από όλα τα Κράτη Μέλη να επιβάλουν κυρώσεις για τα πλέον σοβαρά παραπτώματα χειραγώγησης αγοράς, μεταχείρισης προνομιακής πληροφορίας και παράνομης δημοσιοποίησης της, ιδιαίτερα όταν πράττονται με δόλο. Η MAD II παρέχει κατευθυντήριες γραμμές για το τι συνιστά

“σοβαρό” παράπτωμα (πχ, να βασίζεται στην επίδραση του παραπτώματος στην ακεραιότητα της αγοράς, στο πραγματικό ή δυνητικό κέρδος που αποκομίζεται ή στη ζημία που αποφεύγεται ή στο επίπεδο της ζημίας που προξενείται στην αγορά). Για τον χαρακτηρισμό κάθε παραπτώματος, προβλέπεται η συνδρομή συγκεκριμένων προϋποθέσεων.

Βάσει της MAD II, τα Κράτη Μέλη λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα για να εξασφαλίσουν ότι τα αδικήματα για χειραγώγηση αγοράς και κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας, τιμωρούνται με στερητική της ελευθερίας ποινή.

Η MAD II ορίζει ως παραπτώματα : τις συναλλακτικές πρακτικές από προνομιακή πληροφόρηση, την σύσταση ή την πρόκληση άλλου προσώπου στην εμπλοκή σε τέτοιες πρακτικές, την χειραγώγηση αγοράς και την παράνομη δημοσιοποίηση προνομιακής πληροφορίας. Αυτές οι παραπτωματικές πράξεις, στον βαθμό που θεωρούνται σοβαρές και διαπράττονται σκοπίμως, πρέπει να αντιμετωπίζονται ως εγκληματικές. Η σύσταση σε άλλα πρόσωπα εμπλοκής τους σε συναλλαγές προνομιακής πληροφόρησης, με την έννοια της Οδηγίας (MAD II), θεωρείται παράπτωμα, όταν το πρόσωπο που συστήνει την εμπλοκή άλλων, (α) τους προτείνει την αγορά ή την διάθεση προϊόντων με τα οποία αυτή η πληροφορία συσχετίζεται ή επιβάλλει σε άλλα πρόσωπα να συστήσουν με την σειρά τους, σε τρίτα πρόσωπα τα ανωτέρω, (β) τροποποιεί ή ακυρώνει εντολές προϊόντων με τα οποία αυτή η πληροφορία συσχετίζεται, η επιβάλλει σε άλλα πρόσωπα να προβούν σε τέτοιες ενέργειες.

Συγκεκριμένες δραστηριότητες που δεν καλύπτονται από την Οδηγία (υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις) είναι :

- συναλλαγές ιδίων μετοχών σε “buy-back” προγράμματα (αγορές ιδίων μετοχών),
- συναλλαγές σε μετοχές που συνδέονται με εργαλεία σταθεροποίησης μετοχών, και
- συναλλαγές, εντολές και συμπεριφορές που διενεργούνται για επιδιώξεις νομισματικής πολιτικής, συναλλαγματικών ισοτιμιών ή δημοσίου χρέους πολιτικές.

3.1 Επιβαλλόμενες ποινές για Φυσικά πρόσωπα

Η Οδηγία MAD II, προβλέπει για τα φυσικά πρόσωπα, όπως έχει ήδη αναφερθεί, ποινή φυλάκισης, για χειραγώγηση αγοράς και κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας, με ανώτατο όριο τουλάχιστον τέσσερα έτη και με ελάχιστη ποινή φυλάκισης τουλάχιστον δύο ετών για δημοσίευση προνομιακής πληροφόρησης.

3.2 Επιβαλλόμενες ποινές για Νομικά πρόσωπα

Ποινικές και διοικητικής φύσεως κυρώσεις μπορούν επίσης να επιβληθούν και σε νομικά πρόσωπα. Επιπρόσθετα, τα νομικά πρόσωπα μπορεί να υπόκεινται και σε άλλες ποινές, όπως εξαιρέσεις από δικαιώματα σε κρατικές παροχές και ενισχύσεις, προσωρινό ή μόνιμο αποκλεισμό από την διεξαγωγή συναλλακτικών δραστηριοτήτων, δικαστική εποπτεία, δικαστική λύση της επιχείρησης, προσωρινή ή μόνιμη παύση λειτουργίας εγκαταστάσεων από όπου τελέσθηκε το αδίκημα.

Επίσης τα Κράτη Μέλη, πρέπει επίσης να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα για να εξασφαλίζουν ότι *τα νομικά πρόσωπα είναι δυνατό να καθίστανται υπεύθυνα* στις περιπτώσεις που λόγω πλημμελούς εποπτείας ή ελέγχου, οφειλόμενης σε πρόσωπο (α) που δύναται να εκπροσωπεί το νομικό πρόσωπο, (β) λαμβάνει αποφάσεις εξ' ονόματος του νομικού προσώπου, (γ) από έτερο πρόσωπο που υπόκειται στην εξουσία αυτού, κατέστη δυνατή η διάπραξη αδικήματος.

4. Η ενσωμάτωση της Οδηγίας MAD II στις Εθνικές έννομες τάξεις

Τα Κράτη Μέλη πρέπει να μεταφέρουν τις διατάξεις της Οδηγίας στην εθνική έννομη τάξη, εντός διετίας από την ημερομηνία θέσης σε ισχύ της Οδηγίας (Απρίλιος 2014). Βέβαια, η Οδηγία MAD II είναι ένα μέρος της γενικότερης αναθεώρησης της MAD, αφού αρχικά είχε προβλεφθεί να ψηφισθεί μαζί την έκδοση της MiFID II/MiFIR⁶¹ (στο α' εξάμηνο του 2014).

Ο MAR (Market Abuse Regulation) είναι άμεσης και καθολικής εφαρμογής από την 3^η Ιουλίου 2016, πλην των διατάξεων που αφορούν τους ΜΠΔ, ΜΟΔ, ΜΜ επιχειρήσεις σε αναδυόμενες αγορές και δικαιώματα εκπομπής ρύπων, που θα είναι από την 1^η Ιανουαρίου 2017. Επιπρόσθετα, τα Κράτη Μέλη θα πρέπει να ενσωματώσουν και να προσαρμόσουν την Οδηγία MAD II (για την επιβολή των ποινικών

⁶¹ Η MiFID II/MiFIR εισάγει αλλαγές που θα επιφέρουν μεγάλες επιπτώσεις στις Ευρωπαϊκές Χρηματοπιστωτικές Αγορές. Αυτές περιλαμβάνουν απαιτήσεις διαφάνειας για ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων, την υποχρέωση για διαπραγματεύσεις παραγώγων προϊόντων σε οργανωμένες αγορές (πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, trading venues) και όχι μόνο σε OTC (Over-The-Counter) αγορές, απαιτήσεις για νέα εποπτικά εργαλεία για τα παράγωγα εμπορευμάτων αλλά και για συναλλαγές υψηλής συχνότητας (HFT, είναι συναλλαγές που γίνονται αυτοματοποιημένα, με τη χρήση ειδικών αλγορίθμων, που όχι μόνο παρακολουθούν αλλά και προβλέπουν την πορεία της αγοράς, αλλά και εξελεγμένου τεχνολογικού εξοπλισμού). Με τις διατάξεις της εν λόγω οδηγίας προβλέπεται η προστασία των επενδυτών μέσω ανωτέρων ορίων προμηθειών, προβλέπονται οι συνθήκες για την παροχή ανεξάρτητων επενδυτικών συμβουλών, υιοθετούνται αυστηρότερες οργανωσιακές απαιτήσεις για τον σχεδιασμό προϊόντων και την διάθεση τους, ενισχύονται παρεμβατικές πολιτικές και ενισχύεται η διαφάνεια στις χρεώσεις και στα κόστη. Βλέπε διεξοδικά και την Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II, L173/349/12-6-2014) και τον Κανονισμό 600/2014 (MiFIR, L173/84/12-6-2014)

κυρώσεων), λαμβάνοντας τα απαραίτητα μέτρα να εξουσιοδοτήσουν τις εθνικές τους αρχές με τις νέες δικαιοδοσίες που πηγάζουν από τον MAR την 3^η Ιουλίου 2016⁶².

IV. Η λογική της ενοποιημένης αγοράς των χρηματοοικονομικών προϊόντων υπό την Οδηγία MAD. Μια αρχική προσπάθεια για τον περιορισμό της χειραγώγησης της Αγοράς, της κατάχρησης της εμπιστευτικής πληροφόρησης και της εφαρμογής διεθνών πολιτικών.

Κατ' αρχάς, η MAD συμπεριλαμβάνει έναν πολύπλοκο κατάλογο των Χρηματοοικονομικών Μέσων, χωρίς να αφαιρεί ή να μεταβάλλει τα προϊόντα της 93/22/ΕΟΚ βάσει μιας “τεχνικής” φύσεως λογική : αυτά τα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (ΧΠ) έχουν σαφώς όλα τα προνομιακά χαρακτηριστικά για να στηρίζουν τις αγορές χρεογράφων και επενδυτικών κεφαλαίων, όμως αποτελούν και τέλεια εργαλεία χειραγώγησης αγοράς, λόγω του μεγάλου αριθμού συνδυαστικών συναλλακτικών πρακτικών που μπορούν να υποστηρίξουν. Αν μελετήσουμε την Οδηγία θα παρατηρήσουμε, ότι αρκετές πρακτικές χειραγώγησης, πραγματοποιούνται με την “χρήση” των ανωτέρω προϊόντων. Παράδειγμα οι πρακτικές χειραγώγησης τύπου “marking the close”, “abuse squeeze”, “Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market”, συνδυάζουν την χρήση ΧΠ που εκκαθαρίζουν σε αγορές τοις μετρητοίς (πχ μετοχές, ομόλογα, κλπ), με ΧΠ που εκκαθαρίζουν σε προθεσμιακές αγορές (πχ, options, futures, κλπ). Επίσης μπορεί να εμπλέκονται σε συναλλαγές που εμφανίζονται να διατηρήσουν την τιμή του υποκείμενου χρηματοπιστωτικού μέσου κάτω από την τιμή εξάσκησης (exercise price) του συμβολαίου επί παραγώγου την ημερομηνία λήξης, αλλά και σε συναλλαγές που εμφανίζονται να έχουν σαν σκοπό να τροποποιήσουν την τιμή του υποκείμενου χρηματοπιστωτικού μέσου ώστε να διασταυρώνεται με το exercise price του σχετιζόμενου παράγωγου προϊόντος κατά την ημερομηνία λήξης..

Όσον αφορά τα Χ.Π. που περιγράφει η MAD εκτός των προϊόντων της Κεφαλαιαγοράς, αναφερόμαστε και σε εξω-χρηματιστηριακά προϊόντα (Over The Counter-OTC), που σχεδιάζονται από έναν χρηματοοικονομικό οργανισμό για να καλύψουν επακριβώς τις ανάγκες ενός δυνητικού πελάτη. Συνεπώς, πχ, τα FRAs, όπως και τα swaps, είναι διαπραγματεύσιμα προϊόντα σε OTC εξω-χρηματιστηριακές αγορές, με μη τυποποιημένα γενικά χαρακτηριστικά. Η MAD όμως εντάσσει και αυτά σε εκείνα που υπόκειται η χρήση τους στον έλεγχο για κατάχρηση αγοράς. Στις “οργανωμένες αγορές” (βάσει της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ), νοείται η διαπραγμάτευση όλων των

⁶² Η μελέτη των επιπτώσεων στα Χρηματοοικονομικά τεκταινόμενα (στην ΕΕ και στην Ελλάδα) από την εφαρμογή των νέων αυτών διατάξεων, αποτελεί προφανώς μια νέα μελέτη.

προαναφερθέντων ΧΠ (μαζί και τίτλων της νομισματαγοράς), των swaps και FRAs, αρκεί οι αγορές : α) να λειτουργούν κανονικά, β) να υπάρχει διαφάνεια, γ) να είναι στο κατάλογο που έχει καταρτίσει το Κράτος Μέλος (χρηματοπιστηριακή, διατραπεζική ομολόγων, προθεσμιακών συμβάσεων και ανταλλαγών, κλπ) και δ) οι διαπραγματεύσιμοι τίτλοι να διέπονται από διατάξεις που έχουν θεοπίσει και ελέγχουν οι αρχές, δηλ. από προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι προκειμένου να μπορούν να γίνονται πραγματικά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά.

Στις αγορές που εφαρμόζεται η οδηγία 79/279/ΕΟΚ (όπως αναφέρει η 93/22/ΕΟΚ στο άρθρο 13), τότε χαρακτηρίζονται οι αγορές από το γεγονός ότι κυριαρχούν οι όροι λειτουργίας της, οι όροι πρόσβασης σε αυτές, καθώς και οι όροι εισαγωγής τίτλων στο χρηματιστήριο που καθορίζονται από την οδηγία αυτή. Αν η οδηγία αυτή δεν εφαρμόζεται σε κάποιες αγορές (79/279/ΕΟΚ), οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι προκειμένου να μπορούν να γίνονται πραγματικά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά (OTC ή χρηματοπιστηριακή), διέπονται από διατάξεις που θεοπίζουν ή εγκρίνουν οι αρμόδιες αρχές.

Πράγματι, αν θα ελέγχονταν από τις Κεντρικές Τράπεζες οι διατραπεζικές αγορές των OTC προϊόντων (πχ swaps και FRAs, έστω και αν οι ειδικοί όροι των συμβολαίων καθορίζονται σαφώς μεταξύ των αντισυμβαλλομένων), αναγκαστικά οι γενικοί τους όροι θα πρέπει να έχουν θεοπιστεί από διατάξεις τιθέμενες από τις Κεντρικές τράπεζες. Αρα και αυτές, αν και εξω-χρηματοπιστηριακές αγορές, θα εθεωρούντο “οργανωμένες” και θα παρείχαν δυνατότητες διαπραγμάτευσης swaps και FRAs. Παρόλα αυτά, επειδή οι διατραπεζικές αγορές πληρούν τις ανωτέρω προϋποθέσεις για διαπραγμάτευση τέτοιων OTC προϊόντων FRAs και swaps, αυτά τα OTC προϊόντα αν και εξω-χρηματοπιστηριακά υπάγονται στον έλεγχο για κατάχρηση αγοράς.

Χρήζει, λοιπόν, επιπρόσθετης εξέτασης η λογική συμπερίληψης αυτών των προϊόντων από την MAD, με δεδομένο ότι, τα OTC προϊόντα έχουν σκοπό και σχεδιάζονται για συγκεκριμένες επενδυτικές ανάγκες συγκεκριμένων επενδυτών. Η χρήση τους δεν παρέχει, αρχικά, σαφείς ενδείξεις ότι μπορεί να επηρεασθεί η τιμή τίτλων, από μη αποδεκτές συναλλακτικές πρακτικές σε αυτά και να οδηγηθούμε σε φαινόμενο κατάχρησης αγοράς. Ουσιαστικά, ακούγεται άτοπη η συμπερίληψη τους διότι δεν έχουμε μια τέλεια αγορά άπειρων επενδυτών που απαιτούν τη ίδια σύμμετρη

πληροφόρηση για να υπάρχει συναλλακτική δικαιοσύνη⁶³. Τα OTC εμπλέκουν δυο αντισυμβαλλόμενους με προσυμφωνημένους ήδη όρους.

Όμως, αν και σύμφωνα με όσα λέχθηκαν ανωτέρω, δηλ. αν τα Χρηματοοικονομικά Μέσα OTC παράγωγα, υπάγονται νομοθετικά σε “οργανωμένη αγορά” όπως την αντιλαμβάνεται η οδηγία 93/22/ΕΟΚ και ταυτόχρονα σε “Over The Counter-OTC” διαπραγματευτική αγορά, τότε συνεπώς υπάγονται στην λογική της MAD έστω και αν αφορούν δύο αντισυμβαλλόμενους, επειδή πληρούν το θέλημα της MAD, που είναι το απώτερο απαιτούμενο : *την ύπαρξη μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής χρηματοπιστωτικής αγοράς, που θα εξασφαλίζει την ακεραιότητα όλης της αγοράς*⁶⁴ [Παναγόπουλος, Χατζηγάγιος, 2015]. Αρα, χρηματιστηριακή και OTC αγορά, ελέγχονται και οι δύο από κοινού για θέματα κατάχρησης αγοράς, μέσω μη αποδεκτών πρακτικών και παράνομη χρήση εμπιστευτικής πληροφόρησης, με χρήση όλων των ανωτέρω Χ.Π.. Ο βαθμός ενοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου στην Ευρωζώνη προχωρεί με ικανοποιητικούς ρυθμούς, χωρίς όμως ακόμα να έχει επιτευχθεί η πλήρης ολοκλήρωση. Διαφαίνεται ότι σημαντική πρόοδος έχει σημειωθεί στην ενοποίηση των χρηματαγορών και λιγότερο στις κεφαλαιαγορές, κυρίως σε μετοχές και στις επενδύσεις μέσω οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Πρόοδος επίσης έχει σημειωθεί τόσο στα συστήματα διασυνοριακών συναλλαγών και διαπραγμάτευσης σε κινητές αξίες, όσο και στα συστήματα διασυνοριακών πληρωμών, διακανονισμού και θεματοφυλακής σε πράξεις επί κινητών αξιών, κυρίως επί χρεογράφων. Έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος προς την κατεύθυνση της ενοποίησης της κεφαλαιαγοράς, κυρίως στις εκδόσεις και τη διαπραγμάτευση χρέους του Δημοσίου και λιγότερο στις εκδόσεις και στη διαπραγμάτευση μετοχών και εταιρικών ομολόγων.

Η λογική επίσης της συμπερίληψης και OTC προϊόντων (βάσει θεσμοθετημένων κανόνων όπως εξηγήσαμε ανωτέρω), εκτός της “ενοποιητικής” λογικής των αγορών, συνδυάζεται με το ότι ο κάτοχος εσωτερικής πληροφόρησης, μπορεί να χρησιμοποιήσει OTC προϊόν, για να κερδοσκοπήσει έναντι κάποιου αντισυμβαλλομένου, ο οποίος όμως δεν θα αντισυνεβάλλετο εάν είχε γίνει γνωστή η πληροφορία αυτή, διότι μπορεί να είχε

⁶³ Υποτίθεται για την χρηματιστηριακή αγορά ότι έχουμε μια “τέλεια αγορά”, όπου υπάρχει πληθώρα επενδυτών που σκέφτονται με τον ίδιο ορθολογικό τρόπο για τις επενδυτικές τους αποφάσεις, δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, υπάρχει πλήρη, τέλεια και σύμμετρη πληροφόρηση που διαχέεται άμεσα σε όλους τους συμμετέχοντες και οι εκάστοτε αλλαγές των δεδομένων αντικατοπτρίζονται άμεσα στις τιμές των διαπραγματεύσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αυτήν θα θέλαμε να προσεγγίσουμε και την απαλλάξουμε, όσο το δυνατόν, από στρεβλώσεις.

⁶⁴ Παναγόπουλος, Θ., Χατζηγάγιος, Θ., (2015), “Κατάχρηση και χειραγώγηση της Χρηματιστηριακής Αγοράς”, Εκδόσεις ΑΝΙΚΟΥΛΑ, Θεσσαλονίκη, Βιβλιοθήκη Παν/μιου Μακεδονίας, 2015.

επηρεασθεί η τιμή της υποκείμενης αξίας και κάποιος από τους όρους του συμβολαίου-προϊόντος να ήταν γι' αυτόν (τον μη κάτοχο της πληροφορίας) δυσμενής. Έτσι, προσατεύεται και σε διμερές επίπεδο η λογική της χρηστής λειτουργίας της διατραπεζικής αγοράς. Με την χρήση των OTC προϊόντων (που ανήκουν σε οργανωμένη αγορά και εμπίπτουν στην MAD) μπορεί επίσης και χωρίς την χρήση μη αποδεκτών συναλλακτικών πρακτικών επηρεασμού τιμών κινητών αξιών, να επηρεασθεί έμμεσα η αντίληψη ομάδας επενδυτών για την πορεία αυτών των αξιών.

Πράγματι, λόγω της σύναψης συμβολαίων με τέτοια προϊόντα, που έχουν όρους “παράλογους” για την χρηματιστηριακή λογική και πορεία κάποιου τίτλου, ιδιαίτερα αν ο ένας τουλάχιστον των αντισυμβαλλομένων στο OTC συμβόλαιο είναι ιδιώτης και μάλιστα βασικός μέτοχος (ή υπόχρεο πρόσωπο) εταιρίας που έχει εκδώσει τέτοιο τίτλο. Ακόμα και μεταξύ νομικών προσώπων (πχ πιστωτικά ιδρύματα), τίθεται θέμα κατάχρησης αγοράς από σύναψη προϊόντων OTC, όταν υπάρχει αποδεδειγμένα γνώση εμπιστευτικής πληροφόρησης. Ως τέτοιου τύπου πληροφόρηση μπορούμε να φανταστούμε, ακόμα και χρηματο-νομισματικές οικονομικές μεταβολές (πχ σημαντική αλλαγή επιτοκίου σε συνάλλαγμα ή συναλλαγματικής ισοτιμίας) που εμπίπτουν στην αντίληψη νομικών προσώπων, πριν αποφασισθούν από νομισματικές ή κεντρικές αρχές (πχ. Κεντρικές τράπεζες). Αν υποπέσει αυτή η γνώση της εμπιστευτικής πληροφορίας στην αντίληψη ενός πιστωτικού ιδρύματος (πχ επικείμενη απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας της Αγγλίας για υποτίμηση της Λίρας έναντι του Ευρώ) και επιπλέον αντιληφθεί ότι η κοινοποίηση της πληροφορίας θα επιφέρει αναταραχή στις νομισματοαγορές, πρέπει να απέχει από συνάψεις OTC προϊόντων (πχ. cross-currency (£/€) interest rate swaps ή FRAs σε επιτόκιο Λίρας) που θα καταχραστούν την αγορά και θα κερδοσκοπήσουν έναντι του αντισυμβαλλόμενου πιστωτικού ιδρύματος, λόγω του συγκεκριμένου γεγονότος (αιτιώδης σύνδεσμος).

Εκτός της “ενοποιητικής” λογικής των αγορών και της χρηστής λειτουργίας σε διμερές επίπεδο της αγοράς, αναλύοντας αρχικά την MAD, δεν βλέπουμε με μια πρώτη μελέτη, τρίτη λογική σύνδεσης OTC αγοράς και Χρηματιστηριακής αγοράς, που να δικαιολογεί την συμπερίληψη όλων αυτών των Χρηματοοικονομικών Προϊόντων. Όμως, με μια περισσότερο ενδελεχή μελέτη και ευρύτερη αντίληψη για το σκεπτικό του Κοινοτικού Νομοθέτη, θα παρατηρήσουμε ότι η οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και η OTC διατραπεζική αγορά είναι “συγκοινωνούντα δοχεία” [Παναγόπουλος και Χατζηγάγιος, 2015]. Αλλά με ποιόν κοινό παρονομαστή?

Ας ξεκινήσουμε από την νομοθετική θωράκιση και το ευρύτερο πλαίσιο της Τραπεζικής Αγοράς. Εκτός των ήδη αναφερθέντων τραπεζικών οδηγιών, θα στρέψουμε

την προσοχή μας στις αποφάσεις της Τραπεζικής Επιτροπής Εποπτείας της Βασιλείας⁶⁵ (Basle Committee on Banking Supervision, Επιτροπή Βασιλείας χάριν συντομίας). Στο σημαντικό report (Σύμβαση Βασιλείας II) της τον Ιούνιο 2006, “*Basle II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (revised framework, comprehensive version)*”, που συμπεριλαμβάνει όλο το πλαίσιο για την τραπεζική εποπτεία και τους τραπεζικούς κινδύνους, τις κεφαλαιακές απαιτήσεις και τις επενδυτικές τους δραστηριότητες (αναθεώρηση προηγούμενου report από το 1996), η Ε.Β. επιχειρεί να εξασφαλίσει την παγκόσμια σύγκλιση σε όλες τις αναθεωρήσεις που έχουν γίνει στους κανονισμούς εποπτείας που κυβερνούν την κεφαλαιακή επάρκεια των πολυεθνικών τραπεζικών ιδρυμάτων. Ιδιαίτερα στον τρίτο πυλώνα, την εποπτεία και πειθαρχία των αγορών, γίνεται αναφορά στις απαιτούμενες κοινοποιήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων προς τις εκάστοτε εποπτικές αρχές⁶⁶. Συγκεκριμένα, ο πιστωτικός κίνδυνος για τα χαρτοφυλάκια των τραπεζών, περιλαμβάνει για τον κίνδυνο “αντισυμβαλλομένου” όλα τα προϊόντα (και αρκετά περισσότερα) που αναφέρει η MAD (δηλ. FRAs και swaps). Επίσης στο report της “Core Principles for Effective Banking Supervision”, τον Οκτώβριο του 2006 (αναθεώρηση προηγούμενου report από το 1997), με τις διάφορες αρχές που συστήνει, θεωρεί σημαντικό τον πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζικών ιδρυμάτων που πρέπει να ελέγχεται και να αποτιμάται (principle 8) με διεθνείς κοινά παραδεκτές αρχές, προτιμάει τις εποπτικές αρχές να ελέγχουν τα ιδρύματα για την κατάχρηση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (principle 18), αλλά και να κοινοποιούν αναφορές προς τις αρχές για τους τραπεζικούς τους κινδύνους (principle 21).

Έτσι, βλέπουμε ότι σε όλες τις αναφορές της⁶⁷ για τον έλεγχο του πιστωτικού κινδύνου των πιστωτικών ιδρυμάτων, τα OTC προϊόντα της MAD, χρησιμοποιούνται, αποτιμώνται, αναφέρονται και ελέγχονται από τις αρχές (σε διάφορες χρονικές βάσεις),

⁶⁵ Η επιτροπή αυτή λειτουργεί, ως γνωστόν, ως συμβουλευτικό όργανο της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών. Οι παραγόμενες αποφάσεις και μελέτες της (“Συμβάσεις Βασιλείας”) αποτελούν κατευθυντήριες γραμμές για διεθνείς και Κοινοτικές νομοθεσίες, ενώ γίνονται αποδεκτές και υιοθετούνται από τις Κεντρικές Τράπεζες των χωρών-μελών της. Η Ε.Β., επίσης συνεπικουρείται από δύο υποεπιτροπές: την επιτροπή για το Διεθνές Χρηματοοικονομικό Σύστημα (Committee on the Global Financial System), που επιβλέπει τις διεθνείς εξελίξεις στον Χρηματοοικονομικό τομέα και εκδίδει γνώμες για οικονομικές κρίσεις, στατιστικά, δομές και ρευστότητες αγορών, χειρισμού διαφόρων κινδύνων από πιστωτικά ιδρύματα, κλπ και από την επιτροπή για τα Συστήματα Πληρωμών και Εκκαθάρισης (Committee on Payment and Settlement Systems), που συνεισφέρει στην ενδυνάμωση των δομών των αγορών μέσω αποτελεσματικών και ισχυρών συστημάτων πληρωμών και εκκαθάρισης.

⁶⁶ Part 4: The Third Pillar-Market Discipline, II. Disclosure requirements, C.2 Risk exposure and credit risk. Paragraph 826 : disclosures for portfolios, Table 8 “General disclosure for exposure related to counterparty credit risk”-Quantitative disclosures, cases (b) and (c), regarding : interest rate contracts, FX contracts, equity contracts, credit derivatives, commodity contracts, credit options, return swaps, credit-type swaps, etc.

⁶⁷ Περισσότερες πληροφορίες στο site της : www.bis.org, Publications and research, Basle Committee.

ως βασικά συστατικά συναλλακτικής δραστηριότητας τους είτε για πελάτες είτε για own account.

Οι σχετικές προτάσεις της Επιτροπής Βασιλείας έχουν ενσωματωθεί στην Κοινοτική έννομη τάξη με δύο πρόσφατες οδηγίες : την 2006/48/ΕΚ⁶⁸ και την 2006/49/ΕΚ⁶⁹. Στην 2006/49/ΕΚ οδηγία βλέπουμε την σπουδαιότητα χρήσης των OTC προϊόντων της MAD, για θέματα κεφαλαιακών απαιτήσεων για κάλυψη γενικών και ειδικών πιστωτικών κινδύνων (παράρτημα I.5 της οδηγίας), κινδύνου διακανονισμού αντισυμβαλλόμενου (παράρτημα II.5 της οδηγίας), κινδύνου συναλλάγματος (παράρτημα III.2.1.β της οδηγίας) και κινδύνου βασικών εμπορευμάτων (παράρτημα IV.9 της οδηγίας). Στην οδηγία 2006/48/ΕΚ δίνονται μέσα από πολύπλοκα μαθηματικά μοντέλα οι τρόποι υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζικών ιδρυμάτων, ιδιαίτερα για τα OTC αυτά προϊόντα (παράρτημα III της οδηγίας).

V. Θεσμικό πλαίσιο στο Ηνωμένο Βασίλειο

Στο Ηνωμένο Βασίλειο θεωρείται ότι η παρούσα κρίση του τραπεζικού συστήματος είναι η εντονότερη των τελευταίων αιώνων, καθώς για να αποφευχθεί η πλήρης κατάρρευση του κλάδου ήταν απαραίτητη η εθνικοποίηση δύο από τους μεγαλύτερους τραπεζικούς ομίλους. Κατά το βρετανικό Υπουργείο Οικονομικών και το σχετικό έγγραφο προτάσεων που έθεσε τον Ιούλιο του 2010 προς διαβούλευση, οι κύριοι λόγοι για την οικονομική κρίση συνοψίζονται στις παγκόσμιες οικονομικές ανισοροπίες, τη μη ορθή κατανόηση των αναλαμβανόμενων κινδύνων και τη μη ορθολογική αποτίμησή τους, τα μη διατηρήσιμα μοντέλα χρηματοδότησης και επιχειρηματικής δραστηριότητας, την υπερβολική εξάρτηση από εξωτερική χρηματοδότηση, καθώς και τη μεγέθυνση ενός σκιώδους, μη υποκείμενου σε κανονιστικό πλαίσιο, τραπεζικού συστήματος.

Επίσης, το υπάρχον βρετανικό εποπτικό και κανονιστικό πλαίσιο περιλαμβάνει τρεις διαφορετικές αρχές (την Κεντρική Τράπεζα, την Αρχή Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών – FCA και το Treasury) οι οποίες έφεραν την ευθύνη για την οικονομική σταθερότητα η κάθε μία για τον δικό της τομέα ευθύνης. Η αποτυχία του υπάρχοντος συστήματος θεωρείται ότι επήλθε λόγω της ανυπαρξίας μίας αρχής η οποία να έχει τη

⁶⁸ Οδηγία 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων.

⁶⁹ Οδηγία 2006/49/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006, για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.

συνολική ευθύνη για τον συντονισμό των δράσεων των επιμέρους υπηρεσιών. Σύμφωνα με τις προτάσεις του Βρετανικού Υπουργείου Οικονομικών, προτείνεται η εποπτεία να ασκείται από την Κεντρική Τράπεζα και την «Αρχή Προστασίας Καταναλωτή και Αγορών».

Η Κεντρική Τράπεζα, με τη βοήθεια δύο νέων επιτροπών, θα εποπτεύει το μακροοικονομικό περιβάλλον (μέσω της Financial Policy Committee), ενώ ταυτόχρονα θα εποπτεύει τους συστημικά σημαντικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς (μέσω της Prudential Regulatory Authority). Ταυτόχρονα, η Αρχή Προστασίας Καταναλωτή και Αγορών (Consumer Protection & Markets Authority) θα εποπτεύει όλους τους μικρότερους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Κύρια προσπάθεια του νέου συστήματος εποπτείας είναι να ενισχυθεί η συνεργασία των εποπτικών αρχών και για το λόγο αυτό θα υπάρξει κοινή ανάπτυξη στόχων μέσα από μια ομάδα διακυβέρνησης η οποία, ως ένα βαθμό, θα ταυτίζεται ώστε να διασφαλιστεί η κοινή στρατηγική. Επίσης, μια σημαντική διαφοροποίηση στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι η υιοθέτηση ήδη ενός πλαισίου διαχείρισης της ρευστότητας στη λογική των προτάσεων της Επιτροπής της Βασιλείας.

Σύμφωνα με το υιοθετημένο μοντέλο, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα πρέπει να καταγράψουν το προφίλ αναλαμβανόμενου κινδύνου ρευστότητας, να πραγματοποιήσουν προσημείωση ακραίων καταστάσεων ρευστότητας και να ποσοτικοποιήσουν τις ανάγκες τους και, τέλος, να αναπτύξουν ένα σχέδιο έκτακτης ανάγκης χρηματοδότησης. Το σχέδιο θα περιλαμβάνει την αγορά ενός ελάχιστου επιπέδου αποθεμάτων στοιχείων ενεργητικού, που θα προορίζονται για την εύρεση ρευστότητας σε περίοδο έκτακτης ανάγκης. Το ανωτέρω μοντέλο είναι εν ισχύ από το 2012.

3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟ ΥΠΑΡΧΟΝ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΑ ΔΙΕΘΝΗ ΚΕΝΤΡΑ

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης η θεωρητική, προς το παρόν, προσέγγιση επικεντρώνεται στην ανάπτυξη μιας στρατηγικής η οποία θα αντιμετωπίζει:

1. Την πρόληψη της κρίσης: Το κυρίαρχο στοιχείο θα είναι να υπάρξει μια κοινά αποδεκτή άποψη για τους λόγους που οδήγησαν στην κρίση και πώς θα καθοδηγηθούν οι απαραίτητες αλλαγές στο μακρο-οικονομικό, κανονιστικό και εποπτικό περιβάλλον που θα μπορούσαν να βοηθήσουν στην αποφυγή της επανάληψής της.
2. Τον έλεγχο και άμβλυση της κρίσης: Προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι επιπτώσεις, με την πρόληψη συστημικών αστοχιών που θα είχαν ως αποτέλεσμα την

όξυνση της ύφεσης, με κύριο στόχο τη βραχυπρόθεσμη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της πραγματικής οικονομίας.

3. Την έξοδο από την κρίση: Με το χαμηλότερο δυνατό κόστος για τους φορολογούμενους, τον περιορισμό των συστημικών κινδύνων και τη διασφάλιση επαρκούς προστασίας των καταναλωτών. Τέτοιες πολιτικές θα απαιτούν την υιοθέτηση προσωρινών μέτρων στήριξης, δράσεις για την αποκατάσταση της οικονομίας σε αειφόρο ανάπτυξη και τακτικές αναδιάρθρωσης των τραπεζικών ισολογισμών.

Στο πλαίσιο αυτό η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ξεκινήσει ένα ευρύ φάσμα διαβούλευσης που καλύπτει την εταιρική διακυβέρνηση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, τις ελεγκτικές υπηρεσίες, τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, την εναρμόνιση του νομικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών τίτλων, προστασία προσωπικών δεδομένων της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης από πολυεθνικούς ομίλους ανά χώρα, την αναπτυξιακή πολιτική κλπ.

Είναι αδιαμφισβήτητο ότι η παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση θα μεταβάλει σε μεγάλο βαθμό τον τρόπο λειτουργίας της οικονομίας, των αγορών και κυρίως των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Η Επιτροπή της Βασιλείας, οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν ήδη δείξει το δρόμο και αναμένεται ότι θα ακολουθήσει η Ευρωπαϊκή Ένωση. Από την άλλη υπάρχουν και πολλές επικρίσεις στις ανωτέρω δράσεις. Σε μία έρευνα της Deloitte που αφορούσε την ανωτέρω αναφερόμενη προτεινόμενη αναμόρφωση του εποπτικού φάσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο, διαπιστώθηκε ότι τα στελέχη των βρετανικών τραπεζών θεωρούν ότι τα μέτρα είναι πολύ αυστηρά, οι απαιτήσεις σε ίδια κεφάλαια και αποθέματα ρευστότητας γίνονται πολύ υψηλές, ενώ ταυτόχρονα θα αυξηθεί το κόστος συμμόρφωσης με το κανονιστικό πλαίσιο, χωρίς όμως να επιλυθούν ακρογωνιαία αίτια της παρούσας κρίσης, όπως είναι η κατάρρευση της ενεργού αγοράς.

Κατά συνέπεια, θεωρείται ότι το αποτέλεσμα θα είναι η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων σε τέτοιο βαθμό που θα αποτελέσει ανάκωμα στην ανάπτυξη της οικονομίας, ενώ δεν γίνεται αντιληπτό από πού θα αντληθούν τα επιπλέον κεφάλαια που απαιτούνται.

4. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΩΣ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Στη βιβλιογραφία της οικονομικής ανάπτυξης εκθειάζεται σημαντικά το τραπεζικό σύστημα σαν ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες χρηματοδότησης επενδυτικών ή γενικότερα αναπτυξιακών έργων, και μάλιστα σε συστήματα που κατά

πλειοψηφία χαρακτηρίζονται από το ότι η κύρια πηγή χρηματοδότησης τέτοιων έργων είναι το τραπεζικό σύστημα (bank-based) και όχι οι κεφαλαιαγορές (capital-based).

Μάλιστα, σε ένα οικονομικό περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από την παγκοσμιοποίηση των κινήσεων κεφαλαίου, την ολοκλήρωση και διάχυση της τεχνολογίας και την επίδραση των απόνερων από την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, που επηρέασε σημαντικά την αποτελεσματική λειτουργία του παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος, αλλά και την επίμονη ύφεση που ακόμα συνεπάγεται η πρόσφατη δημοσιονομική κρίση, ο ρόλος του εν λόγω χρηματοδοτικού μηχανισμού καθίσταται ακόμα πιο σημαντικός. Και είναι πιο σημαντικός γιατί η κύρια διαδικασία που φαίνεται να χρειάζεται, για να επιφέρει την παγκόσμια οικονομία πίσω στο μονοπάτι της ανάπτυξης, είναι η τροφοδότηση της εμπιστοσύνης προς το οικονομικό σύστημα.

Μια εμπιστοσύνη που θα υποστηρίξει την κατανάλωση ως προς την αποταμίευση, που θα ενθαρρύνει περισσότερες εγχώριες και άμεσες ξένες ιδιωτικές επενδύσεις, που θα ενθαρρύνει τις επενδύσεις υποδομής, και που θα επιφέρει μια πιο ισορροπημένη και διαρκή αναπτυξιακή διαδικασία. Ο πιο κατάλληλος μηχανισμός, για να υποστηρίξει τον ρόλο της εμπιστοσύνης, είναι ένας υγιής και βιώσιμος τραπεζικός τομέας. Ένας τέτοιος τομέας αναμένεται να δώσει σημαντική υποστήριξη σε ιδιώτες, επενδυτές αλλά και επιχειρηματικές μονάδες, ώστε να διευκολύνει την πρόσβασή τους σε κεφάλαια χρηματοδότησης, που θα δώσουν με τη σειρά τους σημαντική ώθηση σε επενδύσεις κεφαλαίου και σε κατανάλωση. Επιπλέον, η διαδικασία αυτή θα υποστηρίξει τη χρηματοδότηση του εμπορίου, τη διαδικασία κάλυψης επενδυτικού κινδύνου, τη δημιουργία καταθέσεων, καθώς και τόσες άλλες δραστηριότητες που συμβάλλουν στη μακροπρόθεσμη (αλλά και βιώσιμη) ανάπτυξη της οικονομίας.

Ταυτόχρονα, πρέπει να αναφέρουμε και τις παγκόσμιες προσπάθειες για νέους εποπτικούς μηχανισμούς που αναμένεται να καθορίσουν πιο υγιή πλαίσια λειτουργίας των τραπεζικών συστημάτων για την αποφυγή (ή ελαχιστοποίηση) των επιπτώσεων από μελλοντικές τραπεζικές κρίσεις, και έτσι να συμβάλουν στη δημιουργία νέων ευκαιριών που θα επιτρέψουν στα τραπεζικά ιδρύματα να δημιουργήσουν όχι μόνον οικονομική αλλά και κοινωνική αξία μέσω αποκατάστασης της εμπιστοσύνης, που είναι ο θεμέλιος λίθος για τη μακροπρόθεσμη μεγιστοποίηση της ευημερίας. Στα πλαίσια της διαδικασίας αυτής, οι μηχανισμοί του τραπεζικού συστήματος που μπορούν να ενδυναμώσουν την απαιτούμενη εμπιστοσύνη έχουν να κάνουν με:

- Την ευκολότερη πρόσβαση των οικονομικών ατόμων κυρίως σε αναδυόμενες οικονομίες, στις οποίες ένας σημαντικός αριθμός ατόμων προσπαθεί να μετέχει στις δραστηριότητες και στον τρόπο ζωής αυτού που καλούμε «μεσαία τάξη». Είναι η τάξη εκείνη που, μέσω της οικοδόμησης εμπιστοσύνης που αναφέραμε ανωτέρω, θα συμβάλει στη δημιουργία τόσο αποταμιεύσεων (επενδύσεων) όσο και καταναλωτικών δαπανών, καθώς και στην τροφοδότηση των απαιτούμενων πόρων στις κυβερνήσεις, για να λειτουργήσουν και να αναπτύξουν τα συνταξιοδοτικά προγράμματα, με δεδομένη πολλές φορές την αδυναμία των δημοσίων πηγών να τα χρηματοδοτήσουν.
- Την ευκολότερη χρηματοδότηση των εμπορικών ροών και τη χρηματοδότηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων.
- Τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων και σχημάτων που έχουν σαν στόχο την ανάπτυξη διαδικασιών φιλικών προς το περιβάλλον (sustainable growth), ειδικότερα στις περιπτώσεις εκείνες που τα λανθασμένα μοντέλα παραγωγής είχαν σημαντικά αρνητικές επιπτώσεις στο περιβάλλον.
- Με δεδομένες τις σημαντικές αλλαγές και εξελίξεις που συντελούνται στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος, πχ εμφάνιση νέων «σκληρών» και διεθνών νομισμάτων-διαχείριση νέων διαθεσίμων σε συνάλλαγμα, θα απαιτηθεί η συνέργεια ενός δυνατού (διεθνούς) τραπεζικού συστήματος, που θα ομαλοποιήσει τις επιπτώσεις των αλλαγών αυτών χωρίς να θέσει σε κίνδυνο τους αναπτυξιακούς στόχους.

Επιπρόσθετα, είναι ο δυναμικός ρόλος του τραπεζικού συστήματος που αναμένεται να συμβάλει στον τρόπο όχι μόνον αύξησης αλλά και αναδιάρθρωσης του παγκόσμιου πλούτου, κυρίως ανάμεσα στους παραγωγικούς τομείς της οικονομίας, όπου μέσω νέων επιχειρησιακών μοντέλων και εποπτικών πλαισίων θα κληθεί να υποστηρίξει και να συμβάλει περαιτέρω στην παγκόσμια ανάπτυξη. Αφήσαμε στο τέλος, χωρίς να είναι ήσσονος σημασίας, τον τρόπο που το τραπεζικό σύστημα θα συμβάλει σε δυναμική ανάπτυξης μέσω της σταθεροποίησης του χρηματοοικονομικού τομέα.

Μην ξεχνάμε ότι η αστάθεια του τομέα αυτού μαζί με την παρουσία υψηλού συστημικού κινδύνου, αποτελούν το καλύτερο μείγμα αρνητικών επιπτώσεων (spillovers) στην πραγματική οικονομία. Για να αποφευχθούν οι μελλοντικές συμβολές του τραπεζικού τομέα στην αποσταθεροποίηση των οικονομικών συστημάτων, πρέπει να υιοθετηθούν συγκεκριμένες πρακτικές λειτουργίας, όπως η εξάλειψη των μακρο-χρηματοοικονομικών ανισορροπιών.

Οι πρακτικές αυτές εμπίπτουν στις ακόλουθες κατηγορίες:

- βελτίωση της ποιότητας της εποπτικής διαδικασίας,
- ομοιομορφία των κανόνων λειτουργίας και προτύπων,
- βελτίωση των κινήτρων για την τραπεζική ολοκλήρωση και
- ενδυνάμωση της εφαρμογής μακρο-προληπτικών πολιτικών.

Οι ανωτέρω μεταρρυθμίσεις αναμένεται να συμβάλουν στη βελτίωση λειτουργίας μετάδοσης των νομισματικών αποφάσεων από τις κεντρικές τράπεζες προς την πραγματική οικονομία, άρα και στην αποτελεσματικότερη άσκηση νομισματικής πολιτικής ελέγχου τόσο του πληθωρισμού, της ανεργίας, και των προσδοκιών για τη μελλοντική τους πορεία, παραγόντων που καθορίζουν ουσιαστικά και σημαντικά το αναπτυξιακό ίχνος μιας οικονομίας.

Οι ανωτέρω αναπτυξιακές προσπάθειες πρέπει να λάβουν συμπληρωματική βοήθεια και από τους μηχανισμούς ελέγχου του λεγόμενου «σκιάδους» (shadow) τραπεζικού συστήματος καθορίζοντας τα όρια λειτουργίας του, μιας και η ανεξέλεγκτη δράση του επιφέρει σημαντικά αρνητικές επιδράσεις σε όλον τον χώρο της πραγματικής οικονομίας.

Επιπλέον, με δεδομένη την αλληλεπίδραση ανάμεσα σε πιστωτική επέκταση, τον ρόλο της αγοράς ακινήτων και την παρουσία οικονομικών κύκλων στην οικονομία, οι μακρο-προληπτικές πολιτικές αναμένεται να συμβάλουν και στην ομαλή λειτουργία των αγορών ακινήτων και χρηματοδότησής τους, με δεδομένο τον αυξημένο ρόλο των εν λόγω αγορών για την πραγματική οικονομία, μιας και ο τομέας των ακινήτων αποτελεί την κινητήρια δύναμη λειτουργίας συγκεκριμένων οικονομιών, όπως αυτών της Νότιας Ευρώπης.

Όπως έχει καταδείξει η ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, η χαλαρή εποπτεία των τραπεζικών συστημάτων και η ταυτόχρονη ατελής διακυβέρνηση των τραπεζικών ιδρυμάτων μπορεί να επιφέρουν σημαντικά αρνητικές επιπτώσεις σε ολόκληρη την οικονομία και, έτσι, η δημιουργία ενός ισχυρού δικτύου ασφάλειας σχετικά με το τραπεζικό σύστημα θα ενδυναμώσει και θα διευκολύνει τον ρόλο της τραπεζικής διαμεσολάβησης, που είναι τόσο απαραίτητος μηχανισμός για την ευημερία, την οικοδόμηση εμπιστοσύνης και την ενδυνάμωση της αναπτυξιακής προοπτικής, τουλάχιστον μέχρι τη στιγμή που ένα νέο μοντέλο χρηματοδότησης είτε μέσα στο

υπάρχον τραπεζικό σύστημα είτε έξω από αυτό θα παρουσιασθεί και θα επωμισθεί το «βάρος» της μελλοντικής ανάπτυξης.

5. ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΕΝΤΑΞΗΣ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΣΤΙΣ ΥΠΑΡΧΟΥΣΕΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΕΣ ΔΟΜΕΣ

I. Προτάσεις ενοποιημένης θεώρησης του κανονιστικού πλαισίου για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Σε παγκόσμιο επίπεδο το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο μπορεί να λάβει την μορφή είτε οδηγιών-κανονισμών (λόγω Ε.Ε.) είτε νομοθετημάτων (ΗΠΑ, άλλες χώρες). Είναι δεδομένο ότι θα καλύπτει από πλευράς προϊόντων όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τα περιγράφει η MiFID-Markets in Financial Instruments Directive I και II (Οδηγίες για τις Αγορές των Χρηματοπιστωτικών Μέσων) (αρθ. 5.ι). Οι επιμέρους στόχοι και η ερευνητική προσέγγιση των θεμάτων, δίδονται ακολούθως :

- ο Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο θα εξετασθεί εάν και πόσο η αρμόδια αρχή δύναται να εκδίδει κατευθύνσεις για θέματα όπως, πχ ο ορισμός των εμπιστευτικών πληροφοριών για τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα ή την εφαρμογή του ορισμού των αποδεκτών πρακτικών όσον αφορά τον ορισμό της χειραγώγησης της αγοράς. Οι κατευθύνσεις αυτές θα πρέπει να είναι σύμφωνες με τις ήδη υπάρχουσες διατάξεις της οδηγίας Κατάχρησης Αγοράς-MAD (Market Abuse Directive) και με τα εκτελεστικά μέτρα που υιοθετούνται σύμφωνα με τη διαδικασία επιτροπολογίας. Επιπρόσθετα πρέπει να εξετασθεί η δυνατότητα ότι τα κράτη θα πρέπει να μπορούν να επιλέξουν τον πλέον πρόσφορο τρόπο για τη θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων όσον αφορά τα πρόσωπα που εκπονούν ή διαδίδουν έρευνες σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα, ή τους εκδότες τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων ή τα πρόσωπα που παράγουν ή διαδίδουν άλλες πληροφορίες με τις οποίες συνιστάται ή προτείνεται μια επενδυτική στρατηγική, συμπεριλαμβανομένων των κατάλληλων μηχανισμών αυτοεπόπτευσης, οι οποίοι θα πρέπει να κοινοποιούνται στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές.
- ο Επίσης στο πλαίσιο θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι επιπτώσεις των σύγχρονων μέσων επικοινωνίας ώστε να επιτρέπουν μια πιο ισότιμη πρόσβαση των επαγγελματιών των χρηματοπιστωτικών αγορών και των

ιδιωτών επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές πληροφορίες, αλλά αυξάνουν και τον κίνδυνο διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών. Οι διαχειριστές αγορών θα πρέπει να συμβάλλουν στην πρόληψη των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά και να λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα με σκοπό την πρόληψη και τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς. Τα μέτρα αυτά μπορούν να συμπεριλαμβάνουν απαιτήσεις για τη διαφάνεια των διενεργούμενων συναλλαγών, την πλήρη δημοσιότητα των συμφωνιών για την εξομάλυνση των τιμών, ένα εύλογο σύστημα αντιστοίχισης των εντολών, τη δημιουργία αποτελεσματικού συστήματος για τον εντοπισμό των ασυνήθιστων εντολών, επαρκώς εύρωστα συστήματα καθορισμού τιμών αναφοράς και τη σαφήνεια των κανόνων για την αναστολή των συναλλαγών.

Η θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών τεχνικού χαρακτήρα και μέτρων εφαρμογής των κανόνων του προτεινόμενου ρυθμιστικού πλαισίου ενδέχεται να είναι αναγκαία κατά διαστήματα, προκειμένου να λαμβάνονται υπόψη οι νέες εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το πλαίσιο πρέπει να τηρεί τις ακόλουθες αρχές (αντλούμε ορισμένα από την Διεθνή Βιβλιογραφία και τις Ευρωπαϊκές κατευθυντήριες οδηγίες) :

- ο την ανάγκη να εξασφαλίζεται ότι ανεξάρτητες ρυθμιστικές αρχές επιβάλλουν με συνέπεια την εφαρμογή των κανόνων, ιδίως όσον αφορά την καταπολέμηση των οικονομικών εγκλημάτων,
- ο την ανάγκη να ενθαρρύνεται η καινοτομία στις χρηματοπιστωτικές αγορές, για να είναι δυναμικές και αποτελεσματικές,
- ο την ανάγκη να εξασφαλίζεται η ακεραιότητα της αγοράς με την προσεκτική και ενεργητική παρακολούθηση των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών,
- ο θα λαμβάνει υπόψη την σημασία της μείωσης του κόστους του κεφαλαίου και της ενίσχυσης της πρόσβασης στο κεφάλαιο,
- ο θα λαμβάνει υπόψη την μακροπρόθεσμη ισοζύγηση κόστους και ωφελειών όλων των εκτελεστικών μέτρων για τους συμμετέχοντες στην αγορά (συμπεριλαμβανομένων των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και των μικροεπενδυτών),
- ο την ανάγκη να προωθηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, χωρίς να θίγεται η ιδιαίτερως αναγκαία διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας,

- ο ανάγκη να εξασφαλίζεται συνοχή με τα υπάρχοντα νομοθετήματα, διότι οι τυχόν ανισοροπίες στην πληροφόρηση καθώς και η έλλειψη διαφάνειας μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τη λειτουργία των αγορών και προπάντων να βλάψουν τα συμφέροντα των καταναλωτών και των μικροεπενδυτών.

Τέλος, με το δεδομένο ότι η αγορά των πιστωτικών παραγώγων (CDS, Credit Default Swaps) είναι ίσως η μόνη αγορά που είναι «ανοικτή», η διαφάνεια στην αποτίμηση κινδύνου στην αγορά τους, έχει βοηθήσει σε μεγάλο βαθμό τους συμμετέχοντες, τις ρυθμιστικές αρχές αλλά και τις κυβερνήσεις να χαλιναγωγήσουν την κρίση.

II. Γενική αναφορά στο Ενιαίο Ρυθμιστικό Πλαίσιο (μοντέλο Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.) και στις σχετικές διασυνδέσεις του με τα Διεθνή ρυθμιστικά συστήματα.

1) Έννοιες οργανωμένων και ρυθμισμένων αγορών. Δομές και νομοθεσία τους.

Κρίνεται σκόπιμη μια συγκεντρωτική αναφορά στους διάφορους τύπους της Αγοράς (με την χρηματοοικονομική έννοια) και στους ορισμούς τους, όπως διαχρονικά έχουν δοθεί από τις Οδηγίες.

(α) Αρχικά και σύμφωνα με την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ (για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών), αρθρ. 1. παρ. 13, η “οργανωμένη αγορά” είναι μια αγορά χρηματοπιστωτικών τίτλων οι οποίοι αναφέρονται στο τμήμα Β του παραρτήματος, η οποία:

- είναι εγγεγραμμένη στον κατάλογο του άρθρου 16 που καταρτίζει το Κράτος Μέλος που είναι το Κράτος Μέλος καταγωγής κατά την έννοια του άρθρου 1 σημείο 6 στοιχείο γ),

- λειτουργεί κανονικά,

- χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι οι όροι λειτουργίας της αγοράς, οι όροι πρόσβασης στην αγορά, καθώς και, εφόσον εφαρμόζεται η οδηγία 79/279/ΕΟΚ, οι όροι εισαγωγής στο χρηματιστήριο που καθορίζονται από την οδηγία αυτή ή, εφόσον η οδηγία αυτή δεν εφαρμόζεται, οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν αυτοί οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι προκειμένου να μπορούν να γίνονται πραγματικά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά, διέπονται από διατάξεις που θεσπίζουν ή εγκρίνουν οι αρμόδιες αρχές,

- επιβάλλει την τήρηση όλων των απαιτήσεων σχετικά με την υποβολή δηλώσεων και τη διαφάνεια οι οποίες θεσπίζονται κατ' εφαρμογή των άρθρων 20 και 21.

(β) Σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID – για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων) αρθρ. 4 παρ. 1. στ. 14, “ρυθμιζόμενη αγορά” είναι ένα πολυμερές σύστημα που το διευθύνει ή το εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων – εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια – κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου III. Με την Οδηγία αυτή ουσιαστικά καταργήθηκε η 93/22/ΕΟΚ και αντικαταστάθηκε ο ορισμός της “οργανωμένης” με την “ρυθμιζόμενη” αγορά.

(γ) Επίσης, σύμφωνα πάλι με την Οδηγία MiFID αρθρ. 4 παρ. 1. στ. 15, “Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)” είναι ένα πολυμερές σύστημα που το εκμεταλλεύεται επιχείρηση επενδύσεων ή διαχειριστής αγοράς και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων – εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια – κατά τρόπο καταλήγοντα στην σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου II.

(δ) Σύμφωνα με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II – για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων) αρθρ. 4 παρ. 1 στ. 23, “Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ)”, είναι ένα πολυμερές σύστημα, άλλο από ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, και στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παράγωγων μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τον τίτλο II της παρούσας οδηγίας.

Οι ανωτέρω ορισμοί (ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ, ΜΟΔ) αναφέρονται και στον Κανονισμό 600/2014/ΕΚ της 15/5/2014, άρθρ. 2, παρ. 1, στ. 13, 14 και 15, αντίστοιχα (ουσιαστικά πλέον θεωρούνται ταυτόσημες αγορές, η *οργανωμένη* και η *ρυθμιζόμενη*).

2) *Capital Markets Union (CMU), European Banking Union (EBU) και ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο*

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών στην Ε.Ε. (Capital Markets Union) είναι εγχείρημα για όλα τα κράτη μέλη⁷⁰. Οι κεφαλαιαγορές βρίσκονται σε διαφορετικά στάδια ανάπτυξης στα κράτη μέλη και οι μικρότερες επιχειρήσεις χρειάζονται πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω αποτελεσματικών και προσβάσιμων τοπικών διαύλων. Είναι σαφές από τις σκέψεις της Επιτροπής, ότι οι ανεπάρκειες και οι διαφορές των εθνικών πλαισίων αφερεγγυότητας δημιουργούν ανασφάλεια δικαίου, εμπόδια για την ανάκτηση της αξίας από τους πιστωτικούς φορείς και φραγμούς στην αποτελεσματική αναδιάρθρωση των βιώσιμων εταιρειών στην Ε.Ε., συμπεριλαμβανομένων των διασυνοριακών ομίλων.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών αποσκοπεί στην καλύτερη χρήση της ευρωπαϊκής αποταμίευσης, με τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας μέσω της οποίας οι αποταμιευτές αντιστοιχίζονται με τους δανειολήπτες, καθώς και στην αύξηση των επιδόσεων της οικονομίας της Ε.Ε.. Η ενεργός συμμετοχή των μικροεπενδυτών αποτελεί βασική πρόκληση για την ανάπτυξη ισχυρότερης κεφαλαιαγοράς στην Ε.Ε.. Αυτό απαιτεί μεγαλύτερη εμπιστοσύνη μεταξύ μικροεπενδυτών και διαφάνεια, ώστε να μπορούν οι επενδυτές να λαμβάνουν τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις.

Η αποτελεσματική και συνεπής εποπτεία είναι ουσιαστική για την προστασία των επενδυτών, την προώθηση της ολοκλήρωσης των κεφαλαιαγορών και τη διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Είναι σαφές, κατά την γνώμη μας, ότι η επιτυχία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών μπορεί να διασφαλιστεί μόνον εάν τα Κράτη-Μέλη είναι αποφασισμένα να εργαστούν για την εξάλειψη των αδικαιολόγητων εθνικών φραγμών στην ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων.

Ως απάντηση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προέβη επίσης σε ορισμένες πρωτοβουλίες για τη δημιουργία ασφαλέστερου χρηματοπιστωτικού τομέα για την ενιαία αγορά. Καθώς η χρηματοπιστωτική κρίση εξελίχθηκε στην κρίση του χρέους στη ζώνη του ευρώ, κατέστη σαφές ότι απαιτείται μεγαλύτερη ενοποίηση του τραπεζικού συστήματος για τις χώρες της ζώνης του ευρώ, οι οποίες είναι ιδιαίτερα αλληλεξαρτώμενες. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο, με βάση τον χάρτη πορείας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη δημιουργία τραπεζικής ένωσης, τα θεσμικά όργανα της Ε.Ε. συμφώνησαν να δημιουργήσουν έναν ενιαίο εποπτικό μηχανισμό (SSM) και μηχανισμό ενιαίας εξυγίανσης για τις τράπεζες (SRB). Η τραπεζική ένωση εφαρμόζεται σε χώρες της ζώνης του ευρώ. Μπορούν επίσης να προσχωρήσουν χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ.

⁷⁰ Το υποστηρίζει και σχετική ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, COM(2016) 601 final, Βρυξέλλες, 14.9.2016

Ως περαιτέρω βήμα προς μια πλήρως ανεπτυγμένη τραπεζική ένωση, η Επιτροπή υπέβαλε πρόταση για ένα Ευρωπαϊκό σύστημα ασφάλισης καταθέσεων (Deposit Guarantee Scheme) το 2015. Αυτό θα παρείχε ισχυρότερη και πιο ομοιόμορφη ασφαλιστική κάλυψη για όλους τους καταθέτες λιανικής στην τραπεζική ένωση.

Αναφέρουμε αυτές τις ανωτέρω προσπάθειες ενοποίησης στην Ε.Ε., αφενός μεν ως μια αρχική προσπάθεια ενοποίησης αγορών, σε υψηλό επίπεδο έστω σε συγκεκριμένη γεωγραφική και πολιτική περιοχή, αφετέρου δε, ως την επιτακτική ανάγκη δημιουργίας ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου. Οι ενώσεις Κεφαλαιαγορών αλλά και Τραπεζικής ένωσης, με τους αντίστοιχους μηχανισμούς επίπτωσης (τον SSM της ΕΚΤ πρόσφατα αλλά και τον νεοϊδρυθέντα SRM (Single Resolution Mechanism) μηχανισμό, για τις τράπεζες), αποτελούν σίγουρα μια πρώτη προσπάθεια δημιουργίας ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου για τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Απέχουμε όμως, ακόμα από την δημιουργία αυτού του ενιαίου πλαισίου, αφενός μεν λόγω του πρώιμου σταδίου των δύο αυτών ενώσεων στην Ε.Ε. (που δεν είναι ούτε επίσης ενοποιημένες) αλλά και του γεωγραφικού περιορισμού αυτών (στην Ε.Ε.). Υπάρχουν βέβαια μνημόνια συνεργασίας (κυρίως στα πλαίσια του SRM) με ρυθμιστικές αρχές άλλων χωρών, σε άλλα σημεία της Γης. Επίσης, όσον αφορά την εποπτεία των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών, αν και υφίσταται η ESMA, έχει όμως περισσότερο συντονιστικό χαρακτήρα μεταξύ των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών και όχι ακόμα τις σαφείς αναθέσεις ευρέων εποπτικών αρμοδιοτήτων (εποπτεύει πλήρως τις Credit Rate Agencies-CRAs και τα Αποθετήρια συναλλαγών-Trade repositories).

Μέχρι την στιγμή της πλήρους ενοποίησης των αγορών, θα υφίστανται το πρόβλημα της *κατάτμησης (fragmentation) της εποπτείας των αγορών*. Η προσπάθεια για την δημιουργία των CMU και EBU, έχει ως έναν από τους σκοπούς της, την άρση αυτών των προβλημάτων, από την ύπαρξη των διαφορετικών κέντρων εποπτείας των αγορών. Η ύπαρξη των διαφορετικών κέντρων εποπτείας, θα διαταράξει την έννοια της Ενιαίας Αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, διότι θα καταστήσει (ή θα διατηρήσει ως έχει) τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές, ως τις μόνες υπεύθυνες αρχές για επίλυση θεμάτων, όπως πχ η εξυγίανση προβληματικών ιδρυμάτων, η διαπραγμάτευση και εισαγωγή νέων προϊόντων, ο σχεδιασμός καινοτόμων Financial Market Infrastructures δομών, κλπ [Schoenmaker et al., 2010].

- 3) *Μηχανισμοί Εποπτικών αρχών που αλληλεπιδρούν. Ο SSM (Single Supervision Mechanism) – Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός της ΕΚΤ και ο Ενιαίος Μηχανισμός Τραπεζικής Εξυγίανσης (SRB and the SRM).*

Η δημιουργία μιας «Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ένωσης» («EBU») στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι μια πολύ φιλόδοξη πολιτική πρωτοβουλία, η οποία κατατέθηκε στην Διάσκεψη Κορυφής της 29ης Ιουνίου 2012, εν μέσω της τρέχουσας δημοσιονομικής κρίσης στη ζώνη του ευρώ, η οποία εκδηλώθηκε το 2010. Η ίδρυση της EBU θα δημιουργήσει ένα «ευρωπαϊκό» Τραπεζικό δίκτυ ασφαλείας που αποτελείται από :

- Έναν Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (E.E.M., Single Supervisory Mechanism, SSM) αποκλειστικά για τον τραπεζικό τομέα (όχι για τους άλλους δύο τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δηλ. ασφάλειες και μετοχικούς τίτλους) και κυρίως για τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν νομίμως συσταθεί στα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ, όσον αφορά την μικροπροληπτική εποπτεία τους,
- Έναν Μηχανισμό Ενιαίας Εξυγίανσης (M.E.E., Single Resolution Mechanism-SRM) για μη βιώσιμα πιστωτικά ιδρύματα (επίσης κυρίως ενσωματωμένο στα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ) και ένα Ταμείο Ενιαίας Εξυγίανσης (Single Resolution Fund-SRF), ώστε να καλύψουν τυχόν ελλείψεις χρηματοδότησης που προκύπτουν, υπό την προϋπόθεση ότι θα ληφθεί απόφαση σχετικά με την εξυγίανση των εν λόγω πιστωτικών ιδρυμάτων

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων, ιδιαίτερα στην σημερινή περίοδο, λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την Ε.Κ.Τ. σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, που συνοψίζονται στον Ενιαίο Εποπτικό Μηχανισμό (EEM - Single Supervisory Mechanism, SSM) των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Ο EEM έχει εγκαθιδρύσει (από τον Νοέμβριο του 2014) ένα νέο σύστημα χρηματοπιστωτικής εποπτείας που θα δομείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές (πχ Κεντρικές Τράπεζες) των συμμετεχόντων κρατών-μελών της Ε.Ε.. Τα συμμετέχοντα κράτη θα είναι τα υπαγόμενα στην Ευρωζώνη αλλά και εκείνα εκτός ευρώ που επιθυμούν την συνεργασία τους με τον EEM.

Με την βοήθεια του EEM, η ΕΚΤ θα εποπτεύει απευθείας τα “σημαντικά” πιστωτικά ιδρύματα (περί τα 130) και θα συνεργάζεται στενά με τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές για την εποπτεία και των λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων. Η ΕΚΤ θα δύναται να αποφασίζει, ανά πάσα στιγμή, να αναλάβει η ίδια, την εποπτεία και των “μη-σημαντικών” πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η κατηγοριοποίηση της “σημαντικότητας” ενός πιστωτικού ιδρύματος, βασίζεται :

- στην συνολική αξία των στοιχείων του ενεργητικού του,
- την σημασία του για την οικονομία της χώρας που εδράζεται ή και ολόκληρης της Ε.Ε.,
- την σημασία των διασυνοριακών του συναλλαγών,
- το εάν έχει λάβει οικονομική βοήθεια από τον Ενιαίο Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης.

Η βασική στόχευση του ΕΕΜ είναι να εξασφαλίζει την ασφάλεια και την ορθότητα του Ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος, αλλά και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης και σταθερότητας στην Ευρώπη, η δε ΕΚΤ θα είναι και η υπεύθυνη για την αποτελεσματικότητα και την συνεκτική λειτουργία του ΕΕΜ. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, η ΕΚΤ θα μπορεί, αποκλειστικά, να χορηγεί ή και να καταργεί άδειες λειτουργίας πιστωτικών ιδρυμάτων και να ελέγχει ακόμα και εξαγορές που ανήκουν στα υπόψη πιστωτικά ιδρύματα. Επιπρόσθετα η ΕΚΤ, θα δύναται να παρέχει γενικές οδηγίες προς τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές, που αφορούν την εποπτεία των “μη σημαντικών” εποπτευόμενων πιστωτικών ιδρυμάτων και γενικά να κατέχει άμεσες εποπτικές εξουσίες για κάθε πιστωτικό ίδρυμα. Σε αυτές περιλαμβάνονται η αναζήτηση πληροφοριών, η διεξαγωγή ελέγχων, οι επιτόπιες επιθεωρήσεις, ακόμα και η ανάληψη άμεσης εποπτείας “μη σημαντικών” ιδρυμάτων όταν κρίνεται απαραίτητο.

Όπως προβλέπεται από τον Κανονισμό ίδρυσης του ΕΕΜ (1024/2013), αλλά και από το (υπό διαβούλευση) πλαίσιο λειτουργίας του, ο μηχανισμός εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων, έχει ξεκινήσει με τα εξής στάδια :

- την εποπτική διαχείριση του κινδύνου τους (risk assessment), μέσω επιλεγμένων καρτοφυλακίων,
- την αναθεώρηση και ολική επισκόπηση της ποιότητας των στοιχείων του ενεργητικού τους (Asset Quality Review), και
- τα σενάρια προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων (stress tests).

Ο SRM (Single Resolution Mechanism) είναι ένας από τους πυλώνες της Τραπεζικής Ένωσης, παράλληλα με τον SSM (Single Supervision Mechanism). Από τον Νοέμβριο 2014, ο SSM είναι το νέο σύστημα τραπεζικής εποπτείας στην Τραπεζική Ένωση. Στο πλαίσιο του SRM, η κεντρική εξουσία λήψης αποφάσεων όσον αφορά την εξυγίανση ενός πιστωτικού ιδρύματος, έχει ανατεθεί στο SRB, το οποίο αντλεί τις εξουσίες του τόσο από τον BRRD όσο και από το SRMR.

Ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Ενιαίας Εξυγίανσης ("SRM") για τα μη βιώσιμα πιστωτικά ιδρύματα (και ορισμένες επιχειρήσεις επενδύσεων) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Ενιαίας Εξυγίανσης ("SRF") για την κάλυψη τυχόν ελλείψεων χρηματοδότησης που θα μπορούσαν να προκύψουν από μια διαδικασία εξυγίανσης, εγκρίθηκαν το 2014, δυνάμει δύο νομικών πράξεων : (α) Τον κανονισμό (Ε.Ε.) αριθ. 806/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (SRMR) (β) και μια διακυβερνητική συμφωνία (Intergovernmental Agreement).

Οι ενιαίοι κανόνες και οι διαδικασίες που προκύπτουν από τον Κανονισμό SRMR (Single Resolution Mechanism Regulation, (EU) No 1024/2013), αλλά και την Οδηγία BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive, 2014/59/EU), πρέπει να εφαρμόζονται από το Ενιαίο Συμβούλιο Εξυγίανσης-ΕΣΕ (SRB, Single Resolution Board), μαζί με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Εθνικές Αρχές Τραπεζικής Εξυγίανσης, στα πλαίσια του SRF.

Ταυτόχρονα ο μηχανισμός SRM, διαθέτει το ενιαίο ταμείο για την τραπεζική εξυγίανση, το SRF. Η χρήση του SRF εξαρτάται από την έναρξη ισχύος της διακυβερνητικής συμφωνίας μεταξύ των συμμετεχόντων κρατών μελών και από :

- τη μεταφορά των κεφαλαίων που αντλήθηκαν σε εθνικό επίπεδο προς το SRF και
- την προοδευτική συγκώνευση των διαφόρων πόρων που συγκεντρώθηκαν σε εθνικό επίπεδο που κατανέμονται στα εθνικά τμήματα του SRF.

Η εξυγίανση μιας τράπεζας συμβαίνει όταν οι αρχές διαπιστώσουν ότι:

- η τράπεζα έχει χρεοκοπήσει ή είναι πιθανό να χρεοκοπήσει,
- δεν υπάρχουν μέτρα εποπτείας ή ιδιωτικού τομέα που να αποκαθιστούν τη βιωσιμότητα της τράπεζας μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα (πχ, με τη λήψη μέτρων που καθορίζονται στο σχέδιο ανάκαμψης της τράπεζας-resolution plan), και
- η λύση της εξυγίανσης είναι απαραίτητη για το *δημόσιο συμφέρον*, δηλαδή οι στόχοι εξυγίανσης δεν θα είχαν επιτευχθεί στον ίδιο βαθμό αν η τράπεζα είχε τεθεί σε εκκαθάριση υπό τις κανονικές (εθνικές) διαδικασίες εξυγίανσης.

4) *Η δομή της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής και η ρυθμισμένη διεθνής αγορά του ενιαίου πλαισίου.*

Η δημιουργία μιας Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής (ΠΕΑ) δεν μπορεί να εκπληρώσει τον σκοπό της ύπαρξης της, εφόσον δεν έχουν ανατεθεί σε αυτή, αρμοδιότητες, που άπτονται των υπάρχοντων εθνικών και υπερεθνικών αρχών. Η ύπαρξη της επίσης είναι απαραίτητη για την εποπτεία και την αρμονική λειτουργία ενός

ενιαίου και ρυθμισμένου μοντέλου αγορών, για όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η παγκόσμια εποπτική αρχή που θα μπορεί να εποπτεύει το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο των προϊόντων, είναι και η απάντηση στο πρόβλημα της *κατάτμησης (fragmentation) της εποπτείας των αγορών*.

Σκοπός και στόχος της θα είναι η διαφάνεια του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, δηλ. της ρυθμισμένης παγκόσμιας και πολυμερούς αγοράς διαπραγμάτευσης, η προσπάθεια προσέγγισης της τέλει αγοράς⁷¹, η σύμμετρη γνώση πληροφόρησης προς όλους τους συμμετέχοντες των τιμών των προϊόντων, τα χαμηλά κόστη συναλλαγών, η υψηλή ρευστότητα, η δημιουργία και επόπτευση μηχανισμών διαπραγμάτευσης και κοινών τόπων.

Απαιτείται ένα βασικό όργανο λειτουργίας, δηλ. ένα Εποπτικό συμβούλιο, στο οποίο θα πρέπει (στην πλήρη σύνθεση) του να περιλαμβάνει (εκτός από τα μόνιμα μέλη του, εκπροσώπους από τις διεθνείς εποπτικές αρχές και από διεθνείς οργανισμούς). Στους τακτικούς εκπροσώπους αρχών και οργανισμών, θα υπολογίσουμε τουλάχιστον από : ΕΚΤ, ESMA, EBA, EIOPA, IMF, BCBS, IOSCO, World Bank, SEC. Ταυτόχρονα απαιτείται και μια ομάδα από Επιτροπές για ταχεία και στοχευμένη λήψη αποφάσεων, σε συγκεκριμένους τομείς.

Αληθεύει το ότι δεν μπορεί η Αρχή αυτή αν όχι να νομοθετεί, να έχει τουλάχιστον εποπτικό ρόλο στις διεθνείς κανονιστικές διαδικασίες. Για να πραγματοποιηθεί αυτό θα πρέπει να γίνει μια σχετική ανάθεση αρμοδιοτήτων, είτε από αυτόνομες εθνικές αρχές (πχ SEC ΗΠΑ, SCA Dubai Financial Services Authority, κλπ), είτε από ήδη υπάρχουσες υπερεθνικές αρχές (ESMA, EBA, SRB, ΕΚΤ, κλπ), στα θέματα βέβαια που έχουν αρμοδιότητα ήδη να εποπτεύουν. Θα πρέπει δε, την Αρχή αυτή να συνδράμουν και διεθνείς χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, όπως ο IOSCO, η BIS (Βασιλεία), το IMF, το ISF, κλπ αλλά και λοιποί διεθνείς οργανισμοί, όπως πχ ISDA (κάτωθι Εικόνα 1).

Σημαντικό σημείο για την εύρυθμη αλλά και την ουσιαστική λειτουργία της υπερ-εποπτικής αρχής, είναι η χρήση resources από τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές. Συγκεκριμένα, οι ανταλλαγές πληροφοριών μεταξύ τους, η πρόσβαση σε πληροφοριακά συστήματα και βάσεις δεδομένων των λοιπών αρχών από την ΠΕΑ, η συμμετοχή και ανταλλαγή υπαλληλικού προσωπικού και στελεχών, η συνεχής επικοινωνία, με τις Εθνικές και υπερεθνικές αρχές, τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς

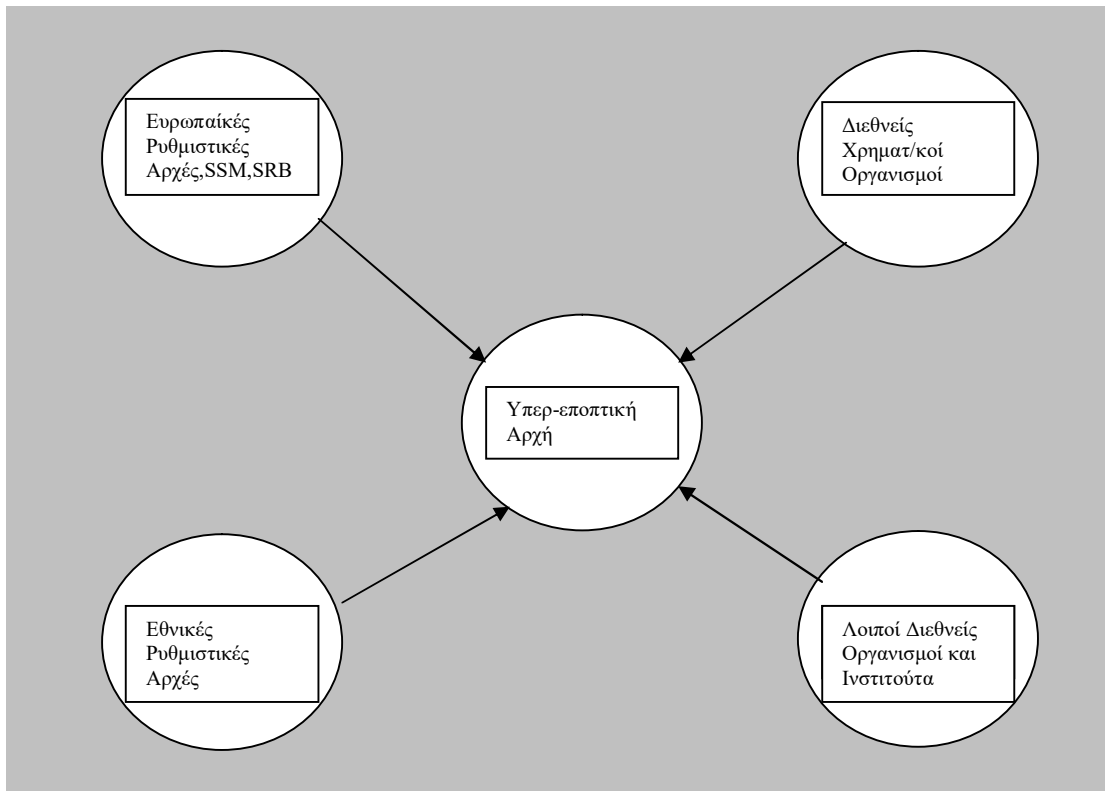
⁷¹ Σε μια “τέλεια αγορά”, υπάρχει πληθώρα επενδυτών που σκέφτονται με τον ίδιο ορθολογικό τρόπο για τις επενδυτικές τους αποφάσεις, δεν υπάρχουν (θεωρητικά) κόστη συναλλαγών, υπάρχει πλήρη, τέλεια και σύμμετρη πληροφόρηση που διαχέεται άμεσα σε όλους τους συμμετέχοντες και οι εκάστοτε αλλαγές των δεδομένων αντικατοπτρίζονται άμεσα στις τιμές των διαπραγματευόμενων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

και μη, οργανισμούς, είναι μερικά από τα απαραίτητα στοιχεία χρήσης πρωτογενών πηγών πληροφόρησης.

Η σχέση της ΠΕΑ με τις διεθνείς, υπερεθνικές εποπτικές αρχές, τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς και μη οργανισμούς αλλά και τα κέντρα επιρροών, θα γίνεται μέσω κοινών επιτροπών με αντίστοιχους εκπροσώπους, με joint teams σε τεχνικό επίπεδο, με μνημόνια συνεργασίας (MoUs), με πολυμερείς/διμερείς συναντήσεις, με υιοθετήσεις προτύπων από ανεγνωρισμένα και διεθνούς κύρους ινστιτούτα και φυσικά με τους Διεθνείς Οίκους Πιστοληπτικής Διαβάθμισης (CRAs), ως τους σημαντικότερους εξωτερικούς παράγοντες επιρροής, στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό γίγνεσθαι.

Αν και οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης (CRAs) ελέγχονται από τις Οδηγίες Κεφαλαιακής Επάρκειας και Κατάχρησης Αγοράς, καθώς επίσης και από έναν Κώδικα Δεοντολογίας που εξέδωσε ο Διεθνής Οργανισμός των Εποπτικών Ρυθμιστικών Αρχών (IOSCO), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι η εθελοντική αυτορύθμιση τους και η συμμόρφωση τους με τον Κώδικα της IOSCO, δεν είναι αρκετά. Αν σκεφτούμε την τεράστια ισχύ των CRAs, που αποφασίζουν για τις τύχες των τραπεζών, των επιχειρήσεων, των ασφαλιστικών εταιριών, των νέων επενδυτικών προϊόντων και των ιδίων των κρατών, καθίσταται σαφές ότι η σε Ευρωπαϊκό επίπεδο αλλά και σε παγκόσμιο (εν ευθέτω χρόνω, από την ΠΕΑ) ρύθμιση τους, είναι επιτακτική.

Ιδιαίτερο ρόλο, θα διαδραματίσει ο SSM και ο SRB και οι συνεργασίες τους με την υπερ-εποπτική αρχή. Οι Ευρωπαϊκοί αυτοί μηχανισμοί, για την προστασία του Ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα είναι σε θέση πλέον της προληπτικής εποπτείας και των μέτρων εξυγίανσης που παρέχουν για τα πιστωτικά ιδρύματα που εδρεύουν στην Ε.Ε., να χρησιμοποιούν μέσα, όπως τα Κολέγιο Εξυγίανσης (College Resolution), το Ευρωπαϊκό Κολέγιο Εξυγίανσης (European College Resolution), τα Κολέγια Εποπτών (Supervisory Colleges) και γενικότερα οι διάφορες ομάδες που έχουν συγκροτήσει (Joint Supervisory Teams, Joint Resolution Teams), να ενημερώνουν την ΠΕΑ, ώστε να μπορεί να συνεισφέρει στον εποπτικό της ρόλο, αρτιότερα και έγκαιρα, όταν πρόκειται για θέματα χρηματοπιστωτικού κινδύνου, που εδράζονται μόν στην Ε.Ε., αλλά μπορούν να εξαπλωθούν (spillover) σε διάφορες άλλες περιοχές.



Εικόνα 1 (Υπερ-εποπτική αρχή και οι σχέσεις της με τα διεθνή κέντρα)

5) *Ρύθμιση της κάθε αγοράς κατά γεωγραφική περιοχή σε αντιδιαστολή με το Ενιαίο μοντέλο αγοράς. Περιορισμοί, μειονεκτήματα, πλεονεκτήματα*

Η διαφορετικότητα των ρυθμιστικών μοντέλων σε διαφορετικές περιοχές (ΗΠΑ, Ε.Ε., Ασία, κλπ), και παρά, βεβαίως, την ύπαρξη μερικών, σε διεθνές επίπεδο, κανονιστικών διατάξεων (όπως η Βασιλεία III), που έχουν επαρκώς υιοθετηθεί, έχει μια σειρά πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων. Τελευταία, βέβαια, βλέπουμε τον μεγάλο αριθμό οδηγιών που έχουν εκδοθεί, ιδιαίτερα στα χρηματοπιστωτικά δρώμενα και γενικότερα της δευτερογενούς αγοράς, κυρίως λόγω της πολυπλοκότητας των προϊόντων και τον ανταγωνισμό των παρόμοιων επιχειρήσεων από την αντίπερα όχθη του Ατλαντικού (ΗΠΑ).

Η ρύθμιση κατά διαφορετική περιοχή (πχ μεταξύ ΗΠΑ και Ε.Ε.), δημιουργεί ένα μειονέκτημα, για τους ξένους θεσμικούς επενδυτές και τους διεθνείς χρηματοοικονομικούς οίκους, ως οι σημαντικότερες συμμετέχοντες στο σύστημα, διότι στην περίπτωση μιας ενιαίας ρυθμισμένης αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, θα έχουν με περισσή πλέον ευθύνη, το πλεονέκτημα και την δυνατότητα για την διαφανή

διασυνοριακή μετακίνηση των επενδυτικών τους κεφαλαίων, κινούμενοι και σε μια πανευρωπαϊκή αγορά, που δίνει ίσες και ανταγωνιστικές ευκαιρίες αλλά και έναντι των άλλων αγορών του Ατλαντικού.

Η απόφαση της Ευρωπαϊκής Ένωσης να ανταποκριθεί θετικά στο προερχόμενο από την απέναντι πλευρά του Ατλαντικού αίτημα για περισσότερη ασφάλεια και εναρμόνιση στις Χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, θα έχει μεν ως πλεονέκτημα την περισσότερη προστασία των επενδυτών από τις πχ καταχρηστικές πρακτικές χειραγώγησης αγοράς, αλλά θα έχει και ως μειονέκτημα και τίμημα αφενός την σταδιακή εγκατάλειψη της προστασίας των θεμελιωδών δικαιωμάτων και αφετέρου τη διόγκωση ενός άκρως τυπικού μεν, αλλά ουσιαστικώς αναποτελεσματικού συστήματος αναφορών, προς τις αρμόδιες υπηρεσίες με ασήμαντες γνωστοποιήσεις και θα απονευρώσει ουσιαστικά τον όποιο ελεγκτικό τους ρόλο.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρέπει να διευρύνει τον διάλογο μεταξύ Ε.Ε.-ΗΠΑ για τις χρηματοπιστωτικές αλλαγές, αλλά και με άλλες χώρες (Ιαπωνία, Ρωσία, Κίνα, κλπ). Ταυτόχρονα πρέπει να αυξήσει την ισχυρή της εκπροσώπηση στους διεθνείς οργανισμούς, μέσα από τους οποίους πρέπει να εκφράζεται με μία φωνή για θέματα όπως η καταπολέμηση του οικονομικού εγκλήματος, η νομιμοποίηση εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες, η διαφθορά στον χρηματοοικονομικό τομέα, η επιχειρηματική εγκληματικότητα, κλπ. Χρειάζεται συνεργασία και ανταλλαγές πληροφοριών ακόμα και μεταξύ των υπεράκτιων χρηματοπιστωτικών κέντρων.

Μια λύση πχ θα είναι ο εξορθολογισμός της νομοθεσίας για την πρόληψη και καταπολέμηση του ξεπλύματος χρήματος και η επαναφορά των κυρώσεων του στα πλαίσια που υπαγορεύει η νηφάλια αποτίμηση της απαξίας της πράξης, με γνώμονα την συνταγματικά κατοχυρωμένη αρχή της αναλογικότητας.

Η ευθυγράμμιση των εθνικών ρυθμιστικών προσεγγίσεων των κρατών με ένα κοινό διεθνές ρυθμιστικό σύστημα, αντιπροσωπεύει μια πραγματική πρόκληση, εφόσον συνεπάγεται σημαντικά αρχικά κόστη για την προσαρμογή των εθνικών αρχών επιβολής της νομοθεσίας και των φορέων των αγορών. Τα μεταβατικά αυτά προβλήματα αποτελούν από μόνα τους μια πρόκληση – στο βαθμό ιδίως που επικεντρώνονται σε μια σύντομη περίοδο. Ωστόσο, οι ανησυχίες για τα μεταβατικά αυτά κόστη δεν πρέπει να επισκιάζουν τα γενικότερα οικονομικά πλεονεκτήματα, ενός ενιαίου ρυθμιστικού μοντέλου.

Η εναλλακτική λύση είναι σαφής: θα συνεχίσουμε να έχουμε γεωγραφικά κατακερματισμένες και μη αποτελεσματικές χρηματοπιστωτικές αγορές και/ή

συνονθύλευμα εθνικών αποθεμάτων ρευστότητας που θα υπόκεινται σε αποκλίνουσες και ασυντόνιστες πρακτικές διαχείρισης κινδύνων και σε υψηλότερο κόστος κεφαλαίου. Απαιτείται συνεπώς, ένα ενιαίο νομοθετικό πλαίσιο που θα επιτρέψει σε εκδότες, επενδυτές και παρόχους χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών να συναλλάσσονται σε διεθνές επίπεδο χωρίς αδικαιολόγητα νομικά εμπόδια. Αυτό που προέχει σήμερα είναι να εξασφαλιστεί η δημιουργία, αποδοχή και η καλή λειτουργία του.

Οι δείκτες της οικονομίας και των αγορών, αλλά και οι πολιτικές εξελίξεις δημιουργίας της EBU και της CMU, καταδεικνύουν τουλάχιστον ότι η Ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ενοποίηση βρίσκεται σε εξέλιξη σε πολλούς τομείς: αγορές χονδρικής, χρηματιστήρια και υποδομές χρηματοπιστωτικών αγορών, ιδίως για την εκκαθάριση και το διακανονισμό των συναλλαγών. Αυτό βελτίωσε τους όρους για όλους τους χρήστες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αρχίζει ήδη να διαμορφώνεται ένα «ανακλαστικό» ευρωπαϊκής αγοράς, προς το διεθνές σύστημα, παρόλο που πρέπει ακόμα να γίνουν πολλά.

Ο τομέας της λιανικής διανομής χρηματ/κών μέσων παραμένει κατακερματισμένος, ενώ η διείδυση σε ορισμένες αγορές είναι αδύνατη. Οι φραγμοί αυτοί πρέπει να αξιολογηθούν προσεκτικά, προκειμένου ιδίως να προσδιοριστεί εάν αποτελούν ουσιαστικά οικονομικά εμπόδια στην ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων και των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Μια αποτελεσματική αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων αποτελεί στρατηγικής σημασίας στοιχείο για την ανάπτυξη νέων και καινοτόμων επιχειρήσεων, την ενθάρρυνση της επιχειρηματικότητας, την αύξηση της παραγωγικότητας και τη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρώπη και στον κόσμο.

Επί του παρόντος, η Ευρωπαϊκή αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων είναι πολύ λιγότερο αποτελεσματική από την αντίστοιχη αγορά των ΗΠΑ, για παράδειγμα. Στον τομέα αυτόν πρέπει συνεπώς να προσδιοριστούν οι προτεραιότητες που θα οδηγήσουν στην ανάληψη νέων πρωτοβουλιών.

6) Σχέση υπερ-ρύθμισης/υπο-ρύθμισης αγορών με την προστασία επενδυτών, καταναλωτών, και των αρχών δικαίου, οδηγιών, κανονισμών, συμμετεχόντων. Η ισορροπία στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών.

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές ρυθμίζονται για διάφορους λόγους. Ο σημαντικότερος είναι ότι οι χρηματοπιστωτικές αστάθειες διαχέονται στην πραγματική οικονομία, προκαλώντας μακροοικονομική αστάθεια. Παρόλο που υπάρχουν ξεκάθαρα άλλες πτυχές της δημοσιονομικής ρύθμισης, το σημαντικό αντιστάθμισμα, είναι η

εξισορρόπηση των καθαρών οφελών της καινοτομίας έναντι εκείνων που ζουν σε ένα ασφαλέστερο οικονομικό (και κατά συνέπεια πραγματικό) περιβάλλον. Αλλά ακόμα κι αν ο βέλτιστος αυτός στόχος θα μπορούσε να επιτευχθεί κατά κάποιον τρόπο, δεν θα ήταν μια κατάσταση ισορροπίας εξαιτίας αυτού που αποκαλείται (στην διεθνή βιβλιογραφία, [Blinder, 2014⁷²]) ως *οικονομική εντροπία*, δηλαδή την φυσική τάση να διαβρώνονται, με την πάροδο του χρόνου, τόσο η αυστηρότητα των κανονισμών όσο και η επιβολή τους.

Η ομοιομορφία των ρυθμιστικών κανονισμών μεταξύ των χωρών είναι ένας τρόπος μείωσης των ευκαιριών για το κανονιστικό (ρυθμιστικό) αρμπιτράζ. Όμως, η σημασία της *διεθνούς εναρμόνισης* ποικίλλει σε μεγάλο βαθμό από το ένα ρυθμιστικό θέμα στο άλλο. Δεν φαίνεται να είναι σημαντικό το ότι διαφορετικές χώρες να οργανώνουν την κανονιστική τους ρύθμιση για τους συστημικούς τους κινδύνους με τον ίδιο τρόπο, να περιορίσουν τις συναλλαγές για ίδιο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών με τον ίδιο τρόπο ή να αποζημιώσουν τους traders αλλά και τους επενδυτές με τον ίδιο τρόπο.

Η ρύθμιση των παραγώγων προϊόντων επιδιώκει επίσης τη διεθνή ομογενοποίηση. Σε αντίθεση με τα περισσότερα από τα μέσα στα οποία βασίζονται (π.χ. ομόλογα, υποθήκες, forex κλπ.), τα παράγωγα δεν έχουν σαφώς καθορισμένη γεωγραφική θέση (ενώ πχ ένα δάνειο κατατίθεται σε κάποια τράπεζα, ένα ομόλογο είναι η ευθύνη μιας εταιρείας που έχει κατοικία κάπου, κλπ).

Με σχετικά αργούς ρυθμούς, η οικονομική εντροπία απορρέει από τις διεργασίες της χρηματοοικονομικής αγοράς, από την κανονιστική ρύθμιση και την εποπτεία των ελαφρύτερων (χαλαρότερων) ρυθμίσεων (υπο-ρύθμιση) και τέλος, από τις νομοθετικές αλλαγές που καθιστούν τη ζωή πιο εύχρηστη και εύκολη για τη χρηματοοικονομικής αγοράς.

Όλες αυτές οι αλλαγές καθιστούν ευκολότερη την οικοδόμηση οικονομικών υπερβολών κατά τη διάρκεια μιας "έκρηξης". Όταν η "φούσκα", τελικά εκραγεί, οι ρυθμιστικές αρχές επανέρχονται σε μια περισσότερο κανονιστική κατεύθυνση (υπερ-ρύθμιση) και η δυναμική της αγοράς εξασθενεί. Συνεπώς, για μικρό χρονικό διάστημα, οι κανονισμοί γίνονται περισσότεροι και πιο περιοριστικοί και εφαρμόζονται αυστηρότεροι νόμοι.

Όμως, το αυστηρότερο ρυθμιστικό περιβάλλον της υπερ-ρύθμισης συνδυάζεται με τη σύνεση που προκαλείται από την πρόσφατη κρίση για την δημιουργία

⁷² Blinder, Alan (2014), "Financial Entropy and the Optimality of Over-Regulation", Princeton University, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 242, pp. 27-28, November 2014.

ασφαλέστερου οικονομικού περιβάλλοντος για τους επενδυτές για λίγο χρονικό διάστημα, ώστε να επέρχεται μεγαλύτερη προστασία για τους επενδυτές. Καθώς όμως κινούμαστε σε υπερ-προστατευτικά περιβάλλοντα για τους επενδυτές, σημαντική μερίδα των συμμετεχόντων στις αγορές (όπως πχ τα Hedge Funds), ελοχεύει ο κίνδυνος της μετακίνησης των κεφαλαίων⁷³ [Panagopoulos, A., Chatzigagios, T., 2015]. Πχ στην περίπτωση που τεθεί θέμα περιορισμών στο ποσοστό της μόχλευσης των Hedge Funds και τι μπορεί να επιτύχουν, με το σκεπτικό ότι οι αντισυμβαλλόμενοι και οι επενδυτές θα έχουν περισσότερες δυνατότητες διαχείρισης του κινδύνου, θα δημιουργηθεί ακόμα και θέμα φυγής των Hedge Funds από την Ευρώπη, προς περιβάλλοντα λιγότερο διαφανή και ρυθμισμένα. Εκείνο που μάλλον απαιτείται είναι να αποκτήσουν οι ρυθμιστικές αρχές εργαλεία παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου από τα Hedge Funds. Συνεπώς η υπερ-ρύθμιση, ενώ νομοθετικά θα προστατεύσει τον καταναλωτή-επενδυτή από θέματα πχ κινδύνων κατάχρησης αγοράς, προστασίας των καταθέσεων του και μεγαλύτερης διαφάνειας, σε βάθος χρόνου, θα δημιουργήσει θέματα μετακίνησης συμμετεχόντων σε άλλες αγορές.

Από την άλλη μεριά, η υπο-ρύθμιση των αγορών, έχει σαν συνέπεια την δημιουργία ενός χαλαρότερου νομοθετικού και περιοριστικού περιβάλλοντος αγορών, που έχει σαν αποτέλεσμα την πιο ελκτική αντιμετώπιση και προσέλκυση Funds σε αυτές τις αγορές. Σε βάθος χρόνου όμως, η χαμηλή πιθανώς προστασία των επενδυτών, των καταθετών, των φορολογούμενων, κλπ, από καταχρηστικές πρακτικές αγοράς και η χαμηλότερη διαφάνεια (που είναι συνέπεια των χαλαρών νομοθετικών πλαισίων), θα δημιουργήσει τριγμούς αξιοπιστίας.

Συμπερασματικά, η εναρμόνιση των νομοθεσιών σε διεθνές επίπεδο και κατ' επέκταση στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, πρέπει να είναι εξισορροπητική. Στις κρίσιμες στιγμές κατά τις οποίες οι κανονισμοί γίνονται αυστηρότεροι, είναι ορθολογικό για τους νομοθέτες να πηγαίνουν "πολύ μακριά", επειδή γνωρίζουν ότι οτιδήποτε κάνουν θα διαβρωθεί με την πάροδο του χρόνου. Αυτό είναι και το αποτέλεσμα της βέλτιστης υπέρμετρης ρύθμισης.

7) Αναγκαιότητα ενοποίησης αγορών και δημιουργίας ενιαίου ρυθμιστικού μοντέλου.

⁷³ Panagopoulos, A., Chatzigagios T., (2015), "Hedge Funds and Credit Derivatives Regulatory Reforms and Suggestions – How the International Financial Environment will be Affected", Journal of Economics, Business and Management, Vol. 3, No. 12, December 2015.

Οι χρηματοοικονομικές αγορές (Χ.Α.), όπως και οι αγορές αγαθών, είναι και αυτές περισσότερο ολοκληρωμένες και απελευθερωμένες στις επικράτειες των Κρατών-Μελών, παρά στις διασυνοριακές τους σχέσεις. Οι λόγοι για τους διαφορετικούς βαθμούς ολοκλήρωσης και απελευθέρωσης, ουσιαστικά σχετίζονται με τις νομισματικές και χρηματοοικονομικές τους δομές. Μολονότι η μερική απελευθέρωση των Χ.Α. οδηγεί σε υψηλά κόστη για τους καταναλωτές και τους παραγωγούς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κυρίως στα μικρότερα Κράτη-Μέλη μιας νομισματικής ένωσης, οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι η νομισματική ένωση τελικά θα βελτιώσει την απελευθέρωση των Χ.Α.. Αυτό διότι, με την απελευθέρωση των Χ.Α., ουσιαστικά οι τιμές των χρηματοοικονομικών αγαθών από διαφορετικές περιοχές είναι εξισωμένες (πλην των διαφορετικών συναλλακτικών εξόδων), ενώ οι διαπραγματευτές σε διαφορετικές περιοχές θα έχουν πρόσβαση και δυνατότητα συναλλαγών από επίσης διαφορετικές περιοχές αλλά και την δυνατότητα για να αποφασίσουν να δανεισθούν, να επενδύσουν και να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο. Ουσιαστικά, το αποτέλεσμα είναι η αύξηση της διαθεσιμότητας και της διαφοροποίησης, που επιφέρουν την ανεξαρτησία των επενδυτικών αποφάσεων και επιπλέον η επενδυτική θέση θα μπορεί να προσαρμόζεται ομαλά και να αντισταθμίζει τις τρέχουσες ανισορροπίες.

Στο σημείο που τα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια θα καταφέρουν να αποκτήσουν περισσότερη πρόσβαση σε έναν μεγαλύτερο αριθμό επενδυτών και διαμεσολαβητών και να επιτύχουν καλύτερα κόστη και αποτελεσματικότερες υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού, διευκολύνοντας έτσι την χρησιμοποίηση διαφοροποιημένων τίτλων για συναλλαγές σε όλη την αγορά, περιμένουμε με την βελτίωση αυτή να μεταφερθεί η αντίληψη των συναλλαγών από το επίπεδο «χώρας» στο επίπεδο «τομέα».

Αυτή η πιθανή βελτίωση επίσης θα εξαρτηθεί αρκετά από τις πραγματικές ευκαιρίες καθώς και από την απόκριση των επιχειρήσεων : θα θελήσουν την εισδοχή των μετοχών τους και σε άλλες οργανωμένες Ευρωπαϊκές αγορές και να τις βλέπουν να διαπραγματεύονται σε εναλλακτικά συστήματα με χαμηλότερο κόστος ? Η πραγματική επίπτωση της MiFID στο μέσο κόστος κεφαλαίου στην Ε.Ε., άρα και η ρευστότητα της αγοράς, είναι επίσης σημαντικός παράγοντας.

Πρέπει να τονισθεί ότι η δομική κατάτμηση των αγορών αποτελεί τροχοπέδη στην αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών, αλλά μπορεί να λειτουργήσει και ως ανάχωμα στην ευρεία εκδήλωση του συστημικού κινδύνου. Άρα, η αποτελεσματικότητα της MiFID στην μείωση των επιδράσεων λόγω της δομικής κατάτμησης της αγοράς, ίσως επιβαρυνθεί από το κόστος αύξησης της πιθανότητας του συστημικού κινδύνου.

Μπορούμε να ισχυρισθούμε ότι η έλευση της MiFID I και II, έχει και θα συνεισφέρει στην μείωση των προβλημάτων σε επίπεδο χώρας, όπως και η προηγούμενη εμπειρία από την Οδηγία των Επενδυτικών Υπηρεσιών και την Οδηγία Κατάχρησης Αγοράς, όπου οι Ευρωπαϊκές επενδύσεις και οι οικονομίες των Κρατών-Μελών είχαν βασισθεί κυρίως στο επίπεδο της «χώρας» και όχι του «τομέα». Άλλωστε οι δημόσιες εγγραφές και οι χρηματοδοτήσεις στην Ε.Ε. σήμερα, εφαρμόζονται κυρίως σε επίπεδο χώρας και όχι διασυνοριακά. Συνεπώς η Ευρωπαϊκή αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών είναι ακόμα κατακερματισμένη, οι δε διαμεσολαβητές (επενδυτικοί οίκοι) είναι εταιρίες με κλειστές διοικήσεις και μόνο πρόσφατα παρατηρείται κινητικότητα συγχωνεύσεων μεταξύ αυτών των εταιριών και των Χρηματιστηρίων, αλλά αυτό παρατηρείται κυρίως εντός των Κρατών-Μελών και όχι μεταξύ των Κρατών-Μελών. Η δε εκκαθάριση και ο διακανονισμός είναι περισσότερο κατακερματισμένες και συνεπώς κοστοβόρες διαδικασίες.

8) Προβλήματα από τα εμπόδια “Giovannini” στην Ε.Ε. και προτάσεις επίλυσης τους από το Ενιαίο Ρυθμιστικό πλαίσιο αλλά και τις εθνικές πολιτικές.

Για την επίλυση των προβλημάτων, εποπτείας, εκκαθάρισης και πληρωμών, είναι σημαντική η άρση των τεχνικών, νομικών και φορολογικών περιορισμών και εμποδίων για μείωση του κόστους των διασυνοριακών πράξεων στις κινητές αξίες⁷⁴.

Υφίστανται τα εμπόδια που σχετίζονται με τις εθνικές διαφορές στις τεχνικές απαιτήσεις/πρακτική της αγοράς. Αυτά περιλαμβάνουν διαφορές ως προς τον τρόπο εφαρμογής μηχανογραφικών συστημάτων, περιορισμούς στην άμεση πρόσβαση στα συστήματα διακανονισμού από ξένα ιδρύματα, διαφορετικές διάρκειες κύκλων διακανονισμού και απαίτηση ότι οι εκδόσεις σε εισηγμένους τίτλους θα κατατίθενται αποκλειστικά στο τοπικό σύστημα διακανονισμού.

⁷⁴ Τα περίφημα 15 “Εμπόδια Giovannini”. Η προσπάθεια κατάργησής τους γίνεται με την βοήθεια των ομάδων FISCO και CESAME. Την οργάνωση της όλης προσπάθειας άρσης αυτών των περιορισμών, την έχει επωμισθεί η Ομάδα Giovannini. Την ανάπτυξη των στόχων και των προσπαθειών μπορεί να την παρακολουθήσει ο ερευνητής στο link http://ec.europa.eu/economy_finance/giovannini_en.htm, και δημοσιεύονται στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm, που όμως εκφεύγει των στόχων του παρούσας διατριβής, αν και κρίνεται απαραίτητη, όχι μόνο από την πλευρά της πραγματικής ερευνητικής μελέτης, αλλά και του χαρακτήρα της, ως μια από τις σημαντικότερες τρέχουσες εργασίες που γίνονται στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Αναφέρονται στην αποτελεσματική διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμό, σε τρεις ενότητες : εθνικές διαφορές σε τεχνολογικές απαιτήσεις και πρακτική αγοράς, εθνικές διαφορές στη φορολογική διαδικασία και σε νομικά θέματα. Η «πρώτη έκθεση Giovannini» κατατέθηκε τον Νοέμβριο του 2001 («Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union») και τον Απρίλιο του 2003 η «δεύτερη έκθεση Giovannini» («Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements»).

Υφίστανται, επίσης, τα εμπόδια που σχετίζονται με τις εθνικές διαφορές στις φορολογικές διαδικασίες. Αυτό περιλαμβάνει φόρους συναλλαγών σε ορισμένα κράτη μέλη, αποκλειστικά δικαιώματα είσπραξης παρακράτησης φόρου στην πηγή και ασυνεπή και περίπλοκο φορολογικό κανονισμό στα κράτη μέλη της Ε.Ε..

Υφίστανται, τέλος, τα εμπόδια που αφορούν ζητήματα ασφάλειας δικαίου. Αυτό περιλαμβάνει την απουσία ενός πανευρωπαϊκού πλαισίου για την αντιμετώπιση των συμφερόντων σε τίτλους και των διαφορών στους νομικούς ορισμούς, πχ Δεσμεύσεις, το αμετάκλητο του διακανονισμού και δικαιώματα από τίτλους.

Αρκετά από τα εμπόδια (barriers) έχουν επιλυθεί (κυρίως σε Ευρωπαϊκό επίπεδο) είτε με την εφαρμογή του συστήματος T2S της ΕΚΤ, είτε με την Οδηγία CSDR (Regulation on Settlement and Central Securities Depositories, EU 909/2014).

Παραμένουν, όμως, ακόμα άλυτα τα κάτωθι εμπόδια (Πίνακας 1) :

1. *National restrictions on the activity of primary dealers and market makers* (Περιορισμοί σε εθνικό επίπεδο, σχετικά με την δραστηριότητα των βασικών διαπραγματευτών και των market makers)

2. Domestic withholding tax regulations serving to disadvantage foreign intermediaries (Περιορισμοί σε εθνικό επίπεδο στις νομοθεσίες των παρακρατούμενων φόρων, που έχουν ως αποτέλεσμα την μειονεκτική θέση των ξένων διαμεσολαβητών, αφού οι εγχώριοι, δύνανται να τους εκπέσουν).

3. Transaction taxes collected through a functionality integrated into a local settlement system (Η συλλογή των φόρων συναλλαγών μέσω ενός ολοκληρωμένου συστήματος ενσωματωμένου σε εθνικό σύστημα)

4. The absence of an EU-wide framework for the treatment of interests in securities (Η έλλειψη ενός Ευρωπαϊκού πλαισίου για την διαχείριση των δικαιωμάτων των τίτλων)

5. *National differences in the legal treatment of bilateral netting for financial transactions* (Διαφορές σε εθνικό επίπεδο στον νομικό χειρισμό του διμερούς συμψηφισμού των χρηματοοικονομικών συναλλαγών)

6. Uneven application of national conflict of law rules (Ανομοιόμορφη εφαρμογή των εθνικών νομοθεσιών σε κανονισμούς που αφορούν συγκρούσεις νομοθεσίας)

Πίνακας 1 (Giovannini Barriers)

Από τους ανωτέρω περιορισμούς, μπορούμε να ισχυρισθούμε, ότι τα υπ' αρθρ. 2,3 και 4 (που είναι ουσιαστικά τα εμπόδια Giovannini 11,12 και 13), απέχουν από την άμεση επίλυση τους. Αυτό συσχετίζεται με το ότι τα θέματα φορολογίας (ιδιαίτερα των Κρατών-Μελών της Ε.Ε., αλλά και των λοιπών χωρών), ανήκουν στον σκληρό πυρήνα, της εθνικής τους πολιτικής. Με την εφαρμογή του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου και στην παρουσίαση της δομής του, αναφέρονται ότι τα λοιπά ανωτέρω εμπόδια υπ' αρθ. 1,5 και 6 (που είναι ουσιαστικά τα εμπόδια Giovannini 10,14 και 15), βρίσκουν τις προτεινόμενες λύσεις τους, είτε σε επίπεδο τεχνικό, είτε σε επίπεδο νομικό. Αυτό θα μπορεί να επιτευχθεί, λόγω της υπερεθνικής θεσμικής δομής του Ενιαίου Ρυθμιστικού Πλαισίου, εντός του οποίου, έχουν γίνει οι σχετικές εκχωρήσεις αρμοδιοτήτων, προς την υπερ-εθνική ρυθμιστική και εποπτική αρχή.

9) Επηρεασμός και αλληλεπίδραση προϊόντων (όλων των αγορών) με τις εθνικές και λοιπές πολιτικές και τους συμμετέχοντες στις αγορές

Η ύπαρξη μιας ενοποιημένης και αποτελεσματικής χρηματοπιστωτικής αγοράς, που θα εξασφαλίζει την ακεραιότητα όλης της αγοράς. Άρα, θα πρέπει η Χρηματιστηριακή (Auction market, Δευτερογενής - πολυμερής) και των OTC προϊόντων (Dealership market, διμερής τραπεζική) αγορά, να ελέγχονται και οι δύο από κοινού, αρχικά, για θέματα κατάχρησης αγοράς (μέσω μη αποδεκτών πρακτικών και παράνομη χρήση εμπιστευτικής πληροφόρησης), με χρήση όλων των Χ.Π..

Η Auction Market ως αμιγώς χρηματιστηριακή (δευτερογενής) αγορά, διαθέτει αρκετά ικανό αριθμό ικανών traders, ορθά πληροφορημένων, που ενεργούν ταυτόχρονα και διαχειρίζονται έναν ικανό αριθμό εντολών ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος, η δε Dealership Market είναι μια διμερής διατραπεζική αγορά όπου κάθε φορά ένας ικανός dealer, ορθά πληροφορημένος, διαχειρίζεται μια εντολή ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος.

Οι εθνικές και διεθνείς πολιτικές, που εφαρμόζονται, έχουν εφαρμογή και στις δύο αγορές και στα δύο είδη προϊόντων, αλλά σε ορισμένα πεδία. Ουσιαστικά, υπάρχει διασύνδεση των αγορών αυτών, μέσω πολιτικών που αφορούν την κατάχρηση αγοράς. Η

κατάχρηση και χειραγώγηση αγοράς είναι βασικό θέμα, διότι στις διάφορες μορφές της, υποσκάπτει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και προκαταλαμβάνει αρνητικά την ομαλή λειτουργία των Ευρωπαϊκών και των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Αγορών. Οι επενδυτές θα αποφεύγουν να συναλλάσσονται σε αγορές των οποίων η φήμη έχει αμαυρωθεί από καταχρηστικές πρακτικές ή από την αντίληψη ότι αυτές είναι ανεξέλεγκτες. Ως αποτέλεσμα το κόστος κεφαλαίου των Ευρωπαϊκών και των Διεθνών εταιριών θα αυξηθεί.

Η εφαρμογή των πολιτικών και στις δύο αυτές αγορές, μόνο για θέματα κατάχρησης δεν είναι αρκετή. Απαιτούνται ουσιαστικά, τα κίνητρα εκείνα, που μέσω εναρμονισμένων πολιτικών θα δώσουν και στις δύο αγορές, την λογική της ενοποιημένης αντίληψης τους, από τα θεσμοθετημένα κέντρα εποπτείας και τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές, έτσι ώστε να προωθηθούν και να υποστηριχθούν θέματα, όπως : η αντιμετώπιση των διαφορετικών φορολογικών χειρισμών, διαφορών νομοθεσίας σε θέματα συμψηφισμών και πτωχευτικού δικαίου, ενοποιημένης εποπτείας, αλληλοκάλυψης αρμοδιοτήτων και προστασίας των επενδυτών μέσω υπερεθνικών πυλώνων-ταμείων όσον αφορά τους κινδύνους κατάρρευσης αγορών ή διαμεσολαβητών, ανεξάρτητα του είδους των προϊόντων.

10) Εφαρμογή της Θεωρίας της κατάρτησης (fragmentation) των εντολών, στο Ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Όπως συμβαίνει παραδοσιακά, οι χρηματοπιστωτικές αγορές εκτελούν δύο λειτουργίες: προσδιορίζουν την τιμή ισορροπίας των περιουσιακών στοιχείων και διευκολύνουν τη διαμόρφωση κεφαλαίου (Levine 1991, Bencivenga and Smith 1991). Για να δημιουργηθεί ένα ευνοϊκό πλαίσιο για την εκπλήρωση αυτών των καθηκόντων, οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να επιτύχουν μια λεπτή πράξη εξισορρόπησης, ιδίως όσον αφορά την ελευθερία που παρέχεται στους φορείς εκμετάλλευσης (εταιρείες ανταλλαγής και επενδυτικές εταιρείες) όσον αφορά την ανταγωνιστική θέση στην αλυσίδα λειτουργίας των χρηματ/κών προϊόντων (εισαγωγή τίτλων προς διαπραγμάτευση, χρηματοδότηση, εκτέλεση εντολών και διακανονισμός και παράδοση των τίτλων). Σε αυτό το πλαίσιο, η έρευνα θεωρίας μικροδομών προσφέρει μερικές ιδέες και εργαλεία που θα μπορούσαν να βοηθήσουν στην καθοδήγηση των ρυθμιστικών αποφάσεων και να αναλύσουν τις συνέπειές της.

Με βάση προηγούμενα διδάγματα σχετικά με τα οφέλη της διαφοροποίησης των μεθόδων εκτέλεσης, τα πρόσφατα ρυθμιστικά έργα (MiFID στην Ευρώπη και Κανόνες

χειρισμού εντολών/Reg NMS στις Ηνωμένες Πολιτείες, τόνωσε τον ανταγωνισμό μεταξύ παρόχων υπηρεσιών αντιστοίχισης εντολών. Ωστόσο, οι συνέπειες αυτών των κανονιστικών αλλαγών βρίσκονται υπό συζήτηση, τόσο ως προς τη σταθερότητα του φαινομένου όσο και ως προς τις υποτιθέμενες επιπτώσεις στην ποιότητα της αγοράς. Διάφορες εμπειρικές μελέτες επί του θέματος έχουν εξετάσει τα ευεργετικά ή δυσμενή αποτελέσματα που περιγράφονται στα θεμελιώδη άρθρα θεμελίωσης (Hamilton 1978, Mendelson 1987, Madhavan 1995, Easley, Kiefer και O'Hara 1996).

Από την πλευρά της θετικών σημείων, ο ανταγωνισμός μεταξύ *διαφορετικών τρόπων εκτέλεσης εντολών* έχει δημιουργήσει ένα διπλό κίνητρο για τους παρόχους υπηρεσιών αντιστοίχισης παραγγελιών: τη μείωση των περιθωρίων τους μειώνοντας τα τέλη και τους φόρους που σχετίζονται με τις συναλλαγές και την πραγματοποίηση πρόσθετων επενδύσεων σε καινοτόμες τεχνολογίες. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν αυτό που προβλεπόταν τη στιγμή που εφαρμόστηκε η MiFID σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Από την πλευρά των αρνητικών σημείων, η *κατάτμηση των ροών εντολών* μεταξύ διαφορετικών τρόπων εκτέλεσης μπορεί να επηρεάσει την ικανότητα των επενδυτών να βλέπουν τη διαδικασία της συνολικής ανεύρεσης τιμών. Πράγματι, όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός κατακερματισμού των ροών των παραγγελιών, τόσο πιο δαπανηρό γίνεται τόσο από πλευράς χρόνου όσο και χρημάτων για την εκτέλεση καθηκόντων παρακολούθησης, αναζήτηση αντισυμβαλλομένων και για την καλύτερη εκτέλεση των τιμών και δρομολόγηση των παραγγελιών - που διαβρώνει τη ρευστότητα.

Οι Ευρωπαϊκές ρυθμίσεις έχουν σχεδιάσει μια εγγύηση για την αντιμετώπιση αυτών των δυσμενών επιπτώσεων: την αρχή της "βέλτιστης εκτέλεσης" που απαιτεί από τους παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών να κατευθύνουν τις παραγγελίες τους στην πλατφόρμα που επιτρέπει την ταχεία εκτέλεση στην καλύτερη τιμή. Είμαστε πολύ μακριά από το περίφημο "Consolidated Tape System" των ΗΠΑ, το οποίο συστηματικά αναφέρει σε πραγματικό χρόνο όλα τα στοιχεία σχετικά με τις τιμές των τίτλων που διαπραγματεύονται στα μεγάλα χρηματιστήρια και κάνει δωρεάν τη σύγκριση των τρόπων εκτέλεσης σε όλους τους επενδυτές.

Στο ενιαίο μοντέλο της αγοράς που προτείνεται, η ύπαρξη διαφορετικών τρόπων εκτέλεσης (venues) των εντολών και συνεπώς η κατάτμηση (fragmentation), διατηρεί τα θετικά της σημεία, άσχετα με το εάν προϊόντα της Auction αγοράς ή της Dealership αγοράς, διαπραγματεύονται σε διαφορετικά venues. Δεν είναι απαραίτητο πχ προϊόντα της δευτερογενούς αγοράς, να διαπραγματεύονται μόνο σε ένα trading venue. Είναι δυνατόν, ίδια ακριβώς προϊόντα να διαπραγματεύονται ταυτόχρονα σε περισσότερα του

ενός trading venues (πχ, OTFs, MTFs, Stock Exchanges, κλπ). Πρέπει να διατηρηθεί η κατάτμηση των εντολών, αλλά στο προτεινόμενο πλαίσιο, να υφίσταται :

α) ο εποπτικός έλεγχος να γίνεται από την ίδια την Κεντρική Αρχή Εποπτείας (δεύτερου επιπέδου εποπτεία) και

β) να έχουν ταυτόχρονα πρόσβαση στα προϊόντα αυτά (που διαπραγματεύονται σε διαφορετικά venues, μέσω εντολών), χρηματ/κοί διαμεσολαβητές, *ανεξάρτητα*, από την πρωταρχική (πρώτου επιπέδου) εποπτική τους αρχή.

Συνεπώς, διατηρούμε την έννοια της κατάτμησης των εντολών και των ροών τους, στο ενιαίο πλαίσιο (στην ενιαία και ρυθμισμένη αγορά), υπό τις ανωτέρω προϋποθέσεις.

Μ Ε Ρ Ο Σ Ι V.
Το σχέδιο του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, οι
προκλήσεις και οι πολιτικές υλοποίησης του

**ΤΟ ΕΝΙΑΙΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ
ΚΑΙ ΟΙ
ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΕ ΤΙΣ
ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ**

1. Η ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

Το σκεπτικό για το προτεινόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο (που θα μπορούσε να υιοθετηθεί από τις Διεθνείς ρυθμιστικές αρχές) θα πρέπει να δομηθεί έτσι ώστε να λάβει υπόψη του την καταπολέμηση διάφορων καταχρηστικών πρακτικών.

Είναι αυτονόητο ότι οι κυρώσεις πρέπει να είναι αρκούντως αποτρεπτικές, ανάλογες προς τη βαρύτητα της παράβασης και προς τα αποκομισμένα κέρδη και να επιβάλλονται με συνέπεια. Τα κράτη δεν θα πρέπει, κατά τον καθορισμό των διοικητικών μέτρων και κυρώσεων, να παραβλέπουν την ανάγκη κάποιας ομοιογένειας των κανονιστικών ρυθμίσεων. Η ανάπτυξη των διασυνοριακών δραστηριοτήτων απαιτεί την ενίσχυση της συνεργασίας των αρμόδιων εθνικών αρχών και τον καθορισμό ενός συνόλου κανόνων για την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ αυτών. Η διοργάνωση της εποπτείας και των αρμοδιοτήτων διερεύνησης σε κάθε κράτος δεν θα πρέπει να εμποδίζει τη συνεργασία των αρμόδιων εθνικών αρχών.

Στο θέμα των ρυθμίσεων των CDS (και ιδιαίτερα στα CDS σε κρατικό χρέος-*sovereign CDS*, αλλά και στα ακάλυπτα (*naked*) *sovereign CDS* (χωρίς την κατοχή του υποκείμενου ομολόγου), για τα οποία πρόσφατα έχει ζητηθεί η υπερ-ρύθμιση ή ο περιορισμός τους) πρέπει να δοθεί σημασία στην έννοια του πραγματικού κινδύνου που συνδέεται με την αγορά των πιστωτικών παραγώγων, αλλά και στο πως συνάδει με τις κυβερνητικές πολιτικές (με τα σημερινά δεδομένα), έχει ασκηθεί πολιτική πίεση προς την Ε.Ε. για την στενότερη παρακολούθηση από τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές, των συναλλαγών όλων των παραγώγων προϊόντων και της απεριόριστης πρόσβασης σε δεδομένα συναλλαγών). Πάντως, η επικείμενη ρύθμιση (MiFID II) αλλά και κατόπιν του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου πρέπει να λάβει υπόψη της ότι η αγορά των πιστωτικών παραγώγων έχει ικανά εργαλεία διαχείρισης του κινδύνου.

Στο θέμα των τυποποιημένων και μη OTC παραγώγων πρέπει το ρυθμιστικό πλαίσιο να υπολογίσει τις ανάγκες δημιουργίας κεντρικών αντισυμβαλλόμενων (CCPs) (όπως άλλωστε προβλέπονται από την EMIR) αλλά και ρυθμισμένων συστημάτων αναφορών τα οποία εκτός των ανωτέρω υποχρεώσεων τους θα πρέπει να μπορούν να διαχειρίζονται μεγάλο όγκο δεδομένων ανοικτών θέσεων και συναλλαγών και να τα διαθέτουν στο ευρύ κοινό και στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές. Αυτό απαιτεί την εύρεση ή την δημιουργία φορέα ή την ανάθεση σε ήδη υπάρχοντα, με κόστος τεχνολογίας, ανθρώπινου δυναμικού και ρυθμίσεων. Ταυτόχρονα πρέπει να ληφθεί υπόψη το ότι η παρούσα ρύθμιση (EMIR), θα μπορούσε να επηρεάσει την εθνική οικονομική πολιτική

(όπως έχει ήδη προταθεί σε πολιτικό επίπεδο προς το ECOFIN και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από τον Μάρτιο του 2010).

Στο θέμα της ρύθμισης του συστημικού κινδύνου, με το ενιαίο προτεινόμενο πλαίσιο θα απαιτηθούν συστήματα επιμέτρησης του κινδύνου πιο ενισχυμένα. Αυτό βέβαια θα απαιτήσει περισσότερη πληροφόρηση (από τα Hedge Funds κυρίως) ώστε να γίνεται πιο αξιόπιστα η εξασφάλιση της ταυτοποίησης του πιστωτικού κινδύνου. Θα απαιτηθούν εργαλεία διαχείρισης κινδύνου, ημερήσιες αναφορές περιθωρίων ασφάλισης, ημερήσιες συγκεντρωτικές αναφορές εκέγγυων, αλλά και αναφορές για ρευστότητα, για μεγάλη έκθεση και ανοίγματα, σημαντικές αλλαγές στα trading καρτοφυλάκια, μεγάλες εξαγορές σε European Mid Term Notes και επενδύσεων, κλπ. Αυτές οι αλλαγές λογικά θα επηρεάσουν όλους τους συμμετέχοντες (πιστωτικά ιδρύματα, Hedge Funds, prime brokers, κλπ).

Στην περίπτωση επιπρόσθετης ρύθμισης, της σχέσης των prime brokers (ιδιαίτερα ως πιστωτικά ιδρύματα) με τα Hedge Funds, πρέπει να λάβουμε υπόψη τα πρόσθετα κόστη και πιθανών συνεπειών μείωσης ρευστότητας λόγω της αποτροπής των Hedge Funds. Εκείνο που προτείνεται είναι να αποκτήσουν οι ρυθμιστικές αρχές εργαλεία παρακολούθησης του συστημικού κινδύνου από τα Hedge Funds.

Στο θέμα των ανοικτών πωλήσεων (short selling) και της επικείμενης ρύθμισης του, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ακόμα και οι ιδιαιτερότητες της κάθε αγοράς, δεδομένου του ότι από την στιγμή λήψης των μέτρων, έχει επηρεασθεί σε κάθε περίπτωση (από πλευράς διαμόρφωσης τιμών) το spread των τιμών των μετοχών (έχει κατά μέσο όρο διευρυνθεί).

Το σημαντικό θέμα της πληροφόρησης των επενδυτών για τις δραστηριότητες των Hedge Funds, έχει να κάνει κυρίως με 2 κατευθύνσεις: τις προϋποθέσεις για την αποτροπή επενδυτών που δεν θεωρούνται κατάλληλοι για τέτοιου είδους επενδύσεις και τις ξεκάθαρες απαιτήσεις των Hedge Funds από τους brokers και τους θεσμικούς όταν συνάπτουν συμβόλαια πώλησης με τελικούς επενδυτές. Απλά πρέπει να επισημανθεί ότι δεν θα πρέπει να επιβάλλει το ενιαίο πλαίσιο υπερβολικά επαχθείς προϋποθέσεις για τα *αποθεματικά, που μπορεί να είναι αδικαιολόγητα αποτρεπτικό μέτρο για επενδύσεις σε Hedge Funds.*

I. Αναλυτική περιγραφή της δομής του προτεινόμενου μοντέλου ενοποιημένης αγοράς των χρηματ/κών προϊόντων (Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.)

- 1) Διασυνοριακή κοινή ρύθμιση σε γεωγραφικά επίπεδα, στα προϊόντα και στους συμμετέχοντες. Δυναμικότητα και κατανομή κινδύνου και ανταγωνιστικό μοντέλο.*

Η προσπάθεια ενοποίησης και ο σκοπός για να ικανοποιηθεί ο στόχος του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες για ενιαία Κεφαλαιαγορά, ήδη είχε ξεκινήσει με την Οδηγία 85/611/ΕΟΚ (ενσωματώθηκε με τον ν.1969/1991), για την άρση των περιορισμών στην ελεύθερη διακίνηση των μεριδίων των ΟΣΕΚΑ στα Κράτη-Μέλη. Ο βαθμός ενοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου στην Ευρωζώνη προχωρεί με ικανοποιητικούς ρυθμούς, χωρίς όμως ακόμα να έχει επιτευχθεί η πλήρης ολοκλήρωση.

Διαφαίνεται ότι σημαντική πρόοδος έχει σημειωθεί στην ενοποίηση των χρηματαγορών, στα συστήματα διασυνοριακών πληρωμών, διακανονισμού και θεματοφυλακής σε πράξεις επί κινητών αξιών και επί χρεογράφων και λιγότερο στις κεφαλαιαγορές (δηλ. στα συστήματα διασυνοριακών συναλλαγών και διαπραγμάτευσης σε κινητές αξίες). Έχει επίσης σημειωθεί σημαντική πρόοδος στις εκδόσεις και τη διαπραγμάτευση χρέους του Δημοσίου και λιγότερο στις εκδόσεις και στη διαπραγμάτευση μετοχών και εταιρικών ομολόγων.

Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο θα υφίσταται κοινή αντιμετώπιση, εποπτεία και νομοθετικές ρυθμίσεις και για τα τρία επίπεδα παραμετροποίησης : των προϊόντων, των συμμετεχόντων και των γεωγραφικών αγορών (ΗΠΑ, Ε.Ε., Μ. Ανατολή, Ασία, κλπ). Η επόπτευση και η καθοδήγηση για την έκδοση των κανονιστικών και ρυθμιστικών διατάξεων θα γίνεται κάτω από τον συντονισμό της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής (βλ. ανάλυση κάτωθι στην ενότητα 9), ενώ η προσπάθεια συγκερασμού των αγορών, συμμετεχόντων και προϊόντων του Ισλαμικού χρηματοοικονομικού Δικαίου θα γίνεται όπως αναλυτικά αναφέρεται στην ενότητα 8, από τις αντίστοιχες αρχές.

Η ρύθμιση θα αναφέρεται σε όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (OTC και της δευτερογενούς), σε όλες τις διεθνείς αγορές και σε συνεργασία με τις ήδη υπάρχουσες εθνικές (πχ, SEC) και υπερεθνικές αρχές (πχ ΕΕ, ESMA). Ταυτόχρονα η διάδραση με διεθνείς οργανισμούς παραγωγής προτύπων (BIS, ISDA, IMF, FSB, IOSCO), είναι επίσης σημαντική και θα συνεχιστεί σε συνεργασία πλέον και με την Παγκόσμια Εποπτική Αρχή.

Όσον αφορά την έννοια του “δυναμικού” ενιαίου μοντέλου στην συγκεκριμένη περίπτωση μας, αυτή αναφέρεται σε ένα ενιαίο και ρυθμισμένο μοντέλο-σύστημα που από πλευράς διασποράς και κατανομής κινδύνου θα διαθέτει 2 διαστάσεις : (1) την κατανομή του κινδύνου σε όλες τις διαφορετικές καταστάσεις της οικονομίας και (2) την κατανομή του κινδύνου σε όλη την διάρκεια του χρόνου, δηλ. συνεχώς και σε

μόνιμη βάση (διαχρονική καταναλωτική εξομάλυνση, *intertemporal consumption smoothing*). Συνεπώς με αυτή την παράμετρο, δύναται θεωρητικά να αντιμετωπιστεί το ενδογενές φαινόμενο *Hirshleifer*, όπως είχαμε αρχικά αναφέρει (βλ. ανάλυση βιβλιογραφίας), όπου η αύξηση της πληροφορίας, αλλά σε ορισμένους συμμετέχοντες, θα προκαλούσε την μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που συναλλάσσονται.

Σε ένα ενιαίο εποπτευόμενο ρυθμιζόμενο πλαίσιο, όπου προσεγγίζει την τέλεια αγορά, με αισθητή μείωση των περιπτώσεων κατάχρησης και χειραγώγησης της αγοράς (αφού οι πληροφορίες κυρίως θα είναι ταυτόχρονα και σε όλους δημοσιοποιήσιμες), οι ελάχιστες περιπτώσεις πρόωρης λήψης πληροφόρησης από ορισμένους δεν θα μειώνουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Ιδιαίτερα όταν το μοντέλο μας, διαθέτει την δυναμική του χρόνου, όπου συνεχώς ο κίνδυνος κατανέμεται σε όλους, υφίστανται διαχρονικές συνεχώς συναλλαγές και οι συναλλασσόμενοι διαθέτουν ανομοιογενείς (ετερογενείς) απόψεις για την χρηματοοικονομική πορεία των προϊόντων. Αυτό, επίσης επιτυγχάνεται λόγω και της ευρείας, παγκόσμιας και ταυτόχρονης συμμετοχής των αγορών και των συμμετεχόντων, στο ενιαίο μας πλαίσιο (διαφορετικές οικονομικές σχολές, προϊόντα του Ισλαμικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, δυτικού τύπου προϊόντα, διαφορετικές οικονομίες με φραγές σε *spillover effects*, κλπ).

Επίσης σε αυτό το ενιαίο, εποπτευόμενο και ρυθμιζόμενο πλαίσιο λειτουργίας των διεθνών αγορών, θα είναι μειωμένα ή και τελείως εξαλειμμένες, όλες οι πιθανές περιπτώσεις μονοπωλιακών τακτικών, είτε στον τραπεζικό (*dealership market*), είτε στον δευτερογενή τομέα της Κεφαλαιαγοράς (*auction market*) και θα υφίστανται πρακτικά, παντού, περιπτώσεις υγιούς αλλά και θεμιτού ανταγωνισμού, βασιζόμενοι σε κανόνες δικαίου. Η έννοια της ύπαρξης του υγιούς ανταγωνισμού στο μοντέλο μας, είναι ένα από τα χαρακτηριστικά που απαιτούνται για να προσεγγίσει την τέλεια αγορά, ώστε να συμβάλλει ακόμα και στην περίπτωση μείωσης της ανεργίας και αύξησης των νέων θέσεων εργασίας, μέσω κατάλληλων εθνικών και διεθνών πολιτικών, όπως θα αναλυθεί κατωτέρω.

2) Έννοια «ενιαίας ρύθμισης» του θεωρητικού μοντέλου των «ενοποιημένων» χρημ/κών προϊόντων (των 2 αγορών *Dealership* και *Auction*). Μοντέλο Θε.Μ.Ε.Ρ.Α..

Εμφανίζεται σαφώς στο Ευρωπαϊκό Κοινοτικό Δίκαιο για τα τραπεζικά ιδρύματα αλλά και στην *Market Abuse Directive (MAD)*, η ύπαρξη μιας κοινής ομάδας προϊόντων της διατραπεζικής αγοράς, που διασυνδέει νομικο-τεχνικά τις δύο αγορές (*OTC* και οργανωμένη χρηματιστηριακή) και παρά τον διαφορετικό σκοπό υπηρετήσης των εργαλείων, έχουν την απαγορευτική ιδιότητα για την κατάχρηση εμπιστευτικής

πληροφόρησης. Η λογική σύνδεσης τους είναι η αρχή προστασίας του επενδυτή ως θεσμού. Πράγματι, ο απλός επενδυτής και το πιστωτικό ίδρυμα είναι οι στυλοβάτες θεσμοί από πλευράς λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτοί οι θεσμοί υπερέχουν ακόμα και σε άλλες περιπτώσεις συγκρουσιακής λογικής με άλλες αρχές δικαίου. Ο κοινοτικός νομοθέτης δεν θα μπορούσε να αφήσει εκτός ελέγχου κατάχρησης, με οτιδήποτε εργαλεία και σε οποιαδήποτε αγορά, περιπτώσεις που θα μπορούσε να απειληθεί ο επενδυτής, φυσικό ή νομικό πρόσωπο.

Οι επιπτώσεις αυτών των αλλαγών συσχετίζονται και με την Οδηγία Κατάχρησης Αγοράς (Market Abuse Directive, M.A.D., Οδηγία 2003/6/ΕΚ, ενσωματώθηκε μάλιστα και στο Ελληνικό Δίκαιο με τον ν.3340/2005), και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θεωρεί ότι οι συναλλαγές εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, εμπίπτουν στους σκοπούς της οδηγίας και άρα ως εκ τούτου, επιδέχονται κατηγορία οι περιπτώσεις εκείνων των συμμετεχόντων σε τέτοιες συναλλαγές, που αποδεδειγμένα συσχετίζονται σε καταχρηστική συμπεριφορά. Με συναλλαγές OTC προϊόντων (που θα ανήκουν πλέον σε οργανωμένη αγορά και εμπίπτουν στην M.A.D.) και με χρήση μη αποδεκτών συναλλακτικών πρακτικών, είναι πιθανό, να επηρεασθούν τιμές κινητών αξιών και έμμεσα η αντίληψη ομάδας επενδυτών για την πορεία αυτών των αξιών.

Εκείνο, που πρέπει απλά να επισημάνουμε, είναι ότι οι δύο αυτές μεγάλες αγορές (χρηματιστηριακή και τραπεζική) προχωρούν με σταδιακά και παράλληλα βήματα ρυθμιστικών κανονισμών, λόγω μιας, κατά την άποψη μας, ατελούς ακόμα ενοποίησης και εποπτείας, αφού υπηρετούν μεν παραπλήσιες πολιτικές ανάπτυξης και εφαρμογής πολιτικών συστημάτων, έχουν ακόμα όμως αναφορές στον “πυρήνα” των αρμοδιοτήτων των Κρατών-Μελών της Ε.Ε., αλλά γενικά και των κρατών σε διεθνές επίπεδο.

Αναφερόμενοι στην έννοια της παγκόσμιας, ενιαίας και ρυθμισμένης αγοράς (ουσιαστικά αναφερόμαστε στο μοντέλο αυτής της αγοράς), τα κόστη συναλλαγών, είναι μικρότερα ακόμα και από την Auction Market (και κατ’ επέκταση και από την Dealership Market⁷⁵). Συνεπώς και με περισσότερους διαπραγματευτές (traders, price setters, markets makers, dealers) και μικρότερη διασπορά εκτιμώμενων τιμών προϊόντων στην ενοποιημένη αγορά από την αγορά Auction Market, οι διαπραγματευτές και οι επενδυτές είναι καλύτερα προστατευμένοι, έχουν περισσότερη διαφάνεια και πληροφόρηση, αλλά και μικρότερους κινδύνους (bid-ask spread μικρότερο) και κατ’

⁷⁵ Χρηματιστηριακή (Auction market, Δευτερογενής - πολυμερής) και των OTC προϊόντων (Dealership market, διμερής τραπεζική).

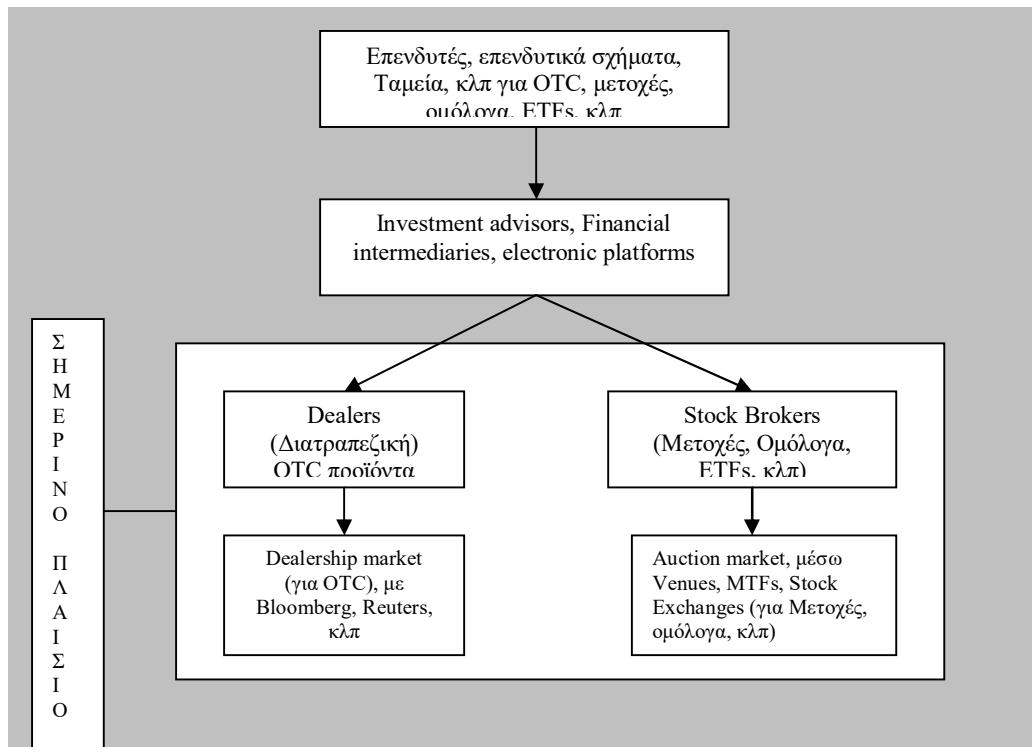
επέκταση περισσότερη ρευστότητα να διαρρέει την ενοποιημένη αγορά από την Auction Market⁷⁶.

Τα ανωτέρω τα γνωρίζουμε (όπως έχουμε ήδη αναφέρει) από το *μοντέλο* και την εργασία των Pagano-Roell⁷⁷, ότι δηλ. τα κόστη συναλλαγών στην Auction Market είναι μικρότερα από αυτά στην Dealership Market, η δε ρευστότητα της Auction Market είναι μεγαλύτερη της Dealership Market. Η παρούσα εργασία, προχωρά ένα επιστημονικό βήμα παραπέρα : αποδεικνύει ότι στην ενιαία και ρυθμισμένη αγορά με το προτεινόμενο πλαίσιο (δηλ. με την Dealership και την Auction market μαζί), έχουμε μικρότερα ακόμη κόστη συναλλαγών, μεγαλύτερη πληροφόρηση, μικρότερο κίνδυνο και περισσότερη ρευστότητα.

Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο η έννοια του κοινού μοντέλου είναι, ουσιαστικά, στο επίπεδο των διαπραγματευτών (Dealers-Brokers) και όχι αναγκαστικά στο τεχνικό επίπεδο (βλ. κάτωθι 5^η ενότητα, τεχνικές υποδομές). Στο σημερινό πλαίσιο η ροή των εντολών των επενδυτών, ακολουθεί διαφορετική διαδρομή, ανάλογα με τον τύπο της εντολής/προϊόντος και το είδος του διαπραγματευτή (βλ. κάτωθι εικόνα 2). Στην συνέχεια ο αντίστοιχου τύπου διαμεσολαβητής, αναλαμβάνει να την εισάγει και να την εκτελέσει, μόνο στην αντίστοιχη ηλεκτρονική πλατφόρμα διαπραγμάτευσης, που είναι εξουσιοδοτημένος να χειρίζεται (αντιπρβλ. με εικόνα 3 στην 5^η ενότητα).

⁷⁶ Σχετική μαθηματική απόδειξη για την θεωρητική ύπαρξη και τα πλεονεκτήματα του μοντέλου της ενοποιημένης και ρυθμισμένης αγοράς (Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.), αναπτύσσεται στο Παράρτημα ΙΙ.

⁷⁷ Pagano M., Röell A., “Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading”, The Journal of Finance, vol. LI, no 2, June 1996.



Εικόνα 2 (Ροή εντολών σε τεχνικό επίπεδο στο σημερινό ρυθμιστικό πλαίσιο)

3) Επίλυση περιορισμών σε εθνικό επίπεδο, σχετικά με την δραστηριότητα των βασικών διαπραγματευτών και των market makers (Giovannini barrier no. 10)

Οι συγκεκριμένοι περιορισμοί (Giovannini barrier 10) σχετίζονται με την δραστηριότητα των primary dealers (βασικών διαπραγματευτών) και τους market makers, που συχνά απαιτούν τη εγκατάσταση τοπικών επιχειρήσεων και τη χρήση τοπικών συστημάτων διακανονισμού. Ενώ τα Κράτη-Μέλη της Ε.Ε., πρέπει να είναι σε θέση να θέτουν κριτήρια για την αναγνώριση του καθεστώτος των primary dealers, αυτά δεν πρέπει να αφορούν τη θέση ή τη χρήση συγκεκριμένης υποδομής. Αυτοί οι περιορισμοί επίσης εμποδίζουν την ολοκληρωμένη ενοποίηση συστημάτων διακανονισμού και εκκαθάρισης αυξάνοντας το κόστος για τους επενδυτές.

Όπως και με τους άλλους περιορισμούς που συνδέονται με την τοποθεσία, οι περιορισμοί αυτοί για τους primary dealers και τους market makers περιορίζουν την επιλογή και είναι ασυμβίβαστες με τις αρχές που διέπουν την εσωτερική αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, στην Ε.Ε.. Οι εθνικές κυβερνήσεις πρέπει να λάβουν μέτρα για την κατάργησή τους και να συντονίσουν τη δράση τους μέσω του σχετικού Συμβουλίου της Ε.Ε.. Οι εργασίες για το έργο αυτό θα πρέπει να ξεκινήσουν

ταυτόχρονα με τις εργασίες για τα άλλα εμπόδια (αρ. 14 και 15), έτσι ώστε το συγκεκριμένο εμπόδιο να μπορεί να εξαλειφθεί πλήρως.

Τα κριτήρια που μπορούν να τεθούν από τις εθνικές και υπερεθνικές ρυθμιστικές αρχές, εντός του ενιαίου πλαισίου, για την εγκατάσταση και τις δραστηριότητες των primary dealers και market makers, δεν θα πρέπει να αφορούν την θέση εγκατάστασης τους ή λειτουργίας τους ή την υποχρέωση συνεργασίας τους με τοπικούς primary dealers (πχ ως correspondents), ούτε την χρήση συγκεκριμένων υποδομών για την συμμετοχή τους πχ ως bookrunners στις πρωτογενείς αγορές ομολόγων (εκδόσεις από Κεντρικές τράπεζες κλπ) ή ως Ειδικοί Διαπραγματευτές (Market Makers) σε τίτλους της Δευτερογενούς αγοράς (σε κάποια ηλεκτρονική πλατφόρμα συναλλαγών, πχ Χρηματιστήριο).

Αυτό που μπορεί να γίνει είναι να δοθεί η δυνατότητα της εξ' αποστάσεως συμμετοχής τους στους αντίστοιχους αυτούς ρόλους, όπου η επίπτωση τους, θα γίνεται συνεργατικά από τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές της χώρας καταγωγής και τις αντίστοιχες της χώρας δραστηριοποίησης τους, υπό την συμμετοχή, βέβαια της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής.

Συνεπώς στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, θα υπάρχει μια ενοποιημένη συμμετοχή των Primary Dealers και των Market Makers προς όλες τις εποπτευόμενες αγορές. Επαφίεται, βέβαια, στις εθνικές και υπερεθνικές αρχές, αφενός μεν η λήψη συγκεκριμένων πρωτοβουλιών και μέτρων για την εποπτεία τους, αλλά και για την προστασία των τοπικών διαπραγματευστών, από πλευράς ανταγωνισμού, λόγω της πιθανής διαφοράς των μεγεθών τους.

- 4) *Η επίλυση διαφορών (μέσα στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο) του νομικού χειρισμού του διμερούς συμφηφισμού και του collateral των χρηματοοικονομικών συναλλαγών και η γενικότερη ομοιόμορφη εφαρμογή των εθνικών νομοθεσιών σε κανονισμούς που αφορούν συγκρούσεις νομοθεσίας (Giouannini barriers no 14, 15)*

Έχουμε ήδη αναφέρει την *συγκρουσιακή περίπτωση δικαίου* στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα. Πιο συγκεκριμένα, το Giouannini εμπόδιο 14 και σε ένα βαθμό το εμπόδιο 15 (διαφορές σχετικά με τις συγκρούσεις νόμων) θα μπορούσε να εξαλειφθεί για τους περισσότερους λόγους με την εφαρμογή της Οδηγίας ΕΚ σχετικά με τις “συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής εξέγγυων” (2002/47/ΕΚ, EC Directive on Financial Collateral Arrangements), της 6^{ης} Ιουνίου 2002, η οποία θεσπίζει ένα αποτελεσματικό και απλό καθεστώς για την παροχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή

μετρητών ως εξασφάλιση (collateral). Ενώ αυτή η Οδηγία θα πρέπει να είναι αρκετή για να επιτρέψει την άρση των περιορισμών στη διακράτηση και τον διακανονισμό των τίτλων, παραμένει η ανάγκη για ένα νομικό πλαίσιο σε ολόκληρη την Ε.Ε., σύμφωνα με το οποίο, οπουδήποτε υπάρχουν κινητές αξίες με τη χρήση ενδιάμεσου φορέα, οι λογαριασμοί αυτού του διαμεσολαβητή καθιερώνουν την ιδιοκτησία των εν λόγω κινητών αξιών, στο ισχύον δικαιοϋπόστατο (jurisdiction). Σε αυτό συνηγόρησε, η Σύμβαση της Χάγης (όπως ήδη έχουμε αναφέρει)⁷⁸.

Μέσα στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών και μέσω συγκεκριμένων διεθνών πολιτικών, τα Κράτη-Μέλη της Ε.Ε. (μέσω νέας σύστασης της Ε.Ε.), που δεν έχουν υπογράψει την συγκεκριμένη Σύμβαση της Χάγης, μπορούν να δώσουν την δυνατότητα, της εναρμονισμένης εφαρμογής της Σύμβασης της Χάγης. Εδώ υφίσταται, όμως μια αντίφαση, ως προς το ποιο καθεστώς δικαίου, ισχύει για τους κατόχους των τίτλων : εάν τα Κράτη-Μέλη αποφασίσουν (συμμορφούμενα μόνο με την Οδηγία 2002/47/ΕΚ), να συνυπογράψουν την σχετική Σύμβαση της Χάγης, υφίσταται το θέμα, ότι θα υπάρξουν συγκρουσιακές περιπτώσεις Δικαίου.

Πράγματι, ας υποθέσουμε ότι δύο Κράτη-Μέλη (Α και Β) που έχουν συμμορφωθεί με την υπόψη Οδηγία και έχουν υπογράψει και την υπόψη Σύμβαση της Χάγης. Ένας επενδυτής-κάτοικος της χώρας Κράτους-Μέλους Α και κάτοχος τίτλων που έχει υπογράψει συμφωνία με τον διαμεσολαβητή του (στου οποίου τον λογαριασμό είναι κατατεθειμένοι οι τίτλοι του επενδυτή και ο οποίος διαμεσολαβητής είναι εγκατεστημένος στο άλλο Κράτος-Μέλος Β), ώστε το εφαρμοστέο δίκαιο για τα δικαιώματα αυτών των τίτλων να είναι του Κράτους-Μέλους κατοικίας του επενδυτή, δηλ. το Α.

Αυτό είναι νομικώς αντιφατικό, διότι υφίσταται μεν το δικαίωμα (λόγω της Σύμβασης της Χάγης) για τον επενδυτή να ορίσει (μέσω της συμφωνίας που έχει με τον διαμεσολαβητή του) ως εφαρμοστέο δίκαιο (για τα δικαιώματα των τίτλων του) το *Δίκαιο του Α Κράτους-Μέλους*, ενώ ταυτόχρονα, αφού ο διαμεσολαβητής (στον λογαριασμό του οποίου είναι κατατεθειμένοι οι τίτλοι του επενδυτή) είναι εγκατεστημένος στο Β Κράτος-Μέλος (και σε αυτό το Β Κράτος-Μέλος είναι επίσης ο λογαριασμός των τίτλων αυτών), θα πρέπει το εφαρμοστέο δίκαιο (για τα δικαιώματα των τίτλων), να είναι *του Β Κράτους-Μέλους* (όπως απαιτεί η υπόψη Οδηγία). Άρα, το ποιο τελικά Δίκαιο ισχύει, αποτελεί πρόβλημα και αυτή η νομική αβεβαιότητα, αφήνει κινδύνους.

⁷⁸ Hague Securities Convention, 5th July 2006 regarding: the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary

Συνεπώς, συνηγορώντας στην πρόταση μας, ότι στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο στο οποίο θα υπάρχει εναρμόνιση της Οδηγίας και της Σύμβασης της Χάγης, όταν θα υπάρχουν συγκρουσιακές περιπτώσεις αρχών δικαίου (όπως λχ. στην περίπτωση ενός επενδυτή με έδρα Κράτος-Μέλος της Ε.Ε. και ενός διαμεσολαβητή με έδρα και λογαριασμό των τίτλων του επενδυτή, σε χώρα εκτός Ε.Ε. ή και το αντίστροφο), να εφαρμόζεται το δίκαιο της χώρας (δηλ. εκεί που καταχωρήσει ο διαμεσολαβητής τον λογαριασμό των τίτλων), όπως προβλέπεται από την Σύμβαση της Χάγης.

Για την ομοιόμορφη εφαρμογή αυτής της διαδικασίας, πλέον της υπογραφής από τα Κράτη-Μέλη της Ε.Ε., της Σύμβασης της Χάγης, θα πρέπει να συνοδευτεί με μια ομάδα από επιπρόσθετες πολιτικές και κατευθύνσεις της Ε.Ε. (όπως αναλύονται περαιτέρω στο Μέρος IV). Ουσιαστικά, θα πρέπει η Ε.Ε., για να αποφύγει, εντός των ορίων της, συγκρουσιακές περιπτώσεις δικαίου (πχ στην προς υπογραφή συμφωνίας επενδυτή-διαμεσολαβητή, όντας και οι δύο εντός του Ευρωπαϊκού Δικαίου-Jurisdiction), να προτρέπονται να συμφωνήσουν αμοιβαία και να θεωρηθεί ως εφαρμοστέο δίκαιο, το δίκαιο της χώρας στην οποία υφίσταται ο λογαριασμός του διαμεσολαβητή, στον οποίον είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι του επενδυτή, όσον αφορά τα δικαιώματα αυτών των τίτλων.

5) Τεχνικές υποδομές (trading venues, OTC προϊόντα)

Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, είναι σημαντική η ύπαρξη της δυνατότητας, για τις προσβάσεις σε συστήματα πολυμερούς διαπραγμάτευσης, ακόμα και όταν τα προϊόντα δεν είναι τυποποιημένα. Οι πρόσφατες προσπάθειες δημιουργίας κανονιστικού πλαισίου για την ρύθμιση των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων (OTC), έχουν την έναρξη τους κυρίως στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Έκτοτε, μέσα από συνεχείς διαβουλεύσεις με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς σε Ευρωπαϊκό επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Αρχή Αξιών και Αγορών (ESMA), έχει καταλήξει σε ένα σύνολο τροποποιήσεων που πρόκειται στο άμεσο μέλλον να εκδοθούν με την μορφή Κοινοτικής Οδηγίας.

Οι συναλλαγές σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, είναι συναλλαγές χρηματοπιστωτικών προϊόντων μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων κυρίως και άλλων επενδυτικών σχημάτων μη οργανωμένης αγοράς (δηλαδή, σε σύστημα όπου δεν υπάρχει διαχειριστής αδειοδοτημένος για την λειτουργία του, οι δε συναλλαγές εκτελούνται σε διμερή συνήθως βάση), εν αντιθέσει με τις συναλλαγές των χρηματιστηριακώς διαπραγματεύσιμων παραγώγων προϊόντων. Ως παράδειγμα τέτοιων προϊόντων

αναφέρουμε τις συμφωνίες ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (credit default swaps, CDS), συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων (interest rate swaps), συμφωνίες ανταλλαγής συναλλάγματος (cross-currency swaps), προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), κλπ.

Η νομοθετική λογική είχε, έως πρόσφατα, ως στόχο το να αποτρέψει τους μη έχοντες υψηλή επενδυτική αντίληψη αντισυμβαλλόμενους να συμμετάσχουν σε συναλλαγές εξωρηματιστηριακών παραγώγων, περιορίζοντας τους τύπους των συμμετεχόντων που μπορούν να συμμετέχουν σε τέτοιες συναλλαγές και αγορές. Όμως, οι διεθνείς παράγοντες πρέπει να αναθεωρήσουν αυτήν την λογική μέσα από το Ενιαίο Ρυθμιστικό Πλαίσιο, συστήνοντας αυτές και κυρίως θέτοντας επιπρόσθετες απαιτήσεις διαφάνειας και τυποποιήσεων, ακόμα και στους τρόπους προώθησης αυτών των προϊόντων, ακόμα και σε μικροεπενδυτές.

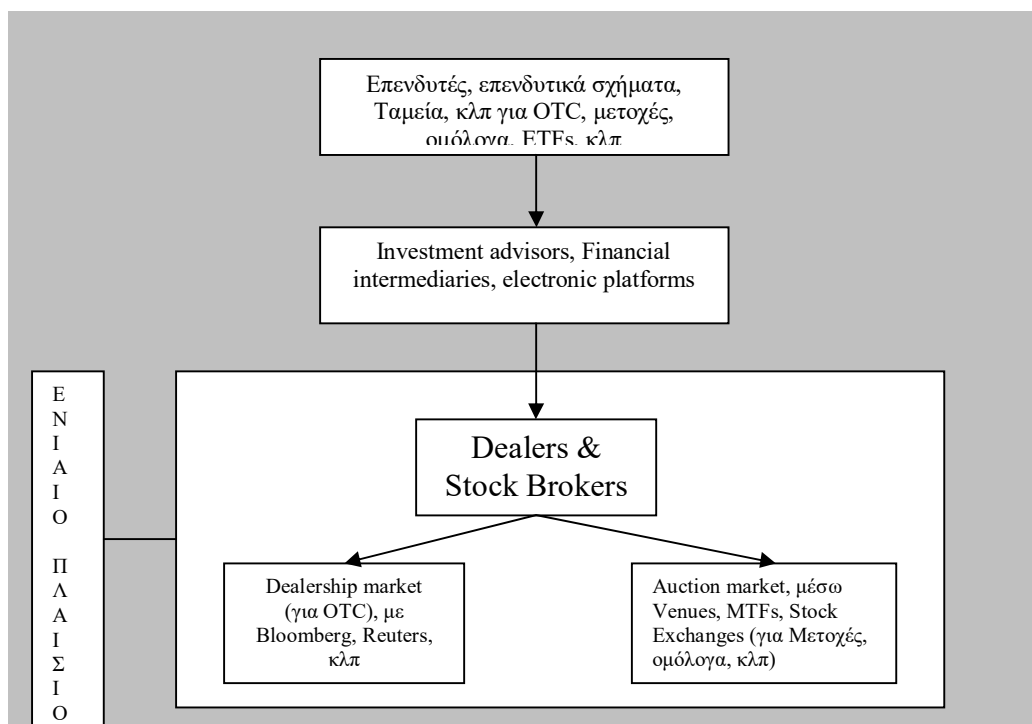
Με τις επικείμενες αλλαγές, η πρώτη τροποποίηση που αφορά την τυποποίηση των όρων στην αγορά των OTC, μπορεί να θεωρηθεί ως μια πολύ σημαντική μεταβολή καθώς μειώνεται η αβεβαιότητα από νομικής πλευράς, η οποία αρχικά τουλάχιστον, αποτελούσε εμπόδιο στην ανάπτυξη της αγοράς. Η τυποποίηση των OTC αναφέρεται στην διαδικασία ομαδοποίησης των χαρακτηριστικών ενός τέτοιου προϊόντος, ο δε βαθμός ταυτοποίησης τους που είναι απαραίτητος ώστε να μπορούν να διαπραγματεύονται σε οργανωμένη πλατφόρμα, καθορίζεται πρωτίστως από τις προτιμήσεις της αγοράς.

Στο θεωρητικό μοντέλο του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, είχαμε αναφέρει την δυνατότητα και τα πλεονεκτήματα, όταν θα συνυπάρχουν η αγορά Dealership (διμερής τραπεζική) και η Auction market (πολυμερής διαπραγμάτευση-Χρηματιστηριακή). Από πρακτικής πλευράς, στο ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο, οι συμμετέχοντες θα έχουν τεχνική πρόσβαση, ταυτόχρονα, μέσω ηλεκτρονικών πλατφορμών, και στις δύο αυτές αγορές. Αυτό θα επιτευχθεί, λόγω του ότι οι διαπραγματευτές, με τα σημερινά δεδομένα, έχουν διαφορετική και αυτόνομη πρόσβαση στις ηλεκτρονικές πλατφόρμες και στους τόπους εκτέλεσης συναλλαγών (venues). Η έννοια της διαφορετικής πρόσβασης, δεν είναι τόσο τεχνική, όσο κυρίως θεσμική-λειτουργική.

Προφανώς, με τα τωρινά δεδομένα, οι εισαγωγές εντολών για τα προϊόντα της διμερούς διαπραπραξικής (dealership) και τα προϊόντα της οργανωμένης κεφαλαιαγοράς (auction), γίνονται σε διαφορετικά συστήματα (πχ συστήματα Bloomberg, Reuters, Kondor+, για OTC παράγωγα και stock exchange trading platforms, για εισηγμένες μετοχές, ομόλογα, παράγωγα, ETFs, κλπ). Εκείνο που διαφοροποιείται είναι ότι

γίνονται από τμήματα (dealing rooms) διαμεσολαβητών, που είναι θεσμικά διαφορετικά entities (πχ stock broker offices για προϊόντα της Κεφαλαιαγοράς και banks για προϊόντα της διμερούς διαπραβεζικής). Αναφερόμαστε πάντα, στους τελικούς διαπραγματευτές εντολών επενδυτών και όχι φυσικά σε Investing offices, advisors, κλπ που λαμβάνουν αρχικά τις εντολές συναλλαγών από επενδυτές-πελάτες και τις διοχετεύουν (re-routing) ανάλογα με το είδος τους στους αντίστοιχους dealers, για την τελική εισαγωγή των εντολών αυτών, στο κατάλληλο σύστημα και στην κατάλληλη αγορά (βλ. κάτωθι εικόνα 3).

Στο ενιαίο πλαίσιο η έννοια του κοινού μοντέλου είναι στο επίπεδο των διαπραγματευτών και όχι αναγκαστικά στο τεχνικό επίπεδο. Στο προτεινόμενο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο η ροή των εντολών των επενδυτών, ακολουθεί την ίδια διαδρομή, ανεξάρτητα τον τύπο της εντολής/προϊόντος και το είδος του διαπραγματευτή. Απλά, στην συνέχεια ο διαμεσολαβητής, επιλέγει το τεχνική πλατφόρμα για την εισαγωγή της εντολής και την εκτέλεση της.



Εικόνα 3 (Ροή εντολών σε τεχνικό επίπεδο στο Ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο)

- 6) Διασύνδεση προϊόντων της οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς και της διμερούς γραβεζικής (market traders vs dealers) σε επίπεδο νομοθετικό και τεχνικό.

Η πρώτη προσπάθεια για μια “ενοποιητική” λογική των υπόψη αγορών και της χρηστής λειτουργίας της αγοράς, σε νομοθετικό αρχικά επίπεδο, έγινε από την MAD. Επίσης, με μια ευρύτερη αντίληψη για το σκεπτικό του Κοινοτικού Νομοθέτη, θα παρατηρήσουμε ότι η οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και η OTC διαπραπτική αγορά είναι “συγκοινωνούντα δοχεία”.

Έτσι, βλέπουμε ότι σε όλες τις αναφορές της BIS (ήδη από την Βασιλεία II) για τον έλεγχο του πιστωτικού κινδύνου των πιστωτικών ιδρυμάτων, τα OTC προϊόντα της MAD, χρησιμοποιούνται, αποτιμώνται, αναφέρονται και ελέγχονται από τις αρχές (σε διάφορες χρονικές βάσεις), ως βασικά συστατικά συναλλακτικής δραστηριότητας τους είτε για πελάτες είτε για own account.

Έκτοτε, η συνέχεια ανατέθηκε, σε νομοθετικό αλλά και με πρόβλεψη σε τεχνικό επίπεδο στις ήδη αναφερθείσες, MiFID II και MiFIR. Η MiFID II (Ιανουάριος 2018) και ο MiFIR (Ιανουάριος 2017) εισάγουν αλλαγές που θα επιφέρουν μεγάλες επιπτώσεις στις Ευρωπαϊκές Χρηματοπιστωτικές Αγορές. Αυτές περιλαμβάνουν απαιτήσεις διαφάνειας για ένα ευρύ φάσμα περιουσιακών στοιχείων, την υποχρέωση για διαπραγματεύσεις παραγώγων προϊόντων σε οργανωμένες αγορές (πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, trading venues) και όχι μόνο σε OTC (Over-The-Counter) αγορές, απαιτήσεις για νέα εποπτικά εργαλεία για τα παράγωγα εμπορευμάτων αλλά και για συναλλαγές υψηλής συχνότητας (High Frequency Trading, είναι συναλλαγές που γίνονται αυτοματοποιημένα, με τη χρήση ειδικών αλγορίθμων, που όχι μόνο παρακολουθούν αλλά και προβλέπουν την πορεία της αγοράς, αλλά και εξελιγμένου τεχνολογικού εξοπλισμού). Όμως οι ανωτέρω κινήσεις, παρότι είναι στην σωστή κατεύθυνση, καλύπτουν μόνο τον Ευρωπαϊκό χώρο. Η διασύνδεση όλων των προϊόντων σε μια αγορά, ενιαία και ρυθμισμένη και σε ένα ευρύτερο περιβάλλον, πρέπει να σχεδιαστεί.

Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, πρέπει τουλάχιστον :

- να καλύπτονται με ενιαία νομοθετική και τεχνική αντιμετώπιση όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα (ή τουλάχιστον όλα όσα καλύπτονται από την MiFID II),
- να διασυνδέονται η οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά με την διμερή διαπραπτική (market traders vs dealers),
- πρέπει να προβλέπεται στο πλαίσιο αυτό :
 - ο η προστασία των επενδυτών μέσω ανωτέρων ορίων προμηθειών,

- η προστασία των επενδυτών από περιπτώσεις κατάχρησης και χειραγώγησης αγοράς αλλά και χρήσης εμπιστευτικής πληροφόρησης,
- οι συνθήκες για την παροχή ανεξάρτητων επενδυτικών συμβουλών,
- η υιοθέτηση αυστηρότερων οργανωσιακών απαιτήσεων για τον σχεδιασμό προϊόντων και την διάθεση τους και
- να ενισχύονται παρεμβατικές πολιτικές καθώς και η διαφάνεια στις χρεώσεις και στα κόστη.
- σχετικές κυρώσεις από τις αντίστοιχες εθνικές ή υπερεθνικές αρχές

Μέσα στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, οι υπάρχουσες νομοθετικές ρυθμίσεις όλων των αγορών (με την γεωγραφική έννοια, και την έννοια της διαφορετικής διαπραγμάτευσης των προϊόντων αλλά και την έννοια των διαφορετικών τόπων εκτέλεσης εντολών-venues), όχι μόνο θα ισχύουν, αλλά θα είναι περισσότερο ενδυναμωμένες (δηλ. Κοινοτικά νομοθετήματα, νόμοι των ΗΠΑ, οδηγίες BIS, κλπ). Η ενδυνάμωση, ουσιαστικά σημαίνει το ότι θα μπορεί μια ρυθμιστική αρχή εθνικού ή υπερεθνικού επιπέδου, να αντλεί αρμοδιότητες και να εφαρμόζει διαδικασίες ή να επιβάλλει μέτρα, μέσα από όλα τα νομοθετήματα που είναι κάτω από την ομπρέλα του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου και την βοήθεια της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής (ΠΕΑ).

Για παράδειγμα αναφέρουμε, την περίπτωση κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης προς κερδοσκοπία από κάποιο πρόσωπο (φυσικό ή νομικό), να μπορεί να επιβάλλει ποινές, κάποια εθνική αρχή, βασιζοντας τις αιτιάσεις της, αφενός μεν σε Κοινοτικές Οδηγίες και ταυτόχρονα, δε, σε νόμους (acts) των ΗΠΑ (επειδή λ.χ. η καταχρηστική πληροφόρηση βασίστηκε σε χρηματιστηριακές συναλλαγές, μιας διεθνούς εταιρίας που έλαβαν χώρα σε κάποια Ευρωπαϊκή πλατφόρμα συναλλαγών και κατόπιν αμέσως χρησιμοποιήθηκε για σύναψη μιας διατραπεζικής συναλλαγής κάποιου OTC προϊόντος (που βασίζεται στην ίδια διεθνή εταιρία, στην ίδια οντότητα) και έλαβε χώρα στην αντίπερα άκρη του Ατλαντικού (ΗΠΑ)).

Θεωρούμε, στο ανωτέρω παράδειγμα, ότι το προαναφερθέν πρόσωπο, έχει την δυνατότητα να πραγματοποιεί συναλλαγές σε διάφορα δικαιοδικά πλαίσια (jurisdictions), ελέγχεται επίσης φορολογικά αλλά και η συγκεκριμένη έκνομη ενέργεια της κατάχρησης δηλ. της εμπιστευτικής πληροφόρησης, είναι όντως έκνομη σε όλα τα jurisdictions (δίκαια) που εμπλέκονται. Στις περιπτώσεις αυτές, είναι επίσης σημαντικό να ελέγχεται σε όλα τα επίπεδα αυτής της πολυμερούς διαπραγμάτευσης (βλ. και κάτωθι στην 9^η ενότητα), η πιθανή ευθύνη και του(των) ενδιάμεσου χρηματοοικονομικού διαμεσολαβητή (broker, agent, electronic platform, bank, κλπ)

για την γνώση του ή και την συμμετοχή του, στις υπόψη συναλλακτικές δραστηριότητες του προσώπου, που παραβίασαν την εμπιστευτικότητα της πληροφορίας, για κερδοσκοπικούς λόγους.

7) *Θεσμικές - Λειτουργικές απαιτήσεις για τους διαμεσολαβητές στο Ενιαίο Ρυθμιστικό Πλαίσιο*

Οι (τελικοί) διαπραγματευτές-διαμεσολαβητές (financial intermediaries), στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, είτε έχουν τον ρόλο του Dealer (στην διμερή διατραπεζική αγορά) για προϊόντα OTC, είτε έχουν τον ρόλο του Broker (στην πολυμερή δευτερογενή κεφαλαιαγορά) για προϊόντα εισηγμένα, όπως μετοχές, ομόλογα, παράγωγα, ETFs, θα δύνανται να έχουν τεχνική πρόσβαση και στις δύο αγορές (στους δύο διαφορετικούς τύπους).

Ως εκ τούτου θα πρέπει να υλοποιηθούν λειτουργικές αλλαγές, στα συστήματα πρόσβασης τους στις αγορές αυτές, στα συστήματα πληροφόρησης σε real-time χρόνο και ταυτόχρονα και για τις δύο αγορές και ενημερώσεις, αλλά και πρόσβαση σε συστήματα διαχείρισης κινδύνου και εκκαθάρισης. Συγκεντρωτικά αναφέρουμε τις λειτουργικές αλλαγές που αρχικά τουλάχιστον απαιτούνται για την πρόσβαση όλων των τύπων των διαμεσολαβητών, σε όλων των τύπων τις αγορές, ταυτόχρονα :

- Συστήματα πρόσβασης σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες συναλλαγών πολυμερούς διαπραγμάτευσης (Venues), MTFs (Multilateral Trading Facilities), OTFs (Organized Trading Facilities)⁷⁹, για μετοχές, μη μετοχές, ομόλογα, παράγωγα.
- Συστήματα πρόσβασης για διμερείς διατραπεζικές συναλλαγές OTC προϊόντων (FX swaps, FX options, FWD swaps, FWD options, swaptions, commodities options, κλπ), όπως πχ, Bloomberg, Reuters, Kondor+.
- Συστήματα διαχείρισης κινδύνου, On-line και σε Real-time, για αξιολόγηση market risk, FX risk, yield curves, για τα προϊόντα της διατραπεζικής και κυρίως για ενδοσυνεδριακά όρια ρευστότητας.
- Συστήματα επιμέτρησης κινδύνου για πιστοληπτική ικανότητα αντισυμβαλλόμενων, για τα προϊόντα της διατραπεζικής αγοράς.

⁷⁹ Όπως ήδη προβλέπονται από την Οδηγία 2014/65/EK (MiFID II) και τον Κανονισμό 600/2014 (MiFIR)

- Συστήματα επιμέτρησης του λειτουργικού κινδύνου, ιδιαίτερα για τις εκκαθαρίσεις των προϊόντων της διαπραγματευτικής και διασυνδέσεις με διεθνείς αποθετηριακούς και εκκαθαριστικούς οίκους.
- Συστήματα εσωτερικού ελέγχου για πρόληψη περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς και εσωτερικής πληροφόρησης (είτε από πελάτες, είτε από διαπραγματευτές), λόγω των εργαλείων και της ταυτόχρονης εισαγωγής εντολών και στους δύο τύπους αγορών.
- Πιστοποίηση καταλληλότητας γνώσεων προσώπων (πχ traders) των διαμεσολαβητών, για διεξαγωγή ενεργειών (πχ εντολές) και στις δύο αγορές ταυτόχρονα (στην δευτερογενή και στην διαπραγματευτική).
- Υπηρεσίες reporting για την ενοποίηση της μετασυναλλακτικής πληροφόρησης, δηλ. : Εγκεκριμένος Μηχανισμός Δημοσιοποίησης Συναλλαγών (Approved Publication Arrangement-APA), ο οποίος θα δημοσιοποιεί μετασυναλλακτικές πληροφορίες για λογαριασμό των διαμεσολαβητών και Παροχή Ενοποιημένου Δελτίου Συναλλαγών (Consolidated Tape Provider-CTP), όπου θα συγκεντρώνονται οι μετασυναλλακτικές πληροφορίες από τις ρυθμιζόμενες αγορές, MTFs και OTFs και θα τις ενοποιεί.

Μια ομάδα από επιπρόσθετες λειτουργικές απαιτήσεις, προφανώς είναι αποδεκτές και σημαντικές που τις έχει, εν μέρει, εισαγάγει και η MiFID I και II, δηλαδή :

- Για συναλλαγές σε Commodities Derivatives, να τεθούν όρια θέσεων και έλεγχοι διαχείρισης θέσεων, δηλ. : εναρμονισμένο καθεστώς καθορισμού ορίων θέσεων για παράγωγα επί εμπορευμάτων, έλεγχοι διαχείρισης θέσεων από διαχειριστές τόπων διαπραγμάτευσης όπου διαπραγματεύονται παράγωγα επί εμπορευμάτων, να τεθούν οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης θέσεων ανά κατηγορία συναλλασσόμενων από τους τόπους διαπραγμάτευσης, αλλά και να τεθούν οι υποχρεώσεις γνωστοποίησης θέσεων στις εποπτικές αρχές από τόπους διαπραγμάτευσης ιδιαίτερα όσον αφορά OTC συναλλαγές.
- Διεύρυνση και αυστηροποίηση της νομοθεσίας, για περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς, διότι οι χρήσεις και οι επενδύσεις στις δύο αυτές διαφορετικές αγορές (στο ενιαίο πλαίσιο), αποκτούν πολύπλοκη νομική και τεχνική διάσταση, λόγω των διαφορετικών προϊόντων και των

συνδυασμών τους, αλλά και την ταυτόχρονη χρήση τυποποιημένων και μη προϊόντων σε αγορές που μπορεί να είναι είτε πολυμερούς διαπραγμάτευσης, είτε διμερούς (δηλαδή να υπάρχει η πιθανότητα να μην μπορεί να εκτελεσθεί μια συναλλαγή, στην καλύτερη τιμή για τον επενδυτή- best execution).

- Οι διαμεσολαβητές πρέπει να έχουν μια μη διακριτική πρόσβαση σε συστήματα εκκαθάρισης, δηλ. : να καθιερωθεί καθεστώς για παροχή μη διακριτικής πρόσβασης στην εκκαθάριση από κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους σε τόπους διαπραγμάτευσης και αντίστροφα, να παρασχεθεί πρόσβαση με άδεια της εποπτικής αρχής υπό προϋποθέσεις, να υπάρξει η υπό όρους δυνατότητα άρνησης παροχής πρόσβασης από κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και τόπους διαπραγμάτευσης.
- Όταν εκτελούνται αλγοριθμικές συναλλαγές υψηλής συχνότητας (High Frequency Trading) τα πρόσωπα που διενεργούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό ή και για λογαριασμό πελατών τους, οφείλουν, τα συστήματα συναλλαγών τους να είναι ανθεκτικά, να διαθέτουν επαρκή χωρητικότητα, να υπόκεινται σε κατάλληλα όρια και να έχουν υποβληθεί σε πλήρεις δοκιμές, να ενημερώνουν τις εποπτικές αρχές για τη δραστηριοποίησή τους μέσω αλγοριθμικών συναλλαγών και να παρέχουν στην εποπτική τους αρχή επιπλέον πληροφορίες, εφόσον τους ζητηθεί. Λειτουργικά οι διαμεσολαβητές στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, θα πρέπει να καταρτίζουν αλγοριθμικές συναλλαγές ακολουθώντας στρατηγικές ειδικής διαπραγμάτευσης οφείλουν και να δραστηριοποιούνται σε συνεχή βάση συνάπτοντας γραπτή συμφωνία με τον τόπο διαπραγμάτευσης (venue) στον οποίο δραστηριοποιούνται. Οι διαμεσολαβητές-διαπραγματευτές, στο ενιαίο πλαίσιο, που παρέχουν ηλεκτρονική πλατφόρμα συναλλαγών σε πελάτες τους, πρέπει να διασφαλίζουν την καταλληλότητα των πελατών που χρησιμοποιούν την υπηρεσία, ότι οι πελάτες εμποδίζονται να υπερβούν προκαθορισμένα συναλλακτικά και πιστωτικά όρια για τις συναλλαγές και ότι διαθέτουν κατάλληλους ελέγχους κινδύνων.
- Οι πάροχοι ηλεκτρονικών τόπων διαπραγμάτευσης (venues), οφείλουν τα συστήματα συναλλαγών τους να διασφαλίζουν την εύρυθμη διεξαγωγή συναλλαγών υπό ακραίες συνθήκες πίεσης στην αγορά, να έχουν δυνατότητα απόρριψης εντολών που υπερβαίνουν προκαθορισμένα όρια όγκου και τιμών ή είναι σαφώς εσφαλμένες, να έχουν δυνατότητα

προσωρινής διακοπής ή περιορισμού της διαπραγμάτευσης σε περίπτωση σημαντικής μεταβολής της τιμής σε σύντομο χρονικό διάστημα και δυνατότητα ακύρωσης, τροποποίησης ή διόρθωσης συναλλαγής, να συνάπτουν γραπτές συμφωνίες με όλα τα μέλη τους που ακολουθούν στρατηγική ειδικής διαπραγμάτευσης στην ρυθμιζόμενη αγορά και πλαίσιο υποχρεώσεων για τα μέλη αυτά.

Θεσμικά, οι ρόλοι αυτοί των διαμεσολαβητών, πρέπει να ισχυροποιηθούν, μέσω θεσμικών και κανονιστικών νομολογιών, από τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές, με τις εξής τουλάχιστον αλλαγές:

- Οι επενδυτικές συμβουλές να παρέχονται σε ανεξάρτητη βάση (independent advice). Για δε τους τόπους εκτέλεσης συναλλαγών (venues) να υφίσταται η υποχρέωση δημοσιοποίησης στοιχείων για ποιότητα εκτέλεσης συναλλαγών, ακόμα και για την περίπτωση διμερών διαπραγματευτικών συναλλαγών.
- Σχετικά με την προστασία των επενδυτών : Οργανωτικές απαιτήσεις και καταλληλότητα προσωπικού, πολιτική αποδοχών, ποικιλομορφία Διοικητικού Συμβουλίου και διαδικασίες για τον σχεδιασμό και την προώθηση προϊόντων.
- Αναφορικά με επιχειρήσεις από τρίτες χώρες και για τους Επαγγελματίες πελάτες, πρέπει να δύνανται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στην Ευρωπαϊκή Ένωση χωρίς υποκατάστημα, υπό τη βασική προϋπόθεση να έχει εκδοθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή απόφαση ισοδυναμίας. Όσον αφορά τους ιδιώτες πελάτες, εάν η εθνική νομοθεσία απαιτεί για αυτές τις επιχειρήσεις την λειτουργία υποκαταστήματος, να προβλέπονται οι κατάλληλες οργανωτικές προϋποθέσεις.
- Συντονισμός για την επόπτευση των διαμεσολαβητών (που πλέον θα συναλλάσσονται και στους τύπους αγορών), από τις ήδη υπάρχουσες ρυθμιστικές αρχές (εθνικές και υπερεθνικές), ώστε και να μην υπάρχουν περιπτώσεις αλληλοκάλυψης πεδίων αρμοδιοτήτων, αλλά και πιο αποτελεσματική εποπτεία να εφαρμόζεται. Ας μην ξεχνάμε, ότι με τα σημερινά δεδομένα, υπάρχει (εν γένει) ένας διαχωρισμός ρόλων αρμοδιοτήτων των ρυθμιστικών αρχών, για τις Κεφαλαιαγορές-δευτερογενείς αγορές (επιτροπές Κεφαλαιαγοράς) και για την διαπραγματευτική-διμερή αγορά (κεντρικές τράπεζες).

8) Η σχέση του ενιαίου πλαισίου με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τις αγορές του Ισλαμικού Δικαίου.

Η ταχεία ανάπτυξη στον Ισλαμικό κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών απαιτούσε και απαιτεί ολοκληρωμένη εποπτεία και ρύθμιση, ώστε να καταστεί δυνατή η ομαλή λειτουργία των διεθνών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο πλαίσιο της συνολικής χρηματοπιστωτικής υποδομής. Τα διακριτικά χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών συναλλαγών που είναι συμβατά με τη Sharia'a εξαρτώνται από έναν αριθμό πιθανών παραγόντων κινδύνου οι οποίοι, εάν δεν αναγνωριστούν και εποπτευθούν επαρκώς, θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε πρόσθετο συστημικό κίνδυνο, ενδεχομένως να θέσουν σε κίνδυνο τη σταθερότητα και την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η ανάπτυξη των εναρμονισμένων προληπτικών και βέλτιστων πρακτικών που προσαρμόζονται στις συγκεκριμένες ιδιαιτερότητες αυτών, είναι ζωτικής σημασίας.

Σε διάφορες μη Ισλαμικές περιοχές του κόσμου, η εξάπλωση του Islamic Finance είναι πλέον σημαντική. Όντας ένα μεγάλο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό κέντρο με την υποστήριξη των ρυθμιστικών αρχών και των πολιτικών κάτι το οποίο ισοδυναμεί και με εισροή σημαντικών Ισλαμιστικών οικονομικών πόρων, το Ηνωμένο Βασίλειο αναμένεται να καταστεί παγκόσμιο κέντρο αριστείας για την πρακτική της Ισλαμικής τραπεζικής και της χρηματοδότησης εκτός του μουσουλμανικού κόσμου. Επίσης αρκετά παραδείγματα εξάπλωσης και ίδρυσης χρηματοπιστωτικών οργανισμών έχουμε και σε άλλα μέρη, πχ Ασία (Σιγκαπούρη-Islamic Bank of Asia, Μαλαισία-Amanah Islamic Investment Bank), αλλά και στις ΗΠΑ (Lariba, University Bank) και Καναδά (Co-operative Housing Association of Canada).

Δεδομένου του ότι η θεμελιώδης αρχή του Ισλαμικού νόμου είναι η προσπάθεια επίτευξης και διατήρησης της δικαιοσύνης, της ευνομίας και της σταθερότητας στην κοινωνία, η έννοια της οικονομίας είναι συνυφασμένη με την δικαιοσύνη και συνεπώς δεν επιβάλλεται, αλλά υλοποιείται σε εθελοντική βάση από τα μέλη της κοινωνίας [Rice, G., 1999]. Πλέον της δικαιοσύνης της οικονομίας, και οι λοιπές αρχές του Ισλαμικού νόμου (ισότητα, δικαιοσύνη, ισορροπία πράξεων), διαχέονται μέσω μιας ομάδας περιορισμών, υποχρεώσεων και απαγορεύσεων.

Στο θέμα των απαγορεύσεων, αναφέρουμε τις βασικές απαγορεύσεις που αφορούν τα επιτόκια δανεισμού (*riba*⁸⁰), την κερδοσκοπία ορισμένων

⁸⁰ Είναι η αύξηση σε κάθε τύπου δανειακή σύμβαση ή πράξη πώλησης, που επιβαρύνει τον δανειστή, τον πωλητή ή τον αγοραστή, χωρίς την παροχή ισοδύναμης αντιπαροχής προς τον αντισυμβαλλόμενο (και κατ'έκταση και το τραπεζικό δάνειο). Είναι μια από τις βασικές απαγορεύσεις της Sharia'a (Ισλαμικού νόμου), μαζί με το *short*

χρηματοοικονομικών προϊόντων (*gambling*) αλλά και την πλήρη απαγόρευση (*haram*) συγκεκριμένων προϊόντων που θεωρούνται ότι προξενούν βλάβη στην κοινωνία [CISI®, 2015].

Προκειμένου να διασφαλιστεί η συμμόρφωση των προϊόντων και των υπηρεσιών τους με τη Sharia'a, τα Ισλαμικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ΙΧΙ) πρέπει να έχουν σαφή κατανόηση των πηγών και των στόχων της. Η εφαρμογή του Maqasid al-Sharia'a⁸¹ και του Maslahah (το κοινό καλό ατόμων και κοινωνίας), στην Ισλαμική τραπεζική και τη χρηματοδότηση μπορεί να αποτελέσει πρόκληση και πρέπει να πραγματοποιείται χωρίς να υπονομεύεται η ανταγωνιστικότητα, η κερδοφορία και η βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα προϊόντα είναι το bay' al-inah, μια συναλλαγή back-to-back πώλησης και επαναγοράς που εφαρμόζεται ευρέως στη Μαλαισία από Ισλαμικές τράπεζες, και που είναι (μέσω αυτού του τύπου συναλλαγής) σε θέση να παρέχονται υπηρεσίες συμβατές με τη Sharia'a, όπως η προσωπική χρηματοδότηση, οι πιστωτικές κάρτες, το ιδιωτικά χρεώγραφα δανεισμού (private debt securities) και οι διευκολύνσεις υπερανάληψης. Σε κάθε περίπτωση, η Ισλαμική τράπεζα υποτίθεται ότι ενεργεί ως έμπορος, που πωλεί ή αγοράζει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο. Στην πραγματικότητα, η Ισλαμική τράπεζα τείνει να ενεργεί ως χρηματοδότης, παρέχοντας κεφάλαια χωρίς να αναλαμβάνει κινδύνους και, κατά περίπτωση, χωρίς να συμμετέχει στην επενδυτική διαδικασία.

Υπάρχουν ορισμένες πρωτοβουλίες στην Ισλαμική χρηματοπιστωτική βιομηχανία για την ανάπτυξη προτύπων και κανονισμών ή που υποστηρίζουν την Ισλαμική χρηματοπιστωτική βιομηχανία με άλλους τρόπους. Υπάρχουν έξι αυτορρυθμιζόμενα όργανα-οργανισμοί και μία πολυμερής τράπεζα ανάπτυξης, ορισμένα από τα οποία είναι πιο ενεργά από άλλα:

1. Islamic Development Bank (IDB).
2. Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI).

selling, τη *gharar* (πράξη συμβατικής πώλησης αντικείμενου χωρίς ο πωλητής να κατέχει πραγματικά το αντικείμενο) και το *jahala* (η άγνοια ενός από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη σε μια πράξη, για τις τιμές της αγοράς ή τις πρακτικές της αγοράς).

⁸¹ Ο όρος Maqasid al-Sharia'a αναφέρεται σε μια νομική-φιλοσοφική έννοια που αναπτύχθηκε από τις τελευταίες γενιές, ο οποίος προσπάθησε να διατυπώσει τους στόχους και τους σκοπούς της Sharia'a, με συνολικό τρόπο για να βοηθήσει στη διερεύνηση νέων περιπτώσεων και την οργάνωση προηγούμενων αποφάσεων.

3. International Islamic Financial Market (IIFM).
4. Islamic Financial Services Board (IFSB).
5. Islamic International Ratings Agency (IIRA).
6. International Islamic Liquidity Management (IILM).
7. Council for Islamic Banking and Financial Institutions (CIBAFI).

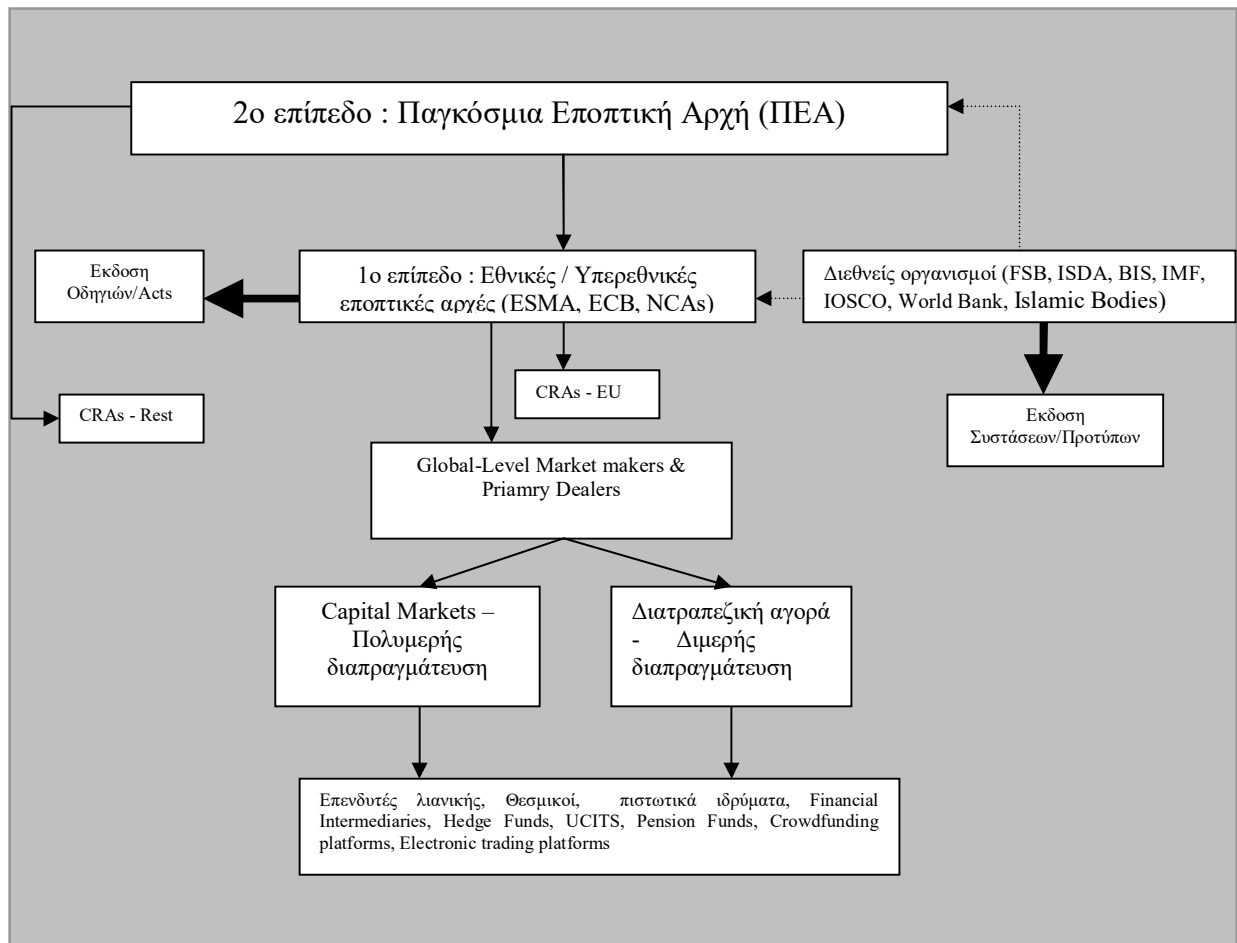
Με το σκεπτικό ότι στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, είναι σημαντικό και αναγκαίο η συνεργασία της υπερ-εποπτικής αρχής με όλους τους σχετικούς οργανισμούς, τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές, έτσι και στην συγκεκριμένη περίπτωση, τα προαναφερθέντα ινστιτούτα και οργανισμοί, είναι οι συνδεδετικοί κρίκοι επικοινωνίας. Η διαφορετικότητα και η αναγκαιότητα για διαφοροποιήσεις στα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ήδη εφαρμόζεται (όπως στην περίπτωση του ISDA, που έχει εκδώσει, εξειδικευμένο Master Agreement για το Ισλαμικό δίκαιο, ώστε να καλύπτονται συναλλαγές προϊόντων ενδιαφέροντος και εποπτείας της Sharia'a, από Ισλαμικές και μη Ισλαμικές τράπεζες), πρέπει να επισημάνουμε ότι ήδη στα περιβάλλοντα της Μ. Ανατολής (πχ DIFC, Dubai International Financial Center), γίνεται ήδη διαβούλευση⁸² από τις τοπικές αρχές (DFSA) για ενσωμάτωση των προτύπων της Βασιλείας III, για τα τοπικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Ως εκ τούτου, είναι σημαντικό στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο να ενσωματωθούν διαδικασίες διαβούλευσης (μέσω MoUs) με τους προαναφερθέντες οργανισμούς, ώστε να επιτευχθούν όσο το δυνατόν περισσότερο εναρμονισμένες πρακτικές διαπραγμάτευσης συγκεκριμένων προϊόντων (αποδεκτών και από το Δυτικό χρηματοπιστωτικό σύστημα αλλά και από την Sharia'a), εκκαθάρισης τους, διασυνοριακών πληρωμών, εναρμονισμένων βέλτιστων πρακτικών κατάχρησης αγοράς, αναφορών, εξασφάλισης εγγυήσεων καταθετών και επενδυτών, διαχείρισης κινδύνου και εκέγγυων.

- 9) *Επίπεδα εποπτικού ελέγχου του πλαισίου της ενιαίας και ρυθμισμένης αγοράς διαπραγμάτευσης, σχέσεις συμμετεχόντων και προϊόντων με τις ρυθμισμένες αγορές.*

Ο εποπτικός έλεγχος της ενιαίας αγοράς, θα γίνεται σε δύο βασικά επίπεδα. Τα επίπεδα αυτά, θα ελέγχουν το σύνολο της ενοποιημένης αγοράς, για όλα τα προϊόντα (top-down approach) (Εικόνα 4).

⁸² DFSA, Consultation Paper No. 99 BASEL III — Liquidity Coverage Ratio and Leverage Ratio, Ιούνιος 2017



Εικόνα 4 (Επίπεδα εποπτείας του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου)

Η ίδρυση και δημιουργία της ΠΕΑ, πρέπει να γίνει με το σύστημα των μνημονίων συνεργασίας, των εθνικών και υπερ-εθνικών εποπτικών αρχών, που όμως θα τα ενσωματώσουν με νομοθετική βάση, στις κατά τόπους jurisdictions (δικαιϊκές τάξεις). Κάθε καινούργια εποπτική αρχή, μιας νέας αγοράς, που θα θέλει να εισχωρήσει, θα πρέπει να αποδέχεται και να υπογράφει σχετικό MoU με την ΠΕΑ, και να ενσωματώνει αυτό, στην εθνική της νομική τάξη.

Η Παγκόσμια Εποπτική Αρχή θα έχει την ευθύνη συντονισμού των Εθνικών και Υπερεθνικών εποπτικών αρχών που με την σειρά τους, εποπτεύουν αμφότερες τις αγορές των χρηματοοικονομικών προϊόντων (των Κεφαλαιαγορών και των διμερών OTC διατραπεζικών) στους διάφορους τόπους εκτέλεσης εντολών (venues).

Οι εποπτικές αυτές αρχές, συνεχίζουν τον ρόλο τους, ως οι πρωταρχικές πηγές έκδοσης δικαίου ή ως συμμετέχουσες στην έκδοση νομοθετημάτων (πχ η Ε.Ε. κατόπιν

διαβουλεύσεων και προτάσεων της ESMA). Ταυτόχρονα, οι διεθνείς οργανισμοί (IOSCO, BIS, IMF, κλπ) του χρηματοπιστωτικού χώρου, συνεχίζουν αφενός μεν να εκδίδουν κατευθυντήριες γραμμές, συστάσεις και πρότυπα, ενώ ταυτόχρονα συνδιαλέγονται και με την ΠΕΑ αλλά και με τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές.

Η εποπτεία των Ευρωπαϊκών CRAs συνεχίζει να πραγματοποιείται από την ESMA, ενώ οι υπόλοιπες CRAs, ελέγχονται από την ΠΕΑ, μέσω όμως από τις αντίστοιχες εθνικές αρχές, στις οποίες υπάγονται γεωγραφικά ή έχουν τα κεντρικά τους γραφεία.

Στο θέμα των προϊόντων, για να μην υφίσταται αλληλοκάλυψη αρμοδιοτήτων, επαφίεται στο διαχωρισμό τους ανά εποπτικό φορέα κατά είδος προϊόντος, δηλ. για τις μεν *Κεφαλαιαγορές και τα προϊόντα των Οδηγιών* [που διαπραγματεύονται σε οργανωμένους και πολυμερούς διαπραγμάτευσης τόπους εκτέλεσης συναλλαγών) να γίνονται από τις κατά τόπους εθνικές (πχ Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς, NCAs, SEC) και υπερεθνικές ρυθμιστικές αρχές (πχ ESMA, EBA), για δε τα διμερώς διαπραγματευόμενα προϊόντα της διατραπεζικής αγοράς (OTC), από τις αντίστοιχες εθνικές (πχ Κεντρικές Τράπεζες, NCAs) και υπερεθνικές ρυθμιστικές αρχές (πχ ECB).

Όμως, σε ένα δεύτερο επίπεδο, όλες οι αγορές, όλων των προϊόντων, πρέπει να ελέγχονται εποπτικά από την ΠΕΑ (με τις συνδρομητικές, συμβουλευτικές και διαβουλευτικές διαδικασίες με τους διεθνείς οργανισμούς του χρηματοπιστωτικού τομέα, δηλ. IMF, BIS, IOSCO, FSB, ISDA, κλπ). Αυτός δε ο έλεγχος, θα γίνεται έμμεσα, ουσιαστικά με την διαδικασία συντονισμού των εποπτικών αρχών, του 1^{ου} επιπέδου, όπως ήδη περιγράφηκε.

Στο θέμα επίπτωσης των Ισλαμικών χρηματοοικονομικών προϊόντων, είναι εύλογη η συνεργασία (βλ. και άνωθεν στην 8^η ενότητα), του Islamic Financial Services Board (IFSB), με την Παγκόσμια Εποπτική Αρχή, ιδιαίτερα σε θέματα κατάχρησης αγοράς και εμπιστευτικής πληροφόρησης, ενημέρωσης επενδυτικού κοινού, υποβολές αναφορών και εφαρμογή διεθνών προτύπων από την BIS και την IOSCO. Η συνεργασία του IFSB, θα πρέπει να γίνεται και με τις εποπτικές αρχές του 1^{ου} επιπέδου. Η όλη συνεργασία θα μπορεί να υλοποιηθεί μέσω Μνημονίων Συνεργασίας (MoUs), ώστε να επιταχύνεται και να επιτυγχάνεται επαρκώς η “εναρμόνιση” των νομοθετικών δομών για τα ανωτέρω θέματα. Από πλευράς προϊόντων, για αφενός μεν τα προϊόντα της Κεφαλαιαγοράς, η συνεργασία του IFSB θα μπορεί να πραγματοποιείται με τις εθνικές/υπερεθνικές αρχές Κεφαλαιαγορών (E.E., ESMA, SEC) πάντα με την συμμετοχή της ΠΕΑ, για δε τα προϊόντα της διατραπεζικής (OTC, διμερώς

διαπραγματευόμενα), η συνεργασία του IFSB θα μπορεί να πραγματοποιείται με τις εθνικές/υπερεθνικές τραπεζικές αρχές (Κεντρικές τράπεζες, BOE, BIS, ECB) πάντα με την συμμετοχή της ΠΕΑ, επίσης. Η δε συνεργασία του IFSB με τους ήδη υπάρχοντες Διεθνείς Οργανισμούς (IOSCO, IMF, BIS, FSB) είναι επιβεβλημένη.

Για την συνεργασία της ΠΕΑ με τις αρχές του 1^{ου} επιπέδου, το IFSB και τους Διεθνείς Οργανισμούς του χρηματοπιστωτικού χώρου, θα δημιουργηθούν παγκόσμιες κοινές ομάδες εργασίας (Global Joint Cooperative Teams - GJCT).

10) Νομοθετική υπόσταση (μέσω οδηγιών, κανονισμών, εθνικών νομοθεσιών) και ο ρόλος των CRAs. Θεσμικές και λειτουργικές διαδικασίες και δυσκολίες. Εκδόσεις οδηγιών, κανονισμών και εθνικών νομοθεσιών.

Η διαδικασία των εποπτικών, ρυθμιστικών και παρεμβατικών διαδικασιών, θα επιτυγχάνεται στο ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο, μέσω των υπάρχοντων νομοθετικών εργαλείων των σημερινών εθνικών και υπερεθνικών αρχών. Οι διαδικασίες⁸³ εναρμόνισης των εκάστοτε εκδιδόμενων νομολογιών (Κοινοτικές Οδηγίες και Κανονισμοί, νομοθεσίες ΗΠΑ) αλλά και των προτύπων, συστάσεων και διαβουλεύσεων (BIS, IMF, FSB, ISDA, κλπ), θα εκκινούν λαμβάνοντας αυτές υπόψη (από την υπερ-εποπτική αρχή) και στην συνέχεια θα ακολουθούν οι διαδικασίες διαβούλευσης με τις λοιπές διεθνείς αρχές. Η ΠΕΑ θα έχει και τον πρώτο λόγο για υπογραφή μνημονίων συνεργασίας και συζητήσεις για διαδικασίες εναρμόνισης, με τις αρχές και τους οργανισμούς που εποπτεύουν όλους τις χρηματοοικονομικές οντότητες που υπάγονται στο Ισλαμικό Δίκαιο.

Στη τελευταία περίπτωση, υφίστανται σίγουρα θεσμικές αλλά και λειτουργικές δυσκολίες στις διαδικασίες, ιδιαιτέρως λόγω της διαφορετικής κουλτούρας και θεώρησης της χρηματοοικονομικής επιστήμης και των επιπτώσεων των εφαρμογών και της χρησιμότητας της στη κοινωνία.

Ο ρόλος των CRAs (Credit Rating Agencies) είναι σημαντικός τόσο σε Ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Ως εκ τούτου, η σχέση τους με το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο αγορών είναι επίσης σημαντικός, αφού οι διεθνείς οίκοι θα συνεχίζουν να αξιολογούν τις παγκόσμιες αγορές, ακόμα και σε μια περισσότερο ενοποιημένη μορφή. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας (credit ratings), ως γνωστόν, βοηθούν τους επενδυτές και τους δανειστές να κατανοήσουν τους κινδύνους

⁸³ Οι υπόψη διαδικασίες εναρμόνισης που θα χρησιμοποιεί η παγκόσμια υπερ-εποπτική αρχή, εκφεύγουν των σκοπών της παρούσης διατριβής και αποτελούν αναμφίβολα πεδίο επιπρόσθετης έρευνας, όπως άλλωστε αναλύεται αυτή η διαπίστωση και στο τελευταίο μέρος της παρούσης.

που σχετίζονται με συγκεκριμένη επένδυση ή χρηματοπιστωτικό μέσο. Ωστόσο, η υπερβολική εξάρτηση από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να μειώσει τα κίνητρα για τους επενδυτές να αναπτύξουν τη δική τους ικανότητα αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου.

Κατά την περίοδο που οδήγησε στη χρηματοπιστωτική κρίση το 2008, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (CRAs) δεν κατάφεραν να εκτιμήσουν σωστά τους κινδύνους σε πιο περίπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα. Για παράδειγμα, δομημένα χρηματοπιστωτικά προϊόντα βασιζόμενα σε ριψοκίνδυνα και μειωμένης εξασφάλισης στεγαστικά δάνεια, εκδόθηκαν με εσφαλμένες εκτιμήσεις που ήταν υπερβολικά υψηλές. Ως απάντηση στην κρίση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε προτάσεις για την ενίσχυση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου για τις CRAs στην Ε.Ε., για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης της αγοράς και την αύξηση της προστασίας των επενδυτών.

Η τελευταία νομοθετική δέσμη για τους CRAs αποτελείται από έναν κανονισμό (Κανονισμός 462/2013) και μια οδηγία (Οδηγία 2013/14/Ε.Ε.). Αυτές οι ρυθμίσεις επιδιώκουν:

- να μειώσουν την υπερβολική εξάρτηση από τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας,
- την αύξηση της διαφάνειας όσον αφορά την έκδοση αξιολογήσεων κρατικού χρέους,
- να βελτιωθεί η ποιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και να καταστούν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πιο υπεύθυνοι για τις ενέργειες τους, και
- την μείωση των συγκρούσεων συμφερόντων και ενθάρρυνση μεγαλύτερου αριθμού παρόμοιων φορέων να δραστηριοποιούνται στην αγορά αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό για τις CRAs, ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εγκατεστημένος εκτός της Ε.Ε. μπορεί να αναγνωριστεί και να χρησιμοποιηθεί για ρυθμιστικούς σκοπούς στην Ε.Ε.. Αυτό μπορεί να συμβεί με έναν από τους δύο τρόπους: πιστοποίηση μέσω του καθεστώτος ισοδυναμίας ή επικύρωσης (endorsement).

Πιστοποίηση ισοδυναμίας (Certification of Equivalence)

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που εγκαθίστανται και εποπτεύονται εκτός της Ε.Ε. και δεν έχουν παρουσία ή εταιρική συνεργασία στην Ε.Ε. μπορούν να πιστοποιούνται βάσει του καθεστώτος ισοδυναμίας. Το καθεστώς εφαρμόζεται στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που δεν είναι συστημικώς σημαντικοί για τη σταθερότητα ή την ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ε.Ε. και επιτρέπει την αξιολόγηση των χρηματοπιστωτικών οντοτήτων και μέσων που είναι εγκατεστημένοι ή έχουν εκδοθεί σε τρίτες χώρες.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει προβεί σε ορισμένες αποφάσεις ισοδυναμίας που βεβαιώνουν ότι τα ρυθμιστικά και εποπτικά καθεστώτα αρκετών τρίτων χωρών πληρούν τις απαιτήσεις του κανονισμού για τους CRAs. Οι CRAs που είναι εγκατεστημένοι σε αυτές τις χώρες μπορούν να υποβάλουν αίτηση στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) για πιστοποίηση.

Η πιστοποίηση ισοδυναμίας απαιτεί τη σύσταση συμφωνίας συνεργασίας μεταξύ της ESMA και της ρυθμιστικής αρχής των σχετικών χωρών.

Επικύρωση (Endorsement)

Το καθεστώς επικύρωσης ισχύει για τους CRAs που είναι συνδεδεμένοι ή συνεργάζονται στενά με τους οργανισμούς που είναι εγγεγραμμένοι στην Ε.Ε.. Απαιτεί οι οργανισμοί που είναι εγκατεστημένοι εκτός της Ε.Ε. να συμμορφώνονται με ορισμένες νομικές απαιτήσεις. Οι απαιτήσεις αυτές πρέπει να είναι εξίσου αυστηρές με εκείνες του Κανονισμού CRA και να υπόκεινται σε αποτελεσματική εποπτεία. Η αξιολόγηση αυτή γίνεται από την ESMA, η οποία καταρτίζει τον κατάλογο των χωρών εκτός Ε.Ε., των οποίων τα κανονιστικά καθεστώτα είναι τόσο αυστηρά όσο τα πρότυπα της Ε.Ε..

Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, η ESMA θα πρέπει να συνεχίζει να εποπτεύει τις CRAs στον Ευρωπαϊκό χώρο (ή τις εγγεγραμμένες) καθώς επίσης και αυτές με το καθεστώς ισοδυναμίας. Βέβαια, αν και οι εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης (CRAs) ελέγχονται από τις Οδηγίες Κεφαλαιακής Επάρκειας και Κατάχρησης Αγοράς, καθώς επίσης και από έναν Κώδικα Δεοντολογίας που εξέδωσε ο Διεθνής Οργανισμός των Εποπτικών Ρυθμιστικών Αρχών (IOSCO), στο *ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο*, πρέπει να δημιουργηθεί ένα όργανο, εποπτείας εκείνων των CRAs που δεν υπόκεινται σε άμεση εποπτεία, από εθνικές ή υπερεθνικές αρχές (το όργανο αυτό θα μπορεί να συνεργάζεται λ.χ. με την Islamic International Ratings Agency - IIRA).

Αν και η νομοθετική έκδοση κανονιστικών ρυθμίσεων, σε επίπεδο του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, δεν θα έχει (ή δεν θα) ανατεθεί στην ΠΕΑ (παγκόσμια εποπτική αρχή), θα πρέπει να συνεργάζεται (η ΠΕΑ) με τις εκάστοτε εθνικές ή υπερεθνικές αρχές,

ώστε να διατηρείται σε επαρκή επίπεδα η επόπτευση αυτών των CRAs. Με τον όρο “επαρκές επίπεδο”, ουσιαστικά εννοούμε, ότι οι εκάστοτε εθνικές και υπερεθνικές αρχές, στην αρμοδιότητα των οποίων υπάγονται (και στην γεωγραφική περιοχή που είναι εγκατεστημένες) οι CRAs (οι μη εποπτευόμενες από ESMA, ή άλλες αρχές), να απαιτούν από αυτές την τήρηση διαδικασιών που θα αφορούν, τουλάχιστον ⁸⁴ [Panagopoulos, A., Chatzigagios, T., 2015] :

- τις υποβολές επικαιροποιημένων αναφορών για τις μεθοδολογίες βάσει των οποίων παράγονται οι αξιολογήσεις, και
- τον βαθμό εγκυρότητας (των προβλέψεων), μεταξύ της αναμενόμενης συμπεριφοράς των προϊόντων ή των πιστωτικών ιδρυμάτων με βάση τις αξιολογήσεις συγκριτικά με τα πραγματικά αποτελέσματα.

2. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ.

Η νέα λειτουργική δομή των τελικών διαμεσολαβητών στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο (συγκερασμός των αγορών Dealership-διμερής διαπραγματευτική και Auction-πολυμερής και δευτερογενής κεφαλαιαγοράς), έχει μια ομάδα από πλεονεκτήματα (τεχνικά-θεσμικά), για τους ίδιους αλλά και τους επενδυτές, όπως :

- Μείωση του τελικού συναλλακτικού κόστους των επενδυτών, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις, όπου ο ίδιος εντολέας, δίδει εντολές για συναλλαγές προϊόντων και σε δευτερογενή αγορά (πχ αγορά παραγώγου) αλλά και σε OTC προϊόν (πχ OTC equity option), για αντιστάθμιση της θέσης του, στον ίδιο διαμεσολαβητή (στο ίδιο entity) και στον ίδιο trader.
- Περισσότερο επαγγελματική και ολοκληρωμένη αντιμετώπιση, της διαχείρισης χαρτοφυλακίων των επενδυτών, μιας και οι συναλλαγές τους από προϊόντα και των δύο αγορών, θα συνυπολογίζονται, συνεκτιμώνται και θα αποτιμώνται, κάτω από την νέα λογική, των ενοποιημένων αγορών.
- Μεγαλύτερη δυνατότητα διαφοροποίησης επιλογών επενδύσεων (άρα και διασποράς κινδύνου), μέσα από προϊόντα εισηγμένα σε αγορές πολυμερούς διαπραγμάτευσης και προϊόντα που μπορεί να σχεδιαστούν

⁸⁴ Panagopoulos, A., Chatzigagios, T., (2015), “Credit Rating Agencies’ Decisions and I.S.D.A.’s Credit Events: Effects on Banking Liquidity and Legal Contracts”, International Proceedings of Management and Economy IPEDR vol. 84, 2015, IACSIT Press, Singapore.

ειδικά για τον πελάτη (OTC παράγωγο μη τυποποιημένο) μέσα από την διαπραπείζικη-διμερή αγορά.

- Η μέσω υψηλού επιπέδου IT εφαρμογών, ανίχνευση περιπτώσεων κατάχρησης αγοράς, που θα προσδώσει μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στο επενδυτικό κοινό, λόγω του ευρύτερου πεδίου ελέγχου (όταν θα κατασκευασθούν προφανώς, τέτοιες εφαρμογές). Σε αυτές τις περιπτώσεις, θα μπορούν οι εποπτικοί μηχανισμοί να ανιχνεύουν είτε σε πραγματικό χρόνο (προληπτικά και ερευνώντας συγκεκριμένα patterns), είτε σε μεταγενέστερο χρόνο (κατασταλτικά, βάσει δειγματοληπτικών διαδικασιών), περιπτώσεις κατάχρησης αγοράς, που δεν θα μπορούσαν να ανιχνευτούν όταν οι αγορές, όπως στις μέρες μας, έχουν διαφορετικούς εποπτικούς μηχανισμούς και από διαφορετικές αρχές και που φυσικά δεν βλέπουν ταυτόχρονα την ολότητα των αγορών. Συναλλαγές που γίνονται από τον ίδιο επενδυτή ταυτόχρονα στις δύο αγορές, μπορεί να μην ενσωματώνουν ενδείξεις κατάχρησης και χειραγώγησης αγοράς αυτόνομα, αλλά ως συλλογική αντίληψη των αγορών μαζί, να αποτελούν χειραγώγηση και κερδοσκοπία.

Η νέα λειτουργική δομή των τελικών διαμεσολαβητών στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, έχει όμως και μειονεκτήματα (τεχνικά-θεσμικά), επίσης για τους ίδιους αλλά και τους επενδυτές, όπως :

- Υψηλό κόστος δημιουργίας συστημάτων συναλλαγών και διαχείρισης κινδύνου, διότι θα πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψη περισσότερους παραμέτρους, προϊόντα και διαφορετικές συνθήκες λειτουργίας τους και αποτίμησης τους.
- Κόστος αλλαγών στα λειτουργικά συστήματα εκκαθάρισης, reconciliations, εσωτερικού ελέγχου και λογιστικής αντιμετώπισης, των προϊόντων που πλέον θα μπορεί ένας διαμεσολαβητής να διαπραγματεύεται και στις δύο αγορές.
- Γίνεται απαιτητό ένα υψηλότερο επίπεδο γνώσεων των traders, που θα πρέπει να έχουν άμεση αντίληψη λειτουργίας όλων των προϊόντων (εισηγμένων και OTC μη τυποποιημένων), αλλά και της λειτουργίας ηλεκτρονικών πλατφορμών διαπραγμάτευσης τους (πχ MTFs, stock exchange venues, bilateral deals σε Bloomberg πλατφόρμα, κλπ).

- Ευρύτερου επιπέδου εκπαίδευση επενδυτών (ιδιωτών και θεσμικών) στα προϊόντα και των δύο αγορών, λόγω του πολύπλοκου, ιδιαίτερου και διαφορετικού χαρακτήρα και λειτουργίας των προϊόντων της διατραπεζικής, αλλά και της ταυτόχρονης συνδυαστικής χρήσης, στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια, για την επίτευξη διασποράς.
- Η ανάγκη δημιουργίας εργαλείων αποτίμησης αξιών των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, είναι επιτακτική, αλλά αποτελεί και μια τεχνολογική πρόκληση. Είναι σημαντικό να κατανοηθεί, πως η εισαγωγή προϊόντων της διατραπεζικής μη τυποποιημένων, σε τέτοια χαρτοφυλάκια, είναι τεχνολογική πρόκληση, διότι θα πρέπει να περιγραφούν (με τεχνικό τρόπο) οι λειτουργίες τους, όπως ακριβώς τα έχουν οι συγκεκριμένες τράπεζες, δημιουργήσει. Αυτό θα πρέπει να αλλάζει κάθε φορά, που εισάγονται στο χαρτοφυλάκιο, νέα και διαφορετικά OTC διατραπεζικά προϊόντα (λόγω διαφορετικών χαρακτηριστικών που θα τα έχουν επίσης διαμορφώσει οι αντίστοιχες τράπεζες).
- Υψηλότερα και ευρύτερα spillover effects (διασπορά) στις αγορές των διατραπεζικών και των εισηγμένων σε χρηματιστήρια προϊόντων. Ταχύτερη μεταφορά των πληροφοριών και ενσωμάτωση τους στα προϊόντα των δύο αγορών. Είναι αρνητικό με την έννοια των αρνητικών οικονομικών γεγονότων και αποτελεσμάτων των εταιρειών, πάνω στα οποία εκδίδονται τα διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα.
- Υψηλότερη πρόκληση, αναγκαιότητα και δυσκολία κατασκευής συστημάτων (με ευριστικούς-Heuristic αλγόριθμους⁸⁵) που θα ανιχνεύουν πολύπλοκες περιπτώσεις κατάχρησης και των δύο αγορών. Οι δυσκολίες κατασκευής τους, έγκειται στην συνεργασία, των ηλεκτρονικών πλατφορμών και συστημάτων των τόπων εκτέλεσης εντολών αλλά και των συστημάτων διατραπεζικής πληροφόρησης (Bloomberg, Reuters, κλπ)

⁸⁵ Το αντικείμενο των αλγορίθμων έχει μεγάλο πλάτος και βάθος, μεγάλη ιστορία και μεγάλο μέλλον, καθώς είναι η βάση όπου στηρίζονται όλες σχεδόν οι υπόλοιποι τομείς της Πληροφορικής. Για αρκετά προβλήματα έχουν αναπτυχθεί οι λεγόμενοι «ευριστικοί ή ευρετικοί» αλγόριθμοι, αλγόριθμοι που στηρίζονται σε μια εμπειρική παρατήρηση ή ένα τέχνασμα ή μία έμπνευση του προγραμματιστή. Ένας ευριστικός αλγόριθμος μπορεί να οδηγήσει σε μία καλή ή ακόμη και βέλτιστη λύση ενός προβλήματος, αλλά μπορεί να οδηγήσει και σε μία λύση που απέχει πολύ από τη βέλτιστη ή ακόμη, και να αποτύχει να βρει λύση.

3. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, η αναγκαστική ρευστοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων λόγω προβλημάτων ρευστότητας ή υψηλού δανεισμού επιφέρει μεταβολή της τρέχουσας τιμής τους όχι λόγω νέας πληροφόρησης στις αγορές αλλά λόγω μεταβολών στην ρευστότητα των ρευστοποιούμενων εταιριών [Allen and Carletti, 2008]. Στο πλαίσιο αυτό, η υιοθέτηση της εύλογης αξίας μπορεί να έχει προκυκλικές επιπτώσεις ιδιαίτερα σε περιόδους μειωμένης ρευστότητας στις αγορές. Περαιτέρω, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λαμβάνουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση μόνο έναντι προβλέψεων αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων όταν αυτές πραγματοποιούνται, και όχι έναντι *ex ante* προβλέψεων αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων που αναμένονται να συμβούν σε μελλοντική κυκλική ύφεση.

Η πρόκληση του καθορισμού της υπερβάλλουσας προκυκλικότητας και του κατάλληλου χρόνου παρέμβασης με τη λήψη προληπτικών μέτρων είναι πιο επιτακτική από ποτέ. Κατά μία έννοια, η μέτρηση της προκυκλικότητας θέτει στις εποπτικές αρχές ενώπιον ενός συνεχώς κινούμενου στόχου, δεδομένης της μεταβαλλόμενης φύσης των επιχειρηματικών κύκλων και των χρηματοπιστωτικών συστημάτων. Οι αναλαμβανόμενες δράσεις καταπολέμησης της υπερβολικής προκυκλικότητας είναι περισσότερο αποτελεσματικές και αξιόπιστες, όταν λαμβάνονται κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης του κύκλου, όπου οι κίνδυνοι συσσωρεύονται, και όχι κατά την διάρκεια της ύφεσης, όπου οι κίνδυνοι υλοποιούνται. Γενικότερα, η λήψη αποφάσεων πολιτικής σε διάφορους τομείς (νομισματικό, προληπτική εποπτεία, συναλλαγματική ισοτιμία) πρέπει να είναι προσεκτική όσον αφορά στις πηγές της προκυκλικότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Είναι κοινά αποδεκτό ότι οι εθνικές χρηματοπιστωτικές αγορές πρέπει να ρυθμίζονται. Αλλά όταν οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ανοιχτές, δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά εποπτικών ενεργειών μεταξύ των εθνικών αγορών και της διεθνούς αγοράς. Έτσι, οι ρυθμιστικές αρχές και πρακτικές που ισχύουν για τις πρώτες ισχύουν και για την τελευταία. Οι γενικοί στόχοι της εθνικής ρυθμιστικής αρχής είναι η προστασία των επενδυτών, η διατήρηση των υψηλότερων δυνατών επιπέδων ακεραιότητας, συμπεριφοράς και επαγγελματικότητας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου. Αυτοί πρέπει να είναι οι στόχοι της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης.

Είναι επίσης σημαντικό να ελεγχθεί αν η εθνική πολιτική πρέπει να αντιδρά και να προτείνει σχέδιο ή να προλαμβάνει καταστάσεις όπου προϊόντα σχεδιασμένα πάνω στο χρέος της, επιδρούν αρνητικά λόγω της κερδοσκοπικής τους συμπεριφοράς, σε

θέματα κρατικού δανεισμού (πχ. τα ακάλυπτα CDS σε κρατικό χρέος-naked sovereign CDS, και ιδιαίτερα πχ σε Ελληνικά Κυβερνητικά ομόλογα, όπως έχει πρόσφατα συμβεί). Η πρόσφατη αυτή εμπειρία (αρχές 2010) δείχνει ότι η αγορά των CDS ιδιαίτερα στο Ελληνικό χρέος, είναι το πιο αποτελεσματικό μέσο της αντιστάθμισης του πιστωτικού κινδύνου στην Ελλάδα. Ανεπίσημα στοιχεία δείχνουν ότι τράπεζες με αξιοσημείωτη πιστωτική έκθεση σε Ελληνικά επενδυτικά στοιχεία, έχουν ουσιαστικά εξελιχθεί σε ενεργούς αγοραστές προστασίας CDS Ελληνικού χρέους. Συνεπώς δεν μπορεί να θεωρείται αυτή η δραστηριότητα ως “ακάλυπτα CDS”.

4. ΠΕΔΙΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΡΟΛΟΙ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ

I. Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στο Ενιαίο Πλαίσιο

Η αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που θα ενέχεται στην παραδοσιακή μεσολαβητική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων λαμβάνει χώρα μέσω της εφαρμογής μέτρων από την κεντρική τράπεζα, όπως ουσιαστικά ήδη εφαρμόζεται και έχει αναφερθεί (Μέρος 1^ο, ενότ. 1.η.Ι).

Η κατάλληλη άσκηση των βασικών αυτών μέτρων είναι επαρκώς αποτελεσματική και η ανακοίνωση της ενεργοποίησης τους από μόνη της είναι ικανή - δοθείσης της αξιοπιστίας της κεντρικής τράπεζας - να τονώσει την ρευστότητα στην αγορά. Βεβαίως, η ενεργοποίηση των μέτρων αυτών πρέπει να είναι προσεκτική ώστε τα προτρεπόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και φορείς αγοράς να μην βασίζονται υπέρμετρα την διασφάλιση της φερεγγυότητας τους στην παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας αλλά στη βελτίωση της ίδιας διαχειριστικής ικανότητας και διακυβέρνησης τους.

II. Ο ρόλος του κράτους στις δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών, υπάρχουν πέντε βασικές πολιτικές που μπορούν να ασκηθούν από τις κυβερνήσεις για την αποτροπή του συστημικού κινδύνου. Οι πολιτικές αυτές, με σειρά προτεραιότητας κατά την άσκηση τους, είναι οι ακόλουθες :

- Πολιτική τόνωσης της ρευστότητας - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν μέσω των κεντρικών τραπεζών τους.
- Πολιτική εγγύησης δανείων με στόχο την διευκόλυνση των εργασιών της διατραπεζικής αγοράς - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης οι ευρωπαϊκές χώρες υιοθετούν την πολιτική αυτή περισσότερο σε σχέση με τις ΗΠΑ.

- ο Πολιτική εγγύησης καταθέσεων, με στόχο την αποτροπή πανικού απόσυρσης καταθέσεων - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης όλες οι χώρες κάνουν το μέγιστο που μπορούν, έχοντας όμως σε ορισμένες περιπτώσεις διαπράξει το σημαντικό λάθος (που διορθώθηκε αργότερα) να παρέχουν εγγύηση σε μερικά μόνο χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και όχι σε άλλα.
- ο Πολιτική διαχωρισμού μεταξύ 'καλών' και 'κακών' χρηματοπιστωτικών στοιχείων στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και απομάκρυνσης των 'κακών' στοιχείων. Η πολιτική αυτή λαμβάνει τη μορφή είτε (α) ενός προγράμματος 'διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων' με αγορά των 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος, είτε (β) την εθνικοποίηση των προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τον διαχωρισμό των 'κακών' στοιχείων του ισολογισμού και τελικά την πώληση των 'αποτοξινωμένων' ιδρυμάτων πίσω στον ιδιωτικό τομέα.
- ο Πολιτική άμεσης ανακεφαλαιοποίησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μέσω εύρεσης νέων μετόχων - στο πλαίσιο της τρέχουσας κρίσης πολλές χώρες προσπέρασαν το 4^ο βήμα και προχώρησαν κατευθείαν στο 5^ο ουσιαστικά μέσω αγοράς προνομιούχων μετοχών από τις κυβερνήσεις τους.

Άλλες πολιτικές ενίσχυσης της ρευστότητας - δημιουργία πιστωτικών διευκολύνσεων μέσω της ιδιωτικής θέσπισης 'εταιρειών ειδικού σκοπού' (Special Purpose Vehicles, SPVs) που χρηματοδοτούνται με δημόσιο χρήμα για την αγορά από επενδυτές, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, εταιρικών χρηματοπιστωτικών μέσων πολύ μικρής διάρκειας (1 μήνας) με πιστοληπτική διαβάθμιση A-1/P-1 (υψηλή διαβάθμιση βραχυπρόθεσμου χρέους), αλλά και εταιρικών τίτλων μικρής διάρκειας (3 μήνες), καθώς και άλλα προγράμματα χρηματοδότησης από τους δημοσίους οργανισμούς ασφάλισης καταθέσεων που εγγυώνται την έκδοση εταιρικών χρεογράφων υψηλής ποιότητας και παρέχουν πλήρη κάλυψη μη εντόκων καταθετικών λογαριασμών για την κάλυψη συναλλαγών.

III. Ρυθμιστικό πλαίσιο αγορών. Προτάσεις ενοποιημένης θεώρησης του κανονιστικού πλαισίου για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Σε παγκόσμιο επίπεδο το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο θα μπορούσε να λάβει τη μορφή είτε οδηγίων-κανονισμών (λόγω Ε.Ε.) είτε νομοθετημάτων (ΗΠΑ, άλλες χώρες). Είναι δεδομένο ότι θα καλύπτει από πλευράς προϊόντων όλο το φάσμα των χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως τα περιγράφει η MiFID-Markets in Financial

Instruments Directive (Οδηγία για τις Αγορές των Χρηματοπιστωτικών Μέσων) (αρθ. 5.i).

- ο Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο η αρμόδια αρχή πρέπει να δύναται να εκδίδει κατευθύνσεις για θέματα όπως, π.χ. ο ορισμός των εμπιστευτικών πληροφοριών για τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα ή την εφαρμογή του ορισμού των αποδεκτών πρακτικών όσον αφορά τον ορισμό της χειραγώγησης της αγοράς. Οι κατευθύνσεις αυτές θα πρέπει να είναι σύμφωνες με τις ήδη υπάρχουσες διατάξεις της οδηγίας Κατάχρησης Αγοράς-MAD (Market Abuse Directive) και με τα εκτελεστικά μέτρα που υιοθετούνται σύμφωνα με τη διαδικασία επιτροπολογίας. Επιπρόσθετα πρέπει να εξετασθεί η δυνατότητα ότι τα κράτη θα πρέπει να μπορούν να επιλέξουν τον πλέον πρόσφορο τρόπο για τη θέσπιση ειδικών ρυθμίσεων όσον αφορά τα πρόσωπα που εκπονούν ή διαδίδουν έρευνες σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα, ή τους εκδότες τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων ή τα πρόσωπα που παράγουν ή διαδίδουν άλλες πληροφορίες με τις οποίες συνιστάται ή προτείνεται μια επενδυτική στρατηγική, συμπεριλαμβανομένων των κατάλληλων μηχανισμών αυτοεπόπτευσης, οι οποίοι θα πρέπει να κοινοποιούνται στις εθνικές ρυθμιστικές αρχές.
- ο Επίσης στο πλαίσιο θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι επιπτώσεις των σύγχρονων μέσων επικοινωνίας ώστε να επιτρέπουν μια πιο ισότιμη πρόσβαση των επαγγελματιών των χρηματοπιστωτικών αγορών και των ιδιωτών επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές πληροφορίες, αλλά αυξάνουν και τον κίνδυνο διάδοσης ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών. Οι διαχειριστές αγορών θα πρέπει να συμβάλλουν στην πρόληψη των καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά και να λαμβάνουν διαρθρωτικά μέτρα με σκοπό την πρόληψη και τον εντοπισμό πρακτικών χειραγώγησης της αγοράς. Τα μέτρα αυτά μπορούν να συμπεριλαμβάνουν απαιτήσεις για τη διαφάνεια των διενεργούμενων συναλλαγών, την πλήρη δημοσιότητα των συμφωνιών για την εξομάλυνση των τιμών, ένα εύλογο σύστημα αντιστοίχισης των εντολών, τη δημιουργία αποτελεσματικού συστήματος για τον εντοπισμό των ασυνήθιστων εντολών, επαρκώς εύρωστα συστήματα καθορισμού τιμών αναφοράς και τη σαφήνεια των κανόνων για την αναστολή των συναλλαγών.

Η θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών τεχνικού χαρακτήρα και μέτρων εφαρμογής των κανόνων του προτεινόμενου ρυθμιστικού πλαισίου ενδέχεται να είναι αναγκαία

κατά διαστήματα, προκειμένου να λαμβάνονται υπόψη οι νέες εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Το πλαίσιο πρέπει να τηρεί τις ακόλουθες αρχές :

- ο την ανάγκη να εξασφαλίζεται ότι ανεξάρτητες ρυθμιστικές αρχές επιβάλλουν με συνέπεια την εφαρμογή των κανόνων, ιδίως όσον αφορά την καταπολέμηση των οικονομικών εγκλημάτων,
- ο την ανάγκη να ενθαρρύνεται η καινοτομία στις χρηματοπιστωτικές αγορές, για να είναι δυναμικές και αποτελεσματικές,
- ο την ανάγκη να εξασφαλίζεται η ακεραιότητα της αγοράς με την προσεκτική και ενεργητική παρακολούθηση των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών,
- ο θα λαμβάνει υπόψη την σημασία της μείωσης του κόστους του κεφαλαίου και της ενίσχυσης της πρόσβασης στο κεφάλαιο,
- ο θα λαμβάνει υπόψη την μακροπρόθεσμη ισοζύγηση κόστους και ωφελειών όλων των εκτελεστικών μέτρων για τους συμμετέχοντες στην αγορά (συμπεριλαμβανομένων των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και των μικροεπενδυτών),
- ο την ανάγκη να προωθηθεί η διεθνής ανταγωνιστικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, χωρίς να θίγεται η ιδιαίτερως αναγκαία διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας,
- ο ανάγκη να εξασφαλίζεται συνοχή με τα υπάρχοντα νομοθετήματα, διότι οι τυχόν ανισοροπίες στην πληροφόρηση καθώς και η έλλειψη διαφάνειας μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο τη λειτουργία των αγορών και προπάντων να βλάψουν τα συμφέροντα των καταναλωτών και των μικροεπενδυτών.

Τέλος, με το δεδομένο ότι η αγορά των πιστωτικών παραγώγων (CDS, Credit Default Swaps) είναι ίσως η μόνη αγορά που είναι «ανοικτή», η διαφάνεια στην αποτίμηση κινδύνου στην αγορά τους, έχει βοηθήσει σε μεγάλο βαθμό τους συμμετέχοντες, τις ρυθμιστικές αρχές αλλά και τις κυβερνήσεις να χαλιναγωγήσουν την κρίση.

IV. Ο ρόλος των τραπεζικών προϊόντων στο ενιαίο πλαίσιο και οι εθνικές οικονομικές πολιτικές.

Το σκεπτικό για το προτεινόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο (που θα μπορούσε να υιοθετηθεί από τις Διεθνείς ρυθμιστικές αρχές) θα πρέπει να δομηθεί έτσι ώστε να λάβει

υπόψη του την καταπολέμηση διάφορων καταχρηστικών πρακτικών (όπως η MAD προβλέπει).

Τα κράτη και το ευρωπαϊκό σύστημα κεντρικών τραπεζών, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες ή οποιοσδήποτε άλλος επίσημα καθορισμένος οργανισμός, ή οποιοδήποτε πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τους, θα πρέπει να μην υπόκεινται σε περιορισμούς κατά την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής και της πολιτικής για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους.

Λόγω της διεύρυνσης των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως έχει ήδη αρχικά αναφερθεί στα υπάρχοντα ρυθμιστικά πλαίσια και της ταχείας αλλαγής του φάσματος των νέων προϊόντων και εξελίξεων, το πεδίο εφαρμογής του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου πρέπει να είναι ευρύ ως προς τα καλυπτόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα και τεχνικές, προκειμένου να εξασφαλιστεί η ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Όσον αφορά τα παράγωγα μέσα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά μέσω του προτεινόμενου ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, θα πρέπει να παρασχεθεί πρόβλεψη ότι κάθε κράτος θα πρέπει να είναι αρμόδιο να επιβάλλει κυρώσεις για πράξεις που διενεργούνται στο έδαφός του ή εκτός αυτού και οι οποίες αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά που βρίσκεται στο έδαφός του ή λειτουργεί εντός αυτού, ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Προτείνεται, συνεπώς, ως πολιτική, κάθε κράτος να είναι αρμόδιο για την επιβολή κυρώσεων για πράξεις που διεξάγονται στο έδαφός του και αφορούν υποκείμενα χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά κράτους ή για τα οποία έχει ζητηθεί εισαγωγή σε οργανωμένη αγορά.

Επειδή ο μεγάλος αριθμός αρμόδιων αρχών στα κράτη, όπως έχει ήδη αναφερθεί, με διαφορετικές εξουσίες, δημιουργεί σύγχυση στους οικονομικούς φορείς, προτείνεται ως πολιτική, σε κάθε κράτος να οριστεί μια ενιαία αρμόδια αρχή για την ανάληψη, τουλάχιστον, της τελικής ευθύνης για την εποπτεία της συμμόρφωσης με τις διατάξεις που θεσπίζονται δυνάμει ενός ενιαίου θεσμικού πλαισίου, καθώς και για τη διεθνή συνεργασία. Η εν λόγω αρχή πρέπει να έχει διοικητικό χαρακτήρα που θα εγγυάται την ανεξαρτησία της σε σχέση με τους οικονομικούς φορείς και θα αποτρέπει συγκρούσεις συμφερόντων. Σύμφωνα με την εθνική τους νομοθεσία, τα κράτη θα μεριμνούν για την εξασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης της αρμόδιας αρχής. Η εν λόγω αρχή θα πρέπει να διαθέτει κατάλληλο σύστημα διαβουλεύσεων σχετικά με τις ενδεχόμενες μεταβολές της εθνικής νομοθεσίας, όπως μια συμβουλευτική επιτροπή αποτελούμενη από εκπροσώπους εκδοτών, παροχέων και καταναλωτών

χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ώστε να ενημερώνεται πλήρως για τις απόψεις και τις ανησυχίες τους. Η συγκεκριμένη εθνική (ή και υπερεθνική αρχή) θα έχει άμεση συνεργασία με την Παγκόσμια Εποπτική Αρχή.

Η αποτελεσματικότητα της εποπτείας θα εξασφαλιστεί με την παραχώρηση στην αρμόδια αρχή κάθε κράτους ενός κοινού ελάχιστου συνόλου εξουσιών και ισχυρών μέσων δράσης. Οι επιχειρήσεις και όλοι οι οικονομικοί φορείς θα πρέπει επίσης να συμβάλλουν στο επίπεδό τους στην ακεραιότητα της αγοράς. Υπό την έννοια αυτή, ο καθορισμός μιας ενιαίας αρμόδιας αρχής για την κατάχρηση αγοράς δεν εμποδίζει τους δεσμούς συνεργασίας ή την ανάθεση εξουσιών, υπό την ευθύνη της αρμόδιας αρχής, μεταξύ της εν λόγω αρχής και των διαχειριστών των αγορών με στόχο την αποτελεσματική εποπτεία της συμμόρφωσης προς τις διατάξεις που θεσπίζονται δυνάμει των σχετικών οδηγιών.

Το πλαίσιο επίσης πρέπει να τηρεί τις ακόλουθες αρχές :

- την ανάγκη να εξασφαλίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με την προώθηση υψηλού επιπέδου διαφάνειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές,
- την ανάγκη να παρέχεται στους επενδυτές ευρύ φάσμα εναλλακτικών επενδύσεων και ένα προσαρμοσμένο στις περιστάσεις επίπεδο δημοσιότητας και προστασίας,
- την ανάγκη για υψηλά επίπεδα διαφάνειας και για διαβούλευση με όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο και τις άλλες Διεθνείς ρυθμιστικές αρχές,
- την ανάγκη να επιτευχθούν ισότιμοι όροι για τη δραστηριότητα όλων των συμμετεχόντων στην αγορά, με τη θέσπιση κανονισμών σε διεθνές επίπεδο όταν κρίνεται αναγκαίο,
- ανάγκη να γίνονται σεβαστές οι διαφορές των εθνικών αγορών όταν δεν παραβιάζουν αδικαιολόγητα τη συνοχή της διεθνούς αγοράς,

Άρα, οι προσπάθειες ρύθμισης των πιστωτικών παραγώγων πρέπει να ειπωθούν ακόμα και κάτω από το πρίσμα της λανθασμένης αντίληψης για την δομή και την λειτουργία που πιθανώς υπάρχει στους συμμετέχοντες της αγοράς (ιδιαίτερα λόγω και της σύγχυσης των CDS με άλλων που θεωρούνται (κακώς) παρόμοια και ο σκοπός ύπαρξής τους είναι η επένδυση σε συνδεδεμένα περιουσιακά στοιχεία που

περιλαμβάνουν και ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (sub-prime mortgage loans), έχει φέρει όλα τα CDS στο επίκεντρο των ρυθμιστικών συζητήσεων).

Στο θέμα των ρυθμίσεων των CDS πρέπει να δοθεί σημασία στην έννοια του πραγματικού κινδύνου που συνδέεται με την αγορά των πιστωτικών παραγώγων. Οι επικείμενες ρυθμίσεις πρέπει να λάβουν υπόψη τους ότι η αγορά των πιστωτικών παραγώγων έχει ικανά εργαλεία διαχείρισης του κινδύνου.

Οι απαιτήσεις για περαιτέρω ρύθμιση των πιστωτικών παραγώγων θα επιφέρουν μεταβολές που αφορούν σε θέματα που αφορούν : συναλλαγές, τεχνολογικά θέματα, θέματα εκκαθάρισης, αλληλοεπικάλυψη ρυθμιστικών αρχών, λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, θέματα δημιουργίας standard (τυποποιημένων) συμβάσεων ISDA⁸⁶, κλπ. Επιπρόσθετα και στις τυποποιημένες συμβάσεις της E.E., European Master Agreements⁸⁷.

Με αυτόν τον τρόπο θα βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα της αγοράς και η διαφάνεια των τιμών ιδιαίτερα στην αγορά των παραγώγων, διότι το επόμενο βήμα θα είναι η μεταφορά των τυποποιημένων συμβολαίων αυτών των “OTC” παραγώγων (αφού θα μπορούν πλέον να εκκαθαρίζονται κεντρικά) σε χρηματιστήρια (όχι μόνο σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες συναλλαγών μη ρυθμισμένες) και ουσιαστικά σε ηλεκτρονικά συστήματα συναλλαγών εξωχρηματιστηριακών παραγώγων. Τέτοια συστήματα μπορούν να σχεδιαστούν με την λογική των price/quantity driven λογικών.

Η συμμετοχή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε αυτά τα συστήματα πρέπει να ειδωθεί υπό το ρυθμιστικό πρίσμα ότι θα αυξηθεί ο ανταγωνισμός τους και η προσφορά υψηλότερου επιπέδου υπηρεσιών στους τελικούς πελάτες.

Θα πρέπει να γίνει προσπάθεια να συμπεριληφθούν στο ενιαίο πλαίσιο τέτοιες προτάσεις, δεδομένου του ότι δεν αποτελούν θεσμοθετημένες διαδικασίες και η αγορά των OTC δεν υπόκειται σε κανόνες δικαίου. Ως εκ τούτου πρέπει να ληφθεί μέριμνα στο ενιαίο πλαίσιο ότι και τα Hedge Funds (από τους σημαντικότερους παίκτες στο παγκόσμιο επενδυτικό σύστημα) έχουν επηρεασθεί από την κρίση και δεν είναι η βασική πηγή της κρίσης.

Το θέμα της σχέσης των prime brokers (ιδιαίτερα ως πιστωτικά ιδρύματα) με τα Hedge Funds, δεν έχει, τελικά, την αναγκαιότητα περαιτέρω ρύθμισης, διότι, όπως ήδη αναφέρθηκε, η χρήση σημαντικών εργαλείων έχει θεωρηθεί ότι μπορεί να απομονώσει

⁸⁶ International Swaps and Derivatives Association.

⁸⁷ Σύμβαση-πλαίσιο για OTC παράγωγα προϊόντα προοριζόμενα για νομικά πρόσωπα της κάθε χώρας υπαγόμενα στο δίκαιο της, δεδομένου του ότι έχουν γίνει αποδεκτές από τις Κεντρικές Τράπεζες.

ένα πιθανό πρόβλημα κατάρρευσης Hedge Funds με το τραπεζικό σύστημα. Όμως στην περίπτωση επιπρόσθετης ρύθμισης πρέπει να λάβουμε υπόψη τα πρόσθετα κόστη και πιθανών συνεπειών μείωσης ρευστότητας λόγω της αποτροπής των Hedge Funds.

Στο θέμα του short selling ο ISDA είναι κατηγορηματικός, ότι στα Hedge Funds δεν πρέπει να επιβληθούν ειδικοί περιορισμοί στη εφαρμογή του (short selling). Αλλωστε τα Hedge Funds είναι έτσι και αλλιώς υποχρεωμένα να συμμορφώνονται στην τεχνική του short selling (για equities ή debts) όσον αφορά καταχρηστικές πρακτικές βάσει της Market Abuse Directive (MAD).

Σημαντικό επίσης θέμα είναι ο προτεινόμενος διαχωρισμός πλέον της ευθύνης παρακολούθησης των ρυθμίσεων αυτών των προϊόντων από τις αντίστοιχες εποπτικές αρχές. Εδώ πρέπει να κατανοήσουμε ότι σημαντικό ρόλο θα παίξουν οι Κεντρικές Τράπεζες των Κρατών και των αντίστοιχων ρυθμιστικών αρχών δευτερογενούς αγοράς. Αυτό είναι αναγκαίο λόγω μιας πιθανής αλληλοκάλυψης αρμοδιοτήτων, διότι τα πιστωτικά ιδρύματα (αρμοδιότητας κεντρικών τραπεζών) θα εμπλέκονται σε συναλλαγές που αφορούν τυποποιημένα προϊόντα οργανωμένης αγοράς, στην οποία θα έχουν τεθεί κανόνες δικαίου. Η αλληλοκάλυψη αρμοδιοτήτων πρέπει να επιλυθεί με συνεργασία των εποπτικών αρχών και όχι με διαχωρισμό και στεγανά. Η δημιουργία κοινών Επιτροπών Εποπτικού Ελέγχου ή και άλλων μηχανισμών να είναι μια λύση που θα πρέπει να εξετασθεί (που πάλι απαιτεί τεχνολογικές υποδομές και σαφώς υψηλού γνωσιακού επιπέδου προσωπικό για επάνδρωση). Η λογική αλληλοσυνεργασίας επιτάσσεται και από την “ενοποιητική” λογική των δύο αγορών και της χρηστής λειτουργίας τους ακόμα σε διμερές επίπεδο της αγοράς.

5. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΕΘΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΟΥ Ο.Ε.Μ.Ε.Ρ.Α.

Ειδικότερα, ως στόχοι τίθενται η εξέταση των κάτωθι οικονομικών πολιτικών ως προκλήσεις πολιτικής, και πως αλληλεπιδρούν με το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών. Οι πολιτικές αυτές (εθνικές, υπερεθνικές και διεθνείς) υλοποιούνται σε διάφορα επίπεδα (όπως περιγράφεται), δηλ. σε κυβερνητικό επίπεδο με πολιτικές αποφάσεις, σε υπερεθνικό επίπεδο με αποφάσεις συλλογικών οργάνων, σε διεθνές επίπεδο με διακρατικές συμφωνίες ή μεταξύ διεθνών οργανισμών, αλλά και σε επίπεδο αρχών

εποπτείας (πχ κεντρικές τράπεζες, επιτροπές κεφαλαιαγορών, κλπ)⁸⁸ [Panagopoulos et al., 2018]:

1) Ο παρεμβατικός ρόλος του κράτους και των κεντρικών τραπεζών, πρέπει να αναθεωρήσει τις πολιτικές του, στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

(α) Η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχει μεγαλύτερο εύρος αναφορικά με: (i) την διάρκεια της παρεχόμενης ρευστότητας (από overnight σε μερικές εβδομάδες), (ii) την αποδοχή εγγυήσεων (περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ως αποδεκτά, υποκείμενα βεβαίως σε κόστος και ρήτρες χρήσης τους) και αντισυμβαλλομένων, και (iii) την διενέργεια συναλλαγών ανοικτής αγοράς (υποκείμενες σε κατάλληλα haircuts για τις αποδεκτές εγγυήσεις ώστε να περιορίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος στους ισολογισμούς των κεντρικών τραπεζών, έχοντας όμως επίγνωση ότι η πολιτική αυτή δύναται να αποβεί σε βάρος των καταθετών και πιστωτών σε περίπτωση πτώχευσης ατομικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, να ενθαρρύνει την περαιτέρω ανάληψη κινδύνου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και να σηματοδοτήσει μια αναληθή αντίληψη αφερεγγυότητας ατομικού ιδρύματος που κάνει χρήση των εγγυήσεων).

(β) Η λειτουργία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων πρέπει να αναθεωρηθεί με βασικούς στόχους: (i) την άρση περιορισμών (ελέω φόβου στρέβλωσης του ανταγωνισμού) στην διάχυση πληροφοριών σχετικά με τις εγγυήσεις αυτές, ώστε να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος κατάχρησης των παρεχόμενων εγγυήσεων, (ii) την προσαρμογή των ασφαλιστρών κινδύνων επί των εισφορών στο κεφάλαιο εγγύησης καταθέσεων, ώστε να αποφεύγεται η υπερβολική ανάληψη κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ή η έμμεση άντληση ρευστότητας μέσω εξωχώριων υποκαταστημάτων τους, και (iii) την επιμήκυνση του επιπέδου, του εύρους και της περιόδου κάλυψης καταθέσεων, συμπεριλαμβανομένης και της άμεσης πρόσβασης στις ασφαλισμένες καταθέσεις, ώστε να αποφεύγεται ο πανικός απόσυρσης καταθέσεων.

(γ) Η ανακεφαλαιοποίηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να είναι δυνατή μέσω της άσκησης μεγαλύτερου εύρους πολιτικών που περιλαμβάνουν αφενός την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων στους ισολογισμούς των ιδρυμάτων με αγορά 'τοξικών' στοιχείων ενεργητικού από το κράτος και ενδεχόμενη εθνικοποίηση προβληματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και αφετέρου την εύρεση νέων μετόχων

⁸⁸ Panagopoulos, A., Chatzigagios T., Dokas I., (2018), "The Global Single and Regulated Market Framework of Financial Products and the International Economic Policies. Mathematical Approach of the Model", International Journal of Financial Research, Vol. 9, No. 2, pp. 1-22, 2018, ScieduPress, Canada.

για την ταχύτερη και αμεσότερη βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και συνεπώς την τόνωση της εμπιστοσύνης στις αγορές.

2) Το ζήτημα της ρευστότητας για την ρύθμιση της επενδυτικής δραστηριότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πρέπει να αντιμετωπιστεί σε σχέση με τους σύγχρονους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν ανακύψει στο πλαίσιο του γενικευμένου δανεισμού και των μειωμένων απαιτήσεων εξασφάλισης δανείων. Στο πλαίσιο αυτό, η εποπτεία (μέσω της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής) του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να αναμορφωθεί στις ακόλουθες κατευθύνσεις:

(α) Απαιτείται η παρακολούθηση της αντοχής και ευέλικτης προσαρμογής όχι μόνο των ατομικών ιδρυμάτων αλλά του συνολικού χρηματοπιστωτικού συστήματος μέσω της ανάπτυξης μεθόδων ελέγχου της αντοχής του συστήματος αυτού (macro stress-tests). Η παρακολούθηση αυτή προϋποθέτει (όπως έχουμε ήδη αναφέρει) την αποτελεσματικότερη διασύνδεση μεταξύ μικρο- και μακρο-σταθεροποίησης, δηλαδή μεταξύ της μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνων από τις ατομικές εταιρίες και της μακροοικονομικής αλληλεπίδρασης και διάδρασης μεταξύ των εταιριών. Η πρακτική αλληλεπίδραση αυτών των πολιτικών στο ενιαίο πλαίσιο, δηλ. μεταξύ μικροοικονομικής ανάληψης κινδύνου και μακροοικονομικής επίδοσης γίνεται εμφανής στη διασύνδεση μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου: υψηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις επί των επενδυτικών ανοιγμάτων στην πρωτική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρίες να περιορίζουν την πιστωτική τους επέκταση επιδεινώνοντας την πώση, ενώ οι χαμηλές κεφαλαιακές απαιτήσεις στην ανοδική φάση του κύκλου λόγω της αντιλαμβανόμενης μείωσης κινδύνου, οδηγούν τις εταιρίες σε αυξημένη πιστωτική επέκταση, επιταχύνοντας την άνοδο.

Η κατανόηση της διασύνδεσης μεταξύ διαχείρισης κινδύνου, χρηματοοικονομικής μετάδοσης και επιχειρηματικού κύκλου και των επιπτώσεων της στην χρηματοοικονομική σταθερότητα απαιτεί την πολιτική της υιοθέτησης καινοτόμων προσεγγίσεων διασύνδεσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων και της κυκλικής πορείας της οικονομίας, δίνοντας έμφαση στη συσχέτιση των αναλαμβανόμενων χρηματοοικονομικών επενδύσεων με: (i) τους στόχους νομισματικής πολιτικής, (ii) το μακροπρόθεσμο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, και (iii) κάποιο περιθώριο που αντανakλά διαρθρωτικές αλλαγές στον λόγο δανειακών κεφαλαίων προς ΑΕΠ του χρηματοπιστωτικού τομέα.

(β) Απαιτείται ως πολιτική αλληλεπίδραση (μεταξύ των εθνικών και υπερεθνικών ρυθμιστικών αρχών) ο επαναπροσδιορισμός της εποπτείας, ώστε να: (i) εστιάζεται στα

ατομικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ουσιαστική εποπτεία των πηγών/χρήσεων ρευστότητας και της διαφοροποίησης τους και συνεπώς της συνολικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών οργανισμών να αναλαμβάνουν κινδύνους, (ii) ασκείται με διαφοροποιημένη ένταση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών οργανισμών (χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και λοιποί οργανισμοί) ανάλογα με τα διαφοροποιημένα προβλήματα καθενός εξ αυτών, δίνοντας προτεραιότητα σε αυτούς με υψηλή δανειακή επιβάρυνση σε σχέση προς τις βραχυχρόνιες επενδύσεις τους (π.χ, οργανισμοί που χρηματοδοτούνται από overnight repos ή άλλα βραχυχρόνια μέσα χρηματαγοράς έχουν μικρή ικανότητα διακράτησης επενδύσεων υψηλής μεταβλητότητας τιμών και ρευστότητας), ανεξάρτητα από τον νομικό ή επιχειρηματικό τους χαρακτήρα, και (iii) επαινεί, μέσω χαμηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων, τους οργανισμούς εκείνους που χρηματοδοτούν την επενδυτική τους δραστηριότητα από μακροπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων και υπέχουν μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, δυνάμενες να ενεργήσουν ως απορροφητές κινδύνου σε περιόδους ανωμαλίας των αγορών. Η συνεργασία της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής με τις εθνικές και τις υπερεθνικές αρχές, είναι για τις συγκεκριμένες πολιτικές κατευθύνσεις, ουσιώδης.

Συνεπώς, λόγω της διεύρυνσης των χρηματοπιστωτικών αγορών, της ταχείας αλλαγής και του φάσματος των νέων προϊόντων και εξελίξεων, το πεδίο εφαρμογής του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου πρέπει να είναι ευρύ ως προς τα καλυπτόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα και τεχνικές, προκειμένου να εξασφαλιστεί η ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

3) Ειδικότερα, η διαχείριση της ρευστότητας επιβάλλει τις κάτωθι πολιτικές για την αναθεώρηση των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, μέσα στο ενιαίο πλαίσιο, με στόχο:

(α) την αναπροσαρμογή της στάθμισης κινδύνου διαφορετικών κατηγοριών ανοιγμάτων αλλά και των συντελεστών μετατροπής εκτός ισολογισμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε εντός ισολογισμού στοιχεία (σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα, υπό δεδομένη πιστοληπτική διαβάθμιση), με αποτέλεσμα την επαρκή ενσωμάτωση των διαφορετικών κινδύνων στους δείκτες φερεγγυότητας και τις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τον περιορισμό του ρυθμιστικού arbitrage, καθώς επίσης και την αναμόρφωση των υποδειγμάτων υπολογισμού κινδύνου με στόχο την ενσωμάτωση της επίδρασης που ασκεί επί του συνολικού πιστωτικού κινδύνου ο κίνδυνος όχι μόνο ενός συγκεκριμένου επενδυτικού ανοίγματος αλλά επίσης του συνολικού διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου και συνεπώς του μεγέθους του επενδυτικού ανοίγματος, συμπεριλαμβάνοντας έτσι την

επίδραση της συνολικής συγκέντρωσης κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και ελαχιστοποιώντας την επίδραση ενός και μόνο συστημικού παράγοντα.

(β) την διασύνδεση των παραγόμενων από τα ίδια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκτιμήσεων κινδύνου με το σύνολο του επιχειρηματικού κύκλου και όχι μόνο με συγκεκριμένη φάση του, την αποσύνδεση των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης από τις τρέχουσες τιμές αγοράς, την αποσύνδεση των πολιτικών επιλογής αντισυμβαλλομένου χορήγησης πιστώσεων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου, την αποσύνδεση της χρήσης πολιτικών μερισματικής απόδοσης και αγοράς ιδίων μετοχών για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων από την φάση του επιχειρηματικού κύκλου (γενναιόδωρες στην ανοδική φάση του κύκλου, και αντιστρόφως), και την αρτιότερη προσαρμογή έναντι κινδύνου των προβλέψεων επιχειρηματικής κερδοφορίας.

(γ) την ενίσχυση της εποπτικής διαδικασίας και των εργαλείων παρακολούθησης και ελέγχου αντοχής των ατομικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για τη διόρθωση των αδυναμιών αρχικού υπολογισμού εποπτικών κεφαλαίων, αλλά και την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και πειθαρχίας των αγορών μέσω αυξημένης διαφάνειας πληροφοριών και αναφορών κινδύνου ώστε να βελτιώσει την διαμόρφωση τρεχόντων αποτιμήσεων με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές.

(δ) Απαιτείται η βελτίωση του εποπτικού ρόλου των διοικήσεων και της διακυβέρνησης των εταιριών στις διαδικασίες ανάληψης και διαχείρισης κινδύνων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Οι ανωτέρω θεσμικές και οικονομικές πολιτικές για την διαχείριση της ρευστότητας, μπορούν εντός του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, να εφαρμόζονται συντονισμένα από τις εθνικές και τις υπερεθνικές αρχές, αφού οι οικονομικοί κύκλοι είναι παγκόσμιο φαινόμενο, αφορούν τις διεθνείς αγορές και έχουν spillover effects σε αυτές.

4) Έχει ήδη αναφερθεί (Μέρος I, ενότητα 2.4) ότι το βασικό μειονέκτημα των εσωτερικών υποδειγμάτων αξιολόγησης και αποτίμησης σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων, που χρησιμοποιούνται ως οδηγός επενδυτικής πολιτικής από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεωρούνται ως μέτρο αυτο-επόπτευσης, είναι ότι στηρίζονται σε αποκαλυφθείσες τιμές αγοράς για να προστατεύσουν από τις αποτυχίες που σχετίζονται με τις τρέχουσες τιμές αγοράς. Γενικότερα, οι πολιτικές διαχείρισης κινδύνων που σχετίζονται με την υπερβολική έκθεση σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα, απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή και κατάλληλη προσαρμογή.

Όσο και καλή να είναι η *ex post* διαχείριση κινδύνων, δεν μπορεί να μειώσει τους κινδύνους από την *ex ante* μείωση εγγυήσεων και την 'καλαρή' αναδοχή δανείων. Συνεπώς, στο ενιαίο πλαίσιο, ως πολιτική κινδύνου, απαιτείται η αποτελεσματικότερη έρευνα των μετρήσεων κινδύνων και η κατάλληλη χρήση των παραγόμενων ενδείξεων από τα εποπτικά όργανα των χρηματοπιστωτικών εταιριών, τα οποία προϋποθέτουν την αποτελεσματικότερη διακυβέρνηση τους.

5) Πρέπει να διαφωτιστεί η δυσμενή επίδραση των κινήτρων αγοράς που επέτρεψαν την χωρίς έλεγχο ανάπτυξη δικτύων δημιουργίας και προώθησης (όπως έχουμε αναφέρει, ακόμη και σε λιανικούς επενδυτές) σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων με περιορισμένη διαφάνεια και κατανόηση των χαρακτηριστικών και των ενεχόμενων κινδύνων, αλλά και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εταιρίες-οχήματα ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicles, SPVs) για τη μεταφορά πιστωτικών κινδύνων, μη λογιζομένων στις δημοσιευμένες οικονομικές τους καταστάσεις, προκειμένου να χρηματοδοτούν επενδύσεις. Στο ενιαίο πλαίσιο, με απώτερο σκοπό την διατήρηση της αξιοπιστίας των αγορών, η διευρυμένη επιχειρηματική δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με βάση το υπόδειγμα "originate-and-distribute" απαιτεί την πολιτική της αυστηρότερης παρακολούθησης, η δε διαδικασία τιλοποίησης απαιτήσεων και η πολυπλοκότητα των τιλοποιημένων χρηματοπιστωτικών μέσων απαιτούν περισσότερη διαφάνεια, με στόχο την διακίνηση τους σε οργανωμένες αγορές και την αποτίμησή τους μέσω αυτών. Απαιτείται η πολιτική παροχής κινήτρων για την παρακολούθηση από τα ίδια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της διαδικασίας έκδοσης και του υπολογισμού απόδοσης των σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων που δημιουργούν και διακινούν, αλλά και αυστηρότερη παρακολούθηση των οχημάτων ειδικού σκοπού που θεσπίζουν για την διάθεση των μέσων αυτών. Η διαφάνεια δεν πρέπει να αφορά μόνο στα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα και τους εκδότες τους αλλά και στις πολιτικές διακράτησης και διάθεσης τους στις αγορές (δοθέντος ότι επηρεάζεται ο κίνδυνος ρευστότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων). Ειδικότερα, τα Hedge Funds και τα Private Equity Funds ως εναλλακτικοί πάροχοι ρευστότητας πρέπει να αποκαλύψουν περισσότερες πληροφορίες για τις δραστηριότητες και τα επενδυτικά ανοίγματα τους και ενδεχομένως να υποστούν περιορισμό του εύρους άσκησης της δραστηριότητάς τους.

6) Απαιτείται καλύτερος συντονισμός των αρμοδίων φορέων άσκησης πολιτικής σε πολλαπλά επίπεδα για τη διατήρηση της μακροπρόθεσμης σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, στις ακόλουθες

κατευθύνσεις, οι κάτωθι οικονομικές πολιτικές, σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, πρέπει να εφαρμόζονται και να αλληλεπιδρούν :

(α) Οι αρμοδιότητες: (i) του ασκούντος τη νομισματική πολιτική, του χορηγού ρευστότητας έσοχης ανάγκης και του εγγυητή της μακροπρόθεσμης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που παραδοσιακά ασκούνται από την κεντρική τράπεζα, (ii) της προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας της λειτουργικής επάρκειας και χρηματοοικονομικής φερεγγυότητας των ίδιων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, που ασκείται είτε από την κεντρική τράπεζα (σε ορισμένες χώρες) είτε από διακριτή και ανεξάρτητη εποπτική αρχή (σε άλλες χώρες) είτε από υβριδικά σχήματα (σε άλλες χώρες), και (iii) της γενικής εποπτείας της λειτουργίας και διακυβέρνησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε εγχώρια και διεθνή διάσταση, που ασκείται (κυρίως συμβουλευτικά) από το εποπτεύον Υπουργείο Οικονομίας κάθε χώρας, πρέπει να αποσαφηνιστούν προσεκτικά και να ασκηθούν αποτελεσματικά με κύριο άξονα τον καλύτερο συντονισμό, παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για την αποτροπή συστημικών κρίσεων, καθώς και την σαφή ιεράρχηση και καταμερισμό ευθύνης και αρμοδιότητας λήψης μέτρων παρέμβασης.

(β) Με δεδομένο ότι: (i) η ανάπτυξη εταιριών-οχημάτων ειδικού σκοπού (SPVs) επιτράπηκε από τις περισσότερες κεντρικές τράπεζες αλλά όχι από όλες, επηρεάζοντας τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, (ii) η δημιουργία των εταιριών αυτών ήταν εκτενέστερη από τις επενδυτικές τράπεζες συναλλαγών χονδρικής και περιορισμένη από τα παραδοσιακά ιδρύματα λιανικής τραπεζικής και (iii) το πρόβλημα εμφανίστηκε συγκριτικά εντονότερο στις περιπτώσεις όπου η εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ασκούνταν από άλλους φορείς και όχι τις κεντρικές τράπεζες (ΗΠΑ, ΗΒ, Γερμανία, εκτός όμως της Ολλανδίας), φαίνεται ότι το τριαδικό σύστημα εποπτείας (Υπουργείο, Εποπτική Αρχή, Κεντρική Τράπεζα) δεν είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα. Τελικά (το έχουμε ήδη αναφέρει) τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αναπτύξει υπέρμετρη δραστηριότητα τιτλοποίησης απαιτήσεων διότι οι εποπτικές αρχές τους δεν τους το είχαν επιτρέψει, βρέθηκαν στην δυσάρεστη θέση να υποφέρουν από την κρίση χωρίς να ευθύνονται.

Είναι προφανές λοιπόν ότι απαιτείται κατάλληλη αναδιάρθρωση των εποπτικών δομών ώστε να αποσοβηθούν μελλοντικά οι συνέπειες από την έλλειψη συντονισμού μεταξύ αρμοδίων εποπτικών αρχών. Ένας αρτιότερος συντονισμός, θα υλοποιηθεί μέσω και της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής και θα έχουμε ένα *τετραδικό* σύστημα εποπτείας : *Υπουργείο Οικονομικών, Εποπτική Αρχή (εθνική ή υπερεθνική), Κεντρική Τράπεζα, Παγκόσμια Εποπτική Αρχή.*

(γ) Σημαντική πολιτική συντονισμού απαιτείται (και μπορεί να υλοποιηθεί στο ενιαίο πλαίσιο) μεταξύ των κεντρικών τραπεζών και των κρατών στην κατεύθυνση της κατάλληλης εναρμόνισης, γιατί οι διαφορές στο επίπεδο, εύρος και χρόνο κάλυψης καταθέσεων και στο γενικό πλέγμα εγγυήσεων μεταξύ διαφορετικών κρατών και μεταξύ διαφορετικών ιδρυμάτων εντός του ίδιου κράτους δημιουργούν σημαντικό ζήτημα αθέμιτου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μεταξύ τους, με αποτέλεσμα την μετακίνηση καταθέσεων και την διαφοροποίηση του κόστους συναλλαγών, είτε σε ενδο-ευρωπαϊκό επίπεδο χαρακτηριζόμενο από το ίδιο νόμισμα και ρυθμιστικό πλαίσιο, είτε σε διεθνές επίπεδο.

(δ) Παρόμοιος συντονισμός απαιτείται για πολιτικές μεταξύ κεντρικών τραπεζών, για τον έλεγχο πρόσβασης σε πηγές ρευστότητας και την αποτροπή έμμεσης παραβίασης κανόνων ρευστότητας, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (αφου έχουν την πρόσβαση τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε εξωχώριες πηγές ρευστότητας μέσω των υποκαταστημάτων που διαθέτουν στο εξωτερικό).

7) Οι κυβερνητικές πολιτικές πρέπει να επηρεάζονται και να αναλύουν τις πιθανές επιλογές άντλησης ρευστότητας (δανειοδότησης), ιδιαίτερα εάν οι πηγές αυτές είναι διεθνείς οργανισμοί (πχ, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) ή υπερ-εθνικοί οργανισμοί τραπεζικών ιδρυμάτων (πχ. Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα) ή ακόμα και κρατικοί δανειοδοτικοί συνασπισμοί (πχ δάνειο από Κρατική κοινοπραξία). Σαφώς, για την βέλτιστη επιλογή και εφόσον το επιτρέπουν οι συμφωνίες (ή τα Σύμφωνα) που πιθανώς έχουν συναφθεί, είναι επιτακτικό να λαμβάνονται οι αποφάσεις κάτω από μία ομάδα κριτηρίων : το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού σχήματος (σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο), η επεκτασιμότητα του σε διάφορες χώρες, η πιστοληπτική του ικανότητα (βάσει κοινώς αποδεκτού διεθνούς οίκου αξιολόγησης, ιδιαίτερα όταν υπάρχουν κρατικές κοινοπραξίες), η χρηματοοικονομική του βιωσιμότητα, η ύπαρξη στο θεσμικό περιβάλλον λειτουργίας του των κατάλληλων χρηματοοικονομικών εργαλείων για την διαχείριση της ρευστότητας και τα δημοσιονομικά στοιχεία της χώρας.

8) Σημαντικές είναι και οι πολιτικές για την λειτουργία των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (Credit Rating Agencies) με στόχο τον επαναπροσδιορισμό του πεδίου άσκησης δραστηριότητας, την ανεξαρτησία της παραγωγής διαβαθμίσεων και τον περιορισμό των εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων, την ενίσχυση της παρακολούθησης των αξιολογούμενων εταιριών (με την βελτίωση των τεχνικών παρακολούθησης μέσω της προσθήκης παραμέτρων ρευστότητας) και την ταχύτερη πρόβλεψη δυνητικών προβλημάτων και αντίδραση σε αυτά. Επίσης προτείνεται και ως πολιτική και η

διευκόλυνση προσφυγής επενδυτών στα δικαστήρια ενάντια σε υπερβολικά αποκλίνουσες 'γνώμες' από τις εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης.

9) Η φορολογική πολιτική έναντι των οχημάτων ειδικού σκοπού (SPVs) και των εναλλακτικών επενδυτικών οχημάτων, πρέπει να εναρμονισθεί στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, με στόχο την αποτροπή της χρήσης τέτοιων οχημάτων για την απόκρυψη δραστηριότητας από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς και την μείωση της φοροαποφυγής.

10) Η διαχείριση της συνολικής ρευστότητας σε παγκόσμια κλίμακα, θέτοντας το ζήτημα της κατάλληλης αρχιτεκτονικής του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι απαραίτητη. Αυτό το πολιτικό εγχείρημα θα εξασφαλίσει τα οφέλη ενός ευέλικτου χρηματοπιστωτικού συστήματος, ικανού να κινητοποιήσει τα κεφάλαια σε διεθνή κλίμακα, ενώ ταυτόχρονα θα εγγυάται την προστασία των εθνικών οικονομιών και της παγκόσμιας οικονομίας από τους συστημικούς κινδύνους που φέρνει η χρηματοπιστωτική απελευθέρωση. Την διαχείριση της παγκόσμιας ρευστότητας θα την έχει η Παγκόσμια Εποπτική Αρχή σε συνεργασία με τις αντίστοιχες διακυβερνητικές επιτροπές και τις υπερεθνικές αρχές, έχοντας τα κατάλληλα εργαλεία διαχείρισης του συστημικού κινδύνου, λαμβάνοντας υπόψη παγκόσμιες παραμέτρους στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και εφαρμόζοντας κυρίως μακρο-προληπτική διαχείριση, εποπτεία και παρακολούθηση, αλλά και ακραίων συνθηκών σενάρια αντοχής (macro stress tests), όχι τόσο σε επίπεδο χρηματοοικονομικών οργανισμών, αλλά σε επίπεδο χωρών (ή και μεγαλύτερων σχημάτων, όπως πχ ΕΕ, Αφρική, Ισλαμικές τράπεζες, κλπ).

Παραθέτουμε, τα βασικά στοιχεία μιας νέας αρχιτεκτονικής του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να αντληθούν από τις παρακάτω διαπιστώσεις:

- Δοθέντος ότι η διεθνής χρηματοοικονομική απελευθέρωση οδηγεί σε σημαντική αύξηση κινδύνου τόσο στην εθνική όσο και τη διεθνή πραγματική οικονομία, μια αποτελεσματική πολιτική ως προς τις αγορές κεφαλαίων πρέπει να έχει διεθνή χαρακτήρα, προς το καλύτερο συμφέρον όλων.
- Η αποτελεσματική ρύθμιση αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την ύπαρξη αποτελεσματικού χορηγού ρευστότητας έσχατης ανάγκης.
- Η διεθνής οικονομία αποτελείται από εθνικές οικονομίες σε εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά και επίπεδα ανάπτυξης τόσο στην πραγματική οικονομία όσο και στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Μία και μόνο πολιτική συνταγή είναι πολύ απίθανο ότι θα είναι κατάλληλη για

όλες. Οι εθνικές πολιτικές πρέπει να είναι σεβαστές και να υποστηρίζονται στο πλαίσιο μιας συνολικής διεθνούς χρηματοπιστωτικής αρχιτεκτονικής. Μια γενική και ενιαία δέσμευση προς την απελευθέρωση, την άρση εμποδίων, και τη διαφάνεια για όλες τις χώρες θα καταλήξει σε αποτυχία και θα θέσει σε κίνδυνο την ανάπτυξη της διεθνούς οικονομίας της αγοράς.

- ο Οι απαιτήσεις διεθνούς χρηματοπιστωτικής ρύθμισης δεν μπορούν να ικανοποιηθούν από καθαρά συνεργατικές και συνεταιριστικές δομές. Απαιτείται ένας νέος διεθνής ρυθμιστικός φορέας με κατάλληλες εξουσίες, που τις ασκεί εντός ενός συμφωνημένου πλαισίου σύνδεσης του φορέα αυτού με τις εθνικές ρυθμιστικές δομές, οι οποίες αποτελούν ζωτικό συστατικό του.
- ο Θα πρέπει να διαμορφωθούν κοινά πρότυπα που θα παρέχουν συγκεκριμένες κατευθύνσεις στον τομέα των μέτρων σταθεροποίησης των χρηματοπιστωτικών μέσων ή οι πράξεις επί ιδίων μετοχών στα πλαίσια προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών και τα οποία μπορούν να δικαιολογούνται από οικονομικούς λόγους
- ο Η αποτελεσματικότητα της εποπτείας θα εξασφαλιστεί με την παραχώρηση στην αρμόδια αρχή κάθε κράτους ενός κοινού ελάχιστου συνόλου εξουσιών και ισχυρών μέσων δράσης. Οι επιχειρήσεις και όλοι οι οικονομικοί φορείς θα πρέπει επίσης να συμβάλλουν στο επίπεδό τους στην ακεραιότητα της αγοράς. Υπό την έννοια αυτή, ο καθορισμός μιας ενιαίας αρμόδιας αρχής (δηλ. της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής) (για θέματα όπως πχ για την κατάχρηση αγοράς) είναι απαιτητός και δεν εμποδίζει τους δεσμούς συνεργασίας ή την ανάθεση εξουσιών, υπό την ευθύνη της αρμόδιας αρχής, μεταξύ της εν λόγω αρχής και των διαχειριστών των αγορών με στόχο την αποτελεσματική εποπτεία της συμμόρφωσης προς τις διατάξεις που θεσπίζονται δυνάμει των σχετικών οδηγιών.

6. ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟ ΕΝΟΣ ΙΣΟΡΡΟΠΗΜΕΝΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ, ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΘΕΣΜΙΚΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ

A. Αρχές και Προκλήσεις του Ενιαίου Ρυθμιστικού Πλαισίου

Ο σχεδιασμός μιας διεθνούς διακυβερνητικής (governance) δομής για την αποτελεσματική ρύθμιση του συστημικού κινδύνου στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, που θα μπορούσαν να μεγιστοποιήσουν το κοινωνικό πλεονέκτημα για ανοικτές χρηματοοικονομικές αγορές σε παγκόσμιο επίπεδο, πρέπει να εδράζεται σε αρχές, που με την σειρά τους θα είναι οι βάσεις για ένα διεθνές χρηματοοικονομικό οικοδόμημα. Δηλ. :

- Θα πρέπει να λαμβάνεται συνολική γνώση του κοινωνικού κόστους της εξωτερικότητας του συστημικού κινδύνου, ιδιαίτερα της μακροοικονομικής του επίπτωσης,
- Η ομοιογένεια της συμπεριφοράς των αγορών πρέπει να εκλαμβάνεται ως απειλή κατά της ρευστότητας, ιδιαίτερα σε περιόδους υψηλής μεταβλητότητας, όταν υφίστανται διαρραγές στις διεθνείς συμβάσεις συνεργασίας,
- Για την ενδυνάμωση της σταθεροποιητικής ισχύος που παρέχουν οι διεθνείς συμβάσεις συνεργασίας, απαιτούνται αρκετά στάδια προετοιμασίας,
- Εξαιτίας του ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι στις ημέρες μας διεθνείς, η διαμόρφωση πολιτικών και η εφαρμογή τους πρέπει επίσης να εφαρμόζονται σε διεθνές επίπεδο, και
- Οι λήψεις αποφάσεων που θα γίνεται σε διεθνές επίπεδο και ο καθορισμός προτύπων πρέπει να είναι αποτελεσματικές στον σχεδιασμό αρχών αποτελεσματικής κανονιστικής ρύθμισης αλλά και υπεύθυνες όσον αφορά την διαφάνεια των αγορών και τις διαχωριστικές γραμμές των εποπτικών αρχών που λαμβάνουν αποφάσεις. Πρέπει, δε, να είναι και επαρκώς νομικά ισχυρές, στον βαθμό εκείνο που όλες οι χώρες θα μπορούν να επωμίζονται την ευθύνη της οικειοποίησης, για τα πρότυπα τα οποία υιοθετούν.

Υπάρχουν θέματα που πρέπει να αναφερθούν σχετικά με τις κανονιστικές αλλαγές και προκλήσεις, του προτεινόμενου εποπτικού πλαισίου και των συνακόλουθων πολιτικών. Οι πολιτικές είναι απαραίτητες, όσον αφορά την διαφαινόμενη πλέον τάση (με τα θετικά και τα αρνητικά της), της ενοποίησης του ρυθμιστικού πλαισίου των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

(α) Η πρώτη πρόκληση αφορά την *κατανομή των σχετικών πληροφοριών*. Για ένα Χρηματοπιστωτικό Ομίλο που λειτουργεί διασυνοριακά, ο αριθμός των εποπτικών αρχών, αυξάνεται. Ως συνέπεια, η διαμοιραζόμενη πληροφόρηση προς τις εποπτικές αρχές, έχει επιβραδυντικούς ρυθμούς απόκτησης. Επίσης η λειτουργική δομή τέτοιων ομίλων είναι περισσότερο πολύπλοκη συγκριτικά με ομίλους που δραστηριοποιούνται σε εθνικό επίπεδο και συνεπώς η ανάλυση και η συλλογή των πληροφοριών είναι δυσκολότερη. Το ίδιο και η εφαρμογή της εποπτείας τους, που καθίσταται πιο περίπλοκη. Εάν ένας τέτοιος όμιλος, έχει όλες τις πιστωτικές του υποχρεώσεις ή διευκολύνσεις σε μια μόνο χώρα, είναι δύσκολο για μια εποπτική αρχή άλλης (ενδιαφερόμενης) χώρας, να αξιολογήσει τους κινδύνους, αν δεν μπορεί να εφαρμόσει αποτελεσματική εποπτική συνεργασία και ανταλλαγή πληροφοριών.

(β) Η δεύτερη πρόκληση είναι σχετική με την *αύξηση των συγκρούσεων συμφερόντων*. Τα προβλήματα στους χρηματοοικονομικούς ομίλους, μπορεί να είναι ιδιαίτερα κοστοβόρα και η τελική εγγύηση για χρηματοοικονομική σταθερότητα, μπορεί μόνο να δοθεί από την κυβέρνηση, δεδομένου του ότι η εκάστοτε κυβέρνηση έχει τέτοιες αρμοδιότητες (πχ φορολόγηση). Όμως, στις περισσότερες χώρες, τα συστήματα εγγύησης καταθέσεων, μπορούν να χρηματοδοτήσουν λύσεις για τέτοια προβλήματα, όταν σχετίζονται με μικρότερου μεγέθους εταιρίες. Αν υπάρχει συστημικό πρόβλημα, η κυβέρνηση είναι αυτή που οφείλει να παρέμβει. Ιδιαίτερα, δε, στις περιπτώσεις των διασυνοριακών ομίλων, το ερώτημα παραμένει : το σε ποιο βαθμό είναι επιθυμητό και ανεκτό, από τους φορολογούμενους πολίτες μιας χώρας, να υποστηρίξουν ουσιαστικά τους καταθέτες μιας άλλης χώρας? Αλλά και οι καταθέτες αυτής της δεύτερης χώρας, σε ποιο βαθμό θα επιθυμούν να στηρίζονται στην μελλοντική υποστήριξη των φορολογούμενων πολιτών της πρώτης χώρας? Παρόμοια σύγκρουση συμφερόντων, υφίσταται στις περιπτώσεις αναδιάρθρωσης τραπεζικών ομίλων.

(γ) Η τρίτη πρόκληση αφορά την *επιτυχία στην κοινή διαχείριση και εκτίμηση κρίσιμων καταστάσεων*. Στην Ευρώπη, υπάρχει μια συμφωνία για το διαμοίρασμα των απόψεων αλλά και των συνεκτιμήσεων, όταν υφίστανται οικονομικές κρίσεις. Αυτό δεν επαρκεί. Σε περίπτωση κρίσης, οι περισσότερες χώρες είναι περισσότερο πιθανό να καταλήξουν σε εκτιμήσεις και πολιτικές, που θα υποστηρίξουν τα εθνικά τους συμφέροντα. Συνεπώς, το υφιστάμενο εποπτικό πλαίσιο, εμπεριέχει, τον κίνδυνο, ότι η κατάληξη και κοινές εκτιμήσεις και πολιτικές, θα είναι πολύ χρονοβόρα και ο χρόνος είναι μια σημαντική αλλά ελλειμματική πηγή, σε καταστάσεις διαχείρισης κρίσεων.

(δ) Η τέταρτη πρόκληση αφορά τον *συντονισμό των αποφάσεων μεταξύ των εποπτικών αρχών*. Για τους διασυνοριακούς χρηματοοικονομικούς ομίλους, όπου

υφίστανται αρκετοί εποπτικές αρχές, υπουργεία οικονομικών και κεντρικές τράπεζες, είναι πολύπλοκη η επίτευξη τέτοιου συντονισμού και μάλιστα σε άμεσο χρόνο. Ακόμα και οι γλωσσικές διαφορές αλλά και οι διαφορές στα νομικά καθεστάτα, εντείνουν το πρόβλημα. Επίσης επιδεινώνεται ακόμα και λόγω αλληλεξαρτήσεων μεταξύ των χωρών, διότι οι αποφάσεις κάποιας εποπτικής αρχής μιας χώρας, μπορεί να έχει επιπτώσεις σε αρκετές άλλες χώρες.

(ε) Επίσης, οι ανεπάρκειες και οι διαφορές των εθνικών πλαισίων αφερεγγυότητας δημιουργούν ανασφάλεια δικαίου, εμπόδια για την ανάκτηση της αξίας από τους πιστωτικούς φορείς και φραγμούς στην αποτελεσματική αναδιάρθρωση των βιώσιμων εταιρειών στην Ε.Ε., συμπεριλαμβανομένων των διασυνοριακών ομίλων.

(στ) Η πρόκληση από το Hirshleifer Effect για το Ενιαίο Ρυθμιστικό Πλαίσιο και η αντιμετώπιση του, είναι επίσης ένα σημαντικό θέμα. Το συγκεκριμένο φαινόμενο Hirshleifer, υφίσταται εν γένει κυρίως στις ατελείς αγορές, δηλ. ουσιαστικά εκεί που δεν υπάρχει ισόρροπη κατανομή πληροφόρησης και ως εκ τούτου μπορεί να οδηγήσει πρακτικά σε θέματα κατάχρησης και χειραγώγησης. Σε τέτοια περιβάλλοντα αυξάνεται ο πλούτος από συναλλαγές ορισμένων συμμετεχόντων στις αγορές αφενός μεν, και αφετέρου δεν στην μείωση της αξίας των υπόψη περιουσιακών στοιχείων (products, assets) την συναλλακτική στιγμή για τους λοιπούς συμμετέχοντες στις αγορές (social welfare), όταν οι σχετικές πληροφορίες θα είναι πλήρως δημοσιοποιήσιμες.

Σε ατελείς αγορές, η πρόωρη λήψη πληροφοριών είναι επιθυμητή από όλους τους συμμετέχοντες (traders, επενδυτές, κλπ), εάν έχουν μη ομοιογενείς απόψεις για τις μελλοντικές καταστάσεις της οικονομίας από την ομοιόμορφη κατανομή κινδύνου (σε αυτές τις καταστάσεις) και ταυτόχρονα επωφελούνται και από την κατανομή κινδύνου χρονικά (δηλ. σε όλη την χρονική διάρκεια των συναλλαγών). Βέβαια εάν οι συμμετέχοντες έχουν ομοιογενείς απόψεις, κάποιος θα προτιμήσει την πρόωρη λήψη της πληροφορίας, ενώ άλλοι όχι. Άρα, η δημόσια πληροφόρηση έχει αξία, ακόμη και εάν ορισμένοι συμμετέχοντες στις αγορές, δεν θα θέλουν να συναλλάσσονται, πριν γίνει πλήρως διαθέσιμες οι πληροφορίες (για τα προϊόντα, την κατάσταση της οικονομίας, κλπ). Έτσι όμως, δεν μειώνεται η αξία των περιουσιακών στοιχείων (αντίθετα δηλ. από το φαινόμενο Hirshleifer), πράγμα το οποίο έχει αποδειχθεί με δυναμικά μοντέλα (βλ. ανάλυση βιβλιογραφίας). Συνεπώς, ακόμα και εάν το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο θεωρήσουμε ότι τείνει περισσότερο προς ατελή αγορά, το εάν οι συμμετέχοντες έχουν ομοιογενείς ή μη απόψεις δεν επηρεάζει σημαντικά την αξία των περιουσιακών στοιχείων, με το σκεπτικό το ότι ένα από τα χαρακτηριστικά του Ενιαίου ρυθμιστικού

πλαisiού είναι η *ετερογένεια* απόψεων, αγορών, χρηματοοικονομικών προϊόντων και προφανώς οικονομικών σχολών (πχ. Ισλαμική, Δυτική καπιταλιστική, κλπ).

Σε τέλειες αγορές, η πρόωρη λήψη πληροφοριών, είναι επιθυμητή από όλους τους συμμετέχοντες (δηλ. πληροφορία “*βελτιούμενη κατά Pareto*”, βλ. και στην Βιβλιογραφία το τμήμα που αφορά τις λοιπό διεθνές θεσμικό σύστημα των Κεφαλαιαγορών), εφόσον έχουν μη ομοιογενείς απόψεις για τις μελλοντικές καταστάσεις της οικονομίας. Αν όμως είναι ομοιογενείς οι απόψεις τους, τότε απλά οι συμμετέχοντες είναι αδιάφοροι σχετικά με την πρόωρη ή μεταγενέστερη λήψη της πληροφορίας (επίσης έχει αποδειχθεί με δυναμικά μοντέλα, όπως έχουμε αναφέρει στην ανάλυση της βιβλιογραφίας). Οι διαφορετικές απόψεις των συμμετεχόντων μπορούν να αναφέρονται σε θέματα που κυμαίνονται, από τα προεξοφλητικά επιτόκια και την αποστροφή κινδύνων, έως τις κατανομές του πλούτου των περιουσιακών στοιχείων. Συνεπώς, εάν το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο θεωρήσουμε, αυτήν την φορά, ότι τείνει περισσότερο προς τέλεια αγορά, το εάν οι συμμετέχοντες έχουν ομοιογενείς ή μη απόψεις επίσης δεν επηρεάζει σημαντικά την αξία των περιουσιακών στοιχείων, με το σκεπτικό (δηλ. για τον ίδιο λόγο όπως και ανωτέρω) το ότι ένα από τα χαρακτηριστικά του Ενιαίου ρυθμιστικού πλαισιού είναι η *ετερογένεια* απόψεων, αγορών, χρηματοοικονομικών προϊόντων και προφανώς οικονομικών σχολών (πχ. Ισλαμική, Δυτική καπιταλιστική, κλπ).

Συμπερασματικά, η αξία των περιουσιακών στοιχείων στις αγορές, μέσα στο παγκόσμιο, ενιαίο και ρυθμισμένο μοντέλο μας, δείχνει να μην επηρεάζεται σημαντικά από την προσλαμβανόμενη χρονικά πληροφορία περί της μελλοντικής κατάστασης της οικονομίας σε παγκόσμιο επίπεδο και των χρηματ/κών προϊόντων (είτε έχουν οι συμμετέχοντες ομοιογενείς απόψεις, είτε όχι), όπως και αν θεωρήσουμε ότι κινείται το μοντέλο μας (προφανώς έχουμε θεωρήσει ότι τείνει προς την τέλεια αγορά, λόγω της αρκετά σύμμετρης πληροφόρησης που έχει, προερχόμενη από την αποτελεσματικότερη εποπτεία βάσει της ενοποιημένης ρύθμισης, των πολύ χαμηλότερων προμηθειών, λόγω υψηλότερου ανταγωνισμού παροχής των υπηρεσιών, των περισσότερων συμμετεχόντων, των διαφοροποιημένων προϊόντων από διάφορες οικονομικές σχολές, κλπ). Αρα η πρόκληση από το φαινόμενο Hirshleifer, τείνει να είναι επαρκώς αντιμετωπίσιμη, όπως συνάδουν τα χαρακτηριστικά του μοντέλου μας-ενιαίου πλαισιού σε συνδυασμό με τις πρόσφατες ανακαλύψεις δυναμικών μοντέλων (2015).

B. Οικονομικές και Θεσμικές Πολιτικές

Στις ανωτέρω προκλήσεις, προτείνονται επίσης οι κάτωθι **πολιτικές** (οικονομικές και θεσμικές) :

- (i) μια πρώτη πολιτική σε Εθνικό και Διεθνές επίπεδο, είναι η υπογραφή Μνημονίων Συνεργασίας (Memoranda of Understanding, MoUs), μεταξύ των εποπτικών αρχών των διαφόρων χωρών. Αυτές οι συμβάσεις είναι μια απαρχή και μόνο. Ουσιαστικά, χρειαζόμαστε και γενικής φύσεως τυποποιημένες συμβάσεις μεταξύ των χρηματοπιστωτικών και χρηματοοικονομικών ομίλων, ιδιαίτερα για συναλλαγές προϊόντων, που δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, που έχουν ιδρυθεί με κανόνες δικαίου (όπως πχ τις προβλέπει η Οδηγία MiFID I και MiFID II). Αυτές όμως οι συμβάσεις (ουσιαστικά τα templates τους), πρέπει να εκδίδονται και να τις χειρίζονται υπερ-εθνικοί εποπτικοί οργανισμοί και όχι ενώσεις και ιδιωτικής υφής οργανισμοί⁸⁹.
- (ii) μια δεύτερη πολιτική είναι η αύξηση του μεριδίου ευθύνης της χώρας καταγωγής, δίνοντας της επιπρόσθετες εποπτικές εξουσίες όχι μόνο για έναν διασυνοριακό και διεθνή χρηματοοικονομικό όμιλο, αλλά και τις ξένες θυγατρικές του. Κάποια εποπτική αρχή θα μπορούσε, να αναλαμβάνει την συλλογή πληροφοριών, την διαμόρφωση κοινών εκτιμήσεων και τον συντονισμό των αποφάσεων, είτε σε επίπεδο θυγατρικών των διασυνοριακών ομίλων, είτε σε επίπεδο ομίλου. Το πρόβλημα όμως της σύγκρουσης συμφερόντων, συνεχίζει να υφίσταται.
- (iii) μια τρίτη πολιτική είναι η καθιέρωση εποπτικών collegiums (supervisory colleges). Η ιδέα είναι, η δημιουργία συγκεκριμένων μονίμων επιτροπών (standing committees) για κάθε ξεχωριστό χρηματοοικονομικό ή χρηματοπιστωτικό διασυνοριακό όμιλο, με εκπροσώπους από τις σχετιζόμενες ελεγκτικές και εποπτικές αρχές⁹⁰.
- (iv) μια τέταρτη πολιτική είναι η επέκταση των εποπτικών αρμοδιοτήτων των αρχών της χώρας καταγωγής (των διασυνοριακών ομίλων), όπου με κάποιες συγκεκριμένες εντολές από υπερθεματικούς οργανισμούς (πχ, E.E.), να λαμβάνει υπόψη των λοιπών χωρών (χώρες φιλοξενίας των δραστηριοτήτων των ομίλων) τις εποπτικές αρχές, τις αποφάσεις και τις

⁸⁹ Τέτοιο παράδειγμα ενώσεων είναι και ο ISDA, που έχει εκδώσει τυποποιημένες συμβάσεις (ISDA Master Agreement, CSA, κλπ), για τα μέλη του (τράπεζες, Hedge Funds, κλπ), για χρηματοοικονομικά προϊόντα, που διαπραγματεύονται στην διμερή-διατραπεζική αγορά (Over-The-Counter), και μόνο.

⁹⁰ Ένα είδος τέτοιας επιτροπής είναι η αρχή εποπτείας των Ευρωπαϊκών Τραπεζών (European Banking Authority, EBA), πλην όμως με προβλήματα, όπως πχ την πολυπλοκότητα και την διασπορά του εποπτικού πλαισίου.

εκτιμήσεις τους και να έχει λόγο στην αντιμετώπιση προβλημάτων, εντός των χώρων φιλοξενίας. Αυτό πιθανώς να δημιουργήσει δυσκολίες, καθώς οι εθνικές εποπτικές αρχές, έχουν διορισθεί από τις εθνικές κυβερνήσεις και σε αυτές λογοδοτούν. Είναι δύσκολο, να αντιληφθούμε το πως θα μπορούσε, η εποπτική αρχή της χώρας φιλοξενίας, να καταστήσουν υπεύθυνες, τις εποπτικές αρχές της χώρας καταγωγής, για να λαμβάνουν εκείνες αποφάσεις, ιδιαίτερα δε, αν οι επιπτώσεις των αποφάσεων, αφορούν την χώρα φιλοξενίας.

- (v) μια πέμπτη πολιτική είναι η εγκαθίδρυση μιας υπερ-εθνικής εποπτικής αρχή (πχ σε επίπεδο Ε.Ε., εφόσον αναφερόμαστε στην Ευρώπη), που θα έχει και την *ευτολή* (mandate) αλλά και την *ευθύνη* της συνολικής εποπτείας σε αυτό το επίπεδο, των διασυνοριακών ομίλων, που όμως θα της έχουν μεταβιβασθεί αυτές οι αρμοδιότητες, από τα Κράτη Μέλη. Η δημιουργία, δηλαδή, μιας Ευρωπαϊκής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για παράδειγμα, ως προς την εποπτεία των δευτερογενών αγορών, με πραγματικές αρμοδιότητες, λήψης αποφάσεων, κρίσεων, καταστάσεων, κλπ⁹¹. Αυτή βέβαια η πρόταση πολιτικής, συναντά θέματα εθνικών πολιτικών αντιρρήσεων (political considerations), διότι ουσιαστικά, θα μεταφερθεί τμήμα της εθνικής κυριαρχίας, σε Ευρωπαϊκό επίπεδο.
- (vi) Μια έκτη πολιτική, θα πρέπει να είναι, η ύπαρξη ενός ελάχιστης εναρμόνισης κοινού σε διεθνές επίπεδο, εποπτικού πλαισίου, που θα αφορά τις εγγυήσεις των καταθέσεων. Αρκεί, να συνοδεύεται από συμφωνημένες εξουσίες, στις αρχές εποπτείας, της χώρας καταγωγής του διασυνοριακού τραπεζικού ομίλου, ώστε να δύναται να αναλαμβάνει την ευθύνη και για συγκεντρωτική εποπτεία (του ομίλου σε εθνικό και διεθνές επίπεδο).
- (vii) Ως τεχνική πρόταση πολιτικής, αναφέρουμε επίσης την δημιουργία μιας παγκόσμιας δευτερογενούς αγοράς τίτλων σε 24ώρη βάση λειτουργίας. Η ταχεία ανάπτυξη των τιτλοποιήσεων, των τεχνολογικών επιτευγμάτων της πληροφορικής και του υψηλού βαθμού της διασυνοριακής κινητικότητας των επενδυτικών κεφαλαίων, έχουν

⁹¹ Δεν την συγχέουμε με την υπάρχουσα δομή της αρχής των Ευρωπαϊκών Κεφαλαιαγορών (ESMA), που ο ρόλος της είναι κυρίως συμβουλευτικός, συντονιστικός, διαμεσολαβητικός και τεχνικός. Άλλωστε η μόνη εποπτική εξουσία που έχει σε Ευρωπαϊκό επίπεδο είναι η εποπτεία των εταιρειών πιστοληπτικής διαβάθμισης (Credit Rating Agencies) και των αποθετηρίων συναλλαγών (Trade Repositories)..

αυξήσει την διεθνή πλευρά της *προσφοράς*, στην βιομηχανία των τίτλων της δευτερογενούς αγοράς. Είναι επιτακτική η ανάγκη να αναπτυχθεί το σχήμα που θα υποστηρίζει και την διεθνή πλευρά της *ζήτησης*, πριν την στιγμή που θα θεωρήσουμε ότι έχει επέλθει το “τέλος της Γεωγραφίας” και των κανονιστικών επιπτώσεων.

- (viii) Η πολιτική δημιουργίας των *συμβάσεων αμοιβαίας αναγνώρισης* (mutual recognition agreements) και των *μνημονίων συνεργασίας* (memoranda of understanding, MoUs), πρέπει να συνεχιστεί μεταξύ των εθνικών κανονιστικών αρχών, αλλά δεν πρέπει να ειδωθούν ως κατώτερης αξίας υποκατάστατα έναντι της εναρμόνισης των κανονιστικών διατάξεων, αλλά ως αξιολογικά κανονιστικά βοηθητικά εργαλεία που έχουν αυτόνομη νομική αξία και ισχύ.
- (ix) Επιπρόσθετη πολιτική εξάλειψης περιορισμών σε εθνικό επίπεδο, στην νομοθεσία που αφορά την παρακράτηση φόρων, που έχουν ως αποτέλεσμα την μειονεκτική θέση των ξένων διαμεσολαβητών, αφού οι ντόπιοι, δύνανται να τους εκπέσουν. Σε όλους τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, που έχουν εγκατάσταση εντός της Ε.Ε. (αρχικά), θα πρέπει να τους επιτραπεί να προσφέρουν υπηρεσίες διαμεσολάβησης (με πλεονέκτημα την φορολογική έκπτωση των παρακρατούμενων φόρων) σε όλα τα Κράτη – Μέλη, έτσι ώστε να εξασφαλιστεί ένα ισότιμο επίπεδο ανταγωνισμού μεταξύ των ξένων και των τοπικών διαμεσολαβητών. Για την εφαρμογή της πολιτικής αυτής, η ευθύνη εναπόκειται στις εθνικές κυβερνήσεις και θα πρέπει να συντονίζεται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (στην περίπτωση της Ε.Ε.). Επίσης,
- (x) Πολιτική εξάλειψης των διαφορών στη νομική μεταχείριση του συμψηφισμού (netting) και στην εξάλειψη των διαφορών σχετικά με τις συγκρούσεις νόμων στα δικαιώματα των τίτλων. Αν και είχε εφαρμοσθεί η Οδηγία ΕΚ σχετικά με τις συμφωνίες παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας (financial collateral arrangements) (2002/47/ΕΚ), η οποία θεσπίζει ένα αποτελεσματικό και απλό καθεστώς για την παροχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή μετρητών ως εξασφάλιση (collateral), (προστατεύοντας αυτές από ορισμένες επιπτώσεις της αφερεγγυότητας), δεν υφίσταται εναρμονισμένο μέτρο εφαρμοστέου δικαίου, για δικαιώματα (rights) που σχετίζονται με

τίτλους που τηρούνται σε έναν διαμεσολαβητή, ως εξασφάλιση-collateral. Προβλέπεται ότι τα δικαιώματα ιδιοκτησίας σε σχέση με τίτλους που κατέχονται από κάποιον διαμεσολαβητή, θεωρούνται ότι υπόκεινται στο νομικό σύστημα που έχει επιλεγεί κατόπιν συμφωνίας μεταξύ του κατόχου λογαριασμού και του ενδιάμεσου φορέα. Συνεπώς, τα διαφορετικά νομικά συστήματα, δεν εξασφαλίζουν ομοιόμορφη χρήση των δικαιωμάτων σε τίτλους εξασφάλισης (collateral) που σε συνδυασμό με την διαφορετική ερμηνεία σε θέματα συμψηφισμών-netting (ιδιαίτερα κάτω από το πτωχευτικό δίκαιο κάθε χώρας), υφίσταται πρόβλημα στην χρήση των εξασφαλίσεων, για περιπτώσεις αφερεγγυότητας μεταξύ αντισυμβαλλομένων, κάτι που καθιστά ευάλωτο, σε περιόδους κρίσης, ένα ευρύ τμήμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

- (xi) Πολιτικές για την περίπτωση εξάλειψης συγκρουσιακών περιπτώσεων αρχών δικαίου (Giovannini εμπόδια 14, 15 και που ουσιαστικά υφίστανται και σε διεθνές επίπεδο). Πιο συγκεκριμένα, για την ομοιόμορφη εφαρμογή της διαδικασίας εναρμόνισης των διατάξεων της Σύμβασης της Χάγης (Hague Securities Convention, 5th July 2006) και της Οδηγίας 2002/47/ΕΚ, πλέον της υπογραφής (της Σύμβασης) από τα Κράτη-Μέλη της Ε.Ε., θα πρέπει να συνοδευτεί από συγκεκριμένες πολιτικές κατευθύνσεις από την Ε.Ε.. Ουσιαστικά, η Ε.Ε. πρέπει να συστήσει στα Κράτη-Μέλη, να δώσουν με την σειρά τους κατευθύνσεις και να εφαρμόσουν πολιτικές, βάσει των οποίων, όταν οι επενδυτές με έδρα Κράτος-Μέλος της Ε.Ε., υπογράφουν συμφωνίες με διαμεσολαβητές (που επίσης έχουν έδρα το ίδιο ή έτερο Κράτος-Μέλος) για τα δικαιώματα των τίτλων τους και που τους έχουν καταθέσει σε λογαριασμό του υπόψη διαμεσολαβητή (που επίσης ο λογαριασμός αυτός είναι σε Κράτος-Μέλος), να αναγνωρίζουν (οι υπόψη επενδυτές και διαμεσολαβητές) *ότι το εφαρμοστέο Δίκαιο* (για τα δικαιώματα των τίτλων) *είναι της χώρας που ευρίσκεται ο λογαριασμός*. Στην περίπτωση που ο λογαριασμός του διαμεσολαβητή ή ο ίδιος ο διαμεσολαβητής εδρεύει εκτός Ε.Ε. (ή και οι υπόψη επενδυτές), τότε στις υπόψη συμφωνίες που υπογράφουν οι επενδυτές με τον υπόψη διαμεσολαβητή, να αναγνωρίζουν *ότι το εφαρμοστέο Δίκαιο* (για τα δικαιώματα των τίτλων) *είναι της χώρας που θα συμφωνήσουν στην*

μεταξύ τους σύμβαση. Ουσιαστικά μέσω της πολιτικής αυτής εφαρμόζεται η Σύμβαση της Χάγης, αλλά μόνο στην περίπτωση όπου είτε οι επενδυτές είτε οι διαμεσολαβητές (οι λογαριασμοί ουσιαστικά που έχουν κατατεθεί οι τίτλοι των επενδυτών), είναι εκτός Ε.Ε.. Στην περίπτωση που είναι όλοι εντός της Ε.Ε. (επενδυτές, διαμεσολαβητές), εφαρμόζεται το τι προβλέπει η αντίστοιχη Οδηγία (για το εφαρμοστέο Δίκαιο).

- (xii) Πολιτικές για την περίπτωση εξάλειψης εμποδίων (Giovannini no 10 και που ουσιαστικά υφίστανται και σε διεθνές επίπεδο), στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, ώστε να υπάρχει μια ενοποιημένη συμμετοχή, των Primary Dealers και των Market Makers προς όλες τις εποπτευόμενες αγορές. Απαιτείται από τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές, αφενός μεν η λήψη συγκεκριμένων πρωτοβουλιών και μέτρων για την εποπτεία τους, αλλά και για την προστασία των τοπικών διαπραγματευτών, από πλευράς ανταγωνισμού, λόγω της πιθανής διαφοράς των μεγεθών τους. Συνεπώς, χρειάζονται πολιτικές *εποπτείας* και πολιτικές *προστασίας*. Στις πολιτικές εποπτείας αναφέρουμε: την συνεργασία των ρυθμιστικών αρχών για ανταλλαγή πληροφοριών της χώρας καταγωγής και της χώρας δραστηριοποίησης και τον σχεδιασμό και την υλοποίηση νομοθετικών πρωτοβουλιών για την οργάνωση και την λειτουργία τους σε διάφορες δομές διαπραγμάτευσης. Στις πολιτικές προστασίας αναφέρουμε: τον ορισμό προδιαγραφών και απαιτήσεων σε επίπεδο μεγέθους, για την συμμετοχή των primary dealers και των market makers σε διάφορες χώρες και αγορές, τα ελάχιστα ποσοτικά κατώφλια για τις εντολές διαπραγμάτευσης τους (στην primary και την secondary αγορά) και τα ελάχιστα fees που πρέπει να πληρώνουν (διαφορετικά) από τους εγχώριους (και μη διεθνείς αντίστοιχους διαπραγματευτές).
- (xiii) Πρέπει να κατανοήσουμε ότι οι αγορές των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων οφείλουν να είναι περισσότερο διαφανείς. Άρα, είναι αναγκαίες πολιτικές σε κανονιστικές και ρυθμιστικές αλλαγές στις έννομες τάξεις των διεθνών κεφαλαιαγορών. Για να ικανοποιηθούν οι διάφορες απαιτήσεις (τήρησης δεδομένων, αναφορές, κλπ) θα πρέπει είτε να πραγματοποιείται η εκκαθάριση των τυποποιημένων OTC προϊόντων (όσα από αυτά τελικά τυποποιηθούν) μέσω εκκαθαριστικού

οίκου κεντρικού αντισυμβαλλόμενου (CCP), είτε για τις μη τυποποιημένες και διμερείς συναλλαγές να γίνονται πλήρεις αναφορές των συναλλαγών σε ρυθμισμένο σύστημα αναφορών.

- (xiv) Είναι επίσης σημαντικές οι πολιτικές που θα πρέπει να στηρίξουν το ενιαίο και ρυθμιστικό πλαίσιο, μετά την δημιουργία τους, που άπτονται της εγκαθίδρυσης αποτελεσματικών μηχανισμών κατά της χρηματοοικονομικής πτώχευσης των επενδυτικών εταιρειών, μέσω μοντέλων προσομείωσης πτώχευσης, εξειδικευμένα για αυτές τις εταιρίες.
- (xv) Είναι σημαντικό να ληφθούν μέτρα που θα λαμβάνουν υπόψη την σχέση του μικρο-οικονομικού κινδύνου σε σχέση με την μακροοικονομική απόδοση, ώστε ο κίνδυνος να περιορίζεται ει δυνατόν σε εθνικά επίπεδα. Αρκεί να αναγνωριστούν οι κίνδυνοι που μπορεί να επιφέρουν στην κοινωνία μεμονωμένοι επενδυτές (τύπου risk-seekers) και ότι τελικά αυτοί πρέπει να αναλάβουν ένα δικαιότερο ποσοστό από το κοινωνικό κόστος, στο οποίο υπέβαλλαν την κοινωνία με τον προσωπικό τους επενδυτικό κίνδυνο. Συνεπώς, δεν αρκεί να ελέγχουμε ότι η μακροοικονομική (δηλ. μακροσκοπικά) απόδοση του ενιαίου πλαισίου είναι ικανοποιητική και να παραβλέπουμε σε μικροσκοπικό επίπεδο, παραβατικές συμπεριφορές υψηλού κινδύνου από μικροεπενδυτές, λόγω του ότι εκτιμούμε ότι η αρνητική επίδραση από αυτές στο γενικό σύνολο είναι αμελητέα. Πρέπει να είναι εξίσου αποτελεσματικές, αποτρεπτικές και κατασταλτικές.
- (xvi) Ως τελευταία πολιτική, για την βελτίωση της αποτελεσματικότητας της αγοράς και της διαφάνειας των τιμών, ιδιαίτερα στην αγορά των παραγώγων, αναφέρεται η μεταφορά των τυποποιημένων συμβολαίων αυτών των OTC (αφού θα μπορούν πλέον να εκκαθαρίζονται κεντρικά) σε χρηματιστήρια (και όχι μόνο σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες συναλλαγών μη ρυθμισμένες). Μπορούμε να φανταστούμε ένα τέτοιο σύστημα με μέλη πιστωτικά ιδρύματα, όπου θα υπάρχει συνεχή ροή αναφορών συναλλαγών και άμεση αναφορά τιμών και άλλων πληροφοριών και σε επικοινωνία με αναγνωρισμένους οίκους προμηθευτών πληροφοριών, Reuters, Bloomberg, κλπ. Τέτοια συστήματα μπορούν να σχεδιαστούν με την λογική της προσφοράς “τιμής/ποσότητας”.

Ουσιαστικά, το διακύβευμα, βρίσκεται στην επιτυχία της πολιτικής εποπτείας, της αρχής της χώρας-καταγωγής του διασυννοριακού τραπεζικού ομίλου, ώστε να μπορεί αυτή να τον ελέγχει σε παγκόσμιο επίπεδο για τις δραστηριότητες του, να μπορεί να απαγορεύσει την δημιουργία εταιρικών δομών που θα εμπόδιζαν την ενιαία εποπτεία και να είναι σε θέση να αποτρέψει τις τράπεζες από το να εγκαταστήσουν υποκαταστήματα (ή θυγατρικές) σε αδιαφανή ή και ύποπτα δικαιοτικά συστήματα και περιβάλλοντα (jurisdictions).

Γ. Ανάλυση των Κοινωνικών – Εργασιακών Πολιτικών και οι επιπτώσεις, σε ενιαίο ρυθμισμένο πλαίσιο, οικονομικής ολοκλήρωσης.

Η διεθνής οικονομική ενοποίηση (International financial integration) και το πλαίσιο της, διαφοροποιείται από τα εθνικά πλαίσια των πολιτικών για την απασχόληση, με δύο αντιδιαμετρικά αντίθετες λογικές :

- Οι συνέπειες της για την αστάθεια του εισοδήματος και την ανισότητα μπορούν να καταστήσουν την εργατική πολιτική περισσότερο απαραίτητη και ελκυστική: οι διεθνείς διαταραχές μπορούν να απαιτήσουν περισσότερο ενεργή ανακατανομή βοήθειας και το υψηλότερο ποσοστό απόδοσης που προσφέρεται σε πλούσιους ιδιώτες από επενδύσεις σε χώρες πτωχότερες κεφαλαίων, μπορούν να αυξήσουν την εισοδηματική ανισότητα.

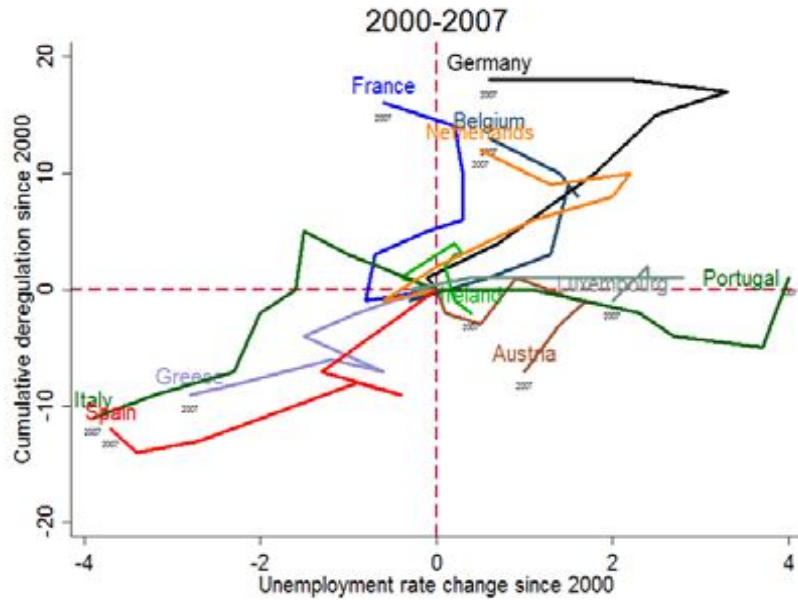
- Εντούτοις, οι πολιτικές εργασίας που επιλέγονται και εφαρμόζονται σε τμήματα ολοκληρωμένων και ενοποιημένων οικονομιών και αγορών, μπορεί να είναι λιγότερο αποτελεσματικές, διότι η πρόσβαση σε διαφορετικά ρυθμισμένες αγορές, καθιστά ευκολότερη την αποφυγή από τις δήθεν υποχρεωτικές πολιτικές συνταγές, των ιδιωτών διαμεσολαβητών. Αυτό όμως, μπορεί τελικά να μην είναι τόσο προβληματικό, ιδιαίτερα για “ενεργητικές” πολιτικές οι οποίες αυξάνουν την συνολική παραγωγικότητα και το εισόδημα των παραγωγικών συντελεστών.

Πολλοί παράγοντες ταυτόχρονα, επηρεάζουν την αγορά εργασίας και τις επιπτώσεις και όλες οι χώρες δεν εμφανίζουν ταυτόχρονα, αντιδιαμετρικές συσχετίσεις μεταξύ της απορρύθμισης και της κακής επίδοσης της αγοράς εργασίας. Στην Πορτογαλία, πχ, η ανεργία αυξήθηκε αρκετά πριν την κρίση χωρίς καμία αλλαγή στις κοινωνικές και εργασιακές πολιτικές, γεγονός που ήταν εντελώς διαφορετικό από την Γερμανία (βλ. γράφημα 1 και 2)⁹².

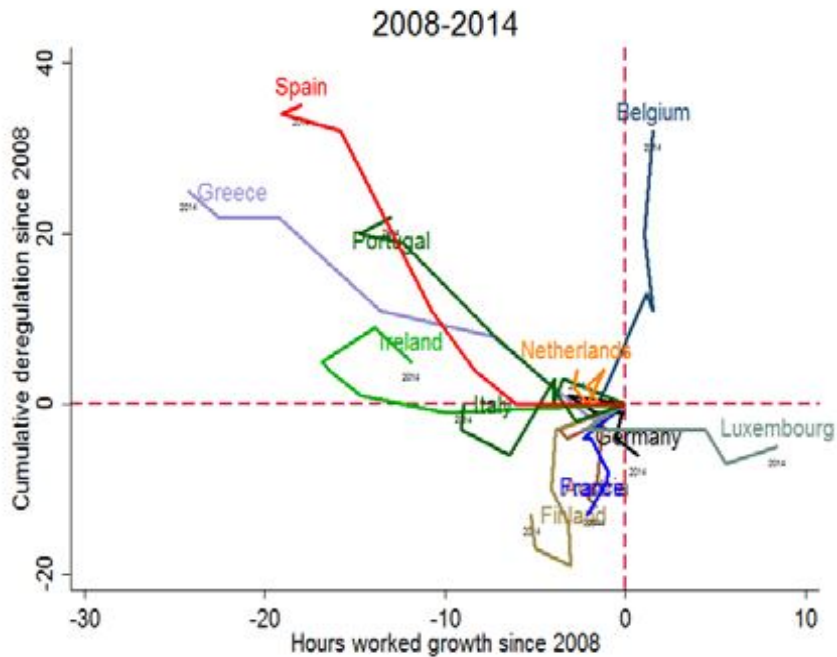
Τελικά, δεν είναι αυτό που αναμένουμε, δηλ. εάν οι μετασχηματισμοί ήταν εξωγενώς προερχόμενοι από αλλαγές στις πολιτικές προτιμήσεις ή στην διαδικασία

⁹² Πηγή : LABREF και AMECO βάσεις δεδομένων

λήψης πολιτικών αποφάσεων. Το πιο πιθανό είναι, το ότι η απορρύθμιση είναι μια ενδογενής αντίδραση σε παράγοντες που τείνουν να αυξήσουν την ανεργία και να μειώσουν την αύξηση του ποσοστού της απασχόλησης, και αυτοί οι μετασχηματισμοί τείνουν να ενδυναμώσουν τις παθητικές εργασιακές πολιτικές, ως αντίδραση σε παράγοντες που μειώνουν την ανεργία και αυξάνουν την ανάπτυξη της απασχόλησης.



Γράφημα 1
(εργασιακές αλλαγές και ανεργία στην Ευρώπη των 12-eurozone, προ κρίσης)



Γράφημα 2
(εργασιακές αλλαγές και ανεργία στην Ευρώπη των 12-eurozone, μετά την κρίση)

Αυτό το εύρημα δεν μπορεί να ερμηνευτεί με όρους μιάς “προς τα κάτω” (race-to-bottom) κίνησης των παθητικών εργασιακών πολιτικών, είναι δε επίσης πολύ σταθερά δεμένο με την ιδέα, ότι οι προσπάθειες ανάπτυξης πολιτικών μιας χώρας-μέλους σε ένα ενιαίο σύστημα-πλαίσιο, (δηλ. σε μια αγορά ουσιαστικά), πρέπει να ακολουθούν πολύ συγκεκριμένες από την χώρα αυτή πολιτικές σύγκλισης σε μια κοινή εφαρμογή αποτελεσματικών “ενεργητικών” εργασιακών πολιτικών. Αντίθετα, πρέπει να ερμηνευτεί βάσει μιας αντίληψης που εστιάζει σε πολιτικές μιας διεθνούς οικονομικής ολοκλήρωσης και ενοποίησης, ως τον πιο σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει την κοινή δυναμική των κοινωνικών-εργασιακών πολιτικών και της επίδοσης της αγοράς εργασίας⁹³.

Η ενοποιημένη οικονομική θεώρηση (σε ένα δηλ. ρυθμισμένο πλαίσιο), έχει εμπειρικά αποδειχθεί⁹⁴ [Bertola, 2016a, 2017], ότι έχει άμεση σχέση και επιπτώσεις ως προς την κατεύθυνση και το μέγεθος των διεθνών ροών κεφαλαίου και η δε δομή των ροών αυτών σε σχέση με τους δυναμικές διαρθρωτικές πολιτικές, είναι σταθερά συνδεδεμένη με τον *αναδιανεμητικό ρόλο των πολιτικών εργασίας*, εντός σε έκαστο από τα εθνικά πολιτικο-οικονομικά συστήματα (που απαρτίζουν και συμμετέχουν στο όλο ενοποιημένο πλαίσιο). Βλέπουμε ουσιαστικά μια αλληλεπίδραση των εθνικών εργασιακών πολιτικών με τις διεθνείς ροές κεφαλαίου, σε ένα ενοποιημένο παγκόσμιο πλαίσιο, σε συνδυασμό με μια διεθνή οικονομική ολοκλήρωση.

Ας υποθέσουμε ότι σε μια χώρα η οποία υπάγεται στο ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο, ληφθεί πολιτική που μεγιστοποιεί τον πλούτο ενός συμμετέχοντα στις αγορές (πχ investment entity, trader, agent, κλπ) που υπάγεται σε αυτήν την χώρα, και ο οποίος κερδίζει εισόδημα από εργασία σε ποσοστό μη αναλογικά για αυτό που θεωρητικά του αναλογεί (per capita labour income) από το εθνικό εισόδημα. Επειδή τα υψηλότερα οφέλη έντασης κεφαλαίου των ιδιωτών των οποίων το εισόδημα αυξάνεται δυσανάλογα από την εργασία, οι “παθητικές” εργασιακές πολιτικές δίνουν ώθηση στους μισθούς και μειώνουν την απασχόληση και αυτό ισχύει σε χώρες λιγότερο πλούσιες από τον μέσο όρο. Ανεξάρτητα από τον βαθμό στον οποίο οι δομικές αλλαγές χρήζουν εφαρμογής “ενεργητικών” εργασιακών πολιτικών, οι εργασιακές πολιτικές είναι περισσότερο “παθητικές”, όσον ο πλούτος κατανέμεται άνισα και οι ιδιώτες στηρίζουν το

⁹³ Bertola, G. (2017), “EMU and Labour Market Policy: Tensions and Solutions”, Discussion Paper 054, EC, European Economy, July 2017.

⁹⁴ Bertola, G. (2016a), “Labor policies and capital mobility in theory and in EMU, European Economic Review”, 87, 62--77.

εισόδημα τους στο εισόδημα από εργασία περισσότερο από το εισόδημα κεφαλαιουχικών πηγών (πχ επενδύσεις).

Οι πολιτικές οφείλουν να διαθέτουν ένα συμβιβασμό σε λογικά επίπεδα και οι πολιτικές αποφάσεις πρέπει να βασίζονται σε καλά πληροφορημένες και μακροπρόθεσμες υποστηρικτικές διαδικασίες. Ανήκουν στην σφαίρα του λαϊκισμού, οι πολιτικές που εστιάζονται σε βραχυπρόθεσμες μονομερείς αποφάσεις, αγνοώντας τις ισορροπίες σε διαχρονικές πολιτικές⁹⁵ [Andersen et al, 2017].

Οι θέσεις των σωστών πολιτικών μέσω εποικοδομητικών διαλόγων, δεν πρέπει να περιλαμβάνουν ως αρχές, επιχειρήματα προσωπικών συμφερόντων. Πρέπει να αναγνωρίζουν ότι μπορεί μεν να υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων (είναι αναπόφευκτες), αλλά μπορούν όμως οι εργασιακές πολιτικές να συνθέτονται διαχρονικά μέσα στο ενιαίο πλαίσιο, όπου οι εργασιακές διαμορφώσεις και μετασχηματισμοί (ακόμα και σε συνδυασμό με τον παράγοντα του πληθωρισμού και των χρηματοοικονομικών ανισορροπιών, χαρακτηριστικό του παγκόσμιου ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, όπως το προτεινόμενο), μπορούν να είναι σταθεροποιητικές και συμμετρικές σε όλες τις περιόδους που προηγούνται αλλά και έπονται των κρίσεων.

Συνεπώς, μόνο αν κατευθύνουμε διανεμητικά τις επιπτώσεις της οικονομικής ολοκλήρωσης του πλαισίου μας, μέσω των εργασιακών πολιτικών που κρίνει κάθε χώρα ως ορθές και εφαρμόσιμες για την περίπτωση της, είναι πιθανό να προστατευθεί το όλο οικοδόμημα του πλαισίου μας, από τον πολιτικό και οικονομικό κίνδυνο μιας μόνιμης αντιστροφής της ήδη καλά εξελισσόμενης και υπάρχουσας ολοκλήρωσης (ιδιαίτερα στον Ευρωπαϊκό χώρο).

Τελικά, η ενοποίηση των διεθνών αγορών σε ένα ρυθμισμένο πλαίσιο, δεν συνιστά κατ' ανάγκη απορρύθμιση των αγορών εργασίας (ώστε να συνιστά την λήψη αποφάσεων οικονομικής πολιτικής με εστίαση στο εργασιακό περιβάλλον). Επειδή όμως, υφίσταται η περίπτωση ότι με την δημιουργία του ενιαίου και ρυθμισμένου πλαισίου των χρηματ/κών αγορών, ίσως δεν θα αυξηθεί (εν γένει) ο οικονομικός πλούτος κατ' ανάγκη, είναι σαφώς αναγκαίο να υποστηριχθεί η προσπάθεια αυτή (υλοποίησης του πλαισίου), με εποικοδομητικές εργασιακές πολιτικές, από την κάθε κυβερνητική αρχή (εθνική, υπερεθνική, Ευρωπαϊκή, κλπ). Συνοψίζοντας τις εργασιακές πολιτικές για το ενοποιημένο πλαίσιο, θα προτείναμε :

⁹⁵ Andersen, T.M., Bertola, G., Driffill, J., James, H., Fuest, C., Sturm, J.-E., and Urošević, B. (2017), "Economics of Populism: The EEAG Report on the European Economy 2017", Munich: CESifo.

(i) πολιτικές-συλλογικές δράσεις που μπορούν να βοηθήσουν την κατά μέσο όρο αύξηση του πλούτου μέσω μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας. Οι πολιτικές αυτές μπορούν να διορθώσουν τις αποτυχίες της ενοποιημένης αγοράς, θεραπεύοντας προβλήματα χρηματοοικονομικής φύσεως και πληροφόρησης, τα οποία καθιστούν δύσκολο για τον άνεργο να συμπληρώσει κενές θέσεις εργασίας, για τον εργαζόμενο να χρηματοδοτήσει την δική του εργασιακή κινητικότητα και εκπαίδευση, και για την ιδιωτική κατανάλωση να παραμείνει σταθερή σε περιπτώσεις διαταραχών του εργατικού εισοδήματος. Αυτές οι πολιτικές, ως “ενεργητικές” πολιτικές, είναι ουσιαστικά αυτές που οι εκάστοτε κυβερνήσεις (εθνικές ή άλλες υπερεθνικές αρχές), χρησιμοποιώντας την παρατήρηση και την ισχύ τους, μπορούν να οργανώσουν και να χρηματοδοτήσουν είτε προγράμματα κατάρτισης, είτε δραστηριότητες αναζήτησης θέσεων εργασίας (μέσω και των δημόσιων οργανισμών τους ανθρώπινου δυναμικού), με τρόπους, που όχι μόνο θα εξομαλύνουν τα εισοδήματα σε όλο το φάσμα των εργαζομένων (κατά την διάρκεια του εργασιακού τους βίου), αλλά και θα αυξήσουν την συνολική παραγωγικότητα και τον πλούτο.

(ii) πολιτικές καθοριζόμενες από την εκάστοτε κυβερνητική πολιτική διάθεση και πρόγραμμα, που θα μπορούσαν να συνδράμουν στην κατανομή των πόρων σε όλο το φάσμα των εργαζομένων, οι οποίοι διαφοροποιούνται σε όρους ως προς το πόσο σημαντικά βασίζονται στο εισόδημα από εργασία, αντί σε άλλες πηγές (πχ επενδυτικό εισόδημα). Αυτές οι “παθητικές” πολιτικές (όπως οι ελάχιστοι μισθοί, οι συλλογικές συμβάσεις εργασίας, οι μισθολογικές φορολογίες που χρηματοδοτούν επικουρικά ταμεία, περιορισμοί στον εργασιακό χρόνο, κλπ) αυξάνουν την ανά μονάδα εργατικού εισοδήματος αλλά και μειώνουν την απασχόληση. Ως ένα σημείο, με αυτές τις πολιτικές θα αυξηθεί το πλεόνασμα εργασίας, αλλά όμως θα μειωθεί το παραγόμενο αποτέλεσμα και το πλεόνασμα από τους συντελεστές παραγωγής που είναι συμπληρωματικοί της εργασίας. Παρομοίως, οι ρυθμίσεις για εργασιακή προστασία συνιστά εργασιακή ασφάλεια, η οποία είναι πολύτιμη για τους ανασφάλιστους εργαζόμενους κατά των διαταραχών του εργασιακού εισοδήματος, αλλά και της εργασιακής μετακίνησης που είναι κοστοβόρα για τους εργαζόμενους.

7. Η ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΤΗΣ ΥΠΟ-ΡΥΘΜΙΣΗΣ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡ-ΡΥΘΜΙΣΗΣ

Η άλλη όψη του “ρυθμιστικού παράδοξου” (όπως έχει αναφερθεί στην βιβλιογραφία, Aizenman (2009)), είναι το ότι μετά την έλευση κρίσης που καταλήγει να έχει αποφέρει ανεπάνταχα υψηλά κόστη στις αγορές, μπορεί να επιβληθεί μια υπερ-

ρύθμιση και κατά συνέπεια στασιμότητα (“stagnation”), μιας και οι συμμετέχοντες που ουσιαστικά θα φέρουν το βάρος για τα κόστη της υπερ-ρύθμισης δεν είναι συμμετέχοντες στις διαδικασίες λήψης τέτοιων αποφάσεων. Συνεπώς μια μη ορθά σχεδιασμένη μετάβαση από μια υπορυθμισμένη αγορά, σε μια αγορά υπερ-ρυθμισμένη, θα παρουσιάσει προβλήματα οικονομικής ρευστότητας, με τη υπέρμετρη ρύθμιση.

Ο σχεδιασμός της μετάβασης, ώστε να αποφευχθούν κίνδυνοι έλλειψης ρευστότητας ή και μεταφοράς funds σε άλλες αγορές (λιγότερο ρυθμισμένες), πρέπει να γίνεται σταδιακά. Μετά την εναρμόνιση των σχετικών κανονιστικών διατάξεων στα Κράτη, να παρέρχεται ένα χρονικό διάστημα, ωρίμανσης των νέων κανονιστικών συνθηκών, πριν την επιβολή νέων. Πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πολλές παράμετροι και να αξιολογηθούν, όπως : χρονικές μεταβολές της ρευστότητας των αγορών, ρυθμός ανάπτυξης νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, συμμετοχή του ευρέως επενδυτικού κοινού, έλεγχος της μεταφοράς κεφαλαίων (ή όχι) σε άλλες αγορές ή πίσω στο τραπεζικό σύστημα, ρυθμός αύξησης επιβληθεισών ποινών και περιπτώσεων παράβασης νομοθεσίας, χρηματοδοτήσεις ΜΜΕ και τόνωση της επιχειρηματικότητας και φυσικά πρέπει να ακουστούν και οι απόψεις των συμμετεχόντων στις αγορές (επενδυτές, funds, επιτροπών κεφαλαιαγοράς, Χρηματιστηρίων, διαμεσολαβητών, κλπ).

Προτείνουμε, λοιπόν, η Παγκόσμια Εποπτική Αρχή που θα έχει συγκεκριμένη κανονιστική δομή (regulatory structure), να εποπτεύει και να έχει υπο τον έλεγχο της, τις εισαγωγές νέων κανονιστικών δομών στην εκάστοτε αγορά και να εκφέρει άποψη, λαμβάνοντας υπόψη τις ανωτέρω παραμέτρους. Έτσι, θα συμμετέχει με έναν ουσιαστικότερο τρόπο, που θα μετριάξει τις ανωτέρω αμφιβολίες, θα περιλαμβάνει την διαφάνεια στην πληροφόρηση, την αυξημένη ανεξαρτησία του εποπτικού φορέα από τις πολιτικές εξελίξεις, την κεντροποίηση των κανονιστικών διαδικασιών μαζί με την αύξηση της διαφάνειας τους και τέλος, την υιοθέτηση γενικευμένων (σε παγκόσμιο επίπεδο) προτύπων ενός συνόλου ελάχιστων κανονισμών εποπτείας (prudential regulations) αλλά και πληροφοριακής διαφάνειας, επιβαλλόμενα από τον εθνικό εποπτικό φορέα.

8. ΛΟΙΠΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ.

A. Η Διεθνής κατανομή του κινδύνου και η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση

Η ενοποιημένη αγορά (σε ένα ρυθμισμένο πλαίσιο χρηματοοικονομικών προϊόντων) βασίζεται στην ιδέα της ανοικτής αγοράς και της εξάλειψης των εμποδίων ως

προσπατούμενες συνθήκες γαι την προώθηση της ανάπτυξης. Η οικονομική θεωρία προτείνει ότι η χρηματ/κή ολοκλήρωση, βοηθά στο συνταίριασμα των αποταμιεύσεων με τις επενδύσεις σε παγκόσμιο επίπεδο και βελτιώνει την κατανομή των παραγωγικών πηγών και ενδυναμώνει την εξειδίκευση και το συγκριτικό πλεονέκτημα⁹⁶ (Krugman's peripheral-core model), [Andrew, Feiock, 2010].

Στα δυνητικά πλεονεκτήματα της αναφέρονται η ενδυνάμωση της επιχειρηματικότητας και της καινοτομίας, η “επιβολή” πειθαρχίας μέσω του ανταγωνισμού, η ανάπτυξη του χρηματ/κού τομέα μέσω της πρόσβασης στην χρηματοδότηση ιδιωτών και κυβερνήσεων και η εξασφάλιση κατά των μακρο-διακυμάνσεων λόγω της γεωγραφικής διασποράς των χαρτοφυλακίων και της διαθέσιμης ρευστότητας.

Όσο περισσότερο ανοικτή είναι μια χώρα, τόσο μεγαλύτερα όμως είναι και οι δυνητικοί κίνδυνοι. Οι ροές κεφαλαίων μπορεί να είναι μεγάλες αλλά είναι όμως και μεταβαλλόμενες, όπως για παράδειγμα ο τερματισμός των δανειοδοτήσεων (πχ, η Κινέζικη οικονομία είναι απρόθυμη σε μια ανοικτή κεφαλαιαγορά). Η ολοκλήρωση τείνει να κάνει τις χρηματ/κές αγορές να κινούνται περισσότερο κοντά μαζί με τις αγορές των λοιπών χωρών. Εδώ είναι που υπεισέρχεται ο συστημικός κίνδυνος.

Όμως η υψηλή εξειδίκευση (στα χρηματ/κά προϊόντα) λόγω των ολοκληρωμένων αγορών, μπορεί να κάνει επίσης τις αγορές περισσότερο ευάλωτες. Το πρόσφατο μάθημα από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, ήταν οτι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση προηγείται των νομοθετικών ρυθμίσεων και των πλαισίων, ακόμα και σε γεωγραφικά συνδεδεμένες αγορές και ιδρύματα.

Στο ερευνητικό κομμάτι, η *Βέλτιστη Νομισματική Περιοχή* (Optimum Currency Area, OCA), μελετήθηκε ως ο γεωγραφικός χώρος, ο οποίος θα μπορούσε να μεγιστοποιήσει την οικονομική αποτελεσματικότητα, έχοντας όλη η περιοχή ένα κοινό νόμισμα⁹⁷ [Mundell, 1961]. Ουσιαστικά, η θεωρία αυτή περιγράφει τα βέλτιστα χαρακτηριστικά για την συγχώνευση των νομισμάτων ή την δημιουργία ενός νέου νομίσματος και χρησιμοποιείται συχνά για να υποστηρίξει το εάν μια συγκεκριμένη περιοχή είναι έτοιμη να μετασχηματισθεί σε μια νομισματική ένωση, ως το τελικό στάδιο πριν την οικονομική ολοκλήρωση. Η θεωρία OCA δεν θεωρεί αναγκαία την

⁹⁶ Andrew, S., Feiock, R., (2010), “Core-Peripheral Structure and Regional Governance: Implications of Paul Krugman's New Economic Geography for Public Administration”, *Public Administration Review* 70(3):494 – 499.

⁹⁷ Mundell, R. A. (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas". *American Economic Review*. 51 (4): 657–665. JSTOR 1812792

οικονομική ολοκλήρωση στα αρχικά στάδια, αλλά όταν απαιτείται η εξομάλυνση από τις επιπτώσεις των διαταραχών και του συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων.

Η θεωρία όμως της κατανομής του διεθνούς κινδύνου (International Risk Sharing, IRS), άρχισε να κερδίζει έδαφος ιδιαίτερα μετά την πρόσφατη κρίση, ιδιαίτερα λόγω του ότι δεν ήταν μέρος της διαδικασίας των ενοποιήσεων των αγορών (πχ, της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης). Βεβαίως, στην ΕΕ προ κρίσης υπήρξαν διαταραχές αλλά όχι χρηματ/κής φύσεως, καθώς επίσης στον Ευρωπαϊκό χώρο δεν υπήρχε εκ των προτέρων πολύ καλός συντονισμός (θεσμικός, τεχνικός, οικονομικός, κλπ), λόγω της περιορισμένης θεσμικής επιβολής μέτρων (όχι ισχυρό ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο).

Ουσιαστικά αντιλαμβανόμαστε ότι για την “εφαρμογή” της θεωρίας του IRS, είναι αναγκαίο προϋπόθεση η ενοποίηση των αγορών (σε διάφορα επίπεδα). Διότι, η IRS απαιτεί την πρόσβαση σε διεθνώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και διεθνείς αγορές. Βάσει της θεωρίας IRS, σε μακρο-οικονομικό επίπεδο, αναμένεται μείωση της συσχέτισης μεταξύ του εισοδήματος και της εγχώριας κατανάλωσης, αλλά και αύξηση την συσχέτισης του εισοδήματος μεταξύ των κρατών.

Οι δύο ανωτέρω περιγραφείσες θεωρίες (IRS και OCA), δείχνουν προς την (αναγκαία) κατεύθυνση μιας χρηματοοικονομικής ενοποίησης των αγορών, σε ένα ενιαίο πλαίσιο. Έτσι θα επέλθει η απαραίτητη αλληλοσυμπλήρωση των αγορών, στοιχείο αναγκαίο για τον διεθνή επιμερισμό του κινδύνου (θεωρία IRS), και θα αυξηθεί ο συγχρονισμός των επιχειρησιακών κύκλων, όπως το προτείνει η θεωρία OCA.

Πρέπει όμως να υπογραμμίσουμε ότι στην πραγματικότητα, η διαφοροποίηση και ο συγχρονισμός των κύκλων, είναι αντιφατικά μεταξύ τους φαινόμενα. Συνεπώς, η χρηματ/κή ολοκλήρωση δεν είναι μια επαρκής συνθήκη για καμία από αυτές τις θεωρίες, βάσει εμπειρικών μελετών⁹⁸.

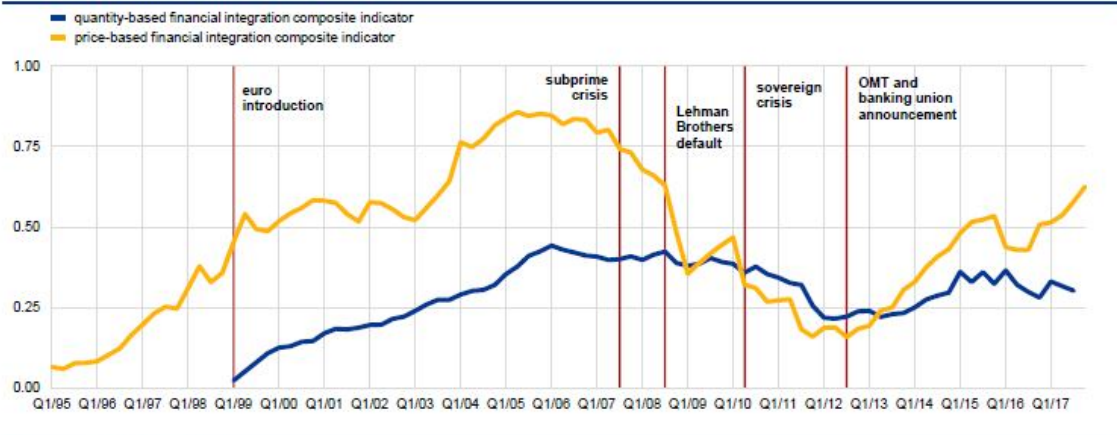
Ας δούμε για παράδειγμα την Ευρωπαϊκή Ενοποίηση. Πριν το 2010, θεωρήθηκε ότι ήταν (η ολοκλήρωση) ένα επίτευγμα του ευρώ. Μελετώνοντας τα δεδομένα και χρησιμοποιώντας ως δείκτες την σύγκλιση των τιμών δεικτών στην ευρωζώνη και την ποσότητα, προ και μετά κρίσης (Γράφημα 3) αλλά και τις διασπορές των τιμών των εταιρικών και των κυβερνητικών ομολόγων, προ και μετά κρίσης, στην ευρωζώνη (Γράφημα 4), δεν είναι εμφανές ότι η ενοποίηση των αγορών, βοηθήθηκε από το κοινό νόμισμα. Επίσης η ΕΚΤ χρησιμοποιεί και άλλους δείκτες για την ενοποίηση, όπως τον

⁹⁸ Τα πλεονεκτήματα λόγω ενός υψηλότερου βαθμού ολοκλήρωσης των αγορών, πχ κατανομή κινδύνου, δεν έχουν πρακτική υλοποίηση [Alcidi et al., 2017]. Επίσης οι θετικές επιπτώσεις από τον αυξανόμενο συγχρονισμό των επιχειρηματικών κύκλων δεν έχουν ακόμα εμφανισθεί [Belke et al., 2016].

ECB FINTEC indicator για τις χρηματαγορές, τις αγορές ομολόγων, τις αγορές των μετοχών και τις τραπεζικές αγορές.

Chart 1

Price-based and quantity-based financial integration composite indicators

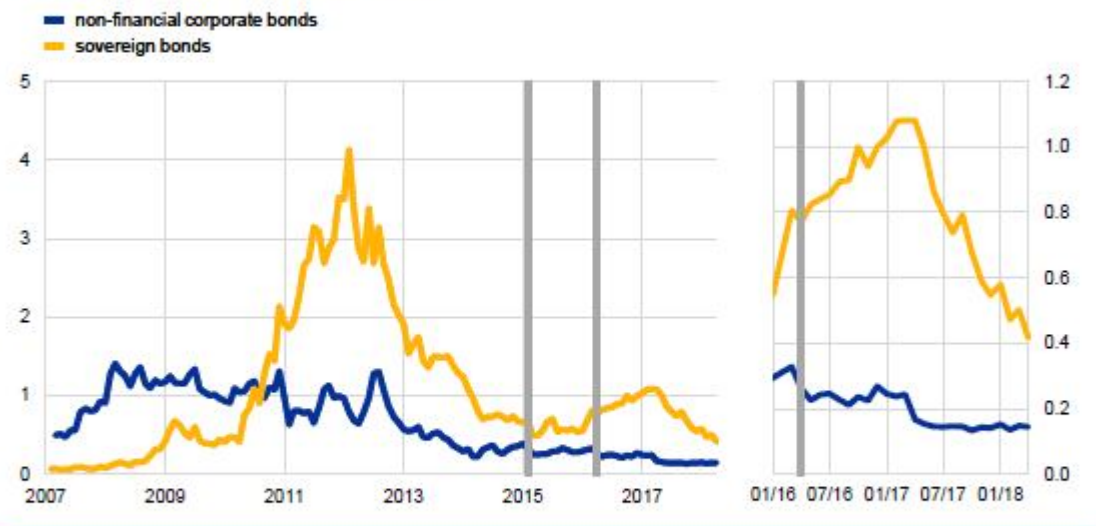


Sources: ECB and ECB calculations.

Γράφημα 3 : Σύνθετοι δείκτες χρηματικής ολοκλήρωσης βασισμένοι στις τιμές και στις ποσότητες. Ενοποίηση και “απο-ενοποίηση”.

Cross-country dispersion of euro area sovereign and non-financial corporate bond yields

(monthly data; standard deviation, percentage points)



Sources: Thomson Reuters, Bank of America Merrill Lynch and ECB calculations.

Notes: The chart shows standard deviations for Bank of America Merrill Lynch country indices for corporate bond spreads (issued by NFCs) and country ten-year benchmark government bond yields. Owing to data unavailability, data include observations for (i) Germany, Ireland, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria, Portugal and Finland (sovereign bonds); and (ii) Germany, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria and Finland (non-financial corporate bonds). Vertical grey lines refer to the announcements of the PSPP (January 2015) and the CSPP (March 2016). Latest observation: March 2018.

Γράφημα 4 : Διασπορά μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης των κυβερνητικών ομολόγων και οι αποδόσεις των μη χρηματοδο/μενων εταιρικών ομολόγων. Ενοποίηση και “απο-ενοποίηση”

Από μακροοικονομική αλλά πρακτική σκοπιά, δεν είναι πλήρως σαφές, ότι η χρηματ/κή ολοκλήρωση πάντα συνεισφέρει στην ανάπτυξη, στην σταθερότητα και στην δίκαιη κατανομή του κινδύνου. Το πρόβλημα (δηλ. της “διαφωνίας” μεταξύ της θεωρίας και της πραγματικότητας) πιθανώς να οφείλεται σε παράγοντες, όπως : οι χρηματ/κές τεχνικές διαδικασίες, τα ομόλογα, η ολοκλήρωση ήταν καθοδηγούμενη κυρίως για σκοπούς μείωσης φορολογίας, κακή εκτίμηση (mispricing) τιμών προϊόντων, ρυθμιστικές αποτυχίες σε εθνικό επίπεδο ή πλεονεκτική φορολόγηση κρατικού χρέους.

Η τραπεζική ένωση (Banking Union) και η ένωση των κεφαλαιαγορών (Capital Market Union) εντός της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης, έχουν σε γενικές γραμμές να επιδείξουν μια αντίσταση στις χρηματοοικονομικές διαταραχές. Η τραπεζική ένωση έχει ως ρόλο την εκ των προτέρων (πριν την εμφάνιση κρίσης) μείωση των συστημικών κινδύνων και εκ των υστέρων (μετά την κρίση) την απορρόφηση των ζημιών (το ταμείο εξυγίανσης, resolution fund) και την κατανομή των ζημιών μέσω συνεισφοράς των μετόχων των τραπεζών αρχικά (bail-in). Η ένωση των κεφαλαιαγορών, έχει ως ρόλο, την ενδυνάμωση της διασυννοριακής μεταφοράς κεφαλαίων αντί χρέους, αλλά και την βελτίωση της σταθερότητας των αγορών.

Η διασυννοριακή κατανομή του κινδύνου είναι το δεύτερο μεγαλύτερο πρόβλημα για τα μέλη μιας ένωσης που χρησιμοποιούν ένα μοντέλο ανοικτής οικονομίας και έχει αποδειχθεί αφενός μεν ότι εάν οι αγορές είναι ατελείς, το όφελος που αποκτάται από την πρόσβαση σε οποιοδήποτε επίπεδο του κατανεμημένου ρίσκου είναι μεγαλύτερο για τις χώρες εκείνες που είναι μέλη μιας νομισματικής ένωσης και αφετέρου δε, το ότι ακόμα και εάν οι αγορές είναι τέλειες, ο κατανεμημένος βέλτιστος κίνδυνος δεν είναι επαρκώς περιορισμένος⁹⁹ [Farhi and Werning, 2017]. Συνεπώς η κατανομή του κινδύνου είναι μια εκ των προτέρων εξασφάλιση κατά κάποιο τρόπο, σε μια ένωση-ολοκληρωμένο πλαίσιο, όπου αυτό που χρειάζεται είναι να λειτουργεί σωστά ο διασυννοριακός δανεισμός.

Αναφέρουμε ως τελευταία παρατήρηση, ότι θα μπορούσε δυνητικά, να χρησιμοποιηθεί ως σταθεροποιητής του εισοδήματος σε ένα ενιαίο πλαίσιο, ως δηλ. απάντηση σε ασύμμετρες διαταραχές, ένα είδους “σχήμα προστασίας κατά της ανεργίας” για ολόκληρο το πλαίσιο (Unemployment Benefit Scheme), αλλά θα συναντούσε δυσκολίες στον σχεδιασμό του, στο ότι υπάρχουν ήδη αντίστοιχα εθνικά τέτοια σχήματα και θα έπρεπε να αντιστοιχηθεί με αυτά, να διαθέτει κάποια ελάχιστα standards, ίσως δεν θα τύχει της κατάλληλης πολιτικής υποστήριξης σε κάποια κράτη

⁹⁹ Farhi, Emmanuel and Iván Werning. 2017. "Fiscal Unions." *American Economic Review*, 107 (12): 3788-3834.

του πλαισίου, κλπ. (πρβλ. το Ευρωπαϊκό σχήμα προστασίας κατά της ανεργίας, European Unemployment Benefit Scheme)¹⁰⁰.

B. Ανάλυση αντιπαραδειγμάτων (counterfactual analysis)

Επιχειρώντας με την counterfactual analysis, δηλ. την ανάλυση αντιπαραδειγμάτων, να μελετήσουμε το πως θα ήταν η κατάσταση των διεθνών αγορών χωρίς να υφίσταται η ολοκλήρωση τους σε ένα ενιαίο πλαίσιο, όπως ήδη το έχουμε περιγράψει, θα εστιαστούμε ως αντιπαραδείγμα, στην πραγματική εικόνα που είχε το Ευρωπαϊκό χρηματ/κό σύστημα όταν πέρασε στην φάση της ολοκλήρωσης του.

Σε μια ολοκληρωμένη και ενιαία σε ένα ρυθμιστικό πλαίσιο χρηματ/κή αγορά, υποτίθεται ότι οι τιμές παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων σε διαφορετικές περιοχές είναι ίδιες (με την εξαίρεση του διαφορετικού κόστους συναλλαγών) και οι συμμετέχοντες έχουν πρόσβαση αλλά και συναλλάσσονται σε χρηματ/κά προϊόντα από επίσης διαφορετικές περιοχές, ως αντικείμενο των επενδυτικών τους αποφάσεων, είτε για αποταμίευση ή για δανεισμό ή για επένδυση και αντιστάθμιση έναντι του κινδύνου, και ως συνέπεια προκύπτει η αύξηση της διαθεσιμότητας αλλά και της διαφοροποίησης της χρηματοδότησης.

Η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής χρηματ/κής αγοράς, επιτεύχθηκε κυρίως, λόγω της υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος και της εναρμόνισης της χρηματ/κής νομοθεσίας. Ως παράδειγμα αναφέρουμε την Οδηγία MiFID (I και II), η οποία συνεισέφερε στην Ευρωπαϊκή χρηματ/μική ενοποίηση στον βαθμό που η εφαρμογή της, είχε ως αποτέλεσμα την εξομάλυνση του διαφορετικού κόστους συναλλαγών ιδιαίτερα μέσα από τις περισσότερο διαφανείς συναλλαγές και την ελευθερία της δραστηριότητας των διαμεσολαβητών, αλλά και με την βελτίωση του επιπέδου και την διαφοροποίηση της χρηματοδότησης, λόγω της εξάλειψης των εμποδίων στις διασυνοριακές συναλλαγές. Οι ασυμμετρίες αυτές συμβάλλουν στους καταναλωτές χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ώστε να παρουσιάζουν μια έντονη “εγχώρια μεροληψία” (Home bias) των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν. Το *Home bias*, σημαίνει ότι οι καταναλωτές αγοράζουν και πωλούν κυρίως στις εγχώριες χρηματοπιστωτικές αγορές τους.

¹⁰⁰ Το European Unemployment Benefit Scheme, παρουσιάστηκε στην “Διακήρυξη του Meseberg”, τον Ιούνιο του 2018, μεταξύ Γερμανίας και Γαλλίας, για την δημιουργία, μεταξύ άλλων, ενός ταμείου αντεξασφάλισης της ανεργίας.

Η συνολική αποτελεσματικότητα της MiFID I και II, στην μείωση του φαινομένου της “εγχώριας μεροληψίας” βασίστηκε στο ότι οι Ευρωπαίοι παραγωγοί και καταναλωτές (χρηματ/κών προϊόντων), έχουν πλέον πραγματική πρόσβαση στις Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές και πραγματική μείωση του κόστους συναλλαγών, απολαμβάνοντας την τέλεια εκτέλεση (best execution) της συναλλαγής, χωρίς κανένα συμβιβασμό στην προστασία των συμφερόντων τους. Επιπρόσθετα, η εφαρμογή της MiFID, αναμένεται να διευρύνει ακόμα περισσότερο την διασπορά του χρηματ/κού κινδύνου στην Ε.Ε., μέσω του επιστάμενου ελέγχου των χρηματ/κών διαμεσολαβητών [Mertzanis, 2007]¹⁰¹.

Η επίτευξη της ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής χρηματ/κής αγοράς βασίζεται όχι μόνο στην εξάλειψη τυχόν αναποτελεσματικοτήτων και αποτυχιών της αγοράς, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης (χαρακτηριστικό των κατακερματισμένων αγορών), αλλά επίσης και της μείωσης του συστημικού κινδύνου (που είναι εγγενής ιδιότητα των αγορών). Εάν όμως οι χρηματ/κές αγορές έχουν υψηλή ρευστότητα και είναι σταθερές (χαρακτηριστικό των ενοποιημένων και σε ρυθμισμένο πλαίσιο αγορών), θα είναι μεγάλες και θα χαρακτηρίζονται από ένα ευρύ φάσμα συμμετεχόντων με διαφορετικούς επενδυτικούς στόχους και με αναμενόμενες προσδοκίες ότι οι αγορές θα συνεχίσουν να είναι σταθερές.

Είναι όλο και περισσότερο αποδεκτό, ότι ο βαθμός της “εγχώριας μεροληψίας” μειώνεται σε σχέση με τον χρόνο, καθώς οι επενδυτές, σε όσο το δυνατόν περισσότερα κράτη διακρατούν ένα αυξανόμενο μεγάλο ποσοστό από το χαρτοφυλάκιο τους σε αλλοδαπά χρηματοοικονομικά μέσα. Επίσης, ακόμη ο βαθμός στον οποίο τα περισσότερα χαρτοφυλάκια χαρακτηρίζονται από “εγχώρια μεροληψία” είναι τεράστιος και λόγω του ότι αυτή η μεροληψία αντικατοπτρίζει και δυσλειτουργίες χρηματ/κών διαμεσολαβητών, μια διεύρυνση και εναρμόνιση των δομών αυτών των διαμεσολαβητών, θα βελτιώσει τον πλούτο σε εγχώριο επίπεδο των συναλλασσόμενων.

¹⁰¹ Mertzanis, H., (2007). “European Financial Integration and MiFID”, Journal of Financial Transformation, Capco Institute, vol. 20, pages 155-166.

Μ Ε Ρ Ο Σ V.
Τα τελικά συμπεράσματα

**ΤΕΛΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ
ΚΑΙ
ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑΣ**

1. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Η ανάληψη χρηματοοικονομικού κινδύνου είναι αντικείμενο ανησυχίας για τους ασκούντες δημόσια πολιτική διότι οι ενέργειες ανάληψης κινδύνων δημιουργούν εξωτερικές επιδράσεις στην οικονομία, δηλαδή σημαντικού κόστους κινδύνους που επιβάλλονται σε όλη την κοινωνία, οι οποίοι όμως δεν προϋπολογίζονται από τον ατομικό επενδυτή, ούτε αποτιμώνται από την αγορά. Σε μια οικονομία όπου υπάρχουν σημαντικές εξωτερικές επιδράσεις, οι ανταγωνιστικές αγορές καθίστανται ανεπαρκείς μηχανισμοί αποτίμησης κινδύνου και διαμόρφωσης ανταγωνιστικών τιμών.

Στο πλαίσιο αυτό, ο στόχος της δημόσιας πολιτικής (υπό την έννοια της ρύθμισης της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας) είναι ο περιορισμός αυτών των ανεπαρκειών αγοράς. Στο χρηματοοικονομικό σύστημα υπάρχουν και άλλες αποτυχίες αγοράς, όπως η ασυμμετρία στην αποκάλυψη και χρήση πληροφοριών από τους παρόχους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (τράπεζες, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών) στους χρήστες των υπηρεσιών αυτών (δανειολήπτες, επενδυτές).

Σημαντικό επίσης συμπέρασμα που καταλήξαμε με την παρούσα διατριβή, είναι ο προτεινόμενος διαχωρισμός πλέον της ευθύνης παρακολούθησης των ρυθμίσεων αυτών των προϊόντων από τις αντίστοιχες εποπτικές αρχές. Εδώ πρέπει να κατανοήσουμε ότι σημαντικό ρόλο θα παίξουν οι Κεντρικές Τράπεζες των Κρατών και των αντίστοιχων ρυθμιστικών αρχών δευτερογενούς αγοράς. Αυτό είναι αναγκαίο λόγω μιας πιθανής αλληλεπικάλυψης αρμοδιοτήτων, διότι τα πιστωτικά ιδρύματα (αρμοδιότητας κεντρικών τραπεζών) θα εμπλέκονται σε συναλλαγές που αφορούν τυποποιημένα προϊόντα οργανωμένης αγοράς, στην οποία θα έχουν τεθεί κανόνες δικαίου. Η αλληλοεπικάλυψη αρμοδιοτήτων πρέπει να επιλυθεί με συνεργασία των εποπτικών αρχών και όχι με διαχωρισμό και στεγανά. Πιθανώς η δημιουργία κοινών Επιτροπών Εποπτικού Ελέγχου ή και άλλων μηχανισμών να είναι μια λύση που θα εξετασθεί (που πάλι απαιτεί τεχνολογικές υποδομές και σαφώς υψηλού γνωσιακού επιπέδου προσωπικό για επάνδρωση).

Επίσης σημαντικό συμπέρασμα, είναι τα άλυτα ακόμα εμπόδια Giovannini (11, 12 και 13), που αφορούν φορολογικά θέματα. Είτε αναφερόμαστε σε Ευρωπαϊκό, είτε σε Διεθνές επίπεδο, η πραγματικότητα είναι ότι η φορολογία ανήκει στον λεγόμενο “σκληρό πυρήνα” της πολιτικής των κρατών και ως εκ τούτου, πιθανοί συμβιβασμοί ή και υποχωρήσεις, για λόγους εναρμόνισης, φαντάζουν αρκετά δύσκολοι.

Ο μεγάλος αριθμός αρμόδιων αρχών στα κράτη, με διαφορετικές εξουσίες, μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση στους οικονομικούς φορείς. Σε κάθε κράτος θα πρέπει να οριστεί μια ενιαία αρμόδια αρχή για την ανάληψη, τουλάχιστον, της τελικής ευθύνης για την εποπτεία της συμμόρφωσης με τις διατάξεις που θεσπίζονται δυνάμει ενός ενιαίου θεσμικού πλαισίου, καθώς και για τη διεθνή συνεργασία. Η εν λόγω αρχή θα έχει διοικητικό χαρακτήρα που θα εγγυάται την ανεξαρτησία της σε σχέση με τους οικονομικούς φορείς και θα αποτρέπει συγκρούσεις συμφερόντων. Σύμφωνα με την εθνική τους νομοθεσία, τα κράτη μεριμνούν για την εξασφάλιση επαρκούς χρηματοδότησης της αρμόδιας αρχής. Η εν λόγω αρχή θα πρέπει να διαθέτει κατάλληλο σύστημα διαβουλεύσεων σχετικά με τις ενδεχόμενες μεταβολές της εθνικής νομοθεσίας, όπως μια συμβουλευτική επιτροπή αποτελούμενη από εκπροσώπους εκδοτών, παροχέων και καταναλωτών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ώστε να ενημερώνεται πλήρως για τις απόψεις και τις ανησυχίες τους.

Η ενοποίηση των αγορών (Dealership και Auction) μέσα σε ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, περνάει και από την “αποδοχή” βασικών συμμετεχόντων στις δύο αυτές αγορές. Αυτοί οι βασικοί συμμετέχοντες, είναι μεγάλοι σε διεθνές επίπεδο επενδυτές και μεγάλα Hedge Funds. Πρέπει να αντιληφθούμε, ότι οι παγκόσμιοι αυτοί επενδυτές-παίκτες, έχουν σαν ένα από τα βασικά τους κριτήρια (για την αποδοχή ενός ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου), το κατά πόσο η δημιουργία του, είναι ως προς όφελος των συμφερόντων τους, σε βάθος χρόνου. Αν και η αποδοχή ή όχι από αυτούς για την ύπαρξη ενός τέτοιου πλαισίου, ακούγεται ως μια δευτερεύουσα παράμετρος, εντούτοις πρέπει να αντιληφθούμε, ότι η επιρροή τους στα παγκόσμια κέντρα λήψης αποφάσεων στρατηγικών και χρηματοοικονομικών αποφάσεων, είναι εξαιρετικά βαρύνουσα.

Άλλωστε, υποτίθεται ότι όλες οι αρχές (εθνικές και υπερεθνικές) πριν προβούν σε σημαντικές αλλαγές σε τεχνικό και θεσμικό επίπεδο, πάντα ελάμβαναν την άποψη και την γνώμη, των συμμετεχόντων σε αυτές, μέσω διαδικασιών διαβουλεύσεων (αφού είναι βασικοί παράμετροι στην λειτουργία των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών). Ετσι και στην συγκεκριμένη περίπτωση, η Παγκόσμια Εποπτική Αρχή, θα πρέπει με μια εξαιρετικά προσεκτική και στρατηγική διαδικασία διαβούλευσης, να έρθει σε επαφή και να λάβει υπόψη της, τις απόψεις ή και πιθανές αντιρρήσεις, στον σχεδιασμό των δομών του ενιαίου πλαισίου, από τους παίκτες αυτούς. Σε αντίθετη περίπτωση (αν τους αγνοήσει παντελώς ή έρθει σε ευθεία αντιπαράθεση με τα συμφέροντά τους, χρησιμοποιώντας χαλαρά επιχειρήματα και ερασιτεχνική προσέγγιση), θα συναντήσει τις σθεναρές αντιδράσεις τους, που θα οδηγήσουν στην αργοπορία υλοποίησης του σχεδιασμού του ενιαίου πλαισίου (αφού οι επιρροές τους – ακόμα και σε πολιτικό

επίπεδο αρχηγών χωρών - θα παρακάμψουν τις σχεδιαζόμενες μελέτες των ρυθμιστικών αρχών).

Στο θέμα της Ισλαμικής οικονομίας, πρέπει να αναφέρουμε, ότι συνδέεται στενά με τις αρχές της σύγχρονης οικονομίας αλλά με μια ισχυρή κοινωνική συνείδηση. Αντίθετα με τον δυτικό κόσμο, όπου η οικονομία αναπτύχθηκε ως μια επιστήμη από μόνη της μακριά από τη θρησκεία, το Ισλάμ, τη θρησκεία και τα οικονομικά εξακολουθούν να αλληλοσυνδέονται. Η κύρια αρχή καθοδήγησης του Ισλαμικού νόμου είναι ο στόχος της επίτευξης και διατήρησης της δικαιοσύνης, της τάξης και της σταθερότητας στην κοινωνία.

Ως εκ τούτου, η λογική ενός πραγματικά διεθνούς ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου σε όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, απέχει αρκετά έως την τελική και ρεαλιστική επίτευξη του. Η θεωρητική του όμως ύπαρξη, αλλά και τα θεωρητικά του πλεονεκτήματα, αποδεικνύεται, ότι υπάρχουν και μπορούν να αποδώσουν (Παράρτημα II, μαθηματική απόδειξη του μοντέλου). Το αν μπορεί αυτό το θεωρητικό μοντέλο (Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.) να εφαρμοστεί στη πράξη εξαρτάται από την διάθεση, τις απόψεις, τις οικονομικές πρακτικές και την δεσπόζουσα θέση στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική αγορά, των χωρών του κόσμου.

Συνεπώς απαντώντας στο ερώτημα που έχει τεθεί από τους ερευνητές δηλ. *στο που πραγματικά απαιτούνται εναρμονισμένες διεθνείς κανονιστικές ρυθμίσεις και πρότυπα και που μπορούμε με ασφάλεια να αφήσουμε χώρο στην ρυθμισμένη αγορά*, μετά την ερευνητική μας διαπίστωση, είναι στην ρυθμιστική ενοποίηση των προϊόντων εντός των αγορών (Δυτικών καπιταλιστικών οικονομιών) με συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο, εφαρμόζοντας μέσω εθνικών ή/και διεθνών πολιτικών, όπως έχουμε υποστηρίξει. Μια ρυθμιστική ενοποίηση, που θα λάβει υπόψη της και πιθανές συγκρουσιακές περιπτώσεις Δικαίου (πχ Σύμβαση Χάγης και Οδηγίας 2002/47/ΕΚ, για εξάλειψη νομικών εμποδίων).

2. ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΡΓΑΣΙΑΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

Οι ελεύθερες αγορές (Laissez-faire) δεν βελτιστοποιούν αναγκαστικά την εξισορρόπηση μεταξύ της εργασίας και του επίπεδου του εισοδήματος και κατανάλωσης. Σε αγορές με ατελή πληροφόρηση, οι ενεργητικές πολιτικές εργασίας μπορούν να βελτιώσουν το συνταίριασμα μεταξύ των ανέργων και των κενών θέσεων εργασίας αλλά και των διαταραχών του εισοδήματος από ανασφάλιστη εργασία, αυξάνοντας την

απασχόληση και την παραγωγή. Αυτό με την σειρά του, αυξάνει το εισόδημα παραγόντων που είναι συμπληρωματικοί της εργασίας: στην πραγματικότητα, εκεί όπου η εργασία είναι η πιο σημαντική πηγή εισοδήματος των περισσότερων ιδιωτών, εντούτοις με πολιτικές αποφάσεις, μπορεί επίσης να δοθεί λιγότερο βάρος σε άλλους παράγοντες εισοδήματος.

Αυτό είναι ιδιαίτερα σχετικό σε κοινωνίες με μεγάλη ανισότητα πλούτου, όπου οι ενεργητικές πολιτικές έχουν λιγότερη πολιτική υποστήριξη από τις παθητικές πολιτικές, οι οποίες αυξάνουν την έλλειψη του ανά μονάδα εισοδήματος από εργασία κατά των άλλων συντελεστών παραγωγής, ή εξισορροπούν το υψηλότερο εισόδημα από εργασία με την χαμηλή παραγωγικότητα και το εισόδημα από μη-εργασία.

Συνεπώς σε ένα ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο, όπως προτείνεται, και στο οποίο τείνουν οι χρηματ/κές κυρίως αγορές, προς την τελειότητα, οι “παθητικές” εργασιακές πολιτικές, τείνουν να κυριαρχούν, ιδιαίτερα σε κοινωνίες, όπου υπάρχει και μεγαλύτερος, από τον μέσο όρο, κοινωνικός πλούτος, αλλά και λιγότερες ανισότητες εισοδήματος από εργασία. Ειδάλλως, αν υφίστανται ανισότητες στο εισόδημα των εργαζομένων, σε αυτές τις αγορές, χρειαζόμαστε περισσότερες “ενεργητικές” πολιτικές, που θα υποστηρίξουν την παραγωγή εισοδήματος και από άλλους παράγοντες συμπληρωματικούς της εργασίας.

Είναι στις αρμοδιότητες της εκάστοτε κυβερνητικής (ή άλλης υπερεθνικής) αρχής οι εργασιακές πολιτικές που πρέπει να εφαρμόσει, έστω και αν έχουμε ένα ολοκληρωμένο και ενιαίο πλαίσιο ρυθμισμένων χρηματ/κών αγορών. Ο συνδυασμός της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών με το κατάλληλο μείγμα εργασιακών πολιτικών, θα αυξήσει το εισόδημα των εργαζομένων (ιδιαίτερα στον χρηματ/κλάδο), θα μειωθεί η ανεργία και θα αυξηθεί η απασχόληση.

Εάν δεν υπάρχει η ενιαία παγκόσμια ολοκλήρωση των αγορών, τα φαινόμενα μιας οικονομικής κρίσης που θα πλήξουν μια χώρα, θα απαιτήσουν την λήψη άμεσων ενεργητικών πολιτικών απασχόλησης (όχι πάντα αρεστές από το κοινωνικό σύνολο) που βεβαίως μπορούν να αντισταθμιστούν από δράσεις εθνικών φορέων εργασίας και να ανακουφίσουν προσωρινά τους εργαζόμενους. Αρα, σε αυτήν την περίπτωση είναι αναγκαία η λήψη μέτρων, με εστίαση σε περισσότερο “εργασιακό” χαρακτήρα.

Από την άλλη μεριά, εάν είναι σε λειτουργία ένα παγκόσμιο, ενιαίο και ρυθμισμένο πλαίσιο αγορών, με αρκετά ισότιμη πληροφόρηση και σχεδόν τέλειες αγορές, αυτό μπορεί να προκαλέσει σε κοινωνίες-κράτη, ενός είδους εργασιακό εφησυχασμό, αφού θα υφίσταται ένα εισόδημα σε υψηλά επίπεδα (ιδιαίτερα στον

χρηματ/κό κλάδο) προερχόμενο από την εργασία κυρίως. Σε αυτές τις περιπτώσεις, θα μπορούσαν οι κυβερνήσεις, θα θέσουν σε εφαρμογή κάποιες παθητικές πολιτικές απασχόλησης, οι οποίες και θα εξασφαλίσουν το εισόδημα των εργαζομένων, θα πετύχουν μια ποιο δίκαιη ανακατανομή του, αλλά και θα μετατοπίσουν μερικών και τις πηγές παραγωγής του, σε άλλους συντελεστές παραγωγής (πχ. επενδυτικό εισόδημα). Αρα, στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι αναγκαία η λήψη εργασιακών πολιτικών, με εστίαση σε περισσότερο “επενδυτικό” χαρακτήρα.

3. ΣΥΝΟΠΤΙΚΟ ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΔΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑΣ

Οι προσπάθειες πολιτικών παρεμβάσεων οικονομικής υφής σε συνάρτηση με την ρύθμιση των αγορών είναι το στοίχημα των ημερών μας, εάν και κατά πόσο μπορούν να αλληλεπιδράσουν μεταξύ τους και να απεικονισθεί το αποτέλεσμα τους στην οικονομική πραγματικότητα. Η αποτελεσματικότητα των αγορών και η διαφάνεια των τιμών είναι παράγοντες που αντικατοπτρίζουν την οικονομική ευμάρεια. Ακόμα και η συμμετοχή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε αυτά τα συστήματα πρέπει να ειδωθεί υπό το ρυθμιστικό πρίσμα ότι θα αυξηθεί ο ανταγωνισμός τους και η προσφορά υψηλότερου επιπέδου υπηρεσιών στους τελικούς πελάτες. Τα συμπεράσματα από την εκπόνηση της διατριβής μας οδήγησαν, στην υιοθέτηση της αντίληψης ότι η λογική λήψης συγκεκριμένων αποφάσεων οικονομικής πολιτικής, πρέπει να συνάδει πάντα με το διεθνές περιβάλλον των αγορών.

Το κυρίαρχο καθήκον της διεθνούς χρηματοοικονομικής ρύθμισης είναι η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου που προκύπτει από τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και παραγών. Ταυτόχρονα, η ρυθμιστική αρχή πρέπει να αποτρέπει τη δημιουργία κινδύνου μη ηθικής συμπεριφοράς. Είναι ζωτικής σημασίας να παρέχεται προστασία έναντι της αποτυχίας των ιδιωτικών επιχειρήσεων, που θέτει σε κίνδυνο την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς στο σύνολο της. Ωστόσο οι εταιρίες χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης που λαμβάνουν κακές αποφάσεις πρέπει να επιτρέπεται να αποτύχουν.

Η ισχυρή πολιτική υποστήριξη των προσπαθειών των εποπτικών αρχών είναι σημαντική, αν πρέπει να επιτύχουμε την εξασφάλιση ενός αποτελεσματικού δικτύου επικοινωνίας μεταξύ των εποπτικών αρχών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των λοιπών διεθνών κέντρων εποπτείας. Το δίκτυο αυτό πρέπει να υιοθετήσει καινοτόμα μέσα επικοινωνίας για την αντιμετώπιση της συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών του κράτους μέλους καταγωγής και της χώρας υποδοχής καθώς και για την ενίσχυση μιας

κοινής εποπτικής νοοτροπίας. Οι επόμενες συνέπειες της πολιτικής εξέλιξης στα ευρωπαϊκά οικονομικά θέματα είναι ένας άλλος στόχος, ο οποίος χρειάζεται περαιτέρω έρευνα.

Οι σημαντικές διαδικασίες της υπερ-εποπτικής αρχής (ΠΕΑ), όσον αφορά τις εναρμονίσεις των εκάστοτε εκδιδόμενων νομολογιών (Κοινοτικές Οδηγίες και Κανονισμοί, νομοθεσίες ΗΠΑ) αλλά και των προτύπων, συστάσεων και διαβουλεύσεων (BIS, IMF, FSB, ISDA, κλπ), τα εποπτικά της όργανα, οι σχετικές εγκρίσεις ή συναινέσεις που θα λαμβάνει, οι διαβουλεύσεις με τους συμμετέχοντες των αγορών, οι ενσωματώσεις νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων στο όλο ενιαίο πλαίσιο και γενικότερα ο τρόπος διαχείρισης της ευθύνης, της εύρυθμης λειτουργίας του ενιαίου πλαισίου, αποτελούν σίγουρα πεδίο επιπρόσθετης έρευνας.

Στα ίδια πλαίσια έρευνας, θα αναφέρουμε και την συγκέντρωση αλλά και την προσπάθεια επίλυσης εμποδίων, στις ενοποιήσεις προϊόντων και διαδικασιών διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης, κλπ, μεταξύ των Δυτικού τύπου χρηματοπιστωτικών αγορών και προϊόντων και των Ισλαμικών αγορών και προϊόντων που καλύπτονται από την Sharia'a.

4. ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΣ : Η ΑΝΘΡΩΠΙΝΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Η ενοποίηση των αγορών απαιτεί υψηλότατου βαθμού διαφάνεια τιμών και συναλλαγών των προϊόντων, για να αποφέρει υψηλή ρευστότητα (με ότι συνέπειες θετικές έχει αυτή) και χαμηλότερα κόστη συναλλαγών (με ότι θετικές συνέπειες απορρέουν), που για να επιτευχθούν απαιτούνται καινοτόμες, υψηλού τεχνολογικού και λειτουργικού επιπέδου τεχνικές υποδομές (συστημάτων συναλλαγών) και το κυριότερο μια σειρά πολυεπίπεδων νομοθετικών-θεσμικών-πρωτοβουλιών πρωτοβουλιών και αποφάσεων σε όλα τα γεωγραφικά – οικονομικά κέντρα της Υψηλίου (με συνεργασία όλων των εμπλεκόμενων) που θα ρυθμίσουν το Θε.Μ.Ε.Ρ.Α. και θα το υλοποιήσουν στην πράξη. Και πάνω από όλα απαιτείται το υψηλό διαμέτρημα πολιτικής συνείδησης και πρωτοβουλίας σε παγκόσμια υπερεθνική κλίμακα που θα δώσει την απαιτούμενη ώθηση σε αυτό το μεγαλεπήβολο εγχείρημα.

Η παρούσα διατριβή θα ήθελε να υπογραμμίσει ότι πίσω από την ανθρώπινη διάσταση της διαχείρισης των έργων στις διάφορες επιχειρήσεις και οργανισμούς, κρύβεται η σχέση τους με την *τεχνολογία* και την *καινοτομία* (αφού η τεχνολογία είναι η αιτία της έκφανση). Έτσι με αξιολογικά στελέχη, με κοινωνική διάσταση και οικονομικό

στόχο θα υπάρχει αποτέλεσμα. Η νέα τεχνολογική εποχή που ανατέλλει, ενδοβάλλει την απαίτηση της οργάνωσης με τεχνολογικές καινοτομίες σε κάθε τομέα ανθρώπινης δραστηριότητας, μέσα και έξω από την ροή ενός έργου. Βέβαια υπάρχει και η περίπτωση αυτή η οργανωσιακή μορφή επιχείρησης (που αναφέρει ο υπογράφων ως εναλλακτική των τόσων αναφερθέντων), να οδηγήσει σε ρομποτικές κρυσταλλοποιημένες μορφές ατόμων. Ή ακόμα, σε μια ευεργετική οργάνωση αριστοποίησης του τρόπου εργασίας. Αυτό εξαρτάται από την διάθεση αλλά και το διαμέτρημα συνείδησης που θα εμπνεύσουν στο προσωπικό, τα υψηλότερα ιεραρχικά, στελέχη των επιχειρήσεων και των οργανισμών.

Η επιστημονική έρευνα, δεν έχει ανάγκη σήμερα αποκλειστικά από «*δυναμικά συστήματα ανθρώπινης συμπεριφοράς*». Αυτό που χρειάζονται ιδιαίτερα σήμερα οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί είναι μια πυροδότηση στην θέληση για κίνηση στην ιδεολογική κατακόρυφο, με ταχύτερες αλλαγές τεχνολογικά καινοτόμων οριζόντιων επιπέδων, μέσα από διάφορες διαδικασίες μάθησης (π.χ. Βιοεκπαίδευσης και Ηλιακής Διαλεκτικής¹⁰², επικουρικά με το τριτοβάθμιο πλέον «training», όπου το προσωπικό θα εντυφλήσει στην γνώση). Διαφορετικά, η άλλη όχθη, της στατικότητας, θα προκαλέσει (για να μιλήσουμε και με όρους χαστικών-δυναμικών συστημάτων) έλξη της λειτουργικότητας του συστήματος (πχ του οργανισμού), γύρω από κεντρικά σημεία εκρηκτικής-συστολικής αυτοκατάρρευσης του, μιας και η ύπαρξη του *ανεπάνταχου* θεωρείται για κάθε δυναμικό σύστημα (άρα και για την ανθρώπινη συμπεριφορά), *βεβαιότητα*.

¹⁰² Ηλιακή Διαλεκτική : Μία από τις Σχολές της Ηθικής Φιλοσοφίας του Σωκράτη, που ευαγγελίζεται την διαρκή πρόσληψη και ανταλλαγή γνώσεων με συνεπή λόγο, μέσω σταδιακών βαθμίδων μύησης στην γνώση. Το "αεί γίνεσθαι και μεταβάλλεσθαι και μηδέποτε το αυτό μένειν" που είναι ο δεύτερος νόμος της Διαλεκτικής Λογικής (ή νόμος της καθολικής αλλαγής και αδιάκοπης εξέλιξης) αναπτύχθηκε μετέπειτα από τον Ηράκλειτο. Ένας φιλοσοφικός-λογικός τρόπος γνώσης και κοσμοαντίληψης. Μαζί με την «διά βίου μάθηση», θα μπορούσε να αποτελέσει την ολιστική γνωσιακή ενσωμάτωση του προσωπικού στο «γίνεσθαι» της επιχείρησης. Σήμερα, που η τάση των διοικήσεων να εκπαιδεύουν το προσωπικό «μόνο στα απαραίτητα» για την εκτέλεση των έργων, ιδιαίτερα σε καινοτόμες δραστηριότητες, είναι και βασική φιλοσοφία χειραγώγησης και ελέγχου του ποσού της γνώσης, το οποίο δίνεται καθοδηγούμενο και διαιρούμενο, η υπέρβαση αυτή στην εκπαίδευση του προσωπικού των επιχειρήσεων, αποτελεί αναγκαίο αιτούμενο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΟΡΙΣΜΕΝΩΝ ΥΠΟ ΕΝΟΠΟΙΗΣΗ-ΡΥΘΜΙΣΗ- ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

- ο Οι αξίες εξομοιώσιμες με μετοχές, είναι αξίες που στην διαπραγμάτευση τους και τελική τους εκκαθάριση έχουν την έννοια μετοχών. Παράδειγμα, τα G.D.R.s (Global Depository Receipt) μετοχών, που είναι εισηγμένα για διαπραγμάτευση σε άλλη χρηματιστηριακή αγορά από αυτήν που βρίσκεται η αρχική φυσική παρουσία τους και εισαγωγή τους. Στην ξένη αυτή χρηματιστηριακή αγορά, διαπραγματεύεται ουσιαστικά ένας “τίτλος εκπροσώπησης” αυτής της μετοχής. Για να υπάρχουν όμως οι εκέγγυες εξασφαλίσεις, ο αντίστοιχος αριθμός αυτών των μετοχών που αντιπροσωπεύουν τα GDR, βρίσκονται “κατατεθειμένες” σε τοπική τράπεζα – θεματοφύλακα (ή στο τοπικό Αποθετήριο).
- ο Οι αξίες οι οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και που επιτρέπουν την απόκτηση αυτών των κινητών αξιών με εγγραφή ή ανταλλαγή, ή με παροχή δικαιώματος εκκαθάρισης της μετρητοίς. Τέτοιες κινητές αξίες προέρχονται συνήθως πριν ή μετά από κάποια εταιρική πράξη (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, reverse split, εισαγωγή σε Χρηματιστήριο, διάθεση μετοχών με καταβολή, κλπ). Σε αυτές τις περιπτώσεις προκύπτουν “συνδεδεμένοι” διαπραγματεύσιμοι (για κάποιο χρονικό διάστημα) τίτλοι με τον αρχικό που η απόκτηση τους, δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο με το πέρας αυτού του διαστήματος, να συμμετάσχει στην εταιρική πράξη, αποκτώντας τους τίτλους της εταιρίας, ή ανταλλάσσοντας αυτές λόγω π.χ. κατάργησης της έκδοσης. Παράδειγμα, είναι τα διαπραγματεύσιμα δικαιώματα μετοχών (rights on stocks), που η απόκτηση τους δίνουν δικαίωμα στον κάτοχο συμμετοχής στην εταιρική πράξη.
- ο Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε χρηματοπιστωτικά μέσα (futures), περιλαμβανόμενων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά (πχ index futures δηλ. σε χρηματιστηριακούς δείκτες). Τα ΣΜΕ είναι ουσιαστικά μια δεσμευτική σύμβαση μεταξύ δυο μερών που αφορά την αγορά ή την πώληση συγκεκριμένης ποσότητας μιας αξίας, σε μια ορισμένη χρονική στιγμή στο μέλλον και σε συγκεκριμένη τιμή. Ο αγοραστής του συμβολαίου υποχρεούται να αγοράσει ενώ ο πωλητής να πωλήσει την υποκείμενη αξία σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και στην τιμή του συμβολαίου, η οποία καθορίζεται την στιγμή διαπραγμάτευσης της σύμβασης. Ο υποκείμενος τίτλος

μπορεί να μην είναι κινητή αξία που θα παραδοθεί, αλλά ένας χρηματιστηριακός δείκτης, οπότε η εκκαθάριση είναι χρηματική. Η εκκαθάριση και η αποτίμηση τους γίνεται σε καθημερινή βάση (mark to market), και τα κέρδη/ζημιές υπολογίζονται βάση της ανόδου/καθόδου του υποκείμενου τίτλου, από την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας.

- ο Οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίου (interest rates forwards, FRAs). Οι συμβάσεις forwards είναι ουσιαστικά παρόμοιες με τα ΣΜΕ όσον αφορά τον στόχο τους και την εφαρμογή τους. Έχουν όμως διαφορές, όπως : τα forwards διαπραγματεύονται εξω-χρηματιστηριακά (OTC), δεν απαιτούν περιθώριο ασφάλισης (margin), οι ημ/νιες λήξης καθορίζονται με κοινή απόφαση των αντισυμβαλλόμενων και υπάρχει έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο των αντισυμβαλλομένων. Τα forwards όπως τα ΣΜΕ, μπορούν να έχουν διάφορες υποκείμενες αξίες, αλλά το επιτόκιο είναι το πιο σύνηθες, διότι απαιτεί χρηματική εκκαθάριση.
- ο Οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων, νομισμάτων και μετοχών (interest rates swaps, currency swaps, stock swaps). Τα swaps είναι εξω-χρηματιστηριακές συμφωνίες μεταξύ συμβαλλομένων, όπου συμφωνούν ταυτόχρονα και σε συγκεκριμένες μελλοντικές χρονικές στιγμές να ανταλλάσσουν χρηματικές ροές, συνδεδεμένες με τιμές, αξίες ή αποδόσεις των υποκείμενων αξιών. Η πιο συνήθης περίπτωση είναι η ανταλλαγή “σταθερή” με “μεταβλητή” ροή (fixed-floating form). Αντίστοιχα οι υποκείμενοι τίτλοι, μπορεί να είναι μετοχές, επιτόκια, νομίσματα ή και options.
- ο Τα δικαιώματα απόκτησης ή διάθεσης (call ή put options) οποιοδήποτε μέσου των ανωτέρω κατηγοριών (options on stocks, options on futures, options on swaps, options on indices, κλπ), περιλαμβανομένων των ισοδύναμων μέσων που διακανονίζονται σε μετρητά. Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει ιδίως τα δικαιώματα προαίρεσης σε νομίσματα και επιτόκια (interest rate options, currency options). Ουσιαστικά είναι συμβάσεις που δίνουν στον κάτοχο το δικαίωμα (και όχι την υποχρέωση) να προβεί σε αγορά ή πώληση της υποκείμενης αξίας σε / μέχρι μια ορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή και σε μια συγκεκριμένη τιμή (τιμή άσκησης – strike price). Η τιμή της σύμβασης αυτής καλείται τιμή δικαιώματος (premium), καταβάλλεται / εισπράττεται με την αγορά / πώληση του δικαιώματος. Η παράδοση του υποκείμενου τίτλου, μπορεί να γίνει και με χρηματικό διακανονισμό (πχ αν είναι index options). Το call (put) option είναι συμβόλαιο που παρέχει στον αγοραστή (πωλητή) το δικαίωμα

να αγοράσει (πωλήσει) την υποκείμενη αξία στην τιμή άσκησης. Ταυτόχρονα ο πωλητής (αγοραστής) ενός call (put) option, έχει την υποχρέωση να πωλήσει (αγοράσει) την υποκείμενη αξία, αν αυτό ζητήσει ο αγοραστής (πωλητής) του call (put) option. Η εξάσκηση γίνεται είτε στην λήξη τους (Ευρωπαϊκού τύπου) είτε οποτεδήποτε κατά την διάρκεια ζωής τους (Αμερικανικού τύπου). Η αποτίμηση κερδών/ζημιών γίνεται, όταν γίνει κλείσιμο της θέσης (με την αντίθετη πράξη) είτε με εξάσκηση, και υπολογίζεται βάσει της διαφοράς του υποκείμενου τίτλου δηλ. της strike τιμής και της τρέχουσας στην spot αγορά. Η ανα πάσα στιγμή θεωρητική τους αποτίμηση βασίζεται στο μοντέλο Black-Scholes..

- ο Τα παράγωγα μέσα σε βασικά εμπορεύματα (commodity futures and options), έχουν τα χαρακτηριστικά όπως ήδη αναφέρθηκε στα futures/options και επιπρόσθετα στους όρους των συμβάσεων ορίζεται σαφώς και η ποιότητα του εμπορεύματος.
- ο Διάφορα άλλα μέσα που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά κράτους-μέλους όπως τα Exchange Trading Funds, που ήδη διαπραγματεύονται στις αγορές του Λονδίνου, Φρανκφούρτης, Παρίσι, κλπ. Ουσιαστικά Τα E.T.F.s είναι είδος αμοιβαίου κεφαλαίου (μερίδιο) συλλογικής επένδυσης σε ένα καλάθι μετοχών που απαρτίζουν κάποιον χρηματιστηριακό δείκτη (πχ, FTSE/100, DAX, CAC-40), και είναι εισηγμένο σε χρηματιστηριακή αγορά. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής αποκτώντας ETF ουσιαστικά “αγοράζει” τον υποκείμενο δείκτη, επενδύοντας, στην προοπτική του ίδιου του δείκτη. Αυτήν την χρηματιστηριακή “αγοραπωλησία” του δείκτη την υλοποιεί ένα ETF.
- ο Όλα τα ανωτέρω αναφέρονται σε listed προϊόντα και όχι διαπραγματεύσιμα σε over the counter (OTC), εξω-χρηματιστηριακές αγορές¹⁰³, πλην των FRAs και των swaps.

¹⁰³ Οι διαφορές των Listed από τα OTC προϊόντα, διαφέρουν στην δόμηση τους, όσον αφορά την ημερ/νία λήξης, την τιμή, το μέγεθος, την εισαγωγή τους ή όχι στην δευτερογενή αγορά, τον πιστωτικό τους κίνδυνο, την ποικιλία τους και το περιθώριο ασφάλισης (margin) τους. Η ποικιλία, π.χ. των OTC είναι απεριόριστη, το margin των OTC διαπραγματεύσιμο και ο πιστωτικός τους κίνδυνος εξαρτάται από τον εκδότη και όχι από τον οίκο εκκαθάρισης, όπως στα listed.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

**ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΕΙΞΗ ΤΟΥ ΘΕΩΡΗΜΑΤΟΣ ΤΗΣ
ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΡΥΘΜΙΣΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ
("ΘΕΩΡΗΜΑ Θε.Μ.Ε.Ρ.Α." – "THE.M.U.RE.M. Theorem")**

Μαθηματική προσέγγιση του Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.

I. Μαθηματικό-Στατιστικό μοντέλο και “Θεώρημα Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.”

Στην δημιουργία του μαθηματικού μοντέλου, χρησιμοποιούμε το μοντέλο της συνεχούς Πολυδιάστατης Αντίστροφης Κανονικής Gaussian κατανομής (Multivariate Inverse Normal Gaussian, MNIG), βασισμένο στην μελέτη του Ole Barndorff-Nielsen¹⁰⁴ [Barndorff-Nielsen, 1997], ως η πλέον κατάλληλα ενδεδειγμένη κατανομή αποτίμησης στοιχείων ενεργητικού, διαπραβεζικής και χρηματιστηριακής αγοράς, (πχ, για παράγωγα προϊόντα OTC και εισηγμένα)^{105,106}.

Θεωρούμε ότι η κατανομή είναι συμμετρική και απευθύνεται στις εξής αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων (για το προτεινόμενο μαθηματικό μοντέλο) : Dealership Market (διμερής διαπραβεζική) και Auction Market (πολυμερής χρηματιστηριακή). Η Auction Market ως αμιγώς χρηματιστηριακή (δευτερογενής) αγορά, διαθέτει αρκετά ικανό αριθμό ικανών traders, ορθά πληροφορημένων, που ενεργούν ταυτόχρονα, και διαχειρίζονται έναν ικανό αριθμό εντολών ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος, η δε Dealership Market είναι μια διμερής διαπραβεζική αγορά όπου κάθε φορά ένας ικανός dealer, ορθά πληροφορημένος, διαχειρίζεται μια εντολή ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος.

Στην ενοποιημένη (Unified) αγορά (Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.), στην οποία επίσης θα εφαρμόσουμε την MNIG κατανομή, θεωρούμε ότι μπορεί να δεχθεί (τεχνικά και νομικά) εντολές για όλα τα υπόψη χρηματοοικονομικά προϊόντα, ως να είναι ένα υπερσύνολο των δύο προηγούμενα αναφερθέντων αγορών. Ως παράδειγμα θεωρούμε, ότι μπορεί ένας επενδυτής (μέσω ενός broker) να εισάγει στην Θε.Μ.Ε.Ρ.Α., εντολή που αφορά ως παράδειγμα, είτε ένα OTC παράγωγο, είτε ένα εισηγμένο παράγωγο προϊόν, ή ένα OTC ομόλογο, είτε ένα εισηγμένο στην δευτερογενή αγορά ομόλογο, είτε άλλο συνδυασμό χρηματοοικονομικού προϊόντος (ακόμα και commodities).

Θεωρούμε επίσης την στρατηγική των traders και dealers σταθερή στην διάρκεια χειρισμού των εντολών, για όλες τις αγορές και όλα τα μεγέθη των εντολών, καθώς εισέρχεται εντολή στην Θε.Μ.Ε.Ρ.Α., έχοντας δε υπόψη τους, τις ιδιαιτερότητες της κάθε

¹⁰⁴ Barndorff-Nielsen Ole E., “Normal Inverse Distributions and Stochastic Volatility Modelling”, Scandinavian Journal of Statistics, Blackwell Publishers Ltd., 1997, vol. 2, 1-13

¹⁰⁵ Tor Arne Øigård, Alfred Hanssen, Roy Edgar Hansen, “The Multivariate Normal Inverse Gaussian distribution: EM-estimation and analysis of synthetic aperture sonar data”, XII. European Signal Processing Conference, EUSIPCO 2004, September 6-10, 2004, Vienna, Austria, ISBN: 3-1433-1436

¹⁰⁶ Stankovic Vedran, “Normal Inverse Gaussian Distribution applied in Finance and Economics”, Semester Project supervised by the Swiss Banking Institute (ISB), by Prof. Thorstern Hens, University of Zurich, 2007

αγοράς (Auction Market ή Dealership), όντας “εντός” της αγοράς Θε.Μ.Ε.Ρ.Α. (endogenous).

Από το μοντέλο και την εργασία των Pagano-Roell¹⁰⁷, γνωρίζουμε ότι τα κόστη συναλλαγών στην Auction Market (θα την συμβολίζουμε πλέον ως “A”) είναι μικρότερα από αυτά στην Dealership Market (θα την συμβολίζουμε πλέον ως “D”), για τις ανωτέρω προϋποθέσεις, η δε ρευστότητα της A είναι μεγαλύτερη της D.

Θα δείξουμε (με χρήση της MNIG κατανομής), ότι :

Θεώρημα Θε.Μ.Ε.Ρ.Α. : *τα κόστη συναλλαγών σε μια ενοποιημένη και προφανώς ρυθμισμένη (Unified and Regulated) αγορά (θα την συμβολίζουμε πλέον ως “U”), είναι μικρότερα ακόμα και από την A (και κατ’ επέκταση και από την D). Συνεπώς και με περισσότερους price setters και μικρότερη διασπορά εκτιμώμενων τιμών προϊόντων στην αγορά U από την αγορά A, οι traders/dealers είναι καλύτερα προστατευμένοι, έχουν περισσότερη διαφάνεια και πληροφόρηση, αλλά και μικρότερους κινδύνους (bid-ask spread μικρότερο) και κατ’ επέκταση περισσότερη ρευστότητα διαρρέει την αγορά U από την A¹⁰⁸.*

Έστω ν η πληροφορία, που έχει ένας broker (ή και Price Setter θα τον αποκαλούμε), που έχει λάβει από επενδυτή εντολή, για την πορεία τιμής προϊόντος στην Θε.Μ.Ε.Ρ.Α. (U αγορά) και \mathbf{X} η εντολή του. Έστω και $\mathbf{X}(\nu)$ η στρατηγική που ακολουθεί ο trader/dealer σταθερά σε όλες τις αγορές (U, A, D). Ουσιαστικά, η εντολή του εκτελείται από τον trader/dealer ανάλογα με το προϊόν και την υπο-αγορά (A, D).

Θεωρούμε την εντολή $\mathbf{X}_D = x_0$, όταν την λαμβάνει dealer στην D αγορά και την χειρίζεται 1 dealer (1 διάσταση), $x_0 =$ που λαμβάνει και χειρίζεται ο dealer την εντολή,

Θεωρούμε την εντολή $\mathbf{X}_A = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_n)$ όταν την λαμβάνουν n σε πλήθος traders στην A αγορά και την χειρίζονται (n διάστασης), $x_i =$ οι τρόποι που λαμβάνουν και χειρίζονται οι traders την εντολή, x_i ανεξάρτητα μεταξύ τους ($i=1, \dots, n$).

Θεωρούμε ένα πολυδιάστατο στοχαστικό διάνυσμα (multivariate stochastic vector) εντολή $\mathbf{X}_U = (x_0, x_1, x_2, x_3, \dots, x_n)$ που περιγράφει πρακτικά εντολή στη Θε.Μ.Ε.Ρ.Α. (U αγορά) όταν την λαμβάνουν n+1 σε πλήθος traders/dealers στην A αγορά και την χειρίζονται (n+1 διάσταση). $x_i =$ οι τρόποι που λαμβάνουν και χειρίζονται οι traders/dealers την εντολή, x_i ανεξάρτητα μεταξύ τους ($i=0, 1, \dots, n$). Ουσιαστικά απεικονίζει την λογική εισαγωγής εντολής και χειρισμού της στην U αγορά και όχι

¹⁰⁷ Pagano M., Röell A., “Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading”, The Journal of Finance, vol. LI, no 2, June 1996.

αυτόνομα και ανεξάρτητα στην μια (A) ή την άλλη (D) αγορά. Περιλαμβάνει δε και τις δύο περιπτώσεις χειρισμού εντολών : είτε να την χειριστεί ένας dealer (1 διάσταση), είτε να την χειριστούν n traders (n διάσταση). Αρα συνολικά είναι n+1 διάστασης.

Ετσι τα \mathbf{X}_U , \mathbf{X}_A , \mathbf{X}_D , είναι “διανύσματα εντολών” και με την ιδιότητα ότι :

\mathbf{X}_U , \mathbf{X}_A ~ MNIG(α , β , δ , μ , Γ) ή αλλιώς είναι Gaussian διανύσματα, στην Θε.Μ.Ε.Ρ.Α. με διαστάσεις $d+1$ και d , αντίστοιχα (χρησιμοποιούμε τον συμβολισμό d , για να είμαστε συμβατοί με την χρήση συμβόλων της MNIG, όπως παρουσιάζονται στην διεθνή βιβλιογραφία). Τα διανύσματα αυτά είναι ουσιαστικά πίνακες διαστάσεων ($1 \times d+1$) και ($1 \times d$) αντίστοιχα και μπορούν να γραφούν ως εξής : $\mathbf{X}_U = (x_0, x_1, x_2, x_3, \dots, x_n)^T$ και $\mathbf{X}_A = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_n)^T$ αντίστοιχα (transposed πίνακες 1 γραμμής και $d+1$ και d στηλών αντίστοιχα). Είναι επίσης *συνεχείς* αυτές οι μεταβλητές-διανύσματα εντολών, λόγω της πολυπλοκότητας στον χώρο της Θε.Μ.Ε.Ρ.Α., που μπορεί να λάβουν κάθε τιμή (από το price setting των traders/dealers).

Η διάσταση d είναι επίσης επαρκώς μεγάλη, (ιδιαίτερα, $d \geq 8$, χωρίς να βλάπτεται η γενικότητα), με την έννοια ότι θεωρούμε υψηλό αριθμό το σύνολο των traders/dealers που λαμβάνουν χώρα σε μια Θε.Μ.Ε.Ρ.Α..

Συνοψίζοντας : \mathbf{X}_U , \mathbf{X}_A ~ MNIG(α , β , δ , μ , Γ), ως Gaussian στοχαστικές συνεχείς πολυδιάστατες μεταβλητές, $\alpha > 0$, $\delta > 0$, $\beta, \mu \in \mathbb{R}^d$, $\Gamma \in \mathbb{R}^{d \times d}$. \mathbf{X}_U $d+1$ - διάστασης, \mathbf{X}_A d - διάσταση. (Γ = Gamma function)

*Επίσης θα εκτιμήσουμε και θεωρήσουμε ότι το δ της MNIG στην περίπτωση μας είναι επαρκώς μεγάλο και το α επαρκώς μικρό. Σε αυτήν την περίπτωση και από την μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας, έχει πρακτική έννοια και εφαρμογή, η κατανομή σε αγορά χρηματοοικονομική, αποτίμηση προϊόντων, χαρτοφυλάκιο, διασπορά αναμενόμενων τιμών. Η μορφή της συνάρτησης πυκνότητας πιθανότητας (probability density function, pdf) της MNIG, περιγράφει την σχετική πιθανότητα να λάβει η τυχαία συνεχής μεταβλητή \mathbf{X} (d και $d+1$ διάνυσμα εντολής) τιμές σε συγκεκριμένο χώρο, αναλύεται αφενός μεν ως *συμμετρική* ($\beta=0$), ως *πλατύκυρτη* ($\alpha = (c^4/(\sigma^2)^2) - 3$) με το $\alpha < 3$ και γενικά επαρκώς μικρό με ουρά καμπύλης pdf, σαφώς “παχιά” (heavy tail). Το δ περιγράφει την *διασπορά* των τιμών (ή σ^2) των assets της U αγοράς, που αναλύεται ως επαρκώς μεγάλο, δίνοντας μεγάλη διασπορά των τιμών στο χώρο της καμπύλης pdf, γύρω από τον μέσο όρο (μ). Ως εκ τούτου, απεικονίζεται ένα διεσπαρμένο δείγμα τιμών μετοχών της αγοράς U, ως η ερμηνεία των τιμών που δίνονται (price setting), από τους traders/dealers. Σε αυτήν την περίπτωση είναι το $\delta > \alpha$, ώστε να έχει εφαρμογή η μεγάλη και ομοιόμορφη διασπορά των τιμών των προϊόντων στην αγορά U. Παρόμοια*

λογική και υποθέσεις εμφανίζεται και στην περίπτωση της συνάρτησης πυκνότητας πιθανότητας για την αγορά A^{109} .

Η τιμή της εντολής (Price Setting) στην A αγορά είναι $P(\mathbf{X}_A)$, ως η αναμενόμενη τιμή από τους traders και το κόστος της δίνεται από την :

$x P(\mathbf{X}_A)$, όπου x το μέγεθος της εντολής.

Η τιμή της εντολής (Price Setting) στην U αγορά είναι $P(\mathbf{X}_U)$, ως η αναμενόμενη τιμή από τους traders/dealers και το κόστος της δίνεται από την :

$x P(\mathbf{X}_U)$, όπου x το μέγεθος της εντολής.

Θα δείξουμε ότι :

$$x P(\mathbf{X}_U) < x P(\mathbf{X}_A) \text{ ή } P(\mathbf{X}_U) < P(\mathbf{X}_A), \forall \mathbf{X}, x \text{ σε κάθε αγορά.} \quad (1)$$

Έτσι εμφανίζεται σαφώς και η διαφοροποίηση υπολογισμού τιμών (price setting) στην U αγορά από την A αγορά.

Η (1) αναφέρεται και ως :

$$E(v | \mathbf{X}_U) < E(v | \mathbf{X}_A), \quad (2)$$

v = πληροφορία, $\mathbf{X}_U, \mathbf{X}_A \sim \text{MNIG}(\alpha, \beta, \delta, \mu, \Gamma)$

και με την χρήση συναρτήσεων πυκνότητας πιθανότητας η (2) γίνεται :

$$\boxed{f_U(\mathbf{X}_U) < f_A(\mathbf{X}_A)} \quad (3)^{110}$$

όπου f_U και f_A , οι συναρτήσεις πυκνότητας πιθανότητας της MNIG, για τις αγορές U και A αντίστοιχα, \mathbf{X}_U $d+1$ - διάστασης διάνυσμα εντολών στην U αγορά, \mathbf{X}_A d - διάστασης διάνυσμα εντολών στην A αγορά ($d \geq 8$).

Έτσι η έκφραση του Θεωρήματος Θε.Μ.Ε.Ρ.Α., επαφίεται στην απόδειξη της σχέσης (3), όπου ουσιαστικά αυξάνοντας κατά 1 την διάσταση ενός διανύσματος εντολής (ή με όρους Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.) μεταπηδώντας από μια αγορά (A αγορά) d διάστασης, σε μια αγορά $d+1$ διάστασης εντολής (ουσιαστικά “προσθέτοντας” στην A αγορά και την D αγορά της μονοδιάστατης εντολής), μεταβαίνουμε στην ενοποιημένη αγορά U , όπου η συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας της είναι μικρότερη της αντίστοιχης της αγοράς A

¹⁰⁹ Karlis D., Papadimitriou A., “Maximum likelihood estimation for the multivariate Normal Inverse Gaussian model”, Department of Statistics, Athens University of Economics and Business, Technical Report No 202, September 2003

¹¹⁰ Η απόδειξη θα χρησιμοποιήσει την εργασία πάνω στην MNIG και στην συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας της, των : Tor Arne Øigård, Alfred Hanssen, Roy Edgar Hansen, “The Multivariate Normal Inverse Gaussian distribution: EM-estimation and analysis of synthetic aperture sonar data”, XII. European Signal Processing Conference, EUSIPCO 2004, September 6-10, 2004, Vienna, Austria, ISBN: 3-1433-1436

και κατ'επέκταση μεγαλύτερη πιθανότητα συγκέντρωσης εντολών στην U , μεγαλύτερη εύρεση τιμών και συνεπώς μικρότερη κόστη.

Αρα συμπερασματικά :

Εάν ισχύει η (3), τότε είναι αληθές το ανωτέρω "Θεώρημα Θε.Μ.Ε.Ρ.Α."¹¹¹

Απεικονιζόμενες γραφικά οι συναρτήσεις πυκνότητας πιθανότητας για τις αγορές U και A , παρατηρούμε ότι η διασπορά της f_A , είναι μεγαλύτερη, ενώ ελέγχοντας την διασπορά τιμών για την f_U , συμπεραίνουμε, ότι η μικρότερη και σαφώς καλύτερη συγκέντρωση τιμών των προϊόντων στην U αγορά, άρα και η εκτίμηση τους (price setting), είναι ευκολότερη και τα κόστη συναλλαγών χαμηλότερα.

Αρα συνοπτικά :

Έτσι η έκφραση του Θεωρήματος Θε.Μ.Ε.Ρ.Α., ως περιγραφικό μοντέλο, καταδεικνύει ότι μεταπηδώντας από μια αγορά (Auction-trading αγορά) πολυμερούς διαπραγμάτευσης, σε μια αγορά που ουσιαστικά έχουμε ενσωματώσει σε αυτήν και την αγορά της διμερούς διαπραγμάτευσης (Dealership-διαπραγεζική αγορά), μεταβαίνουμε σε μια ενοποιημένη αγορά (Unified αγορά), όπου υφίσταται μεγαλύτερη πιθανότητα συγκέντρωσης εντολών και μεγαλύτερη πιθανότητα εύρεσης τιμών και συνεπώς μικρότερη κόστη, μέσα σε ένα μικρότερο πεδίο θεωρητικών αποτιμήσεων.

II. Πλήρης μαθηματική απόδειξη του "Θεωρήματος Θε.Μ.Ε.Ρ.Α."

Θα αποδείξουμε την ήδη υπ'αρθ. 3 αναφερθείσα σχέση, δηλ:

$$\boxed{f_U(\mathbf{x}_U) < f_A(\mathbf{x}_A)}$$

Θα εικάσουμε ότι είναι αληθής και θα επιχειρήσουμε την κατάληξη σε αληθές συμπέρασμα που ισχύει ή το έχουμε εξ υποθέσεως δεχθεί, δηλ. εκ των αρχικών μας υποθέσεων.

Χρησιμοποιώντας την εργασία, όπως ήδη έχουμε αναφέρει των : Tor Arne Øigård, Alfred Hanssen, Roy Edgar Hansen, "The Multivariate Normal Inverse Gaussian distribution: EM-estimation and analysis of synthetic aperture sonar

¹¹¹ Σχετικά με την απόδειξη που αναφέρεται εκτενώς στο Παράρτημα II, πρέπει να επισημανθεί ότι η αποδειξιμότητα της σχέσης (3) (που θα αποδείξει και το Θεώρημα Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.) δε ν ανήκει στις βασικές ιδιότητες της συνάρτησης πυκνότητας πιθανότητας (pdf) της MNIG κατανομής, ότι δηλ. με την αύξηση κατά 1 της διάστασης του συνεχούς στοχαστικού διάνυσματος (σε d+1 διάσταση) που ακολουθεί την MNIG, μειώνεται και η τιμή της pdf (που αναφέρεται στο διάνυσμα d+1-διάστασης) σε σχέση με την pdf που αναφέρεται στο διάνυσμα d-διάστασης.

data”, XII. European Signal Processing Conference, EUSIPCO 2004, September 6-10, 2004, Vienna, Austria, ISBN: 3-1433-1436, σελ. 1, οι μορφές των pdfs: $f_U(\mathbf{X}_U)$, $f_A(\mathbf{X}_A)$, και η (3) κατ' επέκταση, γράφεται (4) :

$$\frac{\delta}{2^{\frac{(d+1)-1}{2}}} \left[\frac{a}{\pi q(x)} \right]^{\frac{(d+1)+1}{2}} \exp[p(x)] \left[K_{\frac{(d+1)+1}{2}}(aq(x)) \right] < \frac{\delta}{2^{\frac{d-1}{2}}} \left[\frac{a}{\pi q(x)} \right]^{\frac{d+1}{2}} \exp[p(x)] \left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]$$

όπου :

$$p(\mathbf{x}) = \delta \sqrt{\alpha^2 - \beta^T \Gamma \beta} + \beta^T (\mathbf{X} - \mu), \quad p(x) > 0, \beta \in \mathbb{R}^d, \forall \mathbf{X} \text{ σε κάθε αγορά}$$

$$q(\mathbf{x}) = \sqrt{\delta^2 + \left[(\mathbf{X} - \mu)^T \Gamma^{-1} (\mathbf{X} - \mu) \right]}, \quad q(x) > 0, \forall \mathbf{X} \text{ σε κάθε αγορά}$$

και

$$K_{\frac{d+1}{2}}[aq(x)] = (aq(x))^2 \frac{d^2 y}{d(aq(x))^2} + (aq(x)) \frac{d y}{d(aq(x))} + \left((iaq(x))^2 - \left(\frac{d+1}{2} \right)^2 \right) y,$$

η οποία είναι modified Bessel function 2^{ου} είδους, τάξης (index) d, $i = \sqrt{-1}$, με μιγαδικό όρισμα (διαφορική μιγαδική εξίσωση).

$K_{\frac{d+1}{2}}(\cdot)$ είναι τάξης d και η $K_{\frac{d+2}{2}}(\cdot)$ είναι τάξης d+1, και το x είναι μιγαδικό όρισμα (ix).

Θέτουμε : $s = \frac{\alpha}{\pi q(x)}$, και η (4) γράφεται ως εξής :

$$\frac{\delta}{2^{\frac{d}{2}}} [s]^{\frac{d+2}{2}} \exp[p(x)] \left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right] < \frac{\delta}{2^{\frac{d-1}{2}}} [s]^{\frac{d+1}{2}} \exp[p(x)] \left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right], \text{ ή αλλιώς}$$

$$\frac{2^{\frac{d-1}{2}}}{2^{\frac{d}{2}}} s^{\frac{1}{2}} < \frac{\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]}{\left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right]}, \text{ ή αλλιώς, } 2^{\frac{1}{2}} s^{\frac{1}{2}} < \frac{\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]}{\left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right]}, \text{ ή αλλιώς}$$

$$\sqrt{\frac{s}{2}} < \frac{\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]}{\left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right]} \text{ ή αλλιώς } \sqrt{\frac{\alpha}{2\pi q(x)}} < \frac{\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]}{\left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right]} \quad (5)$$

Θα μελετήσουμε ουσιαστικά την σχέση των $\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]$ και $\left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right]$ που είναι modified Bessel συναρτήσεις 2^{ου} είδους με τάξεις $\frac{d+1}{2}$ και $\frac{d+2}{2}$ αντίστοιχα.

Γνωρίζουμε ότι για τις modified Bessel 2ου είδους με ακέραια τάξη n, ισχύει η σχέση-ιδιότητα : $0 < K_n(x) < K_{n+1}(x)$, $\forall x \in \mathbb{R}$. Προφανώς στην περίπτωση μας, οι ανωτέρω τάξεις $\frac{d+1}{2}$ και $\frac{d+2}{2}$ δεν είναι ταυτόχρονα ακέραιοι αριθμοί, ούτε και διαφέρουν κατά 1, έστω και εάν $\frac{d+1}{2} < \frac{d+2}{2}$, επομένως δεν είναι προφανής η ιδιότητα αυτή των

Bessels, που αναφέραμε. Θα αποδείξουμε την σχέση, δηλ, ότι :

$$\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right] < \left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right] \quad \text{ή} \quad \left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right] - \left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right] < 0 \quad (6),$$

με $d > 0$ ακέραιο και $\forall x \in \mathbb{R}$ (μιγαδικό).

Θέτουμε $\rho = aq(x) > 0$ και αναπτύσσοντας τις modified Bessels 2^{ου} είδους, κατά ολοκληρωτική απεικόνιση τους λόγω της μη ακέραιης τάξης τους, έχουμε :

$$K_{\frac{d+1}{2}}(\rho) = \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{\Gamma\left(\frac{d+1}{2} + \frac{1}{2}\right)} \int_0^{\infty} \sinh^{\frac{d+1}{2}}(t) e^{-\rho \cosh t} dt, \quad (7) \text{ και}$$

$$K_{\frac{d+2}{2}}(\rho) = \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+2}{2}}}{\Gamma\left(\frac{d+2}{2} + \frac{1}{2}\right)} \int_0^{\infty} \sinh^{\frac{d+2}{2}}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \quad (8)$$

$$\text{Η (7) γράφεται : } K_{\frac{d+1}{2}}(\rho) = \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{\Gamma\left(\frac{d+2}{2}\right)} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt, \quad (9) \text{ και}$$

$$\text{Η (8) γράφεται : } K_{\frac{d+2}{2}}(\rho) = \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+2}{2}}}{\Gamma\left(\frac{d+3}{2}\right)} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \quad (10)$$

Όπου $\Gamma(\cdot)$ είναι η Γάμμα-συνάρτηση (Gamma function) με τις ιδιότητες :

a) $\Gamma(n) = (n-1)!$, n ακέραιος με διακριτές τιμές και

b) $\Gamma(z) = \int_0^{\infty} t^{z-1} e^{-t} dt$, για συνεχείς τιμές

Δεδομένου στην περίπτωση μας ότι οι τάξεις $\frac{d+2}{2}$ και $\frac{d+3}{2}$ δεν είναι ταυτόχρονα ακέραιοι,

θα χρησιμοποιήσουμε και τις δύο ανωτέρω εκφράσεις της Γάμμα συνάρτησης, ανάλογα με την τιμή του d , ως εξής :

➤ αν d άρτιος, δηλ. $d=2k$ (k ακέραιος θετικός), τότε :

$$1. \frac{d+2}{2} = \frac{2k+2}{2} = k+1, \text{ ακέραιος, άρα}$$

$$\Gamma\left(\frac{d+2}{2}\right) = \left(\frac{d+2}{2} - 1\right)! = \left(\frac{d}{2}\right)! \quad (11)$$

$$2. \frac{d+3}{2} = \frac{2k+3}{2} = \frac{2k+2+1}{2} = k + \frac{3}{2}, \text{ μη ακέραιος, άρα}$$

$$\Gamma\left(\frac{d+3}{2}\right) = \int_0^{\infty} t^{\frac{d+3}{2}-1} e^{-t} dt \quad (12)$$

➤ αν d περιττός, δηλ. $d=2k+1$ (k ακέραιος θετικός), τότε :

$$3. \frac{d+2}{2} = \frac{2k+1+2}{2} = k + \frac{3}{2}, \text{ μη ακέραιος, άρα}$$

$$\Gamma\left(\frac{d+2}{2}\right) = \int_0^{\infty} t^{\frac{d+2}{2}-1} e^{-t} dt \quad (13)$$

$$4. \frac{d+3}{2} = \frac{2k+1+3}{2} = \frac{2k+4}{2} = k+2, \text{ ακέραιος, άρα}$$

$$\Gamma\left(\frac{d+3}{2}\right) = \left(\frac{d+3}{2} - 1\right)! = \left(\frac{d+1}{2}\right)! \quad (14)$$

Συνεπώς εάν d άρτιος (το ονομάζουμε Α περίπτωση), έχουμε, ότι η (9) και η (10) με την χρήση των (11) και (12) γίνεται (και συνεπώς η διαφορά τους, δηλ. η (6)) :

Α περ.

$$\frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{(\frac{d}{2})!} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt - \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+2}{2}}}{\int_0^{\infty} t^{\frac{d+3}{2}-1} e^{-t} dt} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \quad (15)$$

Εάν d περιττός (το ονομάζουμε Β περίπτωση), έχουμε, ότι η (9) και η (10) με την χρήση των (13) και (14) γίνεται (και συνεπώς η διαφορά τους, δηλ. η (6)) :

Β περ.

$$\frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{\int_0^{\infty} t^{\frac{d+2}{2}-1} e^{-t} dt} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt - \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+2}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \quad (16)$$

Στην συνέχεια η (15) γράφεται ως εξής :

$$\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}} \left(\frac{1}{(\frac{d}{2})!} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt - \frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{\int_0^{\infty} t^{\frac{d+3}{2}-1} e^{-t} dt} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \right) \quad (17)$$

και η (16) γράφεται ως εξής :

$$\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}} \left(\frac{1}{\int_0^{\infty} t^{\frac{d+2}{2}-1} e^{-t} dt} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt - \frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \right) \quad (18)$$

Θα αποδείξουμε ότι τα ολοκληρώματα $\int_0^{\infty} t^{z-1} e^{-t} dt$, αφενός μεν συγκλίνουν και αφετέρου

θα χρησιμοποιήσουμε την ιδιότητα της Γ συνάρτησης :

$$\Gamma(n + \frac{1}{2}) = \sqrt{\pi} \frac{1.3.5 \dots (2n-1)}{2^n} = \sqrt{\pi} \frac{(2n-1)!!}{2^n}, \text{ όπου } n \text{ ακέραιος}$$

Εάν λοιπόν d άρτιος, άρα $\frac{d+3}{2}$ μη ακέραιος, $\frac{d+2}{2}$ άρτιος ακέραιος και ως εκ τούτου η σχέση (12) μπορεί να αντικατασταθεί (βάσει της ανωτέρω ιδιότητας), ως εξής :

$$\Gamma\left(\frac{d+3}{2}\right) = \Gamma\left(\frac{d+2}{2} + \frac{1}{2}\right) = \sqrt{\pi} \frac{1.3.5\dots(2\frac{d+2}{2}-1)}{2^{\frac{d+2}{2}}} = \sqrt{\pi} \frac{1.3.5\dots(d+1)}{2^{\frac{d+2}{2}}} = \sqrt{\pi} \frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}} \quad (19)^{112}$$

Επίσης εάν d περιττός, άρα $\frac{d+2}{2}$ μη ακέραιος, $\frac{d+3}{2}$ άρτιος ακέραιος και ως εκ τούτου η σχέση (13) μπορεί να αντικατασταθεί (βάσει της ανωτέρω ιδιότητας), ως εξής :

$$\Gamma\left(\frac{d+2}{2}\right) = \Gamma\left(\frac{d+1}{2} + \frac{1}{2}\right) = \sqrt{\pi} \frac{1.3.5\dots(2\frac{d+1}{2}-1)}{2^{\frac{d+1}{2}}} = \sqrt{\pi} \frac{1.3.5\dots d}{2^{\frac{d+1}{2}}} = \sqrt{\pi} \frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}} \quad (20)$$

Σχετικά με την σύγκλιση των $\int_0^{\infty} t^{z-1} e^{-t} dt$, έχουμε :

$$\int_0^{\infty} t^{z-1} e^{-t} dt = \int_0^1 t^{z-1} e^{-t} dt + \int_1^{\infty} t^{z-1} e^{-t} dt, \text{ για πραγματικές τιμές του } z > 0.$$

Σχετικά με την σύγκλιση του πρώτου ολοκληρώματος παρατηρούμε ότι :

$0 < t^{z-1} e^{-t} \leq t^{z-1}$, ισχύει για κάθε $t \in (0,1]$. Συνεπώς, για $\varepsilon > 0$ αρκετά μικρό, έχουμε :

$$\int_{\varepsilon}^1 t^{z-1} e^{-t} dt \leq \int_{\varepsilon}^1 t^{z-1} dt = \frac{t^z}{z} \Big|_{\varepsilon}^1 = \frac{1}{z} - \frac{\varepsilon^z}{z}. \text{ Συνεπώς για όλα τα } z > 0 \text{ συγκλίνει το πρώτο}$$

ολοκλήρωμα.

Σχετικά με την σύγκλιση του δεύτερου ολοκληρώματος παρατηρούμε ότι :

$$e^{-t} t^{z-1} = \frac{1}{\sum_{k=0}^{\infty} \frac{t^k}{k!}} t^{z-1} \leq \frac{1}{t^n} t^{z-1} = \frac{n!}{t^{n-z+1}}, \text{ για όλα } n \in \mathbb{N} \text{ και } t \geq 1. \text{ Αυτό μας δείχνει ότι :}$$

$$\int_1^A t^{z-1} e^{-t} dt \leq n! \int_1^A \frac{1}{t^{n-z+1}} dt = n! \frac{t^{-n+z}}{z-n} \Big|_1^A = \frac{n!}{z-n} \left(\frac{1}{A^{n-z}} - 1 \right), \text{ με δεδομένο το } A \text{ επαρκώς}$$

μεγάλο και το $n \geq z+1$. Έτσι το δεύτερο ολοκλήρωμα συγκλίνει και ως εκ τούτου και το

$$\int_0^{\infty} t^{z-1} e^{-t} dt.$$

¹¹² Το διπλό παραγοντικό ορίζεται για n φυσικό περιττό, ως : $v!! = 1 \cdot 3 \cdot 5 \cdot 7 \dots (v-2) \cdot v$ και για n φυσικό άρτιο, ως : $v!! = 2 \cdot 4 \cdot 6 \cdot 8 \dots (v-2) \cdot v$

Άρα, βάσει της (19) και (20) αλλά και της σύγκλισης των ολοκληρωμάτων της Γάμμα συνάρτησης, οι ανωτέρω (17) και (18) αντίστοιχα, γράφονται ως εξής :

$$\sqrt{\pi} \left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{d+1}{2}} \left(\frac{1}{\left(\frac{d}{2}\right)!} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt - \frac{\left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\pi} \frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}}} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \right) \quad (21)$$

$$\sqrt{\pi} \left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{d+1}{2}} \left(\frac{1}{\sqrt{\pi} \frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}}} \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt - \frac{\left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{1}{2}}}{\left(\frac{d+1}{2}\right)!} \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt \right) \quad (22)$$

Ονομάζουμε $I_1 = \int_0^{\infty} \sinh^{d+1}(t) e^{-\rho \cosh t} dt$ και $I_2 = \int_0^{\infty} \sinh^{d+2}(t) e^{-\rho \cosh t} dt$. Είναι γνωστό από

τις ιδιότητες των υπερβολικών τριγωνομετρικών συναρτήσεων ότι :

$$I_1 = \frac{1}{2} (\sinh^{d+1}(t) - \cosh^{d+1}(t)) e^{-\rho \cosh t} + C \quad (23) \text{ και}$$

$$I_2 = \frac{1}{2} (\sinh^{d+2}(t) - \cosh^{d+2}(t)) e^{-\rho \cosh t} + C \quad (24)$$

Έτσι οι (21) και (22) βάσει των (23) και (24) γράφονται ως εξής :

$$(21) \rightarrow \sqrt{\pi} \left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{d+1}{2}} \left(\frac{1}{\left(\frac{d}{2}\right)!} I_1 - \frac{\left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\pi} \frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}}} I_2 \right) \quad \text{ή}$$

$$\frac{\sqrt{\pi} \left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{d+1}{2}}}{2} e^{-\rho \cosh t} \left(\frac{1}{\left(\frac{d}{2}\right)!} (\sinh^{d+1}(t) - \cosh^{d+1}(t)) - \frac{\left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\pi} \frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}}} (\sinh^{d+2}(t) - \cosh^{d+2}(t)) \right)$$

(25) η ανωτέρω

$$(22) \rightarrow \sqrt{\pi} \left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{d+1}{2}} \left(\frac{1}{\sqrt{\pi} \frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}}} I_1 - \frac{\left(\frac{\rho}{2}\right)^{\frac{1}{2}}}{\left(\frac{d+1}{2}\right)!} I_2 \right) \quad \text{ή}$$

$$\frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{2} e^{-\rho \cosh t} \left(\frac{1}{\sqrt{\pi} \frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}}} (\sinh^{d+1}(t) - \cosh^{d+1}(t)) - \frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!} (\sinh^{d+2}(t) - \cosh^{d+2}(t)) \right)$$

(26) η ανωτέρω

Γνωρίζουμε ότι $\sinh^d t < \cosh^d t$, για $d > 0$.

Επίσης η παράσταση $(\sinh^{d+1}(t) - \cosh^{d+1}(t))$ και η $(\sinh^{d+2}(t) - \cosh^{d+2}(t))$, υπακούουν στον νόμο των πολυωνύμων : $x^n - y^n = (x - y)(x^{n-1} + x^{n-2}y + \dots + xy^{n-2} + y^{n-1})$, συνεπώς τις γράφουμε ως εξής :

$$\sinh^{d+1} t - \cosh^{d+1} t = (\sinht - \cosht) (\sinh^d t + \sinh^{d-1} t \cosht + \dots + \sinht \cosh^{d-1} + \cosh^d t) \text{ ή } \sinh^{d+1} t - \cosh^{d+1} t = (\sinht - \cosht) \text{ hyp1}$$

(όπου $\text{hyp1} = \sinh^d t + \sinh^{d-1} t \cosht + \dots + \sinht \cosh^{d-1} + \cosh^d t$) και

$$\sinh^{d+2} t - \cosh^{d+2} t = (\sinht - \cosht) (\sinh^{d+1} t + \sinh^d t \cosht + \dots + \sinht \cosh^d + \cosh^{d+1} t) \text{ ή } \sinh^{d+2} t - \cosh^{d+2} t = (\sinht - \cosht) \text{ hyp2}$$

(όπου $\text{hyp2} = \sinh^{d+1} t + \sinh^d t \cosht + \dots + \sinht \cosh^d + \cosh^{d+1} t$)

.

Αρα η (25) γράφεται ως εξής :

$$(\sinht - \cosht) \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{2} e^{-\rho \cosh t} \left(\frac{1}{(\frac{d}{2})!} \text{hyp1} - \frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\pi} \frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}}} \text{hyp2} \right) \quad (27)$$

και η (26) αντίστοιχα :

$$(\sinht - \cosht) \frac{\sqrt{\pi}(\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{2} e^{-\rho \cosh t} \left(\frac{1}{\sqrt{\pi} \frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}}} \text{hyp1} - \frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!} \text{hyp2} \right) \quad (28)$$

Υπενθυμίζεται ότι η (27) προέρχεται από την Α περ. όπου d άρτιος και η (28) από την Β περ. όπου d περιττός.

Για την (27) παρατηρούμε (d άρτιος) ότι για το μιγαδικό όριομα $t=ix$ (από τις αρχικές συναρτήσεις Bessel) :

- η παράσταση $hyp1$ είναι θετική, διότι : $\sinh^d t = \sinh^d(ix) = (-1)^d \sinh^d x = \sinh^d x > 0$ και $\cosh^d t = \cosh^d(ix) = \cosh^d x > 0$ και αφού τα μέρη της $hyp1$ δηλ. $(\sinh^d t + \sinh^{d-1} t \cosh t + \dots + \sinh t \cosh^{d-1} t + \cosh^d t)$, αποτελούνται από περισσότερους (κατά 1) και μεγαλύτερους παράγοντες θετικών γινομένων στον μιγαδικό χώρο, για $t = ix$ (δηλ. το $\sinh^d t$, το $\cosh^d t$, το $\sinh^{d-2} t \cosh^2 t$, κλπ) που είναι στο σύνολο τους $d+1$.

- η παράσταση $\frac{1}{(\frac{d}{2})!}$ είναι θετική,

- το γινόμενο $(\sinh t - \cosh t) \frac{\sqrt{\pi} (\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{2} e^{-\rho \cosh t}$ είναι αρνητικό, βάσει του $\sinh^d t < \cosh^d t$, για $d > 0$ (οι υπόλοιποι παράγοντες είναι θετικοί)

- η παράσταση $\frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\pi} \frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}}}$ είναι συγκλίνουσα στο 0 και δεν επηρεάζει

ουσιαστικά το πρόσημο της $hyp2$ (αρνητικό), διότι : για επαρκώς μεγάλο d η παράσταση του διπλού παραγοντικού $(d+1)!!$ συγκλίνει ταχύτερα (στο $+\infty$), από την εκθετική $2^{\frac{d+2}{2}}$ (που συγκλίνει στο 0^+) και συνεπώς το κλάσμα που φέρει την $\frac{(d+1)!!}{2^{\frac{d+2}{2}}}$ στον παρονομαστή, συγκλίνει στο 0.

καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η (27) είναι στο σύνολο της, ΑΡΝΗΤΙΚΗ παράσταση.

Για την (28) εργαζόμαστε ως εξής :

παρατηρούμε (d περιττός) ότι για το μιγαδικό όρισμα $t=ix$ (από τις αρχικές συναρτήσεις Bessel) :

- την παράσταση $\frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!}$ $hyp2$ ότι είναι αρνητική (συνεπώς με το

πρόσημο “-“ μετατρέπεται σε θετική), διότι : $hyp2 = \sinh t \, hyp1 + \cosh^{d+1} t$

και συνεπώς την γράφω ως : $\frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!}$ $(\sinh t \operatorname{hyp}1 + \cosh^{d+1} t)$. Με το

σκεπτικό ότι η $\frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!} > 0$ για $d, \rho > 0$, ελέγχω την : $\sinh t \operatorname{hyp}1 +$

$\cosh^{d+1} t$. Πράγματι η $(\sinh t \operatorname{hyp}1 + \cosh^{d+1} t)$ είναι αρνητική, διότι η $\operatorname{hyp}1$ είναι αρνητική (d περιττός και $\sinh^d t = \sinh^d(ix) = (-1)^d \sinh^d x = \sinh^d x < 0$) και αφού τα μέρη της $\operatorname{hyp}1$ δηλ. $(\sinh^d t + \sinh^{d-1} t \cosh t + \dots + \sinh t \cosh^{d-1} + \cosh^d t)$, αποτελούνται από περισσότερους (κατά 1) και μεγαλύτερους παράγοντες αρνητικών γινομένων στον μιγαδικό χώρο, για $t = ix$ (δηλ. το $\sinh^d t$, το $\sinh^{d-2} t \cosh^2 t$, κλπ) που είναι στο σύνολο τους $d+1$), άρα και το : $\sinh t \operatorname{hyp}1 < -\cosh^{d+1} t$, που γράφεται : $\sinh t \operatorname{hyp}1 < \cosh^{d+1}(-t) = \cosh^{d+1} t$, με $\cosh^{d+1} t > 0$. Άλλωστε : $\sinh t \operatorname{hyp}1 < \sinh t < \cosh t < \cosh^{d+1} t$.

- η παράσταση $\frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{(\frac{d+1}{2})!}$ είναι θετική,

- το γινόμενο $(\sinh t - \cosh t) \frac{\sqrt{\pi} (\rho/2)^{\frac{d+1}{2}}}{2} e^{-\rho \cosh t}$ είναι αρνητικό, βάσει του $\sinh^d t < \cosh^d t$, για $d > 0$ (οι υπόλοιποι παράγοντες είναι θετικοί)

- η παράσταση $\frac{(\rho/2)^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\pi} \frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}}}$ είναι συγκλίνουσα στο 0 και δεν επηρεάζει

ουσιαστικά το πρόσημο της $\operatorname{hyp}1$ (αρνητικό), διότι : για επαρκώς μεγάλο d η παράσταση του διπλού παραγοντικού $(d)!!$ συγκλίνει ταχύτερα (στο $+\infty$), από την εκθετική $2^{\frac{d+1}{2}}$ (που συγκλίνει στο 0^+) και συνεπώς το κλάσμα που φέρει την $\frac{(d)!!}{2^{\frac{d+1}{2}}}$ στον παρονομαστή, συγκλίνει στο 0.

Ετσι συνάγουμε επίσης για την (28) ότι είναι στο σύνολο της ΑΡΝΗΤΙΚΗ παράσταση.

Με το σκεπτικό ότι η (27) και η (28) είναι αρνητικές παραστάσεις, οι ανωτέρω A περ και B περ (η (15) και η (16)) είναι αρνητικές, άρα και η (6) για όλες τις εκφράσεις του d (άρτιος ή περιττός). Δηλαδή :

$$\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right] < \left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right] \quad \text{ή} \quad \left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right] - \left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right] < 0 \quad (6),$$

ισχύει.

Συνεχίζοντας στην (5) τώρα, δηλ. την $\sqrt{\frac{\alpha}{2\pi q(x)}} < \frac{\left[K_{\frac{d+1}{2}}(aq(x)) \right]}{\left[K_{\frac{d+2}{2}}(aq(x)) \right]} < 1$, επιχειρούμε το εξής:

να δείξουμε ότι $\sqrt{\frac{\alpha}{2\pi q(x)}} < 1$ ή αλλιώς ότι $\frac{\alpha}{2\pi q(x)} < 1$ ή αλλιώς ότι $\alpha < 2\pi q(x)$ ή

$$\text{ότι} \quad \boxed{q(x) > \frac{\alpha}{2\pi}} \quad (29).$$

Εάν η (29) καταλήξει σε αληθές συμπέρασμα θα έχει δειχθεί η αλήθεια της (3) και της (4), δηλ. η ορθότητα του θεωρήματος “Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.”

Το $q(x) = \sqrt{\delta^2 + [(X - \mu)^T \Gamma^{-1} (X - \mu)]}$, $q(x) > 0$, $\forall X$ σε κάθε αγορά.

Μελετώντας την $q(x)$ παρατηρούμε ότι :

$q(\mu) = \delta$ και η $q'(\mu) = 0$ (δηλ. στο σημείο (μ, δ) η $q(x)$ παρουσιάζει ακρότατο).

Η $q'(x) = \frac{1}{2} (\delta^2 + [(X - \mu)^T \Gamma^{-1} (X - \mu)])^{-\frac{1}{2}} \left[\frac{[(X - \mu)^T] \Gamma (X - \mu) + (X - \mu)^T \Gamma' (X - \mu)}{\Gamma^2 (X - \mu)} \right]$, και

δεδομένου ότι $[(X - \mu)^T] = \frac{\partial (X - \mu)^T}{\partial x} = 0$, $\mu \neq f(x)$.

Για $x < \mu$ η $q(x)$ βαίνει μειούμενη (γνησίως φθίνουσα) και για $x > \mu$ βαίνει αυξανόμενη (γνησίως αύξουσα). Άρα $q(x) \geq \delta$ (30).

Έχουμε εξ υποθέσεως ισχυρισθεί ότι για δ μεγάλο και α αρκετά μικρό ώστε $\delta > \alpha$, για να υφίσταται μεγάλη διασπορά (και με $\beta = 0$, συμμετρική, skewness = 0), το α , έχει την

ιδιότητα $\alpha_4 = \frac{\mu^4}{(\sigma^2)^2} - 3$, όπου η διασπορά σ^2 είναι το d και το $\alpha < 3$ (έτσι όπως ορίζονται και από την Normal Inverse Gaussian κατανομή). Επίσης με α επαρκώς μικρό (< 3) επιτυγχάνεται η πλατύκυρτη καμπύλη της πυκνότητας πιθανότητας κατανομής (με “παχιά” ουρά) και σε συνδυασμό με την μεγάλη τιμή d επιτυγχάνεται μεγάλη διασπορά τιμών. Αφού όμως $d > \alpha$, σημαίνει ότι και $d > \alpha > \frac{\alpha}{2\pi}$ και αφού (από την (30)) $q(x) \geq d$, έχουμε $q(x) \geq d > \alpha > \frac{\alpha}{2\pi}$, άρα και $q(x) > \frac{\alpha}{2\pi}$, που θέλουμε να δείξουμε (την (29)).

Καταλήγουμε ότι η υποθήση του θεωρήματος “Θε.Μ.Ε.Ρ.Α.”, είναι ορθή και ισχύει.

Συνοπτικά :

Η έκφραση του Θεωρήματος Θε.Μ.Ε.Ρ.Α., ως περιγραφικό μοντέλο, καταδεικνύει ότι μεταπηδώντας από μια αγορά (Auction-trading αγορά) πολυμερούς διαπραγμάτευσης, σε μια αγορά που ουσιαστικά έχουμε ενσωματώσει σε αυτήν και την αγορά της διμερούς διαπραγμάτευσης (Dealership-διατραπεζική αγορά), μεταβαίνουμε σε μια ενοποιημένη αγορά (Unified αγορά), όπου υφίσταται μεγαλύτερη πιθανότητα συγκέντρωσης εντολών και μεγαλύτερη πιθανότητα εύρεσης τιμών και συνεπώς μικρότερη κόστη, μέσα σε ένα μικρότερο πεδίο θεωρητικών αποτιμήσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Πηνή Βιβλιοθήκη Παν/μίου Μακεδονίας

Ξενόγλωσση – Νομοθεσία χρηματοοικονομικών προϊόντων

1. International financial law review. London : Euromoney Publications, c1982-
2. Joachim, Jutta M., "International organizations and implementation : enforcers, managers, authorities?" London, England : Routledge/ECPR, 2008.
3. Rogers, Peter P., 1937. An introduction to sustainable development. [Cambridge, Mass.] : Continuing Education Division, Harvard University, c2006.
4. Usher, John Anthony. The law of money and financial services in the EC. Oxford : Oxford University Press, 2000.
5. Barton D., Newell R., Wilson G., "Preparing for a financial crisis", The McKinsey Quarterly, 2002 Special Edition, New York, pp 79-87.
6. Hudson, Alastair. The law on financial derivatives. London : Sweet & Maxwell, 1998.
7. Carlin, Bruce I., 1968. Legal protection in retail financial markets. Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research, 2009.
8. Lerner, Joshua. The litigation of financial innovations. Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research, 2008.
9. O'Brien, Justin. Private equity, corporate governance and the dynamics of capital market regulation. London, England : Imperial College Press, c2007.
10. Mikdashi, Zuhayr M. Regulating the financial sector in the era of globalization : perspectives from political economy and management. Houndmills, Basingstoke, Hampshire : Palgrave Macmillan, 2003.
11. Georgiadou, Afroditi-Sofia. The regulation of foreign direct investments under international, European and Greek law : with a special reference to financial services' investments. Athens ; Thessaloniki : Sakkoulas Publications, 2004.
12. Egan, Manus. EC financial services regulation. London : Chancery Law Pub., c1994-
13. Aizenman, Joshua. Financial crisis and the paradox of under- and over-regulation. Cambridge, Mass. : National Bureau of Economic Research, 2009.
14. Merton, Robert C. Financial innovation and the management and regulation of financial institutions. Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, c1995.
15. Balling, Morten. Financial management in the new Europe. Oxford : Blackwell, 1993.
16. Alexander, Kern, 1962. Global governance of financial systems : the international regulation of systemic risk. Oxford : Oxford University Press, 2006.
17. Evanoff, Douglas Darrell, 1951. International financial instability : global banking and national regulation. New Jersey : World Scientific, c2007.
18. Steil, Benn. International Financial Market Regulation, J. Wiley, 1997
19. Fabozzi F & Modigliani F. Capital Markets, Inter. Ed, 2nd ed, Prentice-Hall Intern'l Inc, 1996

Ελληνική – Οικονομική πολιτική

20. Διεθνής και Ευρωπαϊκή πολιτική : τριμηνιαία πολιτική και οικονομική επιθεώρηση. Αθήνα : Παπαζήσης, 2006.
21. Δουγέκος, Θεοφάνης. Η ανεξαρτησία και εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας : θεωρητική και εμπειρική διερεύνηση. 2008.
22. Lafargue, Paul. Η οικονομική λειτουργία του χρηματιστηρίου. Τα αμερικανικά τράστ : συμβολή στη θεωρία της αξίας : η οικονομική, κοινωνική και πολιτική δράση τους. 2006 Εκδόσεις ΚΨΜ
23. Αδαμόπουλος, Αντώνιος. Η χρηματοπιστωτική αγορά ως μέσο οικονομικής ανάπτυξης στις αγορές των χωρών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. 2008.
24. Κώνστας, Σταμάτης. Οι επιδράσεις του Ευρώ στις επενδύσεις & την ανάπτυξη στις χώρες της Ε.Ε. και στην ελληνική οικονομία. 2008.

Λοιπών πηνών

Ελληνική

25. Gropelli A.A. - Nikbakht Ehsan, Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Barron's, 2005.
26. Ανώνυμη Εταιρία & Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης, Κωδικοποίηση Νομοθεσίας, Νομική Βιβλιοθήκη-Χ. Καρατζάς, 2001.

27. Λάνη Ηλ. *Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά και Επιπτώσεις στο Ελληνικό Δίκαιο-Κατάχρηση Αγοράς*, Διπλωματική Εργασία στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Ειδίκευσης στις Ευρωπαϊκές Σπουδές για Στελέχη Επιχειρήσεων και οργανισμών, Τμήμα Δ.Ε.Ο.Σ., Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Μάιος 2006.
28. Μαλινδρέτου Β., *Σύγχρονα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*, Εκδόσεις Παπαζήση, 2002.
29. Ξανθάκης Μ., *Δομή και Μικροδομή της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς*, Εκδόσεις Παπαζήση, 2002.
30. Ξανθάκης Μ. – Θωμαδάκης Σ., *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1990.
31. Παναγόπουλος Θ. – Χατζηγάγιος Θ., *Κατάχρηση και χειραγώγηση της Χρηματιστηριακής Αγοράς*, Εκδόσεις ΑΝΙΚΟΥΛΑ, Θεσσαλονίκη, 2015.
32. Πλιάκος Α., *Δίκαιο Ευρωπαϊκής Ένωσης : II Περί Ελευθεριών*, Εκδόσεις Ο.Π.Α., 2006.
33. Προβόπουλος-Γκόρτσος, *Το νέο Ευρωπαϊκό Χρηματοοικονομικό περιβάλλον*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, 2004. Σελ. 273-320, άρθρο των : Καραμούζη Ν.-Κοροντζή Ε. "Πόσο ενιαία είναι η Ευρωπαϊκή Αγορά Χρήματος και Κεφαλαίου".
34. Τσιμπρής Μ., *Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς*, Ipirotiki publications, 2004.
35. Τσιμπρής Μ., *Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς*, Εκδ. Αντ. Σάκκουλα, 2001.
36. Τσούκαλης Λ., *Ποια Ευρώπη;*, Εκδόσεις Ποταμός, 2004
37. Σχινάς Ι., *Κώδικας Κεφαλαιαγοράς*, Εκδ. Αντ. Σάκκουλα, 2003.
38. Χρηματιστήριο Παραγώγων, *Παράγωγα προϊόντα. Ορισμοί και παραδείγματα χρήσης*, 2001.

Ξερόγλωσση

39. Allen F. και Gordon G., Stock price manipulation, Market Microstructure and Assymmetric Information, European Economic Review 36, 624-630, 1992.
40. Albrecht, W., Bronfman, C. and Messenheimer, H., (1994), "Regulatory regimes: the interdependence of rules and regulatory structure" in A. Lo (ed.) *Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, NBER Conference Vol., Chicago , University of Chicago Press.
41. Andenas-Kenyon Slade (eds), *EC Financial Market Regulation and Company Law*, Sweet@Maxwell, London, 1993.
42. Bernanke B, S M. Gertler and S. G. Gilchrist (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in J, B. Taylor and M. Woodward (eds) *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1(c), Amsterdam: Elsevier, pp. 1341-1393
43. Benson, G.J. and Kaufman, G.G. (1988), "Risk and Solvency Regulation of Depository Institutions: Past policies and Current Options". Monograph Series in Finance and Economics no 1988-1, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York University.
44. Blundell-Wignal, A. and P. Atkinson (2008): "The sub-prime crisis - causal distortions and regulatory reform", στο *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*, Reserve Bank of Australia
45. Boivin J., M. P. Giannoni and B. Mojon (2008) "Macroeconomic dynamics in the euro area" in D. Acemoglu and K. Rogoff and M. Woodford (eds) *NBER Macroeconomic Manual 2008*.
46. Borio C. and H, Zhu, (2007) "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism", paper presented at ECB conference on The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism, November.
47. Buitert, W. and A. Sibert (2007), "The Bank must take three steps to ease the turbulence", *Financial Times*, September 06.
48. Claessens, S., Herring, R.J. and D. Schoenmaker (2010): *A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*, Geneva Reports on the World Economy, no 12, International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, London, UK
49. Davis, E.P. (2008) "Liquidity, financial crises and the lender of last resort - How much of a departure is the sub-prime crisis?" in *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*, Reserve Bank of Australia
50. D' Arista, J, and S. Griffith-Jones (2009) "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", in J. Stiglitz, S. Griffith-Jones and J. A. Ocampo (eds) *On Financial Turmoil*, forthcoming.
51. Dell' Ariccia, G., D. Ignan and L. Ieaven (2008) "Credit booms and lending channels: evidence from the subprime mortgage market", paper presented at eh conference on Credit turmoil: causes and consequences and cures". FRBC, May 2008
52. Chartered Institute for Securities and Investment (CISI®), "Fundamentals of Islamic Banking and Finance", ed. 1, May 2015, London
53. Eatwell, J. and A. Persaud (2008). "A practical approach to the regulation of risk", *Financial Times*, August 25.
54. Eatwell, J and L. Taylor (2000) *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, NY: New Press
55. ECB Bulletin, "Securitization in the Euro area", 2/2008
56. England, C. ed. (1991), "Governing Banking's Future: Markets vs. Regulation". Boston, Kluwer.
57. Estrella, A. (2002) "Securitization and the efficacy of monetary policy", *FRBNY Economic Policy Review*, 8(1), pp. 243-55
58. Financial Stability Forum (2008). "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", 7 April
59. Gary I. Gasteineau, Frank J. Fabozzi Series, *The exchange-traded Funds manual*, Wiley Finance, 2002.
60. Goodhart, C. (1988) *The Evolution of Central Banks*, Cambridge: MIT Press
61. Goodhart, C. & A. Persaud (2008a). "How to avoid the next crash." *Financial Times*, January 30.
62. Ferran Eilis, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
63. Hendricks, D., J. Kambhu and P. Mosser (2006), "Systemic Risks and the financial System", *NAS-FRBNY Conference on New Directions in Understanding Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York

64. International Monetary Fund (2004), *Financial Sector Regulation: Issues and Gaps*, LMF. Washington
65. International Lawyer 2003, *The Harmonization of European Securities Law*, 211.
66. Iqbal Munawar and Molyneux Philip, "Thirty Years of Islamic Banking: History, Performance and Prospects", Palgrave Macmillan, London, UK, 2005, pp.190
67. Jankowitsch R., Nashikkar A., Subrahmanyam M., "Price dispersion in OTC markets: A new measure of liquidity", *Journal of Banking & Finance*, 35 (2011) 343-357
68. Karlis D., Papadimitriou A., "Maximum likelihood estimation for the multivariate Normal Inverse Gaussian model", Department of Statistics, Athens University of Economics and Business, Technical Report No 202, September 2003
69. Klausner, M. and White, L.J., eds (1993), "Structural change in Banking". Homewood, Ill., Business One Irwin
70. Key, S.J. (2009), "Financial Integration in the European Community", *International Finance Discussion Papers, No 349*, Board of Governors of the Federal Reserve System, April.
71. Jimenez, G., S. Ongena, J. L. Paydro-Alcalde, and J. Sorina (2007), "Hazardous times for monetary policy: What twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?" CERP Discussion Paper No 6514
72. Joskow, P.L. and Noll, R.G. (1994), "Economic regulation: deregulation and regulatory reform during the 1980s", in M. Feldstein, (ed) *American Economic Policy in the 1980s*. Chicago, University of Chicago Press.
73. Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan
74. Kindleberger, C. P (2002): *Manias, Crashes and Panics: A History of Financial Crises*, 4th edition, Basingstoke: Palgrave
75. Laganá, M., M. Pefina, I. von Koppen-Mertes and A. Persaud (2006). "Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market." ECB Occasional Paper No. 50, August.
76. Mahmassani Sohail, "The Philosophy of Jurisprudence in Islam", Kuala Lumpur: Open press, 2000
77. Moloney N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
78. OECD (2008a) "The OECD response to the financial and economic crisis", OECD Secretariat, November 21.
79. Pagano M. και Roell A., *Auction Markets, Dealership Markets and Executions Risk*, Financial Liberalization and the role of Banks, V. Conti-R. Hamani eds, 1993, Cambridge University Press.
80. Persaud, A. (2000): 'Sending the herd off the cliff edge: the dangerous interaction between modern risk management practices and investor behaviour'. First Prize, Jacques de Larosiere Awards in Global Finance, Institute of International Finance, Washington
81. "Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk", London: Risk Books.
82. Plantin G., H. Sapra, and H.S. Shin (2008) "Fair value accounting and financial stability", *Banque de France, Financial Stability Review*, No. 12, October
83. Ravidran K., *Customized Derivatives*, McGraw-Hill, 1998.
84. Sufi, A. and A. Mian (2008) "The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis", paper presented at eh conference on Credit turmoil: causes and consequences and cures", FRBC, May 2008
85. Turner, P. (2001), "Development and the International Financial Architecture", presentation in Overseas Development Institute Meeting Series on Financing for Development, April.
86. Taylor, A. and C. Goodhart, (2006) "Procyclicality and volatility in the financial system: the implementation of Basel II and IAS 39", in S. Gerlach and P. Gruenwald (eds) *Procyclicality of financial systems in Asia*, Basington: Palgrave Macmillan
87. Vives, X. (1991) "Banking competition and European Integration" in A. Giovanini and C. Mayer, (eds) *European Financial Integration*, Cambridge, Cambridge University Press

Papers

88. Andersen, T.M., Bertola, G., Driffill, J., James, H., Fuest, C., Sturm, J.-E., and Urošević, B. (2017), "Economics of Populism: The EEAG Report on the European Economy 2017", Munich: CESifo.
89. Bertola, G. (2017), "EMU and Labour Market Policy: Tensions and Solutions", Discussion Paper 054, EC, European Economy, July 2017.
90. Bertola, G. (2016a) Labor policies and capital mobility in theory and in EMU, *European Economic Review* 87, 62--77.
91. Carrillo-Tudela, Carlos; Graber, Michael; Wälde, Klaus (2015) : Unemployment and Vacancy Dynamics with Imperfect Financial Markets, IZA Discussion Papers, No. 9525, Institute for the Study of Labor (IZA), Bonn
92. Diamond, Douglas W., and Dyhvig, Philip H. (1983): "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy* 91 (June): 401-19.
93. Blinder, Alan (2014), "Financial Entropy and the Optimality of Over-Regulation", Princeton University, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 242, pp. 27-28, November 2014.
94. Gordy, M.B. (2003). "A risk-factor model foundation of ratings-based bank capital rules", *Journal of Financial Intermediation*, 12(3), pp. 199-232.
95. Hirshleifer Jack (1971), "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity", *The American Economic Review*, Vol. 61, No. 4, (Sep., 1971), pp. 561-574.
96. Maurer, T. and Tran, N.K. (2015), "The Hirshleifer effect in a Dynamic Setting", SSNR (Social Science Research Network) site, 13 Sep. 2015.

97. Mertzanis, H., (2007). "European Financial Integration and MiFID", Journal of Financial Transformation, Capco Institute, vol. 20, pages 155-166.
98. Narayanan R., Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations, Journal of Business, 70 (2), 217-247, 1997.
99. Panagopoulos, A., Chatzigagios T., Dokas, I., (2017), "The Main Effects of MiFID on European Capital Markets and European Integration", International Journal of Business Administration, Vol. 6, No. 5, pp 52-62, 2015, ScieduPress, Canada.
100. Panagopoulos, A., Chatzigagios, T., (2015), "Credit Rating Agencies' Decisions and I.S.D.A.'s Credit Events: Effects on Banking Liquidity and Legal Contracts", International Proceedings of Management and Economy IPEDR vol. 84, 2015, IACSIT Press, Singapore.
101. Panagopoulos, A., Chatzigagios T., (2015), "Hedge Funds and Credit Derivatives Regulatory Reforms and Suggestions – How the International Financial Environment will be Affected", Journal of Economics, Business and Management, Vol. 3, No. 12, December 2015.
102. Panagopoulos, A., Chatzigagios T., Dokas I., (2018), "The Global Single and Regulated Market Framework of Financial Products and the International Economic Policies. Mathematical Approach of the Model", International Journal of Financial Research ,Vol. 9, No. 2, pp. 1-22, 2018, ScieduPress, Canada.
103. Pagano M. και Roell A., Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading, The Journal of Finance, Vol LI, No 2, June 1996.
104. Petrosky-Nadeau, Nicolas and Etienne Wasmer. 2015. "Macroeconomic Dynamics in a Model of Goods, Labor and Credit Market Frictions", Journal of Monetary Economics, 72(C): 97-113.
105. Zhu H. (2006) "An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market", Journal of Financial Services Research, 29(3), pp. 211 -235
106. *Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations*, Narayanan R., Journal of Business, 70 (2), 217-247, 1997.
107. Erik Theissen, Market structure, informational efficiency and liquidity: An experimental comparison of auction and dealer markets, Journal of Financial Markets, Volume 3, Issue 4, November 2000, Pages 333-363
108. Rainer Jankowitsch, Amrut Nashikkar, Marti G. Subrahmanyam, Price dispersion in OTC markets: A new measure of liquidity, Journal of Banking & Finance, Volume 35, Issue 2, February 2011, Pages 343-357
109. Hendrik Bessembinder, William Maxwell, Kumar Venkataraman, Market transparency, liquidity externalities, and institutional trading costs in corporate bonds, Journal of Financial Economics, Volume 82, Issue 2, November 2006, Pages 251-288
110. M. Ángeles de Frutos, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of Financial Markets, Volume 8, Issue 2, May 2005, Pages 183-216
111. Paul Bennett, Li Wei, Market structure, fragmentation, and market quality, Journal of Financial Markets, Volume 9, Issue 1, February 2006, Pages 49-78

Κοινοτικές Οδηγίες - Κανονισμοί – Γνωμοδοτήσεις

112. United Kingdom Legislation. Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 SI 2005/381, Financial Services Act 1986, Companies Act 1980.
113. German Legislation. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Securities Trading Act 26-7-1994, Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) Investor Protection Act 30-10-2004.
114. Spanish Legislation. Ley de Mercado de Valores (Securities Market Act) 24/1988 BOE 29-7-1988, Ley 9/1991/22-3-1991 BOE 27-3-1997, Ley 37/1998/16-11-1998, Ley 44/2002/22-11-2002 (Law on Reform of the Financial System).
115. Dutch Legislation. Act of 2/2/1989 STB 1989 16, Wet toezicht effectenverkeer 1992 (Act on Supervision of Securities Trading, ammended in 1995) 1-7-1992 STB 1992 378, Wet Marktmissbruik (Market Abuse Act) 23-6-2005.
116. France Legislation. Ordinance No 67-833/28-9-67, Law No 70-1208/JO 24-12-70 11891, Reglement COB No 90-08 relatif a l'Utilisation d'une Information Privilegiee 17-7-1990, Law No 2003-706/1-8-2003, Reglement General de l'Autorite des Marches Financiers JO 24-11-2004.
117. "Market Watch, Market Division: Newsletter on Market Conduct Issues, Issue no 12 (special ed.), June 2005. Implementing the Market Abuse Directive-FSA interpretations", Financial Services Authority (FSA).
118. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels 15-2-2001.
119. "Η Ευρωπαϊκή Ενιαία Αγορά Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών – Οι τελευταίες εξελίξεις στον τομέα της Κεφαλαιαγοράς και οι νέες πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης", Π. Αλεξάκης, 23/6/2004, άρθρο στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών.
120. Comparative Implementation of EU directives – Market Abuse, British Institute of International and Comparative Law, Dec 2005.
121. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market abuse, OJ 2003 L96, p.16. Deadline was on October 12, 2004.
122. Οδηγία 89/592/EOK (IDD), L334/30/13-11-1989, για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Insider Dealing Directive.

123. Οδηγία 2003/124/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (L339/70/24-12-2003). για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς.
124. Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 (L145/1/30-4-2004). Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (Τμήμα 3, αρθ 25-30, Διαφάνεια και ακεραιότητα της αγοράς). Markets in Financial Instruments Directive - MiFID.
125. Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 2273/2003 της Επιτροπής της 22^{ης} Δεκεμβρίου 2003 (L336/33/23-12-2003) για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.
126. Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1287/2006 της Επιτροπής της 10^{ης} Αυγούστου 2006 για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής (Κεφάλαιο IV, αρθ. 17 - 34, Διαφάνεια της αγοράς).
127. Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (L141/27/11-6-93) για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (ISD).
128. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market abuse, OJ 2003 L96, p.16. Deadline was on October 12, 2004.
129. Οδηγία 89/592/ΕΟΚ (IDD), L334/30/13-11-1989, για το συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών. Insider Dealing Directive.
130. Οδηγία 2003/124/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (L339/70/24-12-2003). για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τον ορισμό και τη δημοσιοποίηση των εμπιστευτικών πληροφοριών και τον ορισμό των πράξεων χειραγώγησης της αγοράς.
131. Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21^{ης} Απριλίου 2004 (L145/1/30-4-2004). Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (Τμήμα 3, αρθ 25-30, Διαφάνεια και ακεραιότητα της αγοράς). Markets in Financial Instruments Directive - MiFID.
132. Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 28^{ης} Ιανουαρίου 2003 (L96/16/12-4-2003). Για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς). Market Abuse Directive - MAD.
133. Οδηγία 2003/125/ΕΚ της Επιτροπής της 22^{ης} Δεκεμβρίου 2003 (L339/73/24-12-2003) για τις λεπτομέρειες εφαρμογής της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τη θεμιτή παρουσίαση των επενδυτικών συστάσεων και τη γνωστοποίηση των συγκρούσεων συμφερόντων.
134. Οδηγία 2004/72/ΕΚ της Επιτροπής της 29^{ης} Απριλίου 2004 (L162/70/30-4-2004) για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις αποδεκτές πρακτικές της αγοράς, τον ορισμό των εμπιστευτικών πληροφοριών για παράγωγα μέσα εμπορευμάτων, την κατάρτιση καταλόγων κατόχων εμπιστευτικών πληροφοριών, τη γνωστοποίηση των συναλλαγών προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα και τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών.
135. Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 2273/2003 της Επιτροπής της 22^{ης} Δεκεμβρίου 2003 (L336/33/23-12-2003) για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.
136. Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1287/2006 της Επιτροπής της 10^{ης} Αυγούστου 2006 για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής (Κεφάλαιο IV, αρθ. 17 - 34, Διαφάνεια της αγοράς).
137. Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (L141/27/11-6-93) για τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (ISD).
138. Δεύτερη τραπεζική οδηγία 89/646/ΕΟΚ (L386/1/30-12-89), του Συμβουλίου της 15^{ης} Δεκεμβρίου 1989 για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικού ιδρύματος και την τροποποίηση της οδηγίας 77/780/ΕΟΚ.
139. Πρώτη τραπεζική οδηγία 77/780/ΕΟΚ (L322/30/17-12-77), του Συμβουλίου της 12^{ης} Δεκεμβρίου 1977 περί του συντονισμού των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικού ιδρύματος. Οδηγία 73/183/ΕΟΚ (L194/10/16-7-1973) του Συμβουλίου της 28ης Ιουνίου 1973 περί καταργήσεως των περιορισμών στην ελευθερία εγκαταστάσεως και στην ελεύθερη παροχή υπηρεσιών για τις μη μισθωτές δραστηριότητες τραπεζών και λοιπών πιστωτικών ιδρυμάτων.
140. Γνωμοδότηση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής για την «Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά)», 2002/C 80/14.

141. Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κατόπιν αιτήματος του Συμβουλίου για την «Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (καταχρηστικές πρακτικές στην αγορά) (CON/2001/38)», 2002/C 24/09.
142. Κανονισμός 139/2004 του Συμβουλίου της 20-1-2004 για τον έλεγχο των συγκεντρώσεων, μεταξύ επιχειρήσεων, Ε.Ε. L24/29-1-2004, σ. 7 (για τα πιστωτικά ιδρύματα).
143. Οδηγία 2006/49/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006, για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.
144. Οδηγία 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων.
145. Οδηγία 2001/108/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002, για την τροποποίηση της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), όσον αφορά τις επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ.
146. Οδηγία 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002, για την τροποποίηση της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) όσον αφορά τη ρύθμιση των εταιρειών διαχείρισης και τα απλοποιημένα ενημερωτικά δελτία.
147. Σχέδιο Νόμου για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων και άλλες διατάξεις. Ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (MiFID) στην εθνική νομοθεσία, σχετικά με τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, Νομοπαρασκευαστική Επιτροπή της Βουλής, Μάιος 2007.

Αρθρογραφία – Συνέδρια – Ανακοινώσεις

148. Comparative Implementation of EU directives – Market Abuse, British Institute of International and Comparative Law, Dec 2005.
149. Νόμος 3340 ΦΕΚ 112Α' 10/5/2005, CIF/Total Educational Services, Σεμιναρικό άρθρο, Αθ. Κουλορίδα, Οκτ. 2005.
150. Αποτελέσματα 3ήμερου Διεθνούς Συνεδρίου : «Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς», Αθήνα 16-18/1/2007, Επ. Κεφαλαιαγοράς – ΣΕΒ. (Συναντήσεις Εργασίας για την Κατάχρηση Αγοράς).
151. Ανακοίνωση τύπου της Επιτροπής IP/06/1517-7.11.2006 «*Clearing and settlement: Commissioner McCreevy welcomes industry's new Code of Conduct*». Σχετικά με την βελτίωση της αποτελεσματικότητας της αγοράς υπηρεσιών ολοκλήρωσης των συναλλαγών στην Ε.Ε., με μέτρα που αποσκοπούν στην ενίσχυση της διαφάνειας και την αύξηση του ανταγωνισμού στον τομέα των υπηρεσιών ολοκλήρωσης των συναλλαγών.
152. Σχέδιο νόμου «για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», Έκθεση της Διαρκούς Επιτροπής Οικονομικών Υποθέσεων της Βουλής των Ελλήνων (Περίοδος ΙΑ' – Σύνοδος Α').
153. Έκθεση επί του νομοσχεδίου «για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς» της Β' Διεύθυνσης Επιστημονικών Μελετών, τμήμα Νομοτεχνικής Επεξεργασίας σχεδίων και προτάσεων νόμων, της Βουλής των Ελλήνων.
154. *Stock price manipulation, Market Microstructure and Assymmetric Information*, Allen F. και Gordon G., European Economic Review 36, 624-630, 1992.
155. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels 15-2-2001.
156. Αποτελέσματα ημερίδας με θέμα : "Πρόσφατες εξελίξεις σε θέματα Κεφαλαιαγοράς", Θεσσαλονίκη 7/5/2007, Επ. Κεφαλαιαγοράς – ΣΒΒΕ. (2^η Ενότητα για την Διαφάνεια κα την Κατάχρηση Αγοράς). *Η Ευρωπαϊκή Ενιαία Αγορά Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών – Οι τελευταίες εξελίξεις στον τομέα της Κεφαλαιαγοράς και οι νέες πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, Π. Αλεξάκης, 23/6/2004, άρθρο στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών. (<http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/Eυρωπαϊκή%20ενιαία%20αγορά-FINAL.pdf>)

Νομολογία

157. Απ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14-11-2000 (ΦΕΚ Β' 1487) «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδομένων με αυτές προσώπων».
158. Π.Δ. 50/1992, (ΦΕΚ Α' 22) «Για την αμοιβαία αναγνώριση του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται για την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 87/345/ΕΟΚ».
159. Π.Δ. 51/1992, (ΦΕΚ Α' 22) «Για τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται κατά την απόκτηση και την εκχώρηση σημαντικής συμμετοχής σε εταιρία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 88/627/ΕΟΚ».
160. Π.Δ. 52/1992, (ΦΕΚ Α' 22) «Καθορισμός των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/298/ΕΟΚ».

161. Π.Δ. 53/1992, (ΦΕΚ Α' 22) «Για τις πράξεις προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών σε συμμόρφωση προς την οδηγία 89/592/ΕΟΚ (IDD)».
162. Νόμος 3340/2005 (ΦΕΚ 112Α' 10/5/2005), «Για την προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς».
163. Νόμος 2396/1996 (ΦΕΚ 73Α') για τις «Επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των ΕΠΕΥ και των πιστωτικών ιδρυμάτων και άυλες μετοχές».
164. Νόμος 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών».
165. Νόμος 1806/1988 (ΦΕΚ Α' 207) περί "Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις".
166. Νόμος 1969/1991 (ΦΕΚ 167Α') «Εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης της Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις».
167. Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/204/14-11-2000 (ΦΕΚ Β' 1487/16-12-2000), «Κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισαγάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων» (και η τροποποιημένη της απόφαση της ΕΚ 3/348/19-7-2005).
168. Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/347/12-07-2005, «Ενδείξεις Χειραγώγησης της Αγοράς».
169. Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2/347/12-07-2005, «Υποχρεώσεις των προσώπων που διαμεσολαβούν κατ' επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών σχετικά με την πρόληψη περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς».
170. Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 3/347/12-07-2005, «Υποχρεώσεις των εκδοτών για την δημοσιοποίηση προνομιακών πληροφοριών».
171. Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 4/347/12-07-2005, «Υποχρεώσεις των προσώπων που εκπονούν ή διαδίδουν αναλύσεις».
172. Αποφ. Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 5/347/12-07-2005, «Ενδείξεις χειραγώγησης της αγοράς. Προσαρμογή του κανονιστικού πλαισίου προς τα αρ. 4 και 5 της Οδηγίας 2003/124/ΕΚ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (L339/70/24-12-2003)».
173. Σχέδιο Νόμου «Για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις», (υπό διαβούλευση), 22-5-06, Κεφάλαιο ΙΙ - Διαφάνεια και ακεραιότητα της αγοράς, αρ. 44-51.
174. Αποφάσεις Ε.Κ. : 1/195/19-7-2000, 2/258/5-12-2002, και ο ν. 3461/06 ΦΕΚ Α' 106/30-5-06 για την «Δημόσια Πρόταση Αγοράς κινητών αξιών», κυρίως άρθρα 5 και 7.

Ενημερωτικά Δελτία

175. Δελτία Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 2002-2007.
176. Δελτία Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Απρίλιος 2008-2016.
177. Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 2000 - 2016.
178. Διακήρυξη Ανοικτού Διαγωνισμού για το έργο : «Ολοκληρωμένο Σύστημα Πληροφορικής της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς», σελ. 108-115, απαιτήσεις και περιγραφές της ΕΚ από το πληροφοριακό σύστημα on-line εποπτείας και ελέγχου συναλλαγών. (Κεφ. D.4.5 έως D.4.11)
179. CESR Market Abuse Consultation, Feedback Statement, December 2000.
180. CESR Ref. 05-407/30-6-2005: Τελική Τεχνική Συμβουλή για τα πιθανά μέτρα της Οδηγίας περί Διαφάνειας.
181. CESR Ref. 05-290b/3-5-2005: Τεχνική Συμβουλή για τα πιθανά μέτρα υλοποίησης της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ για την αγορά των χρηματοοικονομικών προϊόντων (1ο και 2ο σκεπτικό τροποποιήσεων).
182. CESR Ref. 03-212c/3-9-2003: Συμβουλή για την 2η ομάδα των μέτρων υλοποίησης του Επιπέδου 2, της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς.
183. CESR Ref. 02-089d/8-1-2003: Συμβουλή για την 1η ομάδα των μέτρων υλοποίησης του Επιπέδου 2, της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς.
184. Ετήσια Στατιστικά Δελτία του Χ.Α.Α., 1990-2002.
185. "Market Watch, Market Division: Newsletter on Market Conduct Issues, Issue no 12 (special ed.), June 2005. Implementing the Market Abuse Directive-FSA interpretations", Financial Services Authority (FSA).

Διαδικτυακοί σύνδεσμοι και Ιστοσελίδες

186. www.hcmc.gr, Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ΝΠΔΔ
187. www.ase.gr, Χρηματιστήριο Αθηνών, Α.Ε.
188. www.cesr.eu, Επιτροπή C.E.S.R. (The Committee of European Securities Regulators)
189. www.parliament.gr, Ελληνικό Κοινοβούλιο (έκθεση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Υποθέσεων της Βουλής σχετικά με την εναρμονισμένη νομοθεσία για την κατάχρηση και χειραγώγηση της αγοράς).
190. europa.eu.int, Ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (άντληση νομολογίας, ανακοινώσεων τύπου, αποφάσεων και άλλων θεμάτων).
191. curia.europa.eu, Ευρετήριο Νομολογίας του Δ.Ε.Κ.
192. www.fsa.gov.uk, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Μ. Βρετανίας.
193. www.cob.fr, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Γαλλίας.
194. www.bawe.de, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Γερμανίας.
195. www.afm.nl, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ολλανδίας.
196. www.cnmv.es, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ισπανίας.

197. www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar05_06/Appendix9.pdf, Έκθεση της FSA του 2006, για ποινές κατάχρησης αγοράς (Enforcement Activities).
198. <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0603010000&sprache=1&filter=&ntick=0>, Δικαστικές περιπτώσεις από την Γερμανική Επιτροπή Κεφαλαιαγορές, στις ετήσιες εκθέσεις.
199. www.bis.org Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και Επιτροπή Βασιλείας.
200. www.bankofgreece.gr, Τράπεζα της Ελλάδος.
201. <https://srb.europa.eu/>, Ενιαίος μηχανισμός τραπεζικής εξυγίανσης
202. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.en.html>, Ενιαίος μηχανισμός τραπεζικής εποπτείας της ΕΚΤ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

BCBS, Basel Committee on Banking Supervision
BRRD, Bank Recovery and Resolution Directive (2014/59/EU)
CBOE, Chicago Board Options Exchange
CESAME, European Commission's Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert group
CESR/ESMA, Commission of European Securities Regulators/European Securities & Markets Authority
CRD IV, Capital Requirements Directive no. IV (2013/36/EU)
CRR, Capital Requirements Regulation (575/2013)
DGS, Deposit Guarantee Scheme
DGSD, Deposit Guarantee Schemes Directive
ECOFIN, Council of Economic and Finance Ministers
EBA, European Banking Authority
EBU, European Banking Union
ECB, European Central Bank
ECOFIN, Economic and Financial Affairs Council
ECON, Economic and Monetary Affairs Committee (European Parliament)
EDIRA, European Deposit Insurance and Resolution Authority
EEA, European Economic Area
EFSSF, European Financial Stability Facility
EMU, Economic and Monetary Union
EP, European Parliament
ESC, European Securities Committee
ESFS, European System of Financial Supervision
ESM, European Stability Mechanism
ESRB, European Systemic Risk Board
ETF, Exchange-Traded Fund
EU, European Union
FCA, Financial Conduct Authority
FISCO, European Commission's Clearing and Settlement Fiscal Compliance expert group
FSMA, Financial Services and Markets Act
FSAP, Financial Services Action Plan

FSB, Financial Stability Board
IDD, Insider Dealing Directive
IMAS, Integrated Monitoring and Surveillance System
IOSCO, International Organization of Securities Commissions
ISD, Investment Services Directive
MAD, Market Abuse Directive
MIFID I, Markets in Financial Instruments Directive no. I (2004/39/EC)
MIFID II, Markets in Financial Instruments Directive no. II (2014/65/EU)
MoU, Memorandum of Understanding
NCA, National Competent Authority
NRA, National Resolution Authority
OJ, Official Journal of the European Union
OTC, Over The Counter
SRF, Single Resolution Fund
SRM, Single Resolution Mechanism
SRMR, Single Resolution Mechanism Regulation
SSM, Single Supervisory Mechanism
SSMR, Single Supervisory Mechanism Regulation
TEU, Treaty on European Union
TFEU, Treaty on the Functioning of the European Union
UCITS, Undertakings for Collective Investment In Transferable Securities

ΑΙΜ, Αγορά Ιδίων Μετοχών
ΕΒ, Επιτροπή Βασιλείας
Ε.Ε., Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕΕ, Επιτροπή Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΕΚ, Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΕΚΤ, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
Επ. Κεφ., Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΜΟΔ, Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης
ΜΜ, Μικρο-μεσαίες (επιχειρήσεις)
ΟΚΕ, Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή
ΠΜΔ, Πολυμελής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ΣΕΕΣ, Συστήματα Εποπείας και Ελέγχου Συναλλαγών
ΧΠ, Χρηματοοικονομικά Προϊόντα (Μέσα)
ΧΣ, Χρηματοοικονομικό / χρηματοπιστωτικό σύστημα

ΠΙΝΑΚΕΣ - ΕΙΚΟΝΕΣ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

<i>Υπερ-εποπτική αρχή και οι σχέσεις της με τα διεθνή κέντρα.....</i>	<i>107</i>
<i>Πίνακας 1 (Giouannini Barriers).....</i>	<i>115</i>
<i>Ροή εντολών σε τεχνικό επίπεδο στο σημερινό ρυθμιστικό πλαίσιο.....</i>	<i>126</i>
<i>Ροή εντολών σε τεχνικό επίπεδο στο Ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο.....</i>	<i>131</i>
<i>Επίπεδα εποπτείας του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου.....</i>	<i>141</i>
<i>Γράφημα 1 (εργασιακές αλλαγές και ανεργία στην Ευρώπη των 12-eurozone, προ κρίσης).....</i>	<i>178</i>
<i>Γράφημα 2 (εργασιακές αλλαγές & ανεργία στην Ευρώπη των 12-eurozone, μετά την κρίση)..</i>	<i>178</i>
<i>Γράφημα 3 : Σύνθετοι δείκτες χρηματ/κής ολοκλήρωσης βασισμένοι στις τιμές και στις ποσότητες. Ενοποίηση και “απο-ενοποίηση”.....</i>	<i>185</i>
<i>Γράφημα 4 : Διασπορά μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης των κυβερνητικών ομολόγων και οι αποδόσεις των μη χρηματοδ/μενων εταιρικών ομολόγων. Ενοποίηση και “απο-ενοποίηση”.....</i>	<i>185</i>

ΔΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ

	C	Securitization, 16
CDS, 20		Sharia'a, 130
Commodity futures and options, 178		Sovereign Wealth Funds, 18
CRAs, 135		Stagnation, 166
	D	Strike price, 177
Disintermediation, 16		
	E	A
EMIR, 113		<i>Acquis Communautaire</i> , 6
ESMA, 135		Αλεξάκης, 199, 201
European Market Infrastructure Regulation, 64		E
	G	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, 6, 202, 204
Global Joint Cooperarive Teams, 135		Ευρωζώνη, 80
Goodhart, 46		K
	I	Κεκτημένο, 6
Ingves, 44		Π
Institutionalization, 17		Παγκόσμια Εποπτική Αρχή, 135
Investment Services Directive, 204		T
ISDA, 20		Τέλεια αγορά, 59, 79, 98
	M	Τραπεζικής Επιτροπής Εποπτείας της Βασιλείας, 81
MAD, 204		Τσούκαλης, 197
MiFID, 66, 67		X
	R	Χρηματοοικονομικό, 204
Regulatory arbitrage, 15		Χρηματοπιστωτικά μέσα, 59
	S	
Schoenmaker, 46		

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

(Η σελίδα αυτή είναι σκοπίμως κενή, προς εισαγωγή σημειώσεων και σχολίων)