



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

Μεταδιδακτορική Έρευνα

**Η ΕΞΑΛΕΙΨΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ
ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΜΙΑΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ
ΥΠΕΡΕΘΝΙΚΗΣ
ΑΡΧΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**

Επιβλέπων :

Καθηγητής κ. Ιωάννης Τζιώνας,
Τμήμα Βαλκανικών, Σλαβικών και Ανατολικών Σπουδών
Σχολή Οικονομικών και Περιφερειακών Σπουδών
Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Μεταδιδάκτορας - Ερευνητής :

Δρ. Αθανάσιος Παναγόπουλος

*Αφιερώνεται στην παγκόσμια χρηματοοικονομική
κοινότητα, με στόχο ένα σταθερότερο διεθνές
οικονομικό περιβάλλον, ιδιαίτερα στις εργασιακές σχέσεις*

Copyright © Αθανάσιος Γ. Παναγόπουλος, 2023
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Βάσει της απόφασης 25/24-6-2021 της Γενικής Συνέλευσης του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, της πρόσκλησης που δημοσιεύτηκε την 19/4/2021 στην ιστοσελίδα του Πανεπιστημίου Μακεδονίας και της απόφασης 6420 της Συγκλήτου του Πανεπιστημίου Μακεδονίας που αφορά τον Κανονισμό Εκπόνησης Μεταδιδακτορικής Έρευνας στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας (ΦΕΚ 3117 τ. Β', 5/8/2019). Η έγκριση της Μεταδιδακτορικής Έρευνας από την Γενική Συνέλευση του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.

Δήλωση αυθεντικότητας μεταδιδακτορικής έρευνας

Η Μεταδιδακτορική αυτή έρευνα υποβάλλεται στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας και 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 Μεταδιδακτορική έρευνα 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 έρευνας, με συγκεκριμένη αναφορά τόσο στις υποσημειώσεις, όσο και στη γενική βιβλιογραφία.

Ο Δηλών



Αθανάσιος Γ. Παναγόπουλος

Περίληψη

Η παρούσα ερευνητική προσπάθεια, εστιάζεται στο εάν και κατά πόσο υπάρχει δυνατότητα εφόσον τεθεί ένα ενιαίο πλαίσιο κανονισμών που θα ρυθμίζει σε παγκόσμια κλίμακα όλα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα σε συνάρτηση με όλους τους παράγοντες της αγοράς, να δημιουργηθεί μια Ενιαία Παγκόσμια Αρχή, με συγκεκριμένη δομή και εκχωρηθείσες δυνατότητες από εθνικές και υπερεθνικές αρχές. Θα προταθεί μια δομή διαφόρων επιπέδων λειτουργίας και ελέγχων, που θα συγκεράσει τις λειτουργίες των Δυτικών χρηματοπιστωτικών αγορών καθώς και των αγορών του Ισλαμικού Δικαίου. Θα αναφέρεται ο τρόπος λειτουργίας, έκδοσης αποφάσεων και ρυθμιστικών κειμένων, επιμέτρησης παγκόσμιου κινδύνου, επικοινωνίας με τους Διεθνείς φορείς, έκδοσης κειμένων διαβούλευσης, αναφορών και εποπτείας. Θα αναφέρονται οι επιπτώσεις από στις διεθνείς οικονομικές πολιτικές και την αποφυγή των οικονομικών διαταραχών, θέματα προσωπικών δεδομένων, καθώς και τα πλεονεκτήματα-μειονεκτήματα.

Στα αποτελέσματα της έρευνας, θα δοθεί το κατά πόσο τελικά θα συνδράμει η δημιουργία μιας Ενιαίας Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής, σε μια θεωρητική ενοποιημένη αγορά (Δευτερογενής και Τραπεζική).

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

Επιστημονικό πεδίο : Κοινωνικές επιστήμες, Οικονομικά και Διοίκηση Επιχειρήσεων

Λέξεις κλειδιά : Παγκόσμια εποπτική αρχή, ρυθμιστικές αρχές, οικονομικές πολιτικές, κανονισμοί-οδηγίες, μεταβίβαση αρμοδιοτήτων, ισλαμικό δίκαιο, χρηματοπιστωτικές αγορές, χρηματοοικονομικά προϊόντα, κατάχρηση αγοράς, συστημικός κίνδυνος.

Abstract

The present postdoctoral research effort is focused on whether and to what extent there is a possibility, if a single framework of regulations is set that will regulate all financial products globally in relation to all market players, to create a Single Global Authority, with a specific structure and capabilities conferred by national and supranational authorities.

A structure of different levels of operation and controls will be proposed, combining the functions of Western financial markets as well as Islamic law markets. The mode of operation, issuance of decisions and regulatory texts, global risk measurement, communication with international bodies, issuance of consultation texts, reports and supervision will be mentioned. The implications of international economic policies and the avoidance of financial disturbances, personal data issues, and pros and cons will be reported.

The results of the research will show whether the creation of a Single Global Supervisory Authority will ultimately contribute to a theoretically unified market (Secondary and Banking).

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

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

Keywords: Global Supervising Authority, Regulation Authorities,, Economic policies, Regulations-Directives, Islamic Law, transfer of competences, Financial markets, Financial instruments, Market abuse, systemic risk.

Περιεχόμενα

Δήλωση αυθεντικότητας μεταδιδακτορικής έρευνας.....	3
Περίληψη.....	4
Abstract.....	5
Περιεχόμενα	6
Πρόλογος-Ευχαριστίες.....	7
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
2. ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ.....	11
3. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	12
4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	16
5. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΟΜΗΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΕΠΟΠΤΙΚΗΣ ΑΡΧΗΣ. 18	
5.1 ΑΡΧΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ Π.Ε.Α.	18
5.2 ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ ΜΕ ΤΟΥΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	22
5.3 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΠΙΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	27
5.4 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΤΗΣ Π.Ε.Α. ΕΞΑΛΕΙΨΗΣ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ	29
5.5 ΟΙ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟ ΕΝΟΣ ΙΣΟΡΡΟΠΗΜΕΝΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ. ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΘΕΣΜΙΚΟΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ.....	38
5.6 ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΕΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΕΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ	50
5.7 Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	53
5.8 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΔΟΜΗ ΤΗΣ Π.Ε.Α.	55
6. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΙΔΡΥΣΗ ΤΗΣ Π.Ε.Α. ..	64
7. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΜΗ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ. ΠΕΔΙΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΡΟΛΟΙ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ.....	67
7.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΟ ΕΝΙΑΙΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΟΥ ΕΠΟΙΠΤΕΥΕΙ Η Π.Ε.Α.....	67
7.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ ΣΤΙΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.	67
7.3 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΓΟΡΩΝ. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗΣ ΘΕΩΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ.....	69
7.4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΣΤΟ ΕΝΙΑΙΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΕΘΝΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ.	71
8. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΣΧΕΣΕΙΣ	76
9. Η Π.Ε.Α. ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΒΙΩΣΙΜΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΥ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΥ (SOCIAL INVESTMENT IMPACT, SII)	81
10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΠΕΔΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	86
10.1 ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ	86
10.2 ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΡΓΑΣΙΑΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ Π.Ε.Α.....	89
10.3 ΣΥΝΟΠΤΙΚΟ ΕΠΙΔΙΩΚΟΜΕΝΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΤΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΔΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	90
11. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	92
12. ΠΙΝΑΚΕΣ - ΕΙΚΟΝΕΣ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ.....	94

Πρόλογος-Ευχαριστίες

Η καινοτομία της παρούσης μεταδιδακτορικής έρευνας, έγκειται στα επιδιωκόμενα αποτελέσματα και τις προτάσεις για την θεσμική ίδρυση, λειτουργία και τον εποπτικό ρόλο μιας Παγκόσμιας Ενιαίας Ρυθμιστικής Αρχής, όλων των χρηματοοικονομικών προϊόντων, που θα βασίζεται σε ένα θεωρητικό μοντέλο (πλαίσιο) ενοποιημένων και ρυθμισμένων αγορών που λαμβάνει υπόψη τις υπάρχουσες οικονομικές πολιτικές. Το υπόψη πλαίσιο που έχει ήδη αποδειχθεί από την Διεθνή Βιβλιογραφία, ότι υφίσταται και έχουν μέσω αυτού προταθεί 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. Συνεπώς η δημιουργία και ο ρόλος της Αρχής αυτής, είναι σημαντικός όσον αφορά την ρεαλιστική εφαρμογή και υλοποίησης του Παγκόσμιου και Ενιαίου Ρυθμιστικού Πλαισίου.

Η σχέση της Αρχής με τα Διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα, η παροχή συμβουλευτικών οδηγιών, η ισορροπία των παγκόσμιων συστημάτων (Ισλαμικού Δικαίου και Δυτικού χρηματοοικονομικού συστήματος), η ενσωμάτωση ρυθμισμένων και μη οντοτήτων (πχ δευτερογενών αγορών, διατραπεζικής αγοράς, dark pools, κλπ), θέματα προσωπικών δεδομένων, εκχωρήσεις αρμοδιοτήτων προς την Αρχή, συστήματα επιμέτρησης συστημικών κινδύνων, αλλά και η παραγωγή πολιτικών, είναι τα θέματα που θα αναπτυχθούν, ώστε να καταλήξουμε σε συμπεράσματα. Έτσι, θα είμαστε εγγύτερα στην δημιουργία ενός παγκόσμιου ρυθμιστικού πλαισίου των χρημ/κών προϊόντων, και όχι απλά στην θεωρητική του διάσταση.

Η παρούσα ερευνητική προσπάθεια, έγινε αρχικά με την καθοδήγηση του αείμνηστου Καθηγητή κ. Θωμά Χατζηγάγιου, του τμήματος Λογιστικής και Χρηματ/κής του Παν/μίου Μακεδονίας, ο οποίος με αμέριστη συμπαράσταση και πίστη στις ερευνητικές μου ικανότητες, στεκόταν πάντα αρωγός, στην από δεκαετίας ακαδημαϊκή μας συνεργασία και στον οποίο οφείλω ένα μεγάλο 'Ευχαριστώ'. Επιπρόσθετα, στην συνέχιση της επίβλεψης της παρούσας έρευνας, οφείλονται θερμές ευχαριστίες στον αξιότιμο Καθηγητή του τμήματος Βαλκανικών, Σλαβικών

και Ανατολικών Σπουδών του Παν/μίου Μακεδονίας, κ. Ιωάννη Τζιώνα, του οποίου η κατανόηση, η συνεισφορά, η συμπαράσταση και η αρωγή, κατέστησαν δυνατή την ολοκλήρωση της, επιδεικνύοντας με την επιστημοσύνη του, την εμπιστοσύνη στο πρόσωπο μου.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Βασικό αντικείμενο έρευνας και στόχος είναι η κάλυψη στην Διεθνή Βιβλιογραφία του κενού πλήρους αναφοράς σε μια παγκόσμια ρυθμιστική και εποπτική αρχή, όλων των χρηματοοικονομικών προϊόντων, ώστε και θα βρεθούμε ακόμα ένα βήμα πιο κοντά στην υλοποίηση όλης αυτής της θεωρητικής προσέγγισης, δηλ. στην δημιουργία ενός Παγκόσμιου Ενιαίου και Ρυθμισμένου Πλαισίου αγορών (Δυτικού χρηματ/κού συστήματος και χρηματ/κών κέντρων υποκείμενων στο Ισλαμικό Δίκαιο), που έχει η Βιβλιογραφία δείξει ότι υφίσταται η αναγκαιότητα δημιουργίας της (βλ. και την Διδακτορική Διατριβή στην Βιβλιογραφία) ιδιαίτερα υπό την ενοποίηση των 2 μεγάλων συνιστωσών της : την Δευτερογενή και την διμερώς διαπραγματευόμενη αγορά των τραπεζικών προϊόντων). Η αποστολή της Αρχής, έγκειται στον έλεγχο των παγκόσμιων στρεβλώσεων των αγορών (πχ. κατάχρηση αγοράς). Επιπρόσθετοι στόχοι μέσα από την έρευνα είναι οι πολιτικές που θα απορρέουν (δηλ. να περιγραφούν ρεαλιστικά) και οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις της.

Ενώ οι μακροπροληπτικές ιδέες έχουν υιοθετηθεί ευρέως, τα μέσα πολιτικής που χρησιμοποιούνται για την υλοποίησή τους τυπικά περιστρέφονται πιο στενά γύρω από την παρακολούθηση του κινδύνου από διακριτές «συστημικά σημαντικές» οντότητες. Αυτή η επιχειρησιακή εστίαση στις μεμονωμένες οντότητες παραμερίζει τις πιο ριζικές επιπτώσεις της μακροπροληπτικής θεωρίας σχετικά με τις πλάνες της σύνθεσης, τη θεμελιώδη αβεβαιότητα και τον δημόσιο έλεγχο των χρηματοοικονομικών. Εξηγούμε αυτήν την ένταση χρησιμοποιώντας μια αποδοτική κατανόηση του κινδύνου ως κοινωνικο-τεχνικής κατασκευής και επεξηγούμε τη βασική δυναμική του μέσα από μελέτες περιπτώσεων για τη διακυβέρνηση συστημικού κινδύνου στο Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB) και στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ ή Ταμείο). Με βάση τις επίσημες εκθέσεις, τα έγγραφα διαβούλευσης και τις αρχειακές πηγές, υποστηρίζουμε ότι οι ερμηνείες του FSB και του ΔΝΤ για τον συστημικό κίνδυνο σε μετρήσιμο και αποδοτέο αντικείμενο έχουν υπονομεύσει το μετασχηματιστικό δυναμικό της μακροπροληπτικής ατζέντας. Οι δύο περιπτώσεις απεικονίζουν πώς οι πρακτικές ποσοτικοποίησης μπορούν να κάνουν τον συστημικό κίνδυνο φαινομενικά πιο διαχειρίσιμο αλλά τελικά πιο άπιαστο.

Πάραυτα αν η μακροπροληπτική (macroprudential) ατζέντα εφαρμοστεί από μια παγκόσμια και ανεξάρτητη αρχή με συγκεκριμένες εκχωρημένες αρμοδιότητες, θα διαθέτει άλλη δυναμική.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση επέστησε για άλλη μια φορά την προσοχή στον αντίκτυπο των διαμορφωτικών γεγονότων στην ανάδειξη των πολιτικών ιδεών και στο σχεδιασμό των πολιτικών θεσμών (Moschella 2010, Broome et al. 2012, Blyth 2013, Widmaier 2016). Οι κοινωνικοί κονστρουκτιβιστές ήταν στην πρώτη γραμμή αυτών των συζητήσεων, τονίζοντας πώς συγκρούστηκαν νέα και παλιά σύνολα ιδεών. Ανάλογα με τις ικανότητες πλαισίωσης των κορυφαίων πολιτικών παραγόντων, οι κατασκευές ενός γεγονότος ως «κρίσης» μπορούν να ανατρέψουν ή να εδραιώσουν το status quo (Boin et al. 2009). Στην τρέχουσα συγκυρία, οι νεοφιλελεύθερες πολιτικές εξακολουθούν να συγκεντρώνουν σημαντική πολιτική υποστήριξη (Mirowski 2013, Gamble 2014, Matthijs 2016), αν και οι «μεγαλύτεροι και βαθύτεροι μετασχηματισμοί» ενδέχεται να υλοποιηθούν από «αυξητικές αλλαγές» (Moschella and Tsingou 2013b, p. 3). Ένας τέτοιος μακροπρόθεσμος μετασχηματισμός θα μπορούσε, για παράδειγμα, να προέλθει από τις πρόσφατες εκλογικές επιτυχίες μιας ποικιλίας κοινοτικών κινήσεων με εθνικιστικές φιλοδοξίες σε πολλές φιλελεύθερες δημοκρατίες.

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.

Η προστασία των προσωπικών δεδομένων ιδιαίτερα των επενδυτών, που έχει εδραιωθεί με την Κοινοτική Οδηγία GDPR, είναι πολύ σημαντικό να ενσωματωθεί και στις διαδικασίες της παγκόσμιας ρυθμιστικής και εποπτικής αρχή, όλων των χρηματοοικονομικών προϊόντων.

2. ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

Τα πεδία έρευνας αναφέρονται συνοπτικά ως εξής : Η σχέση της Αρχής με τα Διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα, η παροχή συμβουλευτικών οδηγιών, η ισορροπία των παγκόσμιων συστημάτων, η ενσωμάτωση ρυθμισμένων και μη οντοτήτων (πχ δευτερογενών αγορών, διατραπεζικής αγοράς, dark pools, κλπ), θέματα προσωπικών δεδομένων, εκχωρήσεις αρμοδιοτήτων προς την Αρχή, συστήματα επιμέτρησης συστημικών κινδύνων, αλλά και η παραγωγή πολιτικών, είναι τα θέματα που θα ερευνηθούν. Επίσης θα ερευνηθεί το εάν μπορεί η προτεινόμενη δομή και λειτουργία της Αρχής, να εποπτεύσει αποτελεσματικά για θέματα στρέβλωσης αγοράς (πχ κατάχρηση αγοράς), μια ενιαία αγορά διαπραγμάτευσης χρημ/κών προϊόντων (τραπεζική και δευτερογενής).

Η δομή της εργασίας είναι η ακόλουθη : στο πρώτο και δεύτερο κεφάλαιο δίνεται μια εισαγωγική προσέγγιση για την δυναμική εφαρμογής της μακροπροληπτικής εποπτείας των χρηματοοικονομικών αγορών από μια παγκόσμια αρχή για την αντιμετώπιση των κρίσεων αλλά και σε ποια πεδία εστιάζεται η εποπτεία της, ως πεδία έρευνας. Στην συνέχεια (3^ο κεφ.) παρουσιάζεται μια ανασκόπηση και τα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας, καθώς και ο τρόπος προσέγγισης της ερευνητικής διαδικασίας (4^ο κεφ.). Στο πέμπτο κεφάλαιο περιγράφεται η δομή και η λειτουργία της Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής (ΠΕΑ) με σκοπό την εξάλειψη των συστημικών κινδύνων. Στην συνέχεια (6^ο κεφ.) αναφέρονται τα πλεονεκτήματα αλλά και οι δυσκολίες και οι προκλήσεις από την εγκαθίδρυση της ΠΕΑ, καθώς και οι επιπτώσεις της στις διεθνείς αγορές (7^ο κεφ.). Στο όγδοο κεφάλαιο αναφέρονται οι επιπτώσεις στις Διεθνείς εργασιακές πολιτικές. Μια σημαντική αναφορά παρουσιάζεται στο ένατο κεφάλαιο για την χρήση από την ΠΕΑ βιώσιμων χρηματοδοτικών εργαλείων σε σχέση με την επένδυση κοινωνικού αντίκτυπου. Η ερευνητική προσπάθεια θα καταλήξει (10^ο κεφ.) με τα εξαγόμενα συμπεράσματα, τα περαιτέρω πεδία έρευνας, καθώς και με αναφορά σε σχετική βιβλιογραφία.

3. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει αναζωπυρώσει τις συζητήσεις για τη σύγχρονη πολιτική και οικονομική τάξη. Ενώ έχει προκύψει μια σχετική συναίνεση για τη συνεχιζόμενη υπεροχή του νεοφιλελευθερισμού (Schmidt and Thatcher 2013, Kaya and Herrera 2015), η κριτική επιτροπή εξακολουθεί να μην γνωρίζει εάν η κρίση έχει αναδιαμορφώσει την οικονομική διακυβέρνηση (Moschella and Tsingou 2013a, Helleiner 2014). Σε αυτόν τον τομέα, οι μακροπροληπτικές ιδέες, που κατανοούν τον κίνδυνο ως ιδιότητα σε επίπεδο συστήματος, έχουν αυξηθεί.

Οι υποστηρικτές των μακροπροληπτικών πολιτικών υποστηρίζουν ότι η μικροπροληπτική εποπτεία από μόνη της δεν μπορεί να εγγυηθεί τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα επειδή ο «συστημικός κίνδυνος» δεν μπορεί να αποδοθεί σε μεμονωμένα ιδρύματα (Crockett 2000, Clement 2010). Ορισμένοι υποστηρίζουν βαθύτερη θεσμική αλλαγή για τον περιορισμό της ισχύος της χρηματοδότησης, αντί απλώς να μετριάσουν τις αρνητικές επιπτώσεις της (Turner 2011, Lothian 2012).

Η μακροπροληπτική θεωρία αποκρυσταλλώθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 2000, όταν οικονομολόγοι της Τράπεζας για Διεθνείς Διακανονισμούς (BIS), ενός διεθνούς οργανισμού (IO) που αποτελείται από εθνικές κεντρικές τράπεζες, χάραξαν νέες κανονιστικές αρχές. Μετά την κρίση, οι προτάσεις τους ενημέρωσαν νέες μορφές ρυθμιστικής σκέψης εντός και εκτός του BIS (Baker 2013). Κατά συνέπεια, η πρόσφατη ερευνητική σκέψη έχει προσανατολίσει το βαθμό της μακροπροληπτικής θεσμοθέτησης εντός μεμονωμένων πολιτικών (Goodhart 2015, Baker 2017, pp. 4–6, Lombardi and Moschella 2017, Thiemann 2018).

Ενώ η εφαρμογή έχει ξεκινήσει σε εγχώριο επίπεδο, τα πρότυπα και οι κατευθυντήριες γραμμές για τη χάραξη μακροπροληπτικής πολιτικής συνέχισαν να βελτιώνονται σε διεθνές επίπεδο. Σε αυτό το πλαίσιο, αυτό το άρθρο εξετάζει τη συνολική διακυβέρνηση του συστήματος μετά την κρίση μέσω συστημάτων περίπτωσης του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ ή Ταμείο). Λόγω των εντολών τους και της τακτικής αναφοράς τους στην G20, αυτοί οι δύο Διεθνείς Οργανισμοί αποτελούν

«πιθανότητα» παράγοντες για την παροχή της συστημικής προοπτικής για τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που συνεπάγεται η μακροπροληπτική θεωρία. Πράγματι, σε απάντηση της κρίσης, η G20 (2009, pp. 17, 24) ανέθεσε και στους δύο οργανισμούς πρόσθετες ευθύνες επιτήρησης στο πλαίσιο της κοινής άσκησης έγκαιρης προειδοποίησης IMF-FSB (EWE) και της πρωτοβουλίας G20 Data Gaps.

Εντούτοις, υποστηρίζουμε ότι παρά την αυξανόμενη χρήση της μακροπροληπτικής ορολογίας, το FSB και το ΔΝΤ έχουν λειτουργήσει στενά τον συστημικό κίνδυνο - δηλαδή, με ελάχιστη προσοχή στην ευρύτερη σχέση μεταξύ χρηματοδότησης και κοινωνίας. Αυτό το αποτέλεσμα προέκυψε κυρίως από τις προσπάθειές τους να ποσοτικοποιήσουν τον συστημικό κίνδυνο και να προσδιορίσουν ορισμένες οντότητες - χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αγορές, αντίστοιχα - ως ξεχωριστές θέσεις αυτού του κινδύνου. Οι πρακτικές μέτρησης στο FSB και στο ΔΝΤ επιτείνουν έτσι την έλλειψη «κοινωνικού σκοπού» στην υλοποίηση των κατά τα άλλα προοδευτικών μακροπροληπτικών ιδεών μετά την κρίση (Baker 2018). Η ανάλυσή μας συνδέει τις πρόσφατες εργασίες για τη δημοσιονομική ρύθμιση με την υποτροφία σχετικά με τον διαμορφωτικό ρόλο των ΔΟ στην παγκόσμια διακυβέρνηση: σε μια εποχή που το τι σημαίνει «μακροπροληπτικό» δεν έχει ακόμη διευθετηθεί (Haldane 2013), τόσο ισχυροί ΔΟ όπως το FSB και το ΔΝΤ καθιερώνουν κυρίαρχες ερμηνείες που περιορίζουν το πεδίο για τη δημοσιονομική μεταρρύθμιση.

Για να αναπτύξουμε αυτό το επιχειρήμα, ασχολούμαστε με τη βιβλιογραφία για την απόδοση, η οποία προήλθε από την οικονομική κοινωνιολογία, καθώς και τις επιστήμες και τις τεχνολογικές μελέτες. Η *λειτουργικότητα* αναφέρεται γενικά στις επιδράσεις που ασκούν οι περιγραφές στον κοινωνικό κόσμο. Η ευρυμάθεια πολιτικής οικονομίας έχει χρησιμοποιήσει την ιδέα για να επεξηγήσει, μεταξύ άλλων, πώς η οικονομική θεωρία βοηθά στη δημιουργία αγορών και στη διατήρηση των πιο θεμελιωδών λειτουργιών τους (MacKenzie και Millo 2003, MacKenzie 2006). πώς συγκεκριμένα μοντέλα νομιμοποιούν ορισμένες πολιτικές και απονομιμοποιούν άλλες (Braun 2014, 2016, Lockwood 2015, Heimberger and Kapeller 2017) και πώς οι οικονομικές κρίσεις εκτρέφονται μέσω πρακτικών αποτίμησης και καθίστανται προσωρινά επιλύσιμες μέσω στοχευμένων αλλά μετρημένων παρεμβάσεων (Langley 2010, 2015, Stellinga and Mügge 2017). Βάσει του Michel Callon (1998, σελ. 4), λαμβάνουμε υπόψη την «υλική πραγματικότητα του υπολογισμού», η οποία υποδηλώνει ότι οι κοινωνικές κατασκευές αλληλεπιδρούν με τις τεχνικές υποδομές. Οι παρεμβατικές πρακτικές είναι ανεπαρκείς για να

αντιμετωπίσουν κινδύνους ως σταθερούς και ως εκ τούτου, διαχειρίσιμους στόχους. Η εστίαση στην λειτουργικότητα συμπληρώνει τις εποικοδομητικούς λογικές, υπογραμμίζοντας πώς οι αναδυόμενες μακροπροληπτικές ιδέες έχουν καλιναγωγηθεί από πρακτικές μέτρησης μικροπροληπτικών κινδύνων. Εάν εξετάζαμε αποκλειστικά τους λόγους μέσω των οποίων τέτοιες ιδέες έχουν διατυπωθεί στους δύο οργανισμούς μετά την κρίση, θα ήταν πιθανό να υπερεκτιμήσουμε τον βαθμό στον οποίο έχουν αλλάξει οι πρακτικές τους.

Η ενοποίηση των αγορών που θα συνεπικουρηθεί από την δημιουργία της ΠΕΑ, 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 εμπλεκομένων) που θα ρυθμίσουν το Θεμελιώδες Μοντέλο της Ενιαίας Ρυθμιστικής Αρχής (της ΠΕΑ) (Panagopoulos, 2019¹) 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.

¹ Panagopoulos, A. (2022), “The Establishment of a Global Authority and a Single Framework for the Financial Products. Labour Policies and Economic Challenges”, International Journal of Business Administration (IJBA), SciEdu Press, Vol. 13, No. 2, (March 2022)

Έχει επίσης επαρκώς μελετηθεί [Aizenman, 2009] (μέσω του Bayesian στατιστικού συμπεράσματος) το παράδοξο της προληπτικής υπο-ρύθμισης (prudential under-regulation) σε μια οικονομία η οποία υιοθετεί χρηματοοικονομικούς επανασχεδιασμούς, οι οποίοι όμως εκθέτουν την οικονομία σε μελλοντικές χρηματοοικονομικές κρίσεις². Οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ρυθμιστική αρχή επιδεινώνονται από την ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως στην περίπτωση όπου το κοινό δεν παρατηρεί τις ενέργειες της ρυθμιστικής αρχής. Υψηλότερες ρυθμιστικές ενέργειες και παρεμβάσεις, ενώ ουσιαστικά βοηθούν στο να αποφευχθεί μια κρίση, πιθανώς να εκληφθούν ως ένδειξη ότι το περιβάλλον είναι λιγότερο επικίνδυνο. Η άλλη πλευρά του 'ρυθμιστικού παράδοξου' είναι το ότι η κρίση έχοντας ως αποτέλεσμα μη αντιμετωπίσιμα υψηλά κόστη, πιθανώς να επιφέρει την υπερ-ρύθμιση και την στασιμότητα, καθόσον τα συμμετέχοντα μέρη τα οποία θα επιβαρυνθούν από τα κόστη της υπερ-ρύθμισης δεν αντιπροσωπεύονται επαρκώς στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων.

Μια προτεινόμενη ρυθμιστική δομή (συνεχίζει ο Aizenman), θα πρέπει να μετατοπίζει τον κίνδυνο της υπο- και υπερ-ρύθμιση, συμπεριλαμβάνοντας αναφορές με πληροφορίες και ανακοινώσεις, αυξημένη ανεξαρτησία του ρυθμιστικού φορέα από πολιτικές διαδικασίες και επιρροές, κεντροποιημένη λήψη αποφάσεων και διαδικασιών από τον φορέα, αυξημένη διαφάνεια και υιοθέτηση διεθνών προτύπων (standards) ελάχιστης προληπτικής ρύθμισης και πληροφοριακής ενημέρωσης, ενισχυμένα και από τις εθνικές ή υπερεθνικές ρυθμιστικές αρχές.

² Aizenman J., "Financial Crisis and the Paradox of the Under- and Over-Regulation", NBER Working Paper No. 15018, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, May 2009, pp. 1-22.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Η μεταδιδακτορική έρευνα, έχει σαν αφετηρία της, τις προτάσεις και το αποτέλεσμα, της ερευνητικής προσπάθειας της Διδακτορικής Διατριβής (βλ. Ενδεικτική Βιβλιογραφία, Παναγόπουλος, 2019) η οποία κατέληξε ότι η δημιουργία ενός παγκόσμιου ενιαίου και ρυθμισμένου πλαισίου εποπτείας όλων των προϊόντων, είναι τουλάχιστον θεωρητικά εφικτή και ότι συνεισφέρει (μέσω μια ομάδας οικονομικών και μη πολιτικών) στον έλεγχο της παγκόσμιας ρευστότητας και στην ικανοποιητική αντιμετώπιση συστημικών στρεβλώσεων (πχ κατάχρηση αγοράς, κλπ). Αυτό επιτυγχάνεται σε υψηλό επίπεδο με την δημιουργία μιας Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής που θα εφαρμόσει την λειτουργία του μοντέλου αυτού. Με την παρούσα έρευνα, θα επιχειρηθεί η εμβάθυνση για την δημιουργία και λειτουργία αυτής της αρχής, ως αναγκαία συνέχεια στη προσπάθεια της μελλοντικής ίδρυσης τέτοιας αρχής. Δηλ. ουσιαστικά, με την έρευνα αυτή, θα βρεθούμε ακόμα ένα βήμα πιο κοντά στην υλοποίηση όλης αυτής της θεωρητικής προσέγγισης.

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, και βάσει της διεθνούς βιβλιογραφίας θα μελετηθεί, 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. Θα 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. Στην συνέχεια, θα προταθεί μια δομή διαφόρων επιπέδων λειτουργίας και ελέγχων της Αρχής, που θα συγκεράσει τις λειτουργίες των Δυτικών χρηματοπιστωτικών αγορών καθώς και των αγορών του Ισλαμικού Δικαίου. Θα αναφερθεί ο τρόπος λειτουργίας, έκδοσης αποφάσεων και ρυθμιστικών κειμένων, επιμέτρησης παγκόσμιου κινδύνου, επικοινωνίας με τους Διεθνείς φορείς, έκδοσης

κειμένων διαβούλευσης, αναφορών και εποπτείας. Θα αναφέρονται οι επιπτώσεις από στις διεθνείς οικονομικές πολιτικές και την αποφυγή των οικονομικών διαταραχών, θέματα προσωπικών δεδομένων, καθώς και τα πλεονεκτήματα-μειονεκτήματα. Στα αποτελέσματα της έρευνας, θα δοθεί το κατά πόσο θα συνδράμει η δημιουργία μιας Ενιαίας Παγκόσμιας Εποπτικής Αρχής, σε μια θεωρητική ενοποιημένη αγορά (Δευτερογενής και Τραπεζική). Στο αυτό το μοντέλο της ενοποιημένης αγοράς διαπραγμάτευσης τίτλων, θα ελέγξουμε το πως περιχαρακώνονται στρεβλώσεις (πχ κατάχρηση αγοράς) από συγκεκριμένους παίκτες. Θα ερευνηθεί και η δυνατότητα ενσωμάτωσης και μη ρυθμισμένων οντοτήτων (πχ dark pools) και παικτών που δραστηριοποιούνται σε αυτές. Τέλος, θα εκτιμηθεί το εάν είμαστε πιο κοντά στην δημιουργία τέτοιας Αρχής, με εκχωρημένες δυνατότητες ή εάν οι πολιτικές αποφάσεις ισχυρών χρηματοοικονομικών κέντρων επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την ίδρυση της.

Η πρόκληση ουσιαστικά που αντιμετωπίζει σήμερα το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι είναι ο μετασχηματισμός της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής αρχιτεκτονικής ώστε να επιτρέψει να αναδυθούν *‘σημαντικά ισορροπημένες ρυθμιστικές παρεμβάσεις’*³, μετακυλύοντας την επιθυμία για *υπορρύθμιση* αλλά και αποτρέποντας την *υπερρύθμιση* μετά και τα αποτελέσματα της πρόσφατης οικονομικής κρίσης. Ο κίνδυνος του να μην αναδυθεί μια διεθνής εξισορροπιστική ρυθμιστική προσέγγιση (από έναν παγκόσμιο ρυθμιστικό φορέα), θα είναι το ότι οι χώρες που τελικά θα επηρεαστούν θα μειώσουν την χρηματοπιστωτική τους ενοποίηση, άλλες δεν θα επιφέρουν τις κατάλληλες ρυθμιστικές προσαρμογές με αποτέλεσμα την μείωση της οικονομικής τους ανάπτυξης και άλλες χώρες θα παραμείνουν εκτεθειμένες στον κίνδυνο της επανάληψης της τάσης προς έτερες κρίσεις στο μέλλον.

³ Στην διεθνή βιβλιογραφία συναντάται και με τον διεθνή όρο *‘Goldilocks regulations’* που ουσιαστικά αναφέρεται στην προσέγγιση όπου δεν υφίστανται ακραίες καταστάσεις ή μεγάλες αποκλίσεις από μια ενδιάμεση κατάσταση. Βλ. τον όρο *‘Goldilock economy’*, όπου δεν είναι ούτε σε υπερθέρμανση, ούτε σε ακινησία, ώστε να προκαλέσει ύφεση.

5. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΟΜΗΣ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΕΠΟΠΤΙΚΗΣ ΑΡΧΗΣ

5.1 ΑΡΧΕΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ Π.Ε.Α.

α) Λειτουργικές ρυθμίσεις

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 Hirshleifer⁴ 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.*

Έχει αποδειχθεί στην βιβλιογραφία⁵, 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

⁴ 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.

⁵ 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.

(outsiders) την σχετική πληροφόρηση⁶ [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 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 πληροφόρησης και ως εκ τούτου μπορεί να οδηγήσει πρακτικά σε θέματα κατάχρησης και χειραγώγησης. Σε τέτοια περιβάλλοντα (που υπολείπονται σφαιρικής ή και ενιαίας ρύθμισης) υποθάλπεται μέσω της ασύμμετρης πληροφόρησης 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.

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.

Εν τέλει, ο ήδη μεγάλος αριθμός αρμόδιων αρχών στα κράτη, με διαφορετικές εξουσίες, όπως έχει αναφερθεί, μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση

⁶ 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.

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 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 ειπωθεί 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 παραγών. 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 χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης που λαμβάνουν κακές αποφάσεις, πρέπει να επιτρέπεται να αποτύχουν.

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 αγοράς⁷, 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, EΙΟΡΑ, IMF, BCBS, IOSCO, World Bank, SEC. Ταυτόχρονα απαιτείται και μια ομάδα από Επιτροπές για ταχεία και στοχευμένη λήψη αποφάσεων, σε συγκεκριμένους τομείς.

β) Μεταβίβαση αρμοδιοτήτων

Σημαντικό επίσης θέμα είναι ο προτεινόμενος διαχωρισμός πλέον της ευθύνης παρακολούθησης των ρυθμίσεων 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

⁷ 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 διαπραγματεύσιμων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

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.

5.2 ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ ΜΕ ΤΟΥΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

1) Διεθνείς παράγοντες

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, EKT, 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).

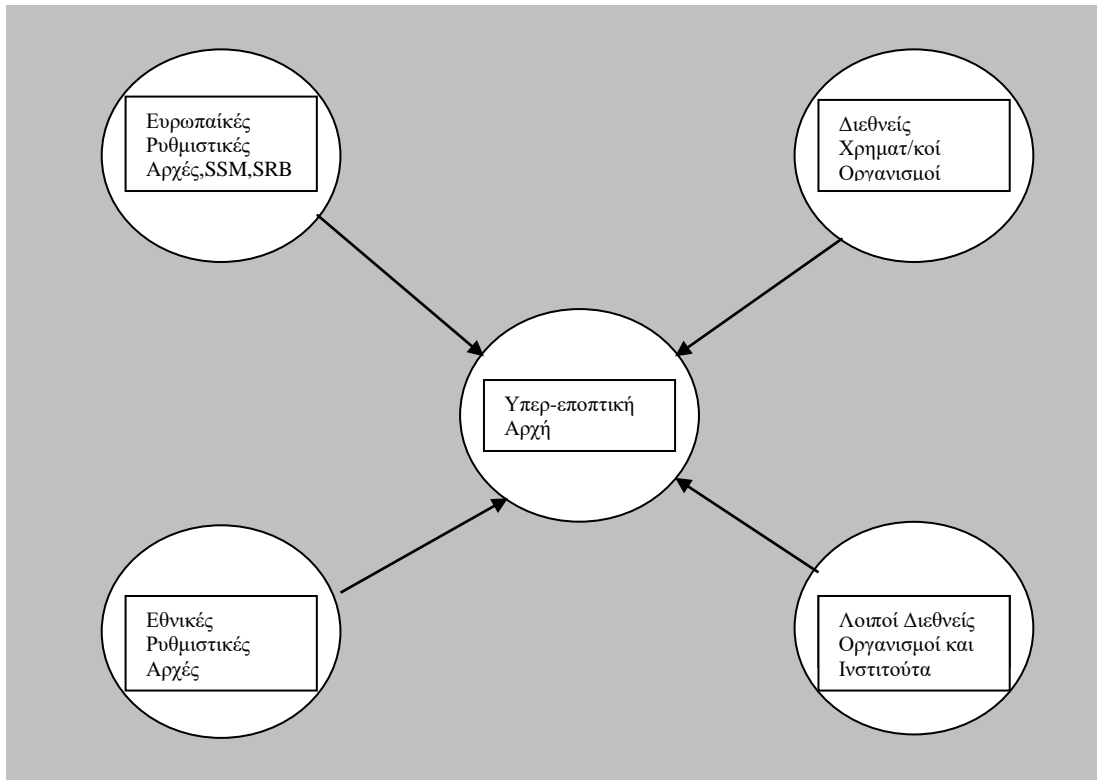
Σημαντικό σημείο για την εύρυθμη αλλά και την ουσιαστική λειτουργία της υπερ-εποπτικής αρχής, είναι η χρήση resources από τις εθνικές και υπερεθνικές αρχές. Συγκεκριμένα, οι ανταλλαγές πληροφοριών μεταξύ τους, η πρόσβαση σε πληροφοριακά συστήματα και βάσεις δεδομένων των λοιπών αρχών από την ΠΕΑ, η συμμετοχή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

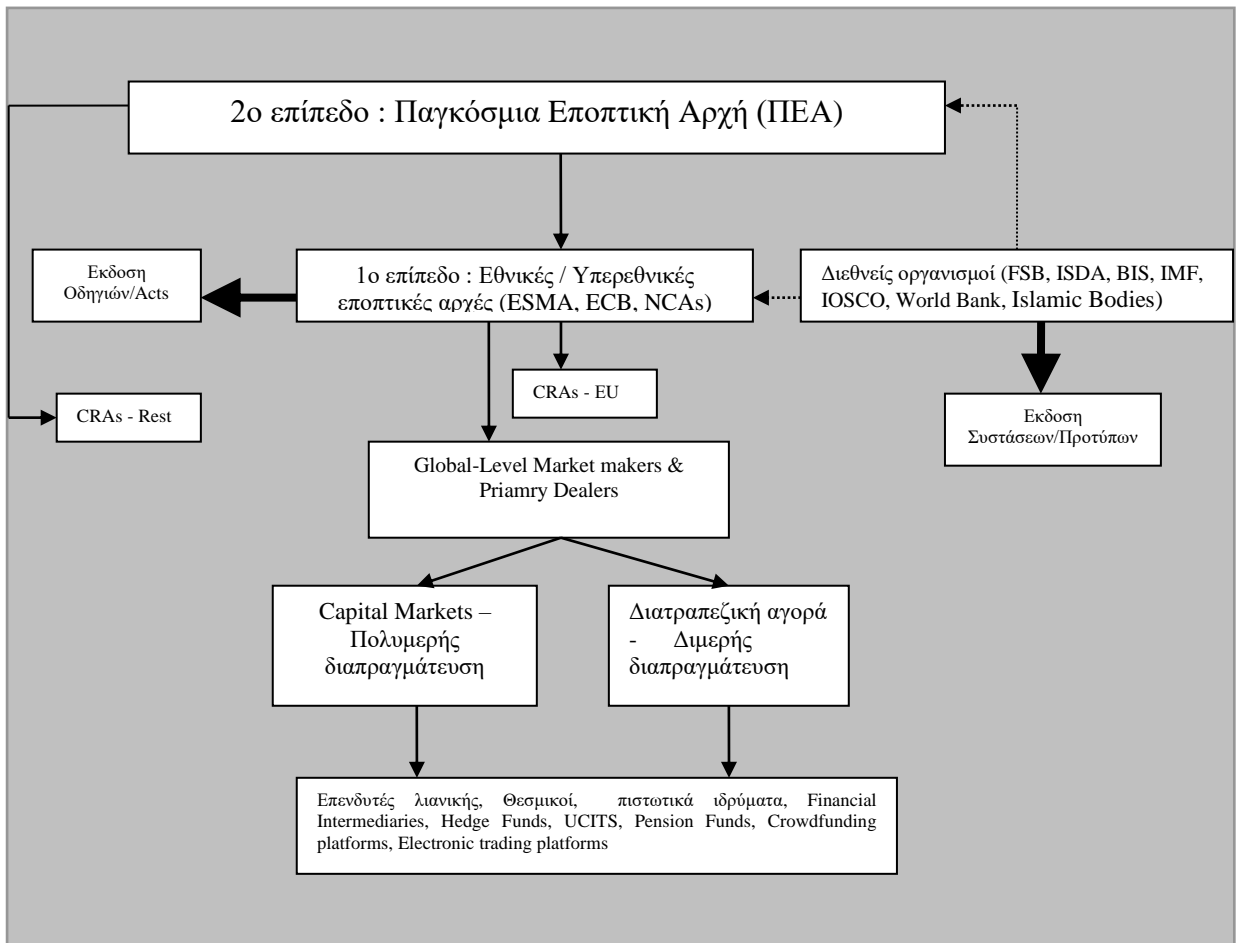
Ιδιαίτερο ρόλο, θα διαδραματίσει ο SSM και ο SRB και οι συνεργασίες τους με την υπερ-εποπτική αρχή. Οι Ευρωπαϊκοί αυτοί μηχανισμοί, για την προστασία του Ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, θα είναι σε θέση πλέον της προληπτικής εποπτείας και των μέτρων εξυγίανσης που παρέχουν για τα πιστωτικά ιδρύματα 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)

2) *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 2).



Εικόνα 2 (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 διαπραγματεύσεως 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 διαπραπτικής 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 επίοπτευσης 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 Cooperarive Teams - GJCT).

5.3 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΕΠΙΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Τα συστήματα επιμέτρησης κινδύνου, πρέπει να τεθούν και να εφαρμοστούν από την ΠΕΑ, σε διάφορα επίπεδα, όπως πχ, CDS, OTC Παράγωγα, Hedge Funds, short selling, Prime Brokers, ώστε να προβλέπουν κινδύνους που ελλοχεύουν για μια επόμενη χρηματ/κή κρίση που ίσως να εξελιχθεί και σε παγκόσμιο επίπεδο και συνεπώς οι εποπτευόμενοι φορείς να λαμβάνουν τα απαραίτητα προληπτικά μέτρα⁸.

Στο θέμα των ρυθμίσεων των Credit Default Swaps (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 E.E. για την στενότερη παρακολούθηση από τις εθνικές ρυθμιστικές αρχές, των συναλλαγών όλων των παραγώγων προϊόντων και της απεριόριστης πρόσβασης σε δεδομένα συναλλαγών). Πάντως, η 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.

⁸ Παναγόπουλος Α, (2019), “Προς ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, στην αγορά των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αλληλεπιδράσεις μεταξύ εθνικών οικονομικών πολιτικών και διεθνών.” Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, ΔΠΜΣ Διοίκησης Επιχειρήσεων. Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών, <https://www.didaktorika.gr/eadd/handle/10442/47733> , σελ. 120-121

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.

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.

5.4 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΤΗΣ Π.Ε.Α. ΕΞΑΛΕΙΨΗΣ ΣΥΣΤΗΜΙΚΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

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)⁹ [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).

⁹ 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.

(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 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 πωτική φάση του κύκλου οδηγούν τις εταιρίες να περιορίζουν την πιστωτική τους επέκταση επιδεινώνοντας την πτώση, 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 Ι, 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 δραστηριότητας 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 έσχατης 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 (αφού 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.

- 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.
- 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
- *Η αποτελεσματικότητα της εποπείας 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.

5.5 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 Ομιλο 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 ποιό 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 καθεστώτα, 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, κάποιοι θα προτιμούν 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 πλαισίου 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 λοιπές 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 πλαισίου 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). Άρα η πρόκληση από το φαινόμενο Hirshleifer, τείνει να είναι επαρκώς αντιμετωπίσιμη, όπως συνάδουν τα χαρακτηριστικά του μοντέλου μας-ενιαίου πλαισίου 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 οργανισμοί¹⁰.
- (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 κολεγίων (supervisory colleges). Η ιδέα είναι, η δημιουργία συγκεκριμένων

¹⁰ 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-διαπραπτική αγορά (Over-The-Counter), και μόνο.

μονίμων επιτροπών (standing committees) για κάθε ξεχωριστό χρηματοοικονομικό ή χρηματοπιστωτικό διασυνοριακό όμιλο, με εκπροσώπους από τις σχετιζόμενες ελεγκτικές και εποπτικές αρχές¹¹.

- (iv) μια τέταρτη πολιτική είναι η επέκταση των εποπτικών αρμοδιοτήτων των αρχών της χώρας καταγωγής (των διασυνοριακών ομίλων), όπου με κάποιες συγκεκριμένες εντολές από υπερεθνικούς οργανισμούς (πχ, E.E.), να λαμβάνει υπόψη των λοιπών χωρών (χώρες φιλοξενίας των δραστηριοτήτων των ομίλων) τις εποπτικές αρχές, τις αποφάσεις και τις εκτιμήσεις τους και να έχει λόγο στην αντιμετώπιση προβλημάτων, εντός των χωρών 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 E.E., 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, κλπ¹². Αυτή βέβαια η πρόταση πολιτικής, συναντά

¹¹ 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.

¹² Δεν την συγγέουμε 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)..

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 διασυννοριακού 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 διασυννοριακής κινητικότητας των επενδυτικών κεφαλαίων, έχουν 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 αξιόλογα 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, δύναται 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 *εποπείας* 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 δικαιοδικά συστήματα και περιβάλλοντα (jurisdictions).

5.6 ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΕΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΕΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΙΣ

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 διαδικασίες¹³ 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, ιδιαίτερες 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 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.

¹³ Οι υπόψη διαδικασίες εναρμόνισης που θα χρησιμοποιεί η παγκόσμια υπερ-εποπτική αρχή, εκφεύγουν των σκοπών της παρούσης έρευνας και αποτελούν αναμφίβολα πεδίο επιπρόσθετης έρευνας.

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 ¹⁴ [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.

5.7 Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Είναι σημαντικό κατά τις διαδικασίες υιοθέτησης της Κοινοτικής Οδηγίας (GDPR) και της σύστασης εφαρμογής της προς τους εποπτευόμενους φορείς από την Παγκόσμια Αρχή να αναφέρονται ρητά όλα τα πληροφοριακά συστήματα που πρέπει να προσπελάσουν οι διαχειριστές των πληροφοριακών συστημάτων (πχ συστήματα συναλλαγών) για να αντλήσουν τις απαιτούμενες πληροφορίες προσωπικών δεδομένων, για να κατασκευάσουν οι αρμόδιοι φορείς, το απαιτούμενο αρχείο του άρθρου 30 του κανονισμού GDPR.

Πρέπει στα συστήματα αυτά (που γίνεται η προσπέλαση των προσωπικών δεδομένων) να γίνεται πάντα vulnerability analysis (έλεγχος τρωσιμότητας των πληροφοριακών συστημάτων, πχ για λόγους κυβερνο-επιθέσεων) και αξιολόγησης της τοπολογίας των σχετικών δικτύων επικοινωνίας. Πρέπει να χρησιμοποιηθούν εξελιγμένα software tools, όπου θα έχουν την ικανότητα για κάθε νέα πληροφοριακή πλατφόρμα (πχ συναλλαγών σε training venue) στον συνεχή και αποτελεσματικό έλεγχο για την τρωσιμότητα των νέων τοπολογιών των δικτύων των οργανισμών που είναι υπεύθυνοι για τις συναλλαγές των χρηματιστηριακών προϊόντων.

Για την πλήρη συμμόρφωση στον Κανονισμό GDPR πρέπει οι υπεύθυνοι χειρισμού προσωπικών δεδομένων να εκπαιδευθούν και να παράξουν συμβουλευτικές υπηρεσίες προς το προσωπικό που τα χειρίζεται.

¹⁴ 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.

Με το σκεπτικό της πολυπλοκότητας της διαδικασίας εφαρμογής της GDPR νομοθεσίας, είναι απαραίτητη (και απαιτητέα, θα συμπληρώναμε, απο την Παγκόσμια Αρχή) να χρησιμοποιούνται πολλοί και *εξειδικευμένοι φορείς* στο θέμα, όπου θα παράσχουν ακόμα και 'δάνεια εμπειρία' γιατί είναι σημαντικό να έχουν ληφθεί όλα τα απαραίτητα μέτρα, ώστε τα απαιτούμενα στοιχεία να πληρούν και τις σχετικές απαιτήσεις των εθνικών νομοθεσιών όπως ισχύουν.

Πράγματι, οι 'δάνειες εμπειρίες' πιθανώς να προέρχονται από διαφορετικούς και *διεθνείς εξειδικευμένους φορείς*, λόγω του διεθνούς χαρακτήρα και της σημαντικότητας της προστασίας των προσωπικών δεδομένων αλλά και της εμπειρίας που ήδη κατέχουν από τις διαφορετικές χώρες εφαρμογής του GDPR.

5.8 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΔΟΜΗ ΤΗΣ Π.Ε.Α.

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία [Aljarallah, 2021¹⁵] (αλλά όχι τόσο σημαντική σε όγκο), έχει βασισθεί στην υπάρχουσα κατανόηση της οργανωτικής δομής των χρηματοοικονομικών κανονιστικών και ρυθμιστικών αρχών και εποπτείας. Πράγματι, σε σχετική έρευνα με 44 συμμετέχοντες (21 ανεπτυγμένες αγορές, 16 αναπτυσσόμενες αγορές και 7 Διεθνείς Χρηματ/κούς οργανισμούς) με σκοπό να αναλυθεί εμπειρικά ο τρόπος δομής των λειτουργικής οργάνωσης και για την διερεύνηση των υποκείμενων παραγόντων, που οδηγούν σε αυτές τις δομικές αλλαγές που πρέπει να εφαρμοστούν στην ΠΕΑ, έχει οδηγήσει ότι αυτή η οργανωτική δομή της Π.Ε.Α., θα πρέπει να αναθεωρείται ανά κάποια διαστήματα.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, ένας αυξανόμενος αριθμός δικαιοϋσυστήματα (jurisdictions) έχει κινηθεί προς ένα μοντέλο χρηματοοικονομικής ρύθμισης που είναι γνωστό ως Twin Peaks¹⁶. Αυτό το μοντέλο πρωτοπαρουσιάστηκε στην Αυστραλία μετά από συστάσεις του Wallis Inquiry, το οποίο ιδρύθηκε το 1996 για την αναθεώρηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το μοντέλο διαχωρίζει τη χρηματοοικονομική ρύθμιση σε δύο ευρείες λειτουργίες: *την ρύθμιση συμπεριφοράς της χρηματοοικονομικής αγοράς* (η οποία περιλαμβάνει την προστασία των καταναλωτών) και *την κανονιστική και προληπτική εποπτεία*. Κάθε μία από αυτές τις λειτουργίες ανατίθεται σε έναν ξεχωριστό ρυθμιστή «αιχμής» (“peak”). Το μοντέλο Twin Peaks υιοθετήθηκε στη συνέχεια από την Ολλανδία, το Βέλγιο, τη Νέα Ζηλανδία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Νότια Αφρική. Το μοντέλο έχει εξεταστεί και στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το μοντέλο αυτό δεν δίνει αποτελεσματική βάση οργανωτικής λειτουργίας μιας Π.Ε.Α., διότι δεν συμπεριλαμβάνει ουσιαστικά την διμερή διατραπεζική αγορά (ιδιαίτερα των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων) και της δευτερογενούς και πολυμερούς κεφαλαιαγοράς (χρηματιστηριακής).

Συνεπώς, η παρούσα έρευνα, προτείνει την λειτουργία της ΠΕΑ επάνω στο μοντέλο της ενιαίας αντιμετώπισης των αγορών, συμπεριλαμβάνοντας τον συγκερασμό των αγορών Dealership-διμερούς διατραπεζικής και Auction-πολυμερούς και δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς.

¹⁵ Aljarallah Mohamed (2021), “The Structure and Operations of the Financial Regulatory and Supervisory Authority”, Kingston Business School 2020-2021, Kingston University London, pp. 4-19

¹⁶ Godwin A, Schmulow A. (2021), “The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation”, pp 1-14, DOI: <https://doi.org/10.1017/9781316890592.002>, Cambridge University Press

Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι ανάμεσα στους παράγοντες που επηρεάζουν το μοντέλο της λειτουργίας της ΠΕΑ, είναι η πρόσφατη Χρηματοοικονομική κρίση, η πρόθεση των διεθνών ηγετών και πολιτικών, οι διαρκές μεταβολές της αγοράς, οι λειτουργίες των αναπτυσσόμενων αγορών, καθώς και διάφορα διοικητικά θέματα.

Βάσει του μοντέλου λειτουργίας της ΠΕΑ, οι αντίστοιχες διοικητικές δομές της, θα ελέγχουν σε συνεχή βάση τις παγκόσμιες πηγές ρευστότητας, την τήρηση των τιθέμενων διαδικασιών χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (από τις εθνικές, υπερεθνικές και διεθνείς αρχές) των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, θα προβαίνουν σε συστάσεις διαχείρισης επικείμενων χρηματ/κών κρίσεων, θα διαθέτουν δυνατότητα πρόσληψης υψηλού επιπέδου επιστημονικό προσωπικό και ανεξαρτησία στην λήψη και πρόσβαση σε πηγές πληροφορίας.

Έτσι, θα προκύψει μείωση του κόστους συντονισμού των επιμέρους εποπτικών αρχών, αφού μεγάλο βάρος εποπτείας θα εμπίπτει στις δραστηριότητες της ΠΕΑ, θα βελτιωθεί η επικοινωνία και η συνεργασία μεταξύ των επιμέρους εποπτικών αρχών, θα επιτευχθεί καλύτερη κατανόηση των διαφορών στα επιμέρους εποπτικά συστήματα και οι επιμέρους εποπτικές αρχές θα παράσχουν την δέουσα και ισότιμη προσοχή στα εποπτευόμενα αντικείμενα του.

Προβλήματα των επιμέρους εποπτικών αρχών και που επηρεάζουν αλλά και απαιτούνται να επιλυθούν μέσω από τις δομικές αλλαγές στην ΠΕΑ (ως ο παγκόσμιος εποπτεύων ρυθμιστικός οργανισμός)

- Προβλήματα λόγω ασάφειας αντικειμενικών στόχων των εποπτικών αρχών (πχ, υπερκαλύψεις αρμοδιοτήτων, ανταγωνισμός μεταξύ οργανισμών, κλπ)
- Προβλήματα και διαφοροποιήσεις των επιμέρους εποπτικών αρχών σε διάφορους τομείς (διαφορετική γνώση, κουλτούρα, κίνητρα, μεθόδους εποπτείας, κλπ)
- Προβλήματα λόγω διαφορετικών δομών των εποπτικών αρχών (αύξηση κόστους, δυσκολία στην κατανομή της πληροφορίας, διαφορετικό μέγεθος και αξία της αγοράς, υπερκαλύψεις υπευθυνότητας, κλπ)
- Προβλήματα επικοινωνίας και συνεργασίας (κτίσιμο εμπιστοσύνης μεταξύ των επιμέρους εποπτικών αρχών, ανοικτές κουλτούρες, διαπροσωπικές σχέσεις, περιορισμός ανταγωνισμού, χαλαρή εμπιστευτικότητα, κλπ)
- Προβλήματα από εξωτερικούς παράγοντες (χρηματ/κές κρίσεις, ανάπτυξη των αγορών, φόβος ανάληψης ευθύνης, πολιτικές αλλαγές, διεθνείς τάσεις, κλπ)

Είναι σημαντικό να κατανοηθεί ότι ως πολιτική που πρέπει να διαρρέει την ΠΕΑ είναι η συμμετοχή των Κεντρικών Τραπεζών, στην δομή της ΠΕΑ, διότι οι Κεντρικές Τράπεζες ελέγχουν την ρευστότητα (άρα και την διαχείριση των επόμενων χρηματοοικονομικών κρίσεων) αλλά και το ότι διαθέτουν την ισχύ επιβολής μέτρων νομισματικού χαρακτήρα, γεγονός που τις καθιστά μοναδικές στην χρηματοοικονομική εποπτεία. Ταυτόχρονα η θεσμική ανεξαρτησία των Κεντρικών Τραπεζών είναι μεγαλύτερη των έτερων χρηματοοικονομικών ρυθμιστικών ιδρυμάτων (πχ Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς).

Είναι σημαντικό να ληφθεί ότι η ΠΕΑ πρέπει να είναι σε εγρήγορση όσον αφορά τις οργανωτικές δομές των επιμέρους εποπτικών αρχών όσον αφορά τις αλλαγές τους, σε διάφορα χρονικά διαστήματα. Πράγματι, οι διαφορές στην κουλτούρα, τις γνώσεις, τα κίνητρα και των μεθόδων μεταξύ των τραπεζικών συστημάτων, των ασφαλιστικών νοοτροπιών και των κινητών αξιών, οδηγούν τους εποπτικούς-ρυθμιστικούς οργανισμούς να μεταβάλλουν τους δομή τους συνεχώς.

Οι ρυθμιστικές αρχές αλλάζουν συνεχώς δομή για να επιτευχθεί μεγαλύτερη επικοινωνία και συνεργασία που απαιτείται για την οικοδόμηση εμπιστοσύνης και την προώθηση των διαπροσωπικών τους σχέσεων. Οι ειδικοί πιστεύουν ότι οι κυβερνήσεις και τα ανώτατα στελέχη αλλάζουν την δομή των εποπτικών μηχανισμών και σχημάτων, ώστε να μην κατηγορούνται μετά από ένα γεγονός κρίσης. Βεβαίως πρέπει να σημειωθεί ότι οι επιμέρους εποπτικές αρχές, αλλάζουν τη δομή τους ακολουθώντας και τις διεθνείς τάσεις των προηγμένων οικονομιών.

Η πρακτική πλευρά της Χρηματοοικονομικής εποπτείας

Η δομή του εποπτικού μηχανισμού της ΠΕΑ απαιτεί από πρακτικής άποψης λιγότερες “εξωτερικές παρεμβάσεις” για την επιτυχή ολοκλήρωση του σκοπού της. Αυτό πρακτικά σημαίνει από πλευράς πολιτικών προσωπικοτήτων την μη παρέμβαση στους εσωτερικούς μηχανισμούς και Διευθύνσεις της ΠΕΑ παρεμβάσεις, είτε λόγω αλλαγών κυβερνητικών σχημάτων, είτε για έτερα θέματα συμφερόντων, είτε ακόμα και για λόγους “πολιτικής επίδειξης εξουσίας”. Επιπρόσθετα οι κυβερνήσεις των ισχυρότερων και ανεπτυγμένων οικονομιών δεν θα πρέπει να αποπνέουν προς την παγκόσμια χρηματοοικονομική κοινότητα, το αίσθημα του “ανήκειν” της ΠΕΑ ή του “παρεμβένειν” στα εσωτερικά της ΠΕΑ. Ιδιαίτερα όταν η χρηματοδότηση και οι πόροι της ΠΕΑ, προέρχονται από κυβερνήσεις ανεπτυγμένων κρατών. Συνεπώς θα ήταν σκόπιμο οι ροές εισφορών και χρηματοδότησης του έργου της ΠΕΑ, να είναι πολυσύνθετη και από πολλές πηγές : ενδεικτικά, υπερεθνικές εποπτικές αρχές,

κεντρικές τράπεζες, εθνικές εποπτικές αρχές, διεθνείς οργανισμού, εταιρίες πιστοληπτικής διαβάθμισης (Credit Rate Agencies), κρατικούς μηχανισμούς, τομεακά εποπτικά συμβούλια (πχ Sharia Boards για το Ισλαμικό Χρημα/κό Δίκαιο και τους εποπτευόμενους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, πλην των Δυτικών Οικονομιών), κλπ. Όμως και το ευρύ κοινό, οι ομάδες συμφερόντων, οι ομάδες πίεσης, οι ενώσεις, οι σχηματισμοί χρηματοοικονομικών ομάδων, επίσης δεν πρέπει ούτε να παρεμβαίνουν πρακτικά στο έργο της ΠΕΑ, ούτε να ακολουθούν και να επικροτούν επιλογές πολιτικών προσώπων, που να αντιβαίνει στην δράση της ΠΕΑ, ιδιαίτερα σε εποχές χρηματ/κών κρίσεων. Είναι μεν σημαντική η συνεισφορά τους και η επίσημη και τεκμηριωμένη άποψη τους, αλλά στο μέτρο που θα λαμβάνεται υπόψη η επιστημονική τους θέση από την ΠΕΑ και δεν θα επιβάλλεται. Γενικώς πρέπει να υφίσταται η ανεξαρτησία λήψεων αποφάσεων της ΠΕΑ, είτε από πολιτικές σκοπιμότητες, είτε από παρορμητικές διαθέσεις του ευρύ χρηματοοικονομικού κοινού. Ακόμα και οι οργανωμένες αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, θα πρέπει να συνεισφέρουν με τις προτάσεις και τις τοποθετήσεις τους, στο μέτρο του δυνατού και της αгаσής λειτουργίας τους, προς την ΠΕΑ.

Όμως η δομή του εποπτικού μηχανισμού της ΠΕΑ, απαιτεί και περισσότερη εκ των έσω της, βελτιωμένη αποδοτικότητα. Πράγματι, η εξουσία που θα έχει ανατεθεί (ή και μεταβιβασθεί) σε στελέχη της ΠΕΑ (είτε με διεθνείς συνθήκες, είτε με μνημόνια συνεργασίας), πρέπει να ισορροπείται και μην γίνεται κατάχρηση στις έννοιες που αφορούν την ισχύ τους, τις επιρροές τους με τις αποφάσεις τους και τις προτάσεις τους προς τις αγορές και τους επιμέρους εποπτικούς μηχανισμούς και Αρχές, την χρήση των πληροφοριών και των πηγών, αλλά και την εξάλειψη πιθανών θεμάτων ανταγωνισμού μεταξύ τους. Πρέπει οι διοικούντες και τα στελέχη της ΠΕΑ να έχουν την αντίληψη του έργου που επιτελούν και το κατάλληλο διαμέτρημα συνείδησης. Η ποιότητα των στελεχών της ΠΕΑ καθώς και οι διοικητικές τους ικανότητες είναι επίσης σημαντικό ζητούμενο. Ιδιαίτερα σε θέματα επιστημοσύνης και εξειδίκευσης. Ταυτόχρονα, η τοποθέτηση της ηγεσίας της ΠΕΑ και το μέγεθος της παίζουν σημαντικό ρόλο στην έγκαιρη αλλά και ευέλικτη λήψη αποφάσεων και την επιρροή προς το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Σημαντικό εσωτερικό θέμα της ΠΕΑ, είναι προφανώς η υποστήριξη της με την τελευταία λέξη της τεχνολογίας, συστημάτων πρόβλεψης ρίσκου και ενδεχόμενων κρίσεων σε παγκόσμιο επίπεδο, δηλ. σε προληπτικό επίπεδο. Τα συστήματα αυτά πρέπει να τροφοδοτούνται συνεχώς με δεδομένα και μέσω μοντέλων τεχνολογίας τεχνητής

νοημοσύνης (Artificial Intelligence) να παράγουν προβλέψιμα αποτέλεσμα πολύ κοντά στην πραγματικότητα. Άλλωστε είναι γνωστό ότι τα συστήματα χρηματοοικονομικής πρόβλεψης είναι *δυναμικά-χαοτικά συστήματα*, δηλ. με μεγάλη εξάρτηση από τις αρχικές συνθήκες και η οποιαδήποτε αλλαγή κατά την διάρκεια λειτουργίας της προβλεψιμότητας τους ή η έλλειψη της συνεχούς τροφοδότησης με δεδομένα, καθιστά το προβλεπόμενο αποτέλεσμα, μακράν διαφορετικό από το πραγματικό, με μεγάλες και απρόβλεπτες συνέπειες.

Η πλευρά της Χρηματοοικονομικής εποπτείας της ΠΕΑ που αφορά την κουλτούρα και του ανθρώπινο παράγοντα

Η κουλτούρα που θα διαχέεται στην λειτουργία της ΠΕΑ είναι σημαντική από πλευράς επιπτώσεων μέσα σε όλον τον οργανισμό. Πράγματι είναι σημαντική η συμβολή και η συμμετοχή του προσωπικού στην καθημερινή λειτουργία της ΠΕΑ, όπου επιστήμονες εγνωσμένου κύρους (σε πεδία χρηματοοικονομικής επιστήμης, νομικής, διαχείρισης κινδύνου, πληροφορικής, εσωτερικών ελέγχων, διοίκησης επιχειρήσεων και ανθρώπινου δυναμικού, καταπολέμησης απάτης, διεθνών σχέσεων, πολιτικής, κ.α.) θα πρέπει να προσφέρουν αλλά και να ελέγχονται σε τομείς, όπως ο ανταγωνισμός μεταξύ τους, οι επιρροές τους, οι συμπεριφορές τους, η συνέπεια τους, η προθυμία τους για επικοινωνία, η άμεση ανταπόκριση στις αλλαγές και η προσφορά τους σε νέες πληροφορίες που γίνονται κοινωνοί τους. Επίσης η συνεργασία και η διάδραση μεταξύ τους είναι σημαντικός παράγοντας. Πρέπει να στελεχώνεται η ΠΕΑ από προσωπικό με κουλτούρα συνεργασίας, κίνητρα αξιοσύνης και επαγγελματισμού, επιστημοσύνης και αναγνώρισης αλλά και εγνωσμένου κύρους.

Η σημαντικότητα της αποτελεσματικής λειτουργίας του στελεχειακού προσωπικού της ΠΕΑ, είναι επίσης ζητούμενο. Για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο, απαιτείται μια ποικιλομορφία του γνωσιακού υποβάθρου των στελεχών. Τα στελέχη της ΠΕΑ, πρέπει να είναι σε θέση να αντιλαμβάνονται άμεσα και να εκτιμούν καταστάσεις σε διεθνές επίπεδο, που αφορά τα χρηματοπιστωτικά τεκταινόμενα, των αλλαγών τεχνικού και ρυθμιστικού επιπέδου των κεφαλαιαγορών και της ασφαλιστικής αγοράς, γνώση των αγορών (είτε του Δυτικού, είτε του Ισλαμικού χώρου), να αντιλαμβάνονται διαφορές, συνέργειες και αναγκαιότητες των Χρηματ/κών αγορών και των διαφόρων τομέων. Επίσης πρέπει να έχουν την κατάλληλη νοοτροπία και το επίπεδο εμπειρίας. Ταυτόχρονα η ΠΕΑ, οφείλει να προσδίδει σημασία στα κίνητρα και έτερα στοιχεία προσέλκυσης των στελεχών της.

Συμπερασματικά, πρέπει να κατανοηθεί ότι είναι πολύ σημαντικό για την προοπτική λειτουργίας της ΠΕΑ ως παγκόσμια ρυθμιστικής και εποπτικής αρχής το γιατί απαιτούνται λιγότερες εξωτερικές παρεμβολές. Όλες οι διεθνείς, υπερεθνικές και εθνικές αρχές (και συνεπώς και η ΠΕΑ, στον βαθμό που της έχουν εκχωρηθεί εποπτικές αρμοδιότητες) πιστεύουν ότι οι πολιτικοί παρεμβαίνουν στη λειτουργία σε θέματα χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων “επιδεικνύοντας” μέσα από αυτήν την λογική, δραστηριότητα ενώπιον του κοινού τους, για να επανεκλεγούν.

Οι ρυθμιστικές αρχές και οι εποπτικές αρχές πιστεύουν επίσης ότι το ευρύ κοινό δεν πρέπει να παρεμβαίνει στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών ρυθμίσεων, ακολουθώντας πολιτικές οδηγίες. Οι ρυθμιστικές αρχές και οι εποπτικές αρχές επίσης πιστεύουν ότι οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν αρνητικά εάν έχουν δικαιώματα “ιδιοκτησίας” στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Οι ρυθμιστικές αρχές και οι εποπτικές αρχές τονίζουν το θέμα του ανταγωνισμού όπου είναι βέβαιο ότι πτυχές εξουσίας, πόρων και επιρροής, στο εσωτερικό των εποπτικών και ρυθμιστικών οργανισμών (ιδιαίτερα της ΠΕΑ) μπορεί να οδηγήσουν σε αρνητική λειτουργία των δραστηριοτήτων.

Περιορισμοί Εφαρμογής Διεθνών Προτύπων που θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη της η ΠΕΑ και οι υπηρεσίες της

Η ύπαρξη διαφορετικών ομάδων συμφερόντων που εμπλέκονται σε ζητήματα Διεθνών Χρηματοοικονομικών Ρυθμίσεων, καθώς και στην εφαρμογή διεθνών χρηματοοικονομικών προτύπων, δημιουργούν διάφορους περιορισμούς. Πράγματι οι αναδυόμενες αγορές και οι αναπτυσσόμενες οικονομίες, έχουν θέματα αυξημένου κόστους για την εφαρμογή διεθνών προτύπων (λογιστικών, χρηματοπιστωτικών). Η μη πλήρη εφαρμογή τους, σε παγκόσμιο επίπεδο είναι μια πρόκληση για την ΠΕΑ, ώστε να διαθέτει μια εναρμονισμένη πολιτική ελέγχου είτε σε χρηματοοικονομικές καταστάσεις από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς των χωρών και αγορών αυτών, είτε σε διαπίστωση παραβάσεων εποπτικού και ρυθμιστικού τύπου λόγω της μη συγκρισιμότητας των κανόνων και δεικτών εποπτείας και συμμόρφωσης με αυτούς. Σε αυτό το σημείο, η συνεργασία της ΠΕΑ με τις εθνικές και υπερεθνικές εποπτικές αρχές είναι πολύ σημαντική. Επίσης αρκετοί επιμέρους εποπτικοί εθνικοί ή και υπερεθνικοί οργανισμοί δημιουργούν υπερκαλύψεις ή ακόμα και πολλαπλότητες των προτύπων αυτών στους χρημα/κούς οργανισμούς αρμοδιότητάς τους.

Πρόκληση εφαρμογής Διεθνών προτύπων από την ΠΕΑ, δημιουργείται επίσης από θέματα ανταγωνισμού μεταξύ των επιμέρους εθνικών εποπτικών και

ρυθμιστικών αρχών. Ακόμα και τα πρότυπα προληπτικής εποπτείας που μπορεί κάποιος εθνικοί εποπτικοί μηχανισμοί να μην είναι επαρκείς και να εγείρουν ακόμα και ηθικά θέματα. Κατ' επέκταση, η ΠΕΑ θα έρχεται σε δυσκολία εφαρμογής διαφόρων συγκρίσιμων προτύπων για τους σχετικούς της ελέγχους, αλλά και την μοντελοποίηση δεδομένων χρηματοοικονομικών συμπεριφορών, που θα μπορούσαν να την οδηγήσουν με μεγαλύτερη προβλεψιμότητα ενδεχόμενων μελλοντικών κρίσεων. Άλλωστε δεν πρέπει να παραγνωρίζουμε την πολυπλοκότητα εφαρμογής των Διεθνών προτύπων από τις εθνικές εποπτικές αρχές, από τους εποπτευόμενους οργανισμούς, ακόμα και λόγω διαφορών στα εθνικά τους δικαιοδικά συστήματα. Επιπρόσθετα, η δυσκολία στην πλήρη και εναρμονισμένη εφαρμογή των Διεθνών Προτύπων, επιδεινώνεται και από την ισχυρή συνεργασία των επιμέρους εποπτικών αρχών, λόγω και των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων που θέλουν να επιτύχουν, καθώς επίσης και από τις πιέσεις που ασκούν ομάδες συμφερόντων χρηματ/κών οργανισμών με διαφορετικά ενδιαφέροντα και συμφέροντα.

Μηχανισμοί και δομές προς επίλυση για την προώθηση της Διεθνούς Ρύθμιση των Χρηματοοικονομικών Αγορών από την ΠΕΑ

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που επηρεάζουν την προώθηση των Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Ρύθμισης, που θα πρέπει οι δομές της ΠΕΑ να λάβουν υπόψη τους. Θα αναφέραμε τις παραδόσεις των διαφορετικών κουλτούρων που υπάρχουν στις διάφορες αγορές, οι οποίες πιθανώς να επιφέρουν προσκόμματα ή και περιορισμό στην διεθνοποίηση της εποπτείας των χρηματοοικονομικών αγορών, αλλά και στην συνεκτικότητα που είναι απαραίτητη για την ομοιόμορφη εφαρμογή μιας παγκόσμιας και ενιαίας εποπτικής και ρυθμιστικής διαδικασίας, που θα εποπτεύει (μέσω ενός πλαισίου) επί των αγορών : Dealership-διμερής διαπραγματευτική και Auction-πολυμερής και δευτερογενής κεφαλαιαγοράς, σε Δυτικού και Ισλαμικού τύπου χρηματοπιστωτικές αγορές. Επιπρόσθετα, οι διαφορετικές νομικές ρυθμίσεις των επιμέρους αγορών και δικαιοδικών συστημάτων, επίσης περιορίζουν την συνοχή της ενιαίας εποπτικής διαδικασίας.

Οι πολιτικοί, οι ηγέτες ιδιαίτερα των ισχυρών οικονομικών και γενικά οι εθνικές κυβερνήσεις, που θα εμμένουν πρώτα σε εθνικού επιπέδου πρωτοβουλίες και συμφέροντα, για θέματα εποπτικά και ρυθμιστικά των αγορών τους. Πράγματι, η απροθυμία εκχώρησης εθνικής εμβέλειας εποπτικών ρυθμίσεων, σε υπερεθνικές ή παγκόσμιας εμβέλειας οντότητες, αλλά και δημιουργίας δυσαρέσκειας των εγχώριων χρηματοοικονομικών lobbies, από την μετατόπιση του κέντρου εποπτείας σε έτερο

επίπεδο, που θα έχουν την ίδια ίσως επιρροή όπως πριν, είναι προσκόμματα που θα δυσκολεύουν τις αποφάσεις των κυβερνήσεων. Συνεπώς, η ΠΕΑ θα πρέπει να λύσει το θέμα αυτό με την προσπάθεια αύξησης του διαμετρήματος της “εθνικής εποπτικής συνείδησης” των κυβερνόντων.

Οι επιμέρους εθνικές εποπτικές αρχές έχουν οργανωτικές δομές για τους ρυθμιστικούς τους σκοπούς, που ανταποκρίνονται με διαφορετικό τρόπο και χρονικό ορίζοντα, είτε στις μεταξύ τους διαβουλεύσεις και σχέσεις, είτε στις απαιτήσεις έτερων υπερεθνικών εποπτικών αρχών. Επιπρόσθετα, η ανάπτυξη των αγορών και το επίπεδο ωριμότητας τους, είναι θέμα που πρέπει να ληφθεί υπόψη στην συνεργασία των εθνικών εποπτικών αρχών υπό το πρίσμα της ΠΕΑ. Διότι, οι εκάστοτε αγορές, είτε δείχνουν επιθυμία ή απροθυμία ως προς την εκχώρηση εποπτικών αρμοδιοτήτων προς υπερκείμενες εποπτικές αρχές, λόγω του βαθμού σημαντικότητας, μεγέθους και επηρεασμού της παγκόσμιας ρευστότητας, που τις καθιστά σημαντικούς παίκτες στο χρηματοπιστωτικό σύμπαν με υψηλό ή χαμηλό βαθμό “κυριαρχίας” και επιβολής δικών τους κανόνων εποπτικής λειτουργίας.

Παράγοντες που περιορίζουν την συλλογική δράση της ΠΕΑ για την εφαρμογή Διεθνούς κανονιστικής εποπτείας.

Η ΠΕΑ στην συλλογική της δράση και ώστε να συγκεράσει την εποπτική της δραστηριότητα με όσον το δυνατόν με των περισσότερων επιμέρους εποπτικών αρχών, εφαρμόζοντας ουσιαστική την συνισταμένη των αποφάσεων, πολλές φορές θα πρέπει μέσα από τους οργανωσιακούς της μηχανισμούς (πχ Διευθύνσεις Εποπτείας Αγορών, κλπ) να αντιμετωπίσει και διάφορα προσκόμματα, που πιθανώς να περιορίζουν αυτήν την συλλογική δράση. Σαν τέτοια που πρέπει στρατηγικά και οργανωτικά να αντιμετωπισθούν, αναφέρουμε :

- τα διαφορετικά εθνικά εποπτικά ενδιαφέροντα που καθοδηγούνται από επίσης διαφορετικές λογικές,
- την υπερκάλυψη στις αρμοδιότητες και στις εφαρμογές των πολιτικών εποπτείας της και από διαφορετικά κανάλια,
- τα διεθνή πρότυπα (standards) που πρέπει να λαμβάνει υπόψη της και που απαιτούν πολλές φορές πολυσύνθετα εργαλεία ανάλυσης και χειρισμού,
- την ανάληψη ευθύνης που της αναλογεί, με το σκεπτικό της μη ύπαρξης σχετικών νομοθετημάτων που θα της αναθέτουν ή και εκχωρούν διεθνείς εποπτικές αρμοδιότητες,

- θέματα ανταγωνισμού σε σχέση με τις επιμέρους εποπτικές αρχές,
- θέμα μη ικανοποιητικής συνεργασίας, λόγω της πιθανής έλλειψης εμπιστοσύνης που δεν θα έχει ακόμα εδραιωθεί με τις επιμέρους εποπτικές αρχές,

Πρέπει να επισημανθεί (για ακόμα μια φορά) ότι οι σημερινοί εποπτικοί μηχανισμοί και αρχές, εκτιμούν ότι τα διαφορετικά νομικά και δικαιοδικά συστήματα αλλά και η παραδόσεις στις κουλτούρες μπορούν να περιορίζουν την Διεθνή Κανονιστική Εποπτεία. Εδώ θα πρέπει η διοικητική δομή της ΠΕΑ, να εργαστεί επαρκώς για να το αντιμετωπίσει το πρόβλημα αυτό. Μπορεί, πχ, να συστήνει ad-hoc ομάδες εμπειρογνομόνων που θα συνεργάζονται με τις εκάστοτε επιμέρους εποπτικές αρχές και θα συνυπογράφουν μνημόνια συνεργασίας (MoU, Memoranda of Understanding).

Επιπρόσθετα, οι σημερινοί εποπτικοί μηχανισμοί και αρχές, εκτιμούν ότι ακόμα και οι διαφορές στις οργανωσιακές δομές των εθνικών εποπτικών αρχών, μπορεί να δημιουργούν προσκόμματα, στην επικοινωνία και συνεργασία τους με την ΠΕΑ.

Όμως η αναγκαιότητα της Διεθνούς Κανονιστικής Εποπτείας, έχει πλέον αναχθεί σε σημαντικό αιτούμενο, εκτιμούμε, διότι υφίστανται επίσης πολλαπλοί ρόλοι και κανάλια εποπτικών μηχανισμών, που χρειάζονται κανονικοποίηση.

6. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΙΑΡΥΞΗ ΤΗΣ Π.Ε.Α.

Η νέα λειτουργική δομή των τελικών διαμεσολαβητών στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο (συγκερασμός των αγορών Dealership-διμερής διαπραπείζική και Auction-πολυμερής και δευτερογενής κεφαλαιαγοράς), που θα εποπτεύει η ΠΕΑ, 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 ειδικά για τον πελάτη (OTC παράγωγο μη τυποποιημένο) μέσα από την διαπραπείζική-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 καρτοφυλάκιο, 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 αλγόριθμους¹⁷) 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)

¹⁷ 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.

7. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΚΑΙ ΜΗ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ. ΠΕΔΙΑ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΡΟΛΟΙ ΤΩΝ ΕΜΠΛΕΚΟΜΕΝΩΝ

7.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΟ ΕΝΙΑΙΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΟΥ ΕΠΟΙΠΤΕΥΕΙ Η Π.Ε.Α.

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.

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.

7.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ ΣΤΙΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ.

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.

- 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.
- 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.
- 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.

7.3 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΓΟΡΩΝ. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΗΣ ΘΕΩΡΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ.

Σε παγκόσμιο επίπεδο το ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο θα μπορούσε 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 (Οδηγία για τις Αγορές των Χρηματοπιστωτικών Μέσων) (αρθ. 5.i).

- 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.
- Επίσης στο πλαίσιο θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι επιπτώσεις των σύγχρονων μέσων επικοινωνίας ώστε να επιτρέψουν 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 :

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

7.4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΣΤΟ ΕΝΙΑΙΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΟΙ ΕΘΝΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ.

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 έδαφος 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. Προτείνεται, συνεπώς, ως πολιτική, κάθε κράτος 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.

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, παρόχων 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 επίπεδο 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 :

- ο την ανάγκη να εξασφαλίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με την προώθηση υψηλού επιπέδου διαφάνειας στις χρηματοπιστωτικές αγορές,

- ο την ανάγκη να παρέχεται στους επενδυτές ευρύ φάσμα εναλλακτικών επενδύσεων και ένα προσαρμοσμένο στις περιστάσεις επίπεδο δημοσιότητας και προστασίας,
- ο 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,
- ο την ανάγκη να επιτευχθούν ισότιμοι όροι για τη δραστηριότητα όλων των συμμετεχόντων στην αγορά, με τη θέσπιση κανονισμών σε διεθνές επίπεδο όταν κρίνεται αναγκαίο,
- ο 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 ύπαρξης 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 ISDA¹⁸, κλπ. Επιπρόσθετα και στις τυποποιημένες συμβάσεις της E.E., European Master Agreements¹⁹.

¹⁸ International Swaps and Derivatives Association.

¹⁹ 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.

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 ειπωθεί 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 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). Άλλωστε 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.

8. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΣΧΕΣΕΙΣ

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.

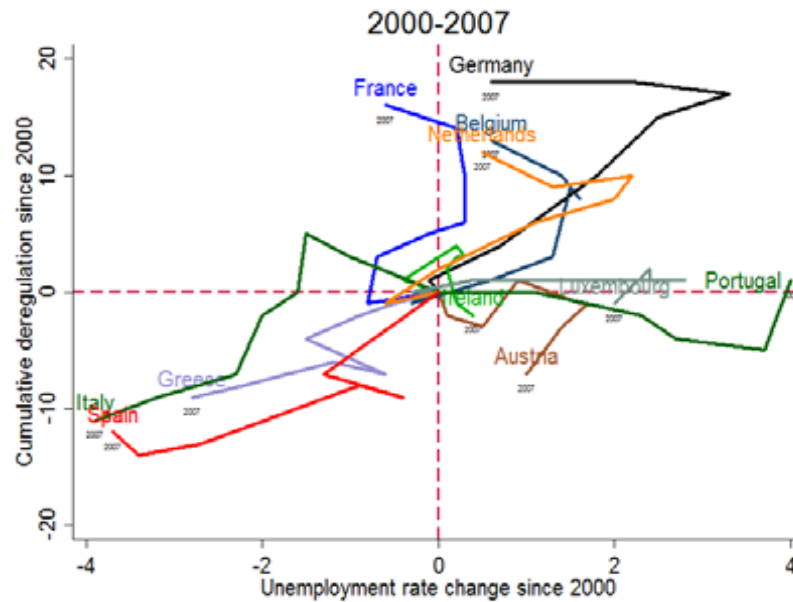
- Εντούτοις, οι πολιτικές εργασίας που επιλέγονται και εφαρμόζονται σε τμήματα ολοκληρωμένων και ενοποιημένων οικονομιών και αγορών, μπορεί να είναι λιγότερο αποτελεσματικές, διότι η πρόσβαση σε διαφορετικά ρυθμισμένες αγορές, καθιστά ευκολότερη την αποφυγή από τις δήθεν υποχρεωτικές πολιτικές συνταγές, 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)²⁰.

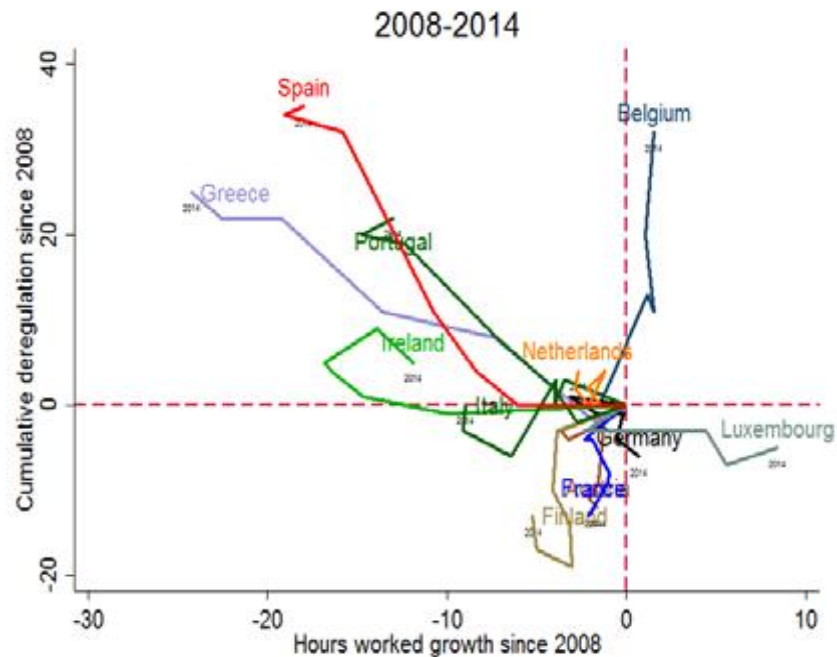
Τελικά, δεν είναι αυτό που αναμένουμε, δηλ. εάν οι μετασχηματισμοί ήταν εξωγενώς προερχόμενοι από αλλαγές στις πολιτικές προτιμήσεις ή στην διαδικασία λήψης πολιτικών αποφάσεων. Το πιο πιθανό είναι, το ότι η απορρύθμιση είναι μια ενδογενής αντίδραση σε παράγοντες που τείνουν να αυξήσουν την ανεργία και να

²⁰ Πηγή : LABREF και AMECO βάσεις δεδομένων

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 εργασίας²¹.

Η ενοποιημένη οικονομική θεώρηση (σε ένα δηλ. ρυθμισμένο πλαίσιο), έχει εμπειρικά αποδειχθεί²² [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

²¹ Bertola, G. (2017), “EMU and Labour Market Policy: Tensions and Solutions”, Discussion Paper 054, EC, European Economy, July 2017.

²² Bertola, G. (2016a), “Labor policies and capital mobility in theory and in EMU, European Economic Review”, 87, 62--77.

δομικές αλλαγές χρήζουν εφαρμογής “ενεργητικών” εργασιακών πολιτικών, οι εργασιακές πολιτικές είναι περισσότερο “παθητικές”, όσον ο πλούτος κατανέμεται άνισα και οι ιδιώτες στηρίζουν το 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 πολιτικές²³ [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 συντίθενται 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

²³ 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.

κυβερνητική αρχή (εθνική, υπερεθνική, Ευρωπαϊκή, κλπ). Συνοψίζοντας τις εργασιακές πολιτικές για το ενοποιημένο πλαίσιο, θα προτείναμε :

(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.

9. Η Π.Ε.Α. ΚΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΒΙΩΣΙΜΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟΥ ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΥ (SOCIAL INVESTMENT IMPACT. SII)

Στο σημερινό ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι κορυφαίες εταιρείες αναγνωρίζουν ότι το ανθρώπινο, φυσικό και κοινωνικό κεφάλαιο εκτός από το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο πρέπει να μετράται και να διαχειρίζεται επιμελώς. Οργανισμοί που βελτιώνουν την απόδοσή τους σε περιβαλλοντικά, κοινωνικά και θέματα διακυβέρνησης (ESG) που είναι σημαντικά για τον κλάδο τους, έχουν βελτιωμένη πρόσβαση στο κεφάλαιο και την ευκαιρία να καινοτομήσουν και να καλύψουν τη ζήτηση για προϊόντα και υπηρεσίες με θετικότερο κοινωνικό και περιβαλλοντικό αντίκτυπο. Γενικότερα, η επιχειρηματική κοινότητα έχει συνειδητοποιήσει ότι η βιώσιμη επιχειρηματική ανάπτυξη μπορεί να επιτευχθεί μόνο σε ένα περιβάλλον όπου ευδοκιμούν οι τοπικές κοινότητες και η ευρύτερη κοινωνία.

Σύμφωνα με τους Panagopoulos και Tzionas (2023), η μέτρηση και η γνωστοποίηση είναι η ψυχή των αγορών που λειτουργούν καλά. Μόνο με την παρουσία υψηλής ποιότητας πληροφοριών μπορούν οι επενδυτές να διαθέσουν κεφάλαια στις πιο παραγωγικές χρήσεις του. Δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος της εταιρικής αξίας ανιχνεύεται πλέον σε άυλα και όχι σε υλικά περιουσιακά στοιχεία, το ανθρώπινο, το φυσικό και το κοινωνικό κεφάλαιο αντιπροσωπεύουν όλες σημαντικές πληροφορίες που σχετίζονται με το ESG (Environment, Social, Governance) που πρέπει να έχουν οι επενδυτές. Επιπλέον, αυτές οι πληροφορίες πρέπει να αναφέρονται με συγκρίσιμο τρόπο, ώστε όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά να μπορούν να συγκρίνουν την απόδοση μιας εταιρείας έναντι των ανταγωνιστών της. Αυτό απελευθερώνει κίνητρα στην αγορά για τις εταιρείες να βελτιώσουν την απόδοσή τους σε θέματα ESG και να ξεκινήσουν έναν αγώνα προς την κορυφή²⁴.

²⁴ Panagopoulos, A., Tzionas, I. (2023), "The Use of Sustainable Financial Instruments in Relation to the Social Impact Investment: ESG Policies, Capital Markets' Approach and Investors' Protection: An Innovative Perspective for a Global Surveillance Authority", International Journal of Business Administration (IJBA), Sciedu Press, Vol. 14, n.1, March 2023, pp. 87-123. <https://doi.org/10.5430/ijba.v14n1p87>, ISSN 1923-4007 E-ISSN 1923-4015

Αν και η πλευρά της προσφοράς από την πλευρά της ΕΕ με βιώσιμα χρηματοδοτικά μέσα που υποστηρίζουν το τοπίο ESG είναι ήδη σε ισχύ, υπάρχει ανάγκη για ανάπτυξη και ενίσχυση της πλευράς της ζήτησης από τους επενδυτές. Η συμμετοχή του τραπεζικού τομέα και του κλάδου των κεφαλαιαγορών που προσφέρουν διάφορα καινοτόμα προϊόντα θα μπορούσε να επιτύχει αυτήν την απαίτηση. Οι τράπεζες πρέπει να προσφέρουν διμερώς μέσα διαπραγμάτευσης σε άλλα μέσα ή εταιρείες που πληρούν τα πρότυπα ESG και τα Χρηματιστήρια πρέπει να λειτουργούν ως πολυμερείς πλατφόρμες συναλλαγών για εισηγμένες εταιρείες, οι οποίες θα προσφέρουν επίσης χρηματοοικονομικά προϊόντα που πληρούν συγκεκριμένες μετρήσεις ESG.

Είναι συνεπώς σημαντικό η ΠΕΑ, να λάβει υπόψη της ότι οι εταιρείες με καλές αξιολογήσεις σε ουσιαστά θέματα βιωσιμότητας ξεπερνούν σημαντικά τις επιχειρήσεις με κακές αξιολογήσεις σε αυτά τα ζητήματα. Αντίθετα, οι εταιρείες με καλές αξιολογήσεις σε ασήμαντα ζητήματα βιωσιμότητας δεν ξεπερνούν σημαντικά τις επιχειρήσεις με κακές αξιολογήσεις για τα ίδια ζητήματα. Αυτά τα αποτελέσματα επιβεβαιώνονται όταν αναλύουμε μελλοντικές αλλαγές στη λογιστική απόδοση. Τα αποτελέσματα έχουν επιπτώσεις για τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων που έχουν δεσμευτεί στην ενσωμάτωση παραγόντων βιωσιμότητας στις αποφάσεις τους σχετικά με την κατανομή κεφαλαίων. Οι πολιτικές ESG και η χρήση χρηματοοικονομικών μέσων, για την Κοινωνική Οικονομία, αφορούν οπωσδήποτε τόσο τον Τραπεζικό Τομέα όσο και τις Κεφαλαιαγορές, αφού ο επενδυτής διατηρεί την προστασία του από πρακτικές κατάχρησης αγοράς. Ως εκ τούτου, οι επιχειρηματίες θα βρουν σίγουρα έναν επιπλέον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεών τους.

Ως γνωστό, ο όρος ESG περιλαμβάνει το ευρύ σύνολο περιβαλλοντικών, κοινωνικών και εταιρικής διακυβέρνησης που μπορούν να επηρεάσουν την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει αξία. Σε ένα εταιρικό πλαίσιο, χρησιμοποιείται για να αναφέρεται στην ενσωμάτωση μη οικονομικών εκτιμήσεων στην επιχειρηματική στρατηγική και στη λήψη αποφάσεων. Ενώ οι παράγοντες ESG θεωρούνται μερικές φορές μη χρηματοοικονομικοί, συνδέονται με την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και ο τρόπος με τον οποίο μια εταιρεία τους διαχειρίζεται μπορεί να έχει οικονομικές συνέπειες.

Οι επενδυτές χρησιμοποιούν πληροφορίες ESG για να μετρήσουν πόσο ανθεκτική και καλά εξοπλισμένη είναι μια εταιρεία να διαχειρίζεται τις αλλαγές στο

περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται. Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική αναφορά PRI, τα δεδομένα ESG μπορούν να ζωγραφίσουν μια πλήρη εικόνα μιας εταιρείας, βοηθώντας τους επενδυτές να κατανοήσουν την ανταγωνιστική της θέση και την αποτελεσματικότητα με την οποία μπορεί να επωφεληθεί από νέες ευκαιρίες. Πέρα από την ικανοποίηση των αναγκών πληροφόρησης των επενδυτών και τη μείωση των ασυμμετριών πληροφοριών, η αποκάλυψη ESG και η αποτελεσματική διαχείριση μπορούν να αποφέρουν σημαντικά οφέλη για τις εταιρείες.

Η ανάγκη για βελτιωμένη γνωστοποίηση σε θέματα βιωσιμότητας καθοδηγείται επίσης από τις κυβερνήσεις, οι οποίες υιοθετούν ολοένα και περισσότερο μια ποικιλία υποχρεωτικών απαιτήσεων για την εταιρική γνωστοποίηση ESG, όπως η Οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη μη χρηματοοικονομική αναφορά (NFRD) 2014/95/EU, η Ταξινόμια της ΕΕ και την επερχόμενη Οδηγία για την Αναφορά Εταιρικής Αειφορίας (CSRD). Οι απαιτήσεις γνωστοποίησης έχουν ήδη αρχίσει να εξελίσσονται γρήγορα και να επεκτείνονται για να ανταποκριθούν στην αυξανόμενη όρεξη για ESG και διαφάνεια στην αγορά. Οι εταιρείες που θεσπίζουν σαφείς διαδικασίες για τον εντοπισμό, τη μέτρηση και τη διαχείριση των παραγόντων ESG θα ανταποκριθούν γρήγορα στις ρυθμιστικές εξελίξεις, θα μειώσουν τους κινδύνους συμμόρφωσης και θα εξασφαλίσουν την άδειά τους να λειτουργούν σε ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον.

Όπως είναι ήδη γνωστό, η «επενδυτική απόδοση» είναι η απόδοση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο μπορεί να περιέχει ένα μόνο περιουσιακό στοιχείο ή πολλά περιουσιακά στοιχεία. Η απόδοση της επένδυσης μετράται σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο και σε συγκεκριμένο νόμισμα. Οι επενδυτές συχνά διακρίνουν διαφορετικούς τύπους αποδόσεων και καθώς άλλες επενδύσεις, οι επενδύσεις SII, ενέχουν κινδύνους, ως αποτέλεσμα της φύσης τους. Επιπλέον, μια επένδυση SII μπορεί να θεωρηθεί ως μια μακροπρόθεσμη επενδυτική προσέγγιση που ενσωματώνει παράγοντες Περιβαλλοντικής, Κοινωνικής & Διακυβέρνησης (ESG) στη διαδικασία έρευνας, ανάλυσης και επιλογής τίτλων σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

Οι επενδύσεις SII χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των στόχων ESG. Για παράδειγμα, για να επιτευχθούν οι στόχοι της Συμφωνίας του Παρισιού και να περιοριστεί η αύξηση της παγκόσμιας θερμοκρασίας σε όχι περισσότερο από 1,5 βαθμούς Κελσίου πάνω από τα προβιομηχανικά επίπεδα, είναι απαραίτητο να

αυξηθεί σημαντικά το επίπεδο νέων επενδύσεων σε τεχνολογίες χαμηλών εκπομπών άνθρακα και ενεργειακή απόδοση. και να μειωθούν οι επενδύσεις σε τομείς και δραστηριότητες με υψηλές εκπομπές, συμπεριλαμβανομένης της εξόρυξης και χρήσης ορυκτών καυσίμων. Το 2018, η Διακυβερνητική Επιτροπή για την Κλιματική Αλλαγή (IPCC) ανακοίνωσε ότι ο κόσμος πρέπει να επενδύει κατά μέσο όρο 2,4 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ σε καθαρή ενέργεια κάθε χρόνο έως το 2035, προκειμένου να αποτραπεί η αύξηση της παγκόσμιας θερμοκρασίας να ξεπεράσει τους 1,5 βαθμούς Κελσίου. Η χρήση άνθρακα θα πρέπει να μειωθεί σχεδόν σε τίποτα έως το 2050, σύμφωνα με την IPCC.

Η Π.Ε.Α. είναι σημαντικό να λάβει υπόψη της το ότι μόλις μια εταιρεία εισηγμένη σε Χρηματιστήριο προσδιορίζει τους παράγοντες ESG που θα πρέπει να παρακολουθεί και να αναφέρει, θα πρέπει να επιλέγονται σχετικές μετρήσεις και δείκτες προκειμένου να κοινοποιούνται αποτελεσματικά αυτές οι πληροφορίες. Όπου είναι δυνατόν, οι εταιρείες θα πρέπει να παρέχουν ποσοτικές, συγκρίσιμες και μελλοντικές μετρήσεις απόδοσης για να διευκολύνουν την ενσωμάτωση του ESG. Συνιστάται στις εταιρείες να χρησιμοποιούν αξιόπιστους δείκτες που περιλαμβάνονται σε διεθνώς αναγνωρισμένα πλαίσια αναφοράς όπως GRI, SASB, IIRC, TCFD, CDP ή UNGC. Οι εταιρείες θα πρέπει να αποκαλύπτουν τη μεθοδολογία τους και να παρέχουν εξηγήσεις για την υποστήριξη ποσοτικών δεικτών, καθιερώνοντας τη σχέση μεταξύ ESG και χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Οι εταιρείες θα πρέπει να διασφαλίζουν ότι τα δεδομένα που παρέχουν είναι αντικειμενικά και περιλαμβάνουν όχι μόνο δείκτες στους οποίους έχουν καλή απόδοση. Στις αποκαλύψεις τους, οι δημοσιογράφοι δεν θα πρέπει να συγκαλύπτουν λιγότερο ευνοϊκές πληροφορίες. Αντίθετα, ενθαρρύνονται να παρέχουν εξηγήσεις και να επιδείξουν πώς σκοπεύουν να βελτιώσουν και να μετριάσουν τυχόν αρνητικές επιπτώσεις στο μέλλον.

Συνιστάται στις εταιρείες να αναφέρουν δεδομένα που καλύπτουν όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων τους. Όπου δεν υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα, οι εταιρείες πρέπει να αναφέρουν με σαφήνεια ποιοι τομείς των δραστηριοτήτων τους καλύπτονται στις γνωστοποιήσεις τους. Οι εταιρείες ενός Ομίλου ενθαρρύνονται να παρέχουν δεδομένα που καλύπτουν ολόκληρο τον οργανισμό, δηλαδή τόσο τη μητρική εταιρεία όσο και τις θυγατρικές της που περιλαμβάνονται στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις του ομίλου ή σε ισοδύναμα έγγραφα. Εάν τα δεδομένα δεν είναι διαθέσιμα για όλες τις οντότητες, συνιστάται να ξεκινήσουν

αναφέροντας δεδομένα σχετικά με τη μητρική εταιρεία και να προχωρήσουν με οποιαδήποτε άλλη οντότητα για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα. Θα πρέπει να αναφέρεται σαφώς ποιες θυγατρικές περιλαμβάνονται στο πεδίο αναφοράς.

Για την Π.Ε.Α. μια σημαντική πρόκληση σχετικά με την προστασία των επενδυτών είναι η έλλειψη ενοποιημένου και ακριβούς ορισμού του SII. Αν και το ερώτημα εάν ο ορισμός του SII θα πρέπει να είναι στενότερος ή περισσότερο περιεκτικός παραμένει αμφιλεγόμενος, οι περισσότεροι φορείς του SII συμφωνούν ότι είναι απολύτως απαραίτητο να καθιερωθεί ένας ενιαίος ορισμός αντί να βασίζεται σε ποικίλες ερμηνείες. Οι διαφορετικές ερμηνείες του SII οδηγούν σε άλλα, ακόμη πιο συγκεκριμένα ζητήματα. Πρώτον, η παρακολούθηση της αγοράς SII γίνεται εξαιρετικά περίπλοκη. Για παράδειγμα, είναι αδύνατο να προσδιοριστεί εάν οι δαπάνες για SII διαφέρουν μεταξύ των χωρών λόγω διαφορών στους ορισμούς ή για άλλους λόγους. Δεύτερον, περιπτώσεις όπου επενδύσεις που σίγουρα δεν είναι SII (π.χ. ESG) εξακολουθούν να ερμηνεύονται ως τέτοιες ή όταν επενδύσεις που πληρούν τα κριτήρια SII ερμηνεύονται ως κάτι άλλο, δημιουργούν τον κίνδυνο εξάλειψης της μετασχηματιστικής ισχύος του SII. Τέλος, η έλλειψη ενοποιημένου ορισμού αυξάνει τον κίνδυνο «επίδρασης και κοινωνικής πλύσης». Ορισμένοι πάροχοι έχουν αρχίσει να επισημαίνουν τα προϊόντα τους ως προϊόντα SII λόγω αυστηρότερων κανονισμών σχετικά με τα κριτήρια βιώσιμης επένδυσης, παρόλο που οι πηγές χρηματοδότησής τους δεν συμμορφώνονται με τα πρότυπα SII. Το SII μπορεί άθελά του να ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να εκμεταλλεύονται τις δραστηριότητές τους ως στρατηγική μάρκετινγκ αντί να αναζητούν πραγματική δέσμευση και θετικό αντίκτυπο (Κίνδυνος επιπτώσεων).

10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΠΙΠΛΕΟΝ ΠΕΔΙΑ **ΕΡΕΥΝΑΣ**

10.1 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 μεταδιδακτορική έρευνα, 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, παρόχων 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). Έτσι 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 συμφέροντα 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 (Θεμελιώδες Μοντέλο Ενιαίας Ρυθμιστικής Αρχής – 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 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).

10.2 ΚΟΙΝΩΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΡΓΑΣΙΑΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΑΠΟ ΤΗΝ Π.Ε.Α.

Οι ελεύθερες αγορές (Laissez-faire) δεν βελτιστοποιούν αναγκαστικά την εξισορρόπηση μεταξύ της εργασίας και του επιπέδου 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/κό 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. Άρα, 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). Άρα, στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι αναγκαία η λήψη εργασιακών πολιτικών, με εστίαση σε περισσότερο “επενδυτικό” χαρακτήρα.

10.3 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 μεταδιδακτορικής έρευνας 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 παραγώγων. 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 χρηματιστηριακής 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 διαπραγματεύσεως, εκκαθάρισης, κλπ, μεταξύ των Δυτικού τύπου χρηματοπιστωτικών αγορών και προϊόντων και των Ισλαμικών αγορών και προϊόντων που καλύπτονται από την Sharia'a.

11. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Aizenman J., "Financial Crisis and the Paradox of the Under- and Over-Regulation", NBER Working Paper No. 15018, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, May 2009, pp. 1-22.
2. Aljarallah, M., "The Structure and Operations of the Financial Regulatory and Supervisory Authority", Kingston Business School 2020-2021, Kingston University London, 2021
3. Allen F. και Gordon G., "Stock price manipulation, Market Microstructure and Assymetric Information, European Economic Review" 36, 624-630, 1992.
4. Andenas-Kenyon Slade (eds), "EC Financial Market Regulation and Company Law", Sweet@Maxwell, London, 1993.
5. 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.
6. Bemanke 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
7. Bertola, G. (2017), "EMU and Labour Market Policy: Tensions and Solutions", Discussion Paper 054, EC, European Economy, July 2017.
8. Bertola, G. (2016a) Labor policies and capital mobility in theory and in EMU, European Economic Review 87, 62--77.
9. Blundell-Wignal, A. and P. Atkinson (2008): "The sub-prime crisis - causal distortions and regulatory reform", gto Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008, Reserve Bank of Australia
10. Boivin J., M. P. Giannoni and B. Mojon (2008) "Macroeconomic dynamics in the euro area" in D. Acemoglou and K. Rogoff and M. Woodford (eds) NBER Macroeconomic Manual 2008.
11. 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.
12. Buiter, W. and A. Sibert (2007), "The Bank must take three steps to ease the turbulence", Financial Times, September 06.
13. 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
14. Chartered Institute for Securities and Investment (CISI®), "Fundamentals of Islamic Banking and Finance", ed. 1, May 2015, London
15. Davis, E.P. (2008) "Liquidity, financial crises and the lender of last resort - How much of a departure is the sub-prime crisis?" crra Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008, Reserve Bank of Australia
16. 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.
17. German Legislation. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Securities Trading Act 26-7-1994, Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) Investor Protection Act 30-10-2004.
18. Godwin A, Schmulow A. (2021), "The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation", pp 1-14, DOI: <https://doi.org/10.1017/9781316890592.002>, Cambridge University Press

19. 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.
20. 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.
21. 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.
22. Panagopoulos, A., Tzionas, I. (2023), "The Use of Sustainable Financial Instruments in Relation to the Social Impact Investment: ESG Policies, Capital Markets' Approach and Investors' Protection: An Innovative Perspective for a Global Surveillance Authority", International Journal of Business Administration (IJBA), Sciedu Press, Vol. 14, n.1, March 2023, pp. 87-123. <https://doi.org/10.5430/ijba.v14n1p87>, ISSN 1923-4007 E-ISSN 1923-4015
23. Panagopoulos, A. (2022), “The Establishment of a Global Authority and a Single Framework for the Financial Products. Labour Policies and Economic Challenges”, International Journal of Business Administration (IJBA), SciEdu Press, Vol. 13, No. 2, (March 2022) pp. 49-66, 2022. DOI: doi:10.5430/ijba.v13n2p49 (ISSN: 1923-4007 (Print), ISSN: 1923-4015 (Online)) is indexed in the DOAJ, Engineering 86 Technology Digital Library, Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar and Crossref.
24. 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.
25. 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.
26. 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).
27. United Kingdom Legislation. Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 SI 2005/381, Financial Services Act 1986, Companies Act 1980.
28. Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 2273/2003 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 (L336/33/23-12-2003) για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις αλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς και για τις πράξεις σταθεροποίησης χρηματοπιστωτικών μέσων.
29. 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.
30. Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης 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.
31. Παναγόπουλος Α, (2019), “Προς ένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο, στην αγορά των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Αλληλεπιδράσεις μεταξύ εθνικών οικονομικών πολιτικών και διεθνών.” Διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, ΔΠΜΣ Διοίκησης Επιχειρήσεων. Εθνικό Αρχείο Διδακτορικών Διατριβών, <https://www.didaktorika.gr/eadd/handle/10442/47733>

12. ΠΙΝΑΚΕΣ - ΕΙΚΟΝΕΣ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

Εικόνα 2 (Υπερ-εποπτική αρχή και οι σχέσεις της με τα διεθνή κέντρα).....	24
Εικόνα 2 (Επίπεδα εποπτείας του ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου).....	25
Γράφημα 1 (εργασιακές αλλαγές και ανεργία στην Ευρώπη των 12-eurozone, προ κρίσης).....	77
Γράφημα 2 (εργασιακές αλλαγές και ανεργία στην Ευρώπη των 12-eurozone, μετά την κρίση)...	77