

4ο ΤΡΙΗΜΕΡΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ ΓΙΑ ΔΙΚΑΣΤΙΚΟΥΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΣ

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Τίτλος βιβλίου: Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

ISBN: 978-960-8187-24-5

Πρώτη έκδοση: Αθήνα, Αύγουστος 2008

Διορθώσεις: Μιχάλης Κατσιμίτσης

Σελιδοποίηση: Περιγραφή

Εκτύπωση: Μητρόπολις Α.Ε. Γραφικές Τέχνες

© Copyright: Εκδόσεις Ευρασία, 2008

Απαγορεύεται οποιασδήποτε μορφής αντιγραφή ή αναπαραγωγή μέρους ή όλου του βιβλίου χωρίς την έγγραφη άδεια του εκδότη και του συγγραφέα.

Εκδόσεις Ευρασία

Ομήρου 47, 10672 Αθήνα
Τηλ.: 210 3614968, Φαξ: 210 3613581
Email: info@eurasiabooks.gr
www.eurasiabooks.gr

Eurasia Publications

47 Omirou Street, 10672 Athens, Greece
Tel.: +30 210 3614968, Fax: +30 210 3613581
Email: info@eurasiabooks.gr
www.eurasiabooks.gr

ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΣΕΒ

σε συνεργασία με:

ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ ΔΙΚΑΣΤΩΝ & ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΩΝ
ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ

Πρακτικά Εκδήλωσης

4ο ΤΡΙΗΜΕΡΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ
ΓΙΑ ΔΙΚΑΣΤΙΚΟΥΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΣ

με θέμα

*Δικαιοσύνη
& Νομοθεσία
της Κεφαλαιαγοράς*

Παρασκευή 16 έως Κυριακή 18 Νοεμβρίου 2007

POSEIDON RESORT, ΛΟΥΤΡΑΚΙ

ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΥΡΑΣΙΑ

ΑΘΗΝΑ 2008

Περιεχόμενα

Πρόλογος	11
1. Συνεδρία 1 – Έναρξη, χαιρετισμοί και εισαγωγικές ομιλίες	15
1.1 Χ. ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ (συντονιστής): Εισαγωγή – Σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας της Δικαιοσύνης	15
1.2 Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Στόχοι οργάνωσης του συνεδρίου.....	15
1.3 Σ. ΧΑΤΖΗΓΑΚΗΣ (Υπουργός Δικαιοσύνης): Νόμος και τεχνολογία: αποδοτική χρήση τους στην παρούσα δομή και οργάνωση των Ελληνικών Δικαστηρίων.....	18
1.4 Δ. ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ: Χαιρετισμός – Μια νέα προσέγγιση στη δικαστική μας πορεία.	24
1.5 Σ. ΜΠΑΓΙΑΣ: Χαιρετισμός – Φροντίζουμε για την επιμόρφωσή μας και αισιοδοξούμε για το μέλλον.....	29
1.6 Α. ΠΛΑΒΙΟΣ: Εισαγωγική ομιλία – Οι εξελίξεις στη χρηματοπιστηριακή νομοθεσία και ο ρόλος των Εποπτικών Αρχών στην Ελλάδα.	31
1.7 Γ. ΠΡΑΣΤΑΚΟΣ: Εισαγωγική ομιλία – Ο ρόλος και η σημασία της ακαδημαϊκής έρευνας στο έργο των κανονιστικών αρχών.....	35
1.8 Π. ΔΡΑΚΟΣ: Εισαγωγική ομιλία – Νόμοι, δικαστήρια και εισηγμένες εταιρείες.....	40
1.9 Συνεδρία 1 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	45
2. Συνεδρία 2 – ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ.....	47
2.1 Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ (συντονιστής)	47
2.2 Ν. ΚΩΝΣΤΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ: Οι χρηματοπιστηριακές στο επίκεντρο των εξελίξεων	47
2.3 Β. ΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΥ: Συστήματα και διαδικασίες του ΧΑ	50
2.4 Χ. ΜΕΡΤΖΑΝΗΣ: Δευτερογενείς αγορές και διαδικασία συναλλαγών.....	61
2.5 Ε. ΑΠΟΣΤΟΛΙΔΟΥ: Συνεργασία μεταξύ Εποπτικών Αρχών και ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών	67
2.6 Ξ. ΑΥΛΩΝΙΤΗΣ: Πρωτογενείς αγορές – Αποκάλυψη εταιρικών πληροφοριών.....	71

2.7	Συνεδρία 2 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	78
3.	Συνεδρία 3 – ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ	84
3.1	Α. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ (συντονιστής) – Εισαγωγή.....	84
3.2	Ε. ΝΙΣΥΡΑΙΟΣ: Εποπτεία της κεφαλαιαγοράς, στόχοι, θεσμικό πλαίσιο.....	84
3.3	Ι. ΡΟΚΑΣ: Ο δικαστικός έλεγχος των χρηματοοικονομικών συναλλαγών	93
3.4	Π. ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: Τραπεζική εποπτεία – Η νέα προσέγγιση και οι προκλήσεις εφαρμογής στην πράξη	98
3.5	Χ. ΓΚΟΡΤΣΟΣ: Η επίδραση του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Δικαίου στη διαμόρφωση του Ελληνικού.....	107
3.6	Συνεδρία 3 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	116
4.	Συνεδρία 4 – ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΚΑΙ ΚΥΡΩΣΕΙΣ	129
4.1	Δ. ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ (συντονιστής): Εισαγωγή.....	129
4.2	Α. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ: Το απόρρητο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	130
4.3	Δ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑΣ: Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εν δράσει, στην πρόληψη και καταστολή του χρηματιστηριακού εγκλήματος.....	136
4.4	Γ. ΡΗΛΙΠΡΟΥ: Η προσέγγιση της FSA στην αντιμετώπιση κατάχρησης αγοράς και η αλληλεπίδραση με τις δικαστικές αρχές στο Ηνωμένο Βασίλειο	145
4.5	Γ. ΓΙΑΝΝΟΥΛΗΣ: Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως διαχρονικός ρυθμιστής της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματιστηριακών αξιών.....	152
4.6	Χ. ΛΑΚΑΦΩΣΗΣ: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υπηρεσιακή ευθύνη, δικαστικός έλεγχος.....	159
4.7	Συνεδρία 4 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	168
	Παρουσίαση Χρηματιστηριακής Μηχανογραφικής Εφαρμογής.....	175
5.	Συνεδρία 5 –ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ	179
5.1	Α. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ (συντονιστής): Εισαγωγή.....	179
5.2	Η. ΛΑΝΗ: Διαδικασία χορήγησης και ανάκλησης αδείας εταιρειών επενδυτικών υπηρεσιών	179
5.3	Ν. ΤΣΟΥΤΣΑΝΗΣ: Συνεχείς υποχρεώσεις εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.....	182
5.4	Ι. ΤΕΝΤΕΣ: Έννομες σχέσεις εταιρείας με πελάτες.....	188

5.5	R. CONWAY: Η κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου και η έλλειψη της ρευστότητας – Νομικές συνέπειες για τις κεντρικές τράπεζες.....	195
5.6	A. ΔΡΙΣΤΑ: Χειραγώγηση τιμών και αγοράς.....	200
5.7	R. SCHIERHORN: Διώξη της χειραγώγησης αγοράς.....	207
5.8	Συνεδρία 5 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	214
6.	Συνεδρία 6 – ΕΠΟΠΤΕΙΑ ENANTIA ΣΤΗΝ ΚΑΤΑΧΡΗΣΗ ΑΓΟΡΑΣ.....	220
6.1	I. ΡΟΚΑΣ (συντονιστής με αντικαταστάτη τον Γ. Χαραλάμπους).....	220
6.2	A. ΧΑΜΠΕΟΣ: Χρηματοιστηριακά μέσα – Χρήση και ενδεχόμενοι κίνδυνοι.....	220
6.3	N. ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ: Χρηματοπιστωτικά μέσα – Χρήση και ενδεχόμενοι κίνδυνοι – Μια άλλη οπτική γωνία.....	226
6.4	M. ΜΕΡΣΙΝΗΣ: Ξέπλυμα χρήματος.....	232
6.5	G. GALVAO: Εξελίξεις και ξέπλυμα χρήματος.....	237
6.6	X. ΑΠΑΛΑΓΑΚΗ: Ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδοχών.....	242
6.7	Συνεδρία 6 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	248
7.	Συνεδρία 7 – ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	249
7.1	I. ΡΟΚΑΣ (συντονιστής).....	249
7.2	N. ΠΑΠΑΔΗΜΟΣ: Δημόσιες προσφορές – Ενημερωτικά δελτία.....	249
7.3	Δ. ΛΙΑΠΠΗΣ: Το ενημερωτικό δελτίο – αξιώσεις αποζημίωσης των επενδυτών.....	254
7.4	Σ. ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ: Συνεχείς χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις εταιρειών.....	261
7.5	I. ΔΡΥΛΛΕΡΑΚΗΣ: Εταιρικό δίκαιο – Εταιρική διακυβέρνηση.....	266
7.6	A. ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΠΟΥΛΟΥ: Squeeze out και νομικά θέματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του.....	274
7.7	Συνεδρία 7 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	279
8.	Συνεδρία 8 – Ο ΕΙΔΙΚΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑΣ ΤΩΝ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	288
8.1	Π. ΚΑΒΟΥΡΟΠΟΥΛΟΣ (συντονιστής): Εισαγωγή.....	288
8.2	Γ. ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ: Χορήγηση και ανάκληση άδειας ΑΕΔΑΚ.....	288
8.3	Δ. ΜΑΜΜΩΝΑΣ: Διαχείριση της περιουσίας των Ταμείων.....	293
8.4	N. ΦΡΑΓΚΟΣ: Σημαντικά θέματα των ασφαλιστικών ταμείων.....	296

8.5	Μ. ΜΙΧΑΛΟΠΟΥΛΟΣ: Συναλλαγές στην ηλεκτρονική δευτερογενή αγορά	299
8.6	Δ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ: Εκκαθάριση και διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοοικονομικών μέσων	305
8.7	Συνεδρία 8 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	311
9.	Συνεδρία 9 – ΟΙ ΚΩΔΙΚΕΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΕΣ ΚΥΡΩΣΕΙΣ.....	318
9.1	Κ. ΠΑΠΑΚΩΣΤΟΠΟΥΛΟΣ (συντονιστής): Εισαγωγή	318
9.2	Σ. ΠΟΤΑΜΙΤΗΣ: Κώδικες δεοντολογίας ΕΠΕΥ-ΑΕΔΑΚ/ΑΚ	320
9.3	Μ. PARNELL: Διοικητικές κυρώσεις – Πώς τα δικαστήρια συνδράμουν τις Εποπτικές Αρχές.....	325
9.4	Π. ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΣ: Αντικείμενο της ΕΛΤΕ και ο ρόλος των ορκωτών ελεγκτών λογιστών	329
9.5	Δ. ΟΡΦΑΝΙΔΗΣ: Η Οδηγία 2004/39 (MiFID) – Σκοπός και έννομες συνέπειες.....	333
9.6	Συνεδρία 9 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις.....	337
10.	Καταληκτική ομιλία.....	340
10.1	Ι. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ: Η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς ως σημαντικός παράγοντας ενίσχυσης των επενδύσεων.....	340
11.	Ευχαριστίες και συμπεράσματα του συνεδρίου.....	348
11.1	Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Παρουσίαση της Οργανωτικής Ομάδας.....	348
11.2	Δ. ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ: Ευχαριστίες, καλωσόρισμα και κλείσιμο	348
11.3	Σ. ΜΠΑΓΙΑΣ: Ευχαριστίες, καλωσόρισμα και κλείσιμο	351
11.4	Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Συμπεράσματα του συνεδρίου	352
12.	Παραρτήματα	357
13.	Κατάσταση συμμετασχόντων	372
14.	Πρόγραμμα	377

Πρόλογος

Η εμπειρία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από τη διοργάνωση των τριών προηγούμενων συνεδρίων στην Αθήνα και ενός στη Θεσσαλονίκη απέδειξε ότι η συνεργασία με τους φορείς της αγοράς βοήθησε τόσο αυτούς όσο και τα στελέχη της Επιτροπής να αναπτύξουν μία αποτελεσματικότερη προσέγγιση στην κατανόηση και διευθέτηση εποπτικών θεμάτων ή προβλημάτων συνεργασίας που ανακύπτουν στο πλαίσιο της καθημερινής λειτουργίας των αγορών.

Την προαναφερόμενη εμπειρία μας εκθέσαμε στο Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών – Σύγχρονες Επιχειρήσεις, Σύγχρονη Ελλάδα, αλλά και στον καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών κ. Ι. Ρόκα, προσκαλώντας τους να συνεργαστούν μαζί μας στη διοργάνωση της εκδήλωσης αυτής.

Ως επόμενο βήμα και με βάση την εμπειρία αυτή, προχωρήσαμε, με τη συμπαράσταση των κ.κ. Ι. Ρόκα και Δ. Τσιμπανούλη, στις πρώτες επαφές μας με τους προέδρους των δύο επαγγελματικών ενώσεων δικαστικών λειτουργών, τον κ. Σ. Μπάγια και τον κ. Δ. Κυριτσάκη. Τολμώ να πω ότι, γνωρίζοντας το φόρτο του καθημερινού λειτουργήματός τους, η αμεσότητα της ανταπόκρισής τους ήταν για μένα απρόσμενα ευχάριστη έκπληξη.

Τρίτο βήμα ήταν ο καθορισμός της λεπτομέρειας στην εκπλήρωση του στόχου της εκδήλωσης. Σε αυτό οφείλω να πω ένα μεγάλο «ευχαριστώ» στον κ. Χαρίλαο Μερτζάνη, στην κα Ελευθερία Αποστολίδου, στον κ. Π. Λυμπερόπουλο, στην κα Βιβή Ραϊση και στην ακούραστη γραμματέα των αντιπροέδρων, κα Μελίνα Σταυροπούλου, που με βοήθησαν πάρα πολύ στην κατάρτιση του προσχεδίου του προγράμματος παρουσιάσεων.

Όμως, ένα προσχέδιο προγράμματος, για να καταλήξει τελικό κείμενο, χρειάζεται ένα τρίτο έμπειρο μάτι που ελεύθερα θα εκφράσει τις παρατηρήσεις του και θα εισηγηθεί τυχόν τροποποιήσεις. Σε αυτό, πέραν των προαναφερομένων, λάβαμε την απαιτούμενη βοήθεια από τους κ.κ. Α. Γαβριηλίδη, Ε. Νισυραίο, Χρ. Γκόρτσο και Π. Καβουρόπουλο.

Καμιά όμως τέτοια σοβαρή εκδήλωση δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς την οικονομική συμπαράσταση χορηγών. Σεβόμενοι την ανάγκη διατήρησης της ανεξαρτησίας της διοργάνωσης, προσεγγίσαμε το ΥΠΟΙΟ και ειδικότερα τον γενικό γραμματέα κ. Ι. Σιδηρόπουλο και του εξηγήσαμε το σκοπό

του συνεδρίου. Ο κ. Σιδηρόπουλος ανταποκρίθηκε αμέσως, αναθέτοντας την παρακολούθηση της διοργάνωσης εκ μέρους του ΥΠΟΙΟ στο κ. Χρ. Νούνη, και ανέλαβε ο ίδιος να ενημερώσει αρμοδίως τον κ. υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών, ο οποίος ενθάρρυνε την ανάληψη πρωτοβουλιών εύρεσης των απαιτούμενων οικονομικών πόρων για τη διοργάνωση. Ο κ. Σιδηρόπουλος και το επιτελείο του συνέβαλαν αποφασιστικά στην εύρεση των απαιτούμενων χορηγιών της διοργάνωσης που ήταν το Χρηματιστήριο Αθηνών, ο ΣΕΒ και η Ένωση Ελληνικών Τραπεζών. Θέλουμε να εκφράσουμε τις ειλικρινείς μας ευχαριστίες για τη συμβολή τους στον πρόεδρο του χρηματιστηρίου κ. Σ. Καπράλο, στον πρόεδρο του ΣΕΒ κ. Δ. Δασκαλόπουλο και στον κ. Χάρη Κυριαζή και στον γενικό γραμματέα της ΕΕΤ κ. Χρ. Γκόρτσο.

Έχοντας διασφαλίσει τους απαιτούμενους πόρους για τη διοργάνωση του συνεδρίου, προσδιορίσαμε παράλληλα και τον κεντρικό στόχο του, που ήταν η ουσιαστική ενημέρωση των συμμετεχόντων δικαστικών λειτουργών, με βάση ειδικές παρουσιάσεις από εγχώριους και αλλοδαπούς εμπειρογνώμονες, αλλά και συζητήσεις για σημαντικά εποπτικά ζητήματα που έχουν προκύψει από την ανάπτυξη του πρόσφατου θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της αγοράς. Επίσης βασικός στόχος του συνεδρίου ήταν η παροχή πληροφοριών προς τους δικαστικούς λειτουργούς (δικαστές, εισαγγελείς, υποστηρικτικό προσωπικό και δικηγόρους) για τις εκτελεστικές και μηχανογραφικές διαδικασίες διενέργειας συναλλακτικών πράξεων στο χρηματιστήριο και για τα επενδυτικά προϊόντα της χρηματιστηριακής αγοράς, παρέχοντας με τον τρόπο αυτό την ευκαιρία στους συμμετέχοντες να διασυνδεθούν εμπράκτως με ένα εικονικό περιβάλλον διενέργειας συναλλαγών. Τέλος, ένας ακόμη στόχος του συνεδρίου ήταν η ενημέρωση των δικαστικών λειτουργών για τις συχνά εντοπιζόμενες παραβιάσεις ή εγκληματικές δραστηριότητες και την εποπτική διερεύνησή τους από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές και παραπομπή τους στα αρμόδια δικαστήρια.

Η φιλοσοφία των παρουσιάσεων του συνεδρίου στηρίχτηκε στη διαμόρφωση και ανάπτυξη πρακτικών προσεγγίσεων στην ανάλυση θεμάτων και στον τρόπο με τον οποίο οι εποπτικές αρχές χρησιμοποιούν τα διαθέσιμα σε αυτές μέσα εποπτείας για την κατά το δυνατόν ταχεία και αποτελεσματική διευθέτηση των εποπτικών ζητημάτων.

Ο κύριος ρόλος συντονισμού του συνεδρίου και ευθύνης της έκδοσης των πρακτικών ανατέθηκε σε εμένα. Επομένως, τυχόν παρατηρήσεις σας για το περιεχόμενο των πρακτικών, ως έχουν καταχωρηθεί κατά τη διάρκεια του συνεδρίου, αλλά και για τη διοργάνωση του συνεδρίου, καθώς και προτάσεις ή ιδέες

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

για το επόμενο συνέδριο, παρακαλώ όπως μου τις αποστείλετε στο παρακάτω e-mail: y.charalambous@cmc.gov.gr.

Θέλω να σας εκφράσω τις μεγάλες ευχαριστίες μου για το χρόνο που επενδύσατε να παρακολουθήσετε το συνέδριο, το χρόνο που θα επενδύσετε να μελετήσετε τα πρακτικά της εκδήλωσης και την πρωτοβουλία σας να υποβάλετε τις τυχόν εισηγήσεις ή παρατηρήσεις σας στην Επιτροπή Οργάνωσης του συνεδρίου.

Εκ μέρους της Οργανωτικής Επιτροπής
ΓΙΑΓΚΟΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ
Α' Αντιπρόεδρος
Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (ΝΠΔΔ)

1. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 1

Έναρξη, Χαιρετισμοί και Εισαγωγικές Ομιλίες



1.1 Χ. ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ (Συντονιστής)

Εισαγωγή – Σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας της Δικαιοσύνης

Κυρίες και κύριοι, οι δικαστικές ενώσεις με τη συμμετοχή τους στο συνέδριο αυτό επιδιώκουν, συνεπείς στους παλαιότερους σχεδιασμούς τους, να δρομολογήσουν ένα νέο άνοιγμα του δικαστικού σώματος προς την ελληνική κοινωνία. Προς τους θεσμούς της σύγχρονης πολιτικής και οικονομικής ζωής του τόπου, ο ρόλος του Έλληνα Δικαστή προσδιορίζεται πια από το σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας της Δικαιοσύνης –όπως και εσείς, κ. υπουργέ της Δικαιοσύνης, ονοματίζεστε και επαγγέλλεσθε– αλλά και από τις απαιτήσεις του Έλληνα πολίτη.

Ο τελευταίος θέλει τον σύγχρονο δικαστή εξωστρεφή. Γνώστη των σύγχρονων κοινωνικών δομών και οικονομικών φαινομένων. Η ελληνική κοινωνία έχει ανάγκη από εμάς να αποβάλουμε το φοβικό σύνδρομο του πρόσφατου παρελθόντος που πολλοί εντέχνως θέλησαν να καλλιεργήσουν και κάποιοι και σήμερα ακόμα επιθυμούν να διατηρήσουν.

Παρακαλώ τώρα τον αντιπρόεδρο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τον κύριο Πιάγκο Χαραλάμπους, να πάρει το λόγο.

1.2 Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Στόχοι οργάνωσης του συνεδρίου

Κύριε υπουργέ, αξιότιμοι λειτουργοί της Δικαιοσύνης, αγαπητοί σύνεδροι. Με το ολιγόλεπτο φιλμ που προβάλαμε προσπαθήσαμε να σας εισαγάγουμε στα χρηματιστηριακά πράγματα και να δώσουμε μια σύντομη παρουσίαση της ιστορίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών, χωρίς να αναφερθούμε στα προβλήματα και τις κρίσεις που αντιμετώπισε. Μία εκ των οποίων, αυτή του 1999-2000, απασχόλησε ειδικότερα τους λειτουργούς της Δικαιοσύνης.

Ταυτόχρονα, θέλουμε να σας υπενθυμίσουμε ότι ο τίτλος του συνεδρίου μας είναι «Δικαιοσύνη και χρηματιστηριακή νομοθεσία». Για το θέμα αυτό, έχουμε

μαζί μας ως εισηγητές πέντε διακεκριμένους ξένους ομιλητές και σαράντα τρεις διακεκριμένους Έλληνες εισηγητές.

Οι εισηγητές και τα μέλη της Οργανωτικής Επιτροπής του συνεδρίου θα καταβάλουν κάθε προσπάθεια μέσα από το πρόγραμμα που καταρτίσαμε να διατηρήσουν το ενδιαφέρον σας, ενώ εσείς παρακαλείσθε, όπου θεωρείτε αναγκαίο, να συμμετέχετε ενεργά και να παρεμβαίνετε με πρόσθετη πληροφόρηση.

Φροντίσαμε επίσης εσείς και οι συνοδοί σας να περάσετε δυο ωραίες βραδιές, το Σάββατο και την Κυριακή. Και προσκαλούμε τον υπουργό, αν έχει το χρόνο να έρθει, φαντάζομαι θα ευχαριστηθεί πάρα πολύ.

Τι όμως ώθησε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ειδικότερα την Οργανωτική Επιτροπή, το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, το ΣΕΒ και τις δύο ενώσεις να οργανώσουν αυτό το 4ο συνέδριο με το συγκεκριμένο θέμα;

Αγαπητοί σύνεδροι, λειτουργούμε σε μια ανοιχτή και συνεχώς διεθνοποιημένη οικονομία όπου οι κεφαλαιαγορές επηρεάζονται περισσότερο από εξωτερικούς και λιγότερο από εσωτερικούς παράγοντες.

Οι παράγοντες αυτοί ωθούν σε θεμιτό αλλά και σε αθέμιτο ανταγωνισμό, στο δυναμισμό των αγορών, στην ταχεία αλλά και σε ορισμένες περιπτώσεις αδιαφανή πληροφόρηση, καθώς και σε ανήθικες πρακτικές, όπως είναι οι πρακτικές ξεπλύματος χρήματος, κατάχρησης αγοράς και άλλες.

Η παγκοσμιοποίηση δημιούργησε προβλήματα διαφοράς κουλτούρας και τρόπου εκτέλεσης συναλλαγών. Οι παραπάνω διαφοροποιήσεις απαιτούν ένα δυναμικό και ταχύτερο τρόπο λειτουργίας.

Από 1ης Νοεμβρίου 2007, όπως όλοι γνωρίζετε, οι χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αντιμετωπίζουν μια πρόκληση ριζικής αναθεώρησης του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας τους. Επίδραση που υφίστανται ακόμα και οι Άγγλοι που εδώ και τουλάχιστον 2 χρόνια έχουν προκαταρκτικά οργανωθεί.

Συγκεκριμένα, τη συγκρίνουν και την αποκαλούν νέα μεγάλη έκρηξη, a new big-bang. Το συγκεκριμένο πλαίσιο αλλαγών προκαλεί η εφαρμογή της Οδηγίας 2004 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου με τίτλο «αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων», διεθνώς γνωστή ως MiFID, η οποία υιοθετήθηκε στην Ελλάδα με τον πρόσφατο νόμο 3606/07 και καταργεί τη μέχρι πρόσφατα ισχύουσα νομοθεσία του 2396 και τις σχετικές διατάξεις αυτού του νόμου.

Ως ευρωπαϊκή Οδηγία μέγιστης εφαρμογής, η MiFID στοχεύει σε μια νέα στρατηγική ανάπτυξη των χρηματιστηριακών συναλλαγών στην Ευρώπη. Με έμφαση στις ευεργετικές επιδράσεις του ανταγωνισμού, τη μείωση του κόστους

συναλλαγών και την ενθάρρυνση των διασυνοριακών συναλλαγών μεταξύ κρατών-μελών.

Οι συντάκτες αυτής της Οδηγίας οραματίστηκαν μια αλλαγή έμφασης προς την ανάπτυξη μιας νέας εταιρικής κουλτούρας συμμόρφωσης στηριγμένης από τον αυτοέλεγχο, corporate self regulation, η οποία αποτελεί νέα προσέγγιση για πολλές εποπτικές και μελλοντικά δικαστικές αρχές, περιλαμβανομένης και της ελληνικής, λόγω της διαφορετικής πολιτισμικής και θεσμικής παράδοσης και προσέγγισης στην εποπτική λειτουργία.

Αυτή η προσέγγιση πιθανότατα θα ήταν πιο εύκολο να τυποποιηθεί και να θεσμοθετηθεί εάν είχαμε να κάνουμε μόνο με την ελλαδική επικράτεια. Είναι όμως μια θεμελιώδης αλλαγή στο νομοθετικό κανονιστικό μας περιβάλλον, γιατί η αλλαγή αυτή επεκτείνει τα στενά ελληνικά επιχειρηματικά μας σύνορα στις άλλες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ταυτόχρονα, όμως, ανοίγει τα ελληνικά επιχειρηματικά σύνορα σε πιο οργανωμένους ανταγωνιστές από τις λοιπές ανεπτυγμένες χώρες-μέλη.

Μέσα σε αυτόν το συνεχώς επεκτεινόμενο και αυξανόμενο ανταγωνισμό, ως Οργανωτική Επιτροπή πιστέψαμε στην ανάγκη να σας προσκαλέσουμε σε αυτό το συνέδριο. Και όπως γινόταν στην αρχαία αγορά της Αθήνας, να ακούσετε τις σκέψεις μας και να ανταλλάξουμε στο χώρο του συνεδρίου και στα διαλείμματα γνώσεις και ιδέες για να δημιουργήσουμε ένα νεωτεριστικό περιβάλλον ταχύτερης επίλυσης των διαφορών που ανακύπτουν στο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματιστηριακών μας αγορών.

Για να λύσουμε όμως τέτοια θέματα, πρέπει να αλλάξουμε τρόπο προσέγγισης και λειτουργίας στη διεκπεραίωση υποθέσεων και να βελτιώσουμε τα συστήματα και τις διαδικασίες μας. Η λύση στα θέματα αυτά απαιτεί ακαδημαϊκή και επαγγελματική έρευνα. Απαιτεί να ενεργούμε προληπτικά με μακροπρόθεσμη στρατηγική και όχι κατασταλτικά, όπως συμβαίνει τις περισσότερες φορές σήμερα στην Ελλάδα, στις περιπτώσεις αλλαγών της νομοθεσίας, της δεοντολογίας και της επιχειρηματικής ηθικής.

Θεωρώ ότι τα ελληνικά πανεπιστήμια, οι Νομικές Σχολές, με τη συνδρομή των επαγγελματιών ενώσεων της αγοράς και το Δικηγορικό Σύλλογο πρέπει να πάρουν τη σκυτάλη για μια ενεργότερη συμμετοχή στα επιχειρηματικά δρώμενα της έρευνας και της αποτελεσματικότερης εκπαίδευσης όλων μας.

Για να μπορέσουμε να ενεργήσουμε προληπτικά, πρέπει να βελτιώσουμε τη χρήση των σημερινών τεχνικών μέσων και να δημιουργήσουμε την επόμενη γενιά επαγγελματιών –creating the new generation of professionals– οι οποίοι σε

κατάλληλα διαμορφωμένους χώρους θα αναπτύξουν μια στενότερη συνεργασία όλων των φορέων: πανεπιστημίων, επιχειρηματιών, επενδυτών, δικαστικών λειτουργιών.

Στόχος του συνεδρίου μας είναι να προωθήσει αυτή την ιδέα επαγγελματικής συνεργασίας που θα πρέπει να καταλήξει σε μια άριστη επιχειρηματική κουλτούρα ηθικής και δεοντολογίας. Ευελπιστώ στο τέλος του συνεδρίου να μπορέσουμε να αντιληφθούμε το ισχύον και επερχόμενο περιβάλλον της χρηματαγοράς με στόχο να καθορίσουμε τη μελλοντική μας αποστολή, να προσδιορίσουμε ένα νέο όραμα και να χαράξουμε τους τρόπους συνεργασίας.

Αν στο τέλος του συνεδρίου επιτύχουμε να προσδιορίσουμε αυτούς τους παράγοντες, τότε η οργανωτική επιτροπή θα έχει επιτύχει τους στόχους που έχει θέσει για το 4ο συνέδριό μας.

Τελειώνοντας, η Οργανωτική Επιτροπή και εγώ επιθυμούμε να ευχαριστήσουμε τον κύριο υπουργό Δικαιοσύνης που παρά το φόρτο εργασίας του αποδέχτηκε να είναι σήμερα μαζί μας.

Κύριοι σύνεδροι, όχι απλά σας ευχαριστούμε, σας ευχαριστούμε πάρα πολύ για τον πολύτιμο χρόνο που επενδύετε να είστε μαζί μας σε αυτό το συνέδριο.

Ένα μεγάλο «ευχαριστώ» στο υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και ιδιαίτερα στον γενικό γραμματέα, τον κύριο Σιδηρόπουλο, που όχι μόνο μας βοήθησε να βρούμε χορηγούς αλλά μας συμπαραστάθηκε για την επίλυση των οργανωτικών προβλημάτων που ανέκυψαν.

Στους κύριους χορηγούς μας, δηλαδή το Χρηματιστήριο Αθηνών, την Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, το ΣΕΒ και στους λοιπούς χορηγούς, καθώς και στον χορηγό επικοινωνίας, την εφημερίδα ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, οφείλουμε ένα μεγάλο «ευχαριστώ», διότι χωρίς την υποστήριξή τους το συνέδριο αυτό δεν θα ήταν δυνατόν να πραγματοποιηθεί.

Ευχαριστώ. Κύριε υπουργέ, έχετε το λόγο.

1.3 Σ. ΧΑΤΖΗΓΑΚΗΣ (Υπουργός Δικαιοσύνης)

Νόμος και τεχνολογία: αποδοτική χρήση τους στην παρούσα δομή και οργάνωση των Ελληνικών Δικαστηρίων

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, θέλω να σας πω πρώτα-πρώτα ότι είμαι ιδιαίτερα ευτυχής που μου δίδεται σήμερα η ευκαιρία από τούτο το βήμα να επικοινωνήσω και με τους αγαπητούς και σεβαστούς δικαστάς, με το επιστημονικό σώμα της χώρας αλλά και με τους επιχειρηματίες. Με εκείνους οι οποίοι ασχολούνται

με τα χρηματιστηριακά, που αποτελούν πραγματικά μία από τις καρδιές της οικονομίας και της σημερινής προόδου.

Πρέπει να σας πω ότι από την πρώτη στιγμή της άσκησης των καθηκόντων μου στο υπουργείο Δικαιοσύνης, και εγώ και οι συνεργάτες μου θέσαμε συγκεκριμένους στόχους. Πάνω, λοιπόν, σε αυτούς τους στόχους ξεκινήσαμε έναν αγώνα χωρίς διακοπή και χωρίς καμιά παρέκκλιση.

Ένας από τους στόχους που θέσαμε είναι η εμπέδωση της έννοιας του Δικαίου. Η εμπέδωση όμως της έννοιας του Δικαίου με αναφορά και σε συνάρτηση με την κοινωνία. Ο στόχος μας αυτός αποτελεί την κεντρική έκφραση της πολιτικής μας που είναι συγχρόνως και η κυβερνητική πολιτική.

Βέβαια, στην πορεία αυτή λαμβάνουμε πάντοτε υπόψη μας όλες τις πραγματικότητες που μας επιβάλλουν οι νέες συνθήκες, οι νέες τεχνολογίες και βέβαια το πλαίσιο, το οποίο διαμορφώνεται μέσα από την παγκοσμιοποίηση.

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, στο μικρό διάστημα της παρουσίας μου στο υπουργείο της Δικαιοσύνης έχω συναντήσει σχεδόν όλους τους εκπροσώπους φορέων και οργανώσεων που υπηρετούν τη Δικαιοσύνη. Μαζί τους έχω ανταλλάξει απόψεις και οι απόψεις αυτές μας οδηγούν με τρόπο συναινετικό σε σχεδιασμούς, τους οποίους οργανώνουμε και τους οποίους θα ολοκληρώσουμε σύντομα υλοποιώντας τους έναν προς έναν.

Είναι αλήθεια, και σας το εξομολογούμαι, πως μέχρι σήμερα δεν είχα την ευκαιρία να μελετήσω το θεσμικό καθεστώς, το οποίο διέπει τη χρηματιστηριακή αγορά. Η πρόσκλησή σας, λοιπόν, κύριε πρόεδρε, να είμαι ομιλητής κατά τη σημερινή έναρξη των εργασιών του συνεδρίου σας μου προσέφερε ένα μεγάλο δώρο. Το δώρο είναι το έναυσμα που μου δώσατε να προχωρήσω πάνω σε σκέψεις, τις οποίες και επιθυμώ να σας παρουσιάσω αμέσως τώρα.

Πιστεύω πως οι σκέψεις μου αυτές θα εντάσσονται σε μερικές από τις προτεραιότητές σας. Και πιστεύω ότι οι σκέψεις αυτές θα σας χρησιμεύσουν σε ένα βαθμό και με κάποιον τρόπο να εμβαθύνετε στη λήψη των αποφάσεών σας.

Κυρίες και κύριοι, με τον όρο «χρηματιστηριακή αγορά» εννοώ το χρηματοοικονομικό τομέα που λειτουργεί για την παραγωγή αυτού που λέμε υπεραξία από την κεφαλοποίηση, η οποία περιλαμβάνει επενδύσεις στον πρωτογενή, δευτερογενή και τριτογενή τομέα μέχρι τη συμμετοχή θεσμικών και ιδιωτικών φορέων τόσο από το εσωτερικό της χώρας όσο και από το εξωτερικό.

Είναι αλήθεια πως σήμερα, φίλοι μου, δεν βρισκόμαστε στην εποχή που ο κύριος Λόιντ και οι φίλοι τότε συγκεντρώνονταν στο καπηλειό του Ιονάθαν στο Λονδίνο για να κλείσουν συμφωνίες διασφάλισης και μεταφοράς εμπο-

ρευμάτων σε κοντινά αλλά και μακρινά λιμάνια. Να ανταλλάξουν χειρόγραφα, χειρόγραφα σημειώματα, συμφωνίες τιμών, κερδών και ναυλώσεων αλλά και δανείων. Βέβαια, εκείνα τα δάνεια είχαν λάβει τον υποτιμητικό χαρακτηρισμό «θαλασσοδάνεια». Ωστόσο, δεν ήταν τίποτα άλλο παρά δάνεια για τις θαλάσσιες μεταφορές.

Αναγνωρίζω επίσης ότι βρισκόμαστε πολύ μακριά από την εποχή εκείνη που ο Φερνάντ Μπροντέλ στην ιστορία του για την εξέλιξη του ευρωπαϊκού οικονομικού συστήματος τοποθετούσε τα θεμέλια του κεφαλαιουχικού, καπιταλιστικού το λένε σήμερα, πολιτισμού.

Από εκείνους τους αιώνες, μεσολάβησαν πολλές-πολλές εξελίξεις. Αυτές οι εξελίξεις πολλές φορές συνοδεύονταν από μύθους, όπως για παράδειγμα ότι ο πρώτος Ρότσαϊλ είχε σπύσει στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και είχε αρχίσει να αγοράζει χαρτιά. Σήμερα τα λέμε μετοχές αυτά τα χαρτιά. Έτσι, εξασφάλισε ανέλπιστα κέρδη. Ο θρύλος, μάλιστα, λέει ότι τα ανέλπιστα εκείνα κέρδη τα πέτυχε επειδή ο στρατηγός Γουέλινγκτον του είχε στείλει ταξιδιωτικό περιστέρι με το μήνυμα ότι ο Ναπολέων είχε κατατροπωθεί στο Βατερλώ.

Σήμερα, λοιπόν, βρισκόμαστε σε ένα νέο, σε ένα καινούργιο στάδιο οικονομικής ζωής. Βέβαια και το στάδιο αυτό έχει τις ρίζες του στην προτεσταντική ηθική, σύμφωνα με το γνωστό βιβλίο του Μαξ Βέμπερ.

Οφείλει επίσης την ανάδειξή του στην εκμετάλλευση και στην αλλοτρίωση, σύμφωνα με τον Κάρολο Μαρξ. Η ωριμότητά του, μάλιστα, είχε προκύψει και χάρη στην εποχή του κεφαλαίου, 1870-1918, σύμφωνα τώρα με τον Έρικ Χομπσμπάουμ. Ωστόσο, το απόγειό του έχει ως αφετηρία τη λεγόμενη συμφωνία της Ουάσινγκτον.

Η συμφωνία αυτή είναι εκείνη που επιβεβαίωσε την ελεύθερη διακίνηση των κεφαλαίων χωρίς κανέναν περιορισμό. Εντωμεταξύ, είχε ήδη επέλθει εκείνη η χρονική στιγμή, που κινεί τον ρου της ιστορίας. Η ιστορική αυτή στιγμή είναι η μεγάλη τεχνολογική επανάσταση που συντελείται στην εποχή μας. Η επανάσταση αυτή στηρίζεται κυρίως στην ανάπτυξη των τηλεπικοινωνιών και των μεταφορικών μέσων.

Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι οι εταιρείες επικοινωνίας έχουν καταλάβει σήμερα ένα κεντρικό και νευραλγικό πόστο σε παγκόσμιο επίπεδο. Έτσι σήμερα, οι εταιρείες αυτές δεν οργανώνουν απλά την παραγωγή αλλά καθορίζουν και την ίδια την ύπαρξή μας. Συνεπώς, η επικοινωνία είναι εκείνη που οργανώνει σήμερα τις κοινωνίες. Και τη στιγμή μάλιστα που τις οργανώνει, αποτυπώνει ταυτόχρονα και την εξουσία της.

Κυρίες και κύριοι, η τεχνολογική επανάσταση επέφερε, μεταξύ άλλων, και την αστραπιαία μετακίνηση απεριόριστων όγκων συναλλαγών από το ένα σημείο της οικουμένης στο άλλο. Έτσι, η μετατόπιση της παραγωγής σε αναπτυσσόμενες χώρες του Τρίτου Κόσμου και οι τεράστιες κοινωνικές αναδιαμορφώσεις που συνεπάγονται την κρίση της παραδοσιακής εργατικής δύναμης και την εμφάνιση και άνοδο νέων παγκοσμιοποιημένων κοινωνικών ομάδων, για παράδειγμα των executives, των managers κ.ο.κ., όλα αυτά επιταχύνουν τη μετάβαση στη νέα παγκόσμια εποχή.

Όλα αυτά επιταχύνουν τη μετάβαση στη νέα παγκόσμια εποχή. Αναμφισβήτητα, λοιπόν, ο τομέας, ο παράγοντας οικονομία παρουσιάζεται σήμερα ιδιαίτερος και πολύ αναβαθμισμένος. Ο αναβαθμισμένος ρόλος της οικονομίας συνεπάγεται επίσης βαθιές μεταβολές στο γεωπολιτικό χώρο. Γιατί ένα μέρος των δραστηριοτήτων και της δύναμης των εθνικών κρατών μεταβιβάζεται στις μέρες μας σε άλλα κέντρα. Μεταβιβάζεται, δηλαδή, στις πολυεθνικές, στα διεθνή χρηματιστήρια και στις χρηματαγορές, στους διάφορους κόμβους και στις ακτίνες με τα διευθυντήριά τους, με τις ροές τους που υπερνικούν τους περιορισμούς που είχε δημιουργήσει η απόσταση.

Όμως, η περισσότερο ισχυρή πλευρά της νέας οικονομικής τάξης είναι η απόλυτη εξουσία που αυτή ασκεί στο χρηματιστηριακό σύστημα. Μέσα από αυτό ελέγχει κάθε οικονομική δραστηριότητα. Και ελέγχει κάθε μηχανισμό διανομής και συγκέντρωσης αξιών και αγαθών. Παράλληλα, έχει διαμορφώσει μια ξεχωριστή γλώσσα και ένα παράλληλο σύστημα επικοινωνίας.

Αγαπητές και αγαπητοί σύνεδροι, όλοι οι παραπάνω παράγοντες έχουν δώσει τεράστιες διαστάσεις στη χρηματιστηριακή αγορά. Σήμερα, λοιπόν, η χρηματιστηριακή αγορά δεν περιορίζεται μόνον σε προσφορά και ζήτηση διαπραγματεύσιμων τίτλων, αλλά συγχρόνως απλώνεται και σε μια σειρά πολλών και ποικίλων προϊόντων. Η αγορά αυτή συμβάλλει στη μεγιστοποίηση του αποτελέσματος των ευκαιριών, ενώ παράλληλα μεγιστοποιεί και την κινητικότητα της ζήτησης.

Τι σημαίνει αυτό με απλά λόγια. Σημαίνει πως μπορώ να αγοράσω τίτλους το πρωί, να τους ρευστοποιήσω μερικές ώρες αργότερα και αυτό γίνεται κυρίως λόγω της διαφοράς της ώρας. Το χρηματιστήριο φέρ' ειπείν της Σιγκαπούρης λειτουργεί διαφορετική ώρα από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Αποτέλεσμα αυτού είναι να μπορώ να αλλάξω ακόμη και το ίδιο το άυλο προϊόν. Το παράδειγμα, βέβαια, είναι ίσως υπερβολικό στην περιγραφή του. Ωστόσο δεν είναι υπερβολικό ως δυνατότητα. Είναι εξάλλου απολύτως πραγ-

ματικό ως ευκολία. Όπως όμως και αν έχουν τα πράγματα, το παράδειγμα αυτό αποδεικνύει το δυναμισμό μιας ρευστότητας.

Μιας ρευστότητας που ήταν άγνωστη μέχρι σήμερα. Μιας ρευστότητας που συνδυάζεται και με κάποια κοινωνική ρευστότητα. Που συνδυάζεται, δηλαδή, με τη ρευστή νεωτερικότητα, σύμφωνα με τον όρο του Κοινωνιολόγου Ζικ Μπουντ Μπάουμν. Με άλλα λόγια, συνδυάζεται η ρευστότητα αυτή με τις αλλαγές που δημιουργούνται όλο και πιο έντονα, όλο και ταχύτερα από την τεχνολογία, από την πληροφορική και από το λεγόμενο ψηφιακό σύμπαν.

Κυρίες και κύριοι, αυτή η νέα παγκόσμια κατάσταση επιβάλλει την επανεξέταση πολλών κανόνων και νόμων. Γιατί εκτός των άλλων, η καθυστέρηση επιβολής της τάξης σε αυτό το σύμπαν αφήνει το πεδίο ελεύθερο στην ασυδοσία. Είναι προφανές, λοιπόν, πως απαιτείται ο έλεγχος του χάους και η ανασυγκρότηση των σύγχρονων παγκόσμιων κοινωνιών, ώστε ο κόσμος να πορευθεί με ηρεμία και με κοινωνική γαλήνη. Διαφορετικά, δυστυχώς, θα έχουμε συνεχείς επιβεβαιώσεις της θεωρίας του χάους, σύμφωνα με την οποία το πέταγμα της πεταλούδας στην Ιαπωνία προκαλεί τυφώνα στη Νέα Υόρκη.

Η ισχύς αυτής της πραγματικότητας οδηγεί σε μια αυτονόητη διαπίστωση, ότι οι προσαρμογές της χρηματιστηριακής αγοράς, θα γενικεύαμε ίσως λέγοντας κάθε αγοράς, σε σημερινή παγκόσμια ρευστότητα είναι ο καθοριστικός παράγοντας της υγείας και της λειτουργίας κάθε χρηματοοικονομικής δραστηριότητας.

Τα όσα ανέφερα ως εδώ, αγαπητές κυρίες, αγαπητοί κύριοι, είναι καθοριστικά για κάθε χώρα, η οποία προσδιορίζει τις προτεραιότητές της. Από αυτές τις προτεραιότητες θα στοιχειοθετηθεί το πλαίσιο των θεσμών και η λειτουργία του Δικαίου όσον αφορά στη στήριξη, στην ανάπτυξη, στον έλεγχο, στο ρόλο και γενικά στην παρουσία της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ας δούμε τώρα εν συντομία την έννοια του Δικαίου απέναντι στην παραβατικότητα. Δύο κυρίως κατηγορίες ειδικών αδικημάτων παρατηρούνται στο χρηματιστηριακό γίγνεσθαι. Η πρώτη αναφέρεται στην κατάχρηση προνομικών πληροφοριών. Η δεύτερη στη χειραγώγηση της αγοράς.

Τα αδικήματα αυτά εξειδικεύονται στις διατάξεις του Ν3340/05 που αποτελεί προσαρμογή της νομοθεσίας μας προς Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Συνεπώς, η εμπλοκή του υπουργείου Δικαιοσύνης σε σχέση με τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, καθώς και με τα τεκταινόμενα στη χρηματιστηριακή αγορά, αναγάγεται και περιορίζεται στον έλεγχο που ασκούν τα δικαστήρια –είτε πρόκειται για ποινικά, είτε

πρόκειται για διοικητικά— ως προς τη διάταξη αυτών των δύο κατηγοριών αδικημάτων.

Έτσι, τα μεν ποινικά δικαστήρια επιβάλλουν ποινικές κυρώσεις σε αυτούς που διαπράττουν χρηματιστηριακά αδικήματα. Τα δε διοικητικά ελέγχουν τη νομιμότητα των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι αποφάσεις αυτές επιβάλλουν διοικητικές κυρώσεις κατά το νόμο σε βάρος φυσικών και νομικών προσώπων που φέρονται ότι διέπραξαν το αδίκημα της κατάχρησης των πληροφοριών ή της χειραγώγησης της αγοράς.

Η όλη, πάντως, κατάσταση που οδηγείται στα δικαστήρια και που αφορά σε παρεμβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας δημιουργεί ένα μεγάλο ερώτημα. Αν, δηλαδή, πρέπει ένας αριθμός δικαστών να εξειδικευτεί σε ζητήματα χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Και προχωρούμε ένα βήμα παραπάνω. Αν είναι σκόπιμη, δηλαδή, η ίδρυση και λειτουργία ειδικών τμημάτων στα μεγάλα δικαστήρια της χώρας για την αντιμετώπιση αυτών των υποθέσεων. Ιδού, αγαπητοί μου και αγαπητές μου, μια περιοχή σκέψης, η οποία αξίζει, νομίζω, να εξειδικευτεί με συγκεκριμένες προτάσεις και με συγκεκριμένες άλλες σκέψεις.

Ένα άλλο ενδιαφέρον ζήτημα, σχετικό με τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, είναι πόσο και πόση από αυτή χρειαζόμαστε. Το ερώτημα που συγκεκριμένα τίθεται εδώ είναι το εξής. Οι πολλές ρυθμίσεις ενισχύουν, άραγε, την αξιοπιστία της χρηματιστηριακής αγοράς; Ή μήπως αντίθετα την πνίγουν και την καθηλώνουν;

Είναι βέβαιο ότι πολλές ρυθμίσεις αυξάνουν το κόστος των εμπλεκόμενων στα χρηματιστηριακά τεκταινόμενα εταιρειών. Από την άλλη πλευρά, το σημαντικότερο διακυβευόμενο αγαθό στο χρηματιστήριο είναι η αξιοπιστία της αγοράς, το λεγόμενο *confidence*. Στο σημείο αυτό είναι απαραίτητη μια λελογισμένη ισορροπία.

Εκείνο πάντως που οφείλουμε να τονίζουμε συνεχώς είναι πως δεν πρέπει ούτε να υποσκάπτεται η αξιοπιστία της αγοράς, ούτε και να καθηλώνεται και να παρεμποδίζεται η ελευθερία δράσης και η πρωτοβουλία των συμμετεχόντων.

Το συμπέρασμα, κυρίες και κύριοι, το οποίο προκύπτει από όλα τα παραπάνω είναι πως ο ρόλος του Δικαίου τόσο ως πρόβλεψη όσο και ως παιδαγωγική ή καταστατική παρέμβαση είναι τεράστιος.

Βέβαια, βρισκόμαστε μπροστά σε μια αντίφαση που συνδέεται με την ανάπτυξη και την παραγωγή νέων υπηρεσιών και προϊόντων που αποτελούν την κύρια ύλη στη σύγχρονη οικονομία. Την αντίφαση αυτή είμαστε υποχρεωμένοι

να τη διαχειριστούμε σωστά. Να τη διαχειριστούμε με ορθολογισμό αλλά και με σύνεση. Και το υπουργείο Δικαιοσύνης και θέλω να πιστεύω πως και εγώ προσωπικά, θα εργαστούμε σύντονα και συστηματικά προς την κατεύθυνση αυτή. Και πάντοτε βέβαια σε συνεργασία με άλλα υπουργεία αλλά και με όλους τους λειτουργούς της Θέμιδος.

Θέλω να σας διαβεβαιώσω όμως ότι πάντοτε θα λαμβάνουμε υπόψη μας την πολυπλοκότητα της χρηματιστηριακής ύλης, η οποία απαιτεί περιοδική ενημέρωση όλων όσοι εμπλέκονται στους μηχανισμούς της επιτήρησης. Γιατί μόνον έτσι μπορούν να διασφαλιστούν τα νόμιμα συμφέροντα όλων και κυρίως των ανύποπτων πολιτών.

Θέλω να σας ευχαριστήσω όλες και όλους που είσαστε σήμερα εδώ και με αυτές τις σκέψεις να κηρύξω την έναρξη του συνεδρίου σας. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Σας ευχαριστούμε, υπουργέ, και για την παρουσία σας στην εκδήλωσή μας αυτή, αλλά και για την πολύ ενδιαφέρουσα ομιλία σας με την εύστοχη αναδρομή που επιχειρήσατε στην οικονομία του πρώτου καιρού καταλήγοντας στις προοπτικές και τα προβλήματα της σύγχρονης παγκοσμιοποιημένης οικονομίας.

Η σημερινή μας συνεδρίαση, κυρίες και κύριοι, αποτελείται από δύο μέρη. Το πρώτο μέρος αφορά τους χαιρετισμούς που θα κάνουν οι συνδιοργανωτές μας, θα επακολουθήσει ένα μικρό διάλειμμα και στη συνέχεια θα περάσουμε στις κύριες εργασίες όπου θα συντονίσει ο αντιπρόεδρος της Κεφαλαιαγοράς, ο κύριος Γιάγκος Χαραλάμπους.

Παρακαλώ τώρα τον πρόεδρο της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, τον αντιπρόεδρο του Αρείου Πάγου κύριο Δημήτριο Κυριτσάκη, να απευθύνει χαιρετισμό.

1.4 Δ. ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ

Χαιρετισμός – Μια νέα προσέγγιση στη δικαστική μας πορεία

Κύριε υπουργέ της Δικαιοσύνης, κύριε γενικό γραμματέα του υπουργείου Εσωτερικών Δημόσιας Διοίκησης και Αποκέντρωσης, κύριε ειδικό γραμματέα της Επιθεώρησης Δημόσιας Διοίκησης, κύριοι αντιπρόεδροι του Αρείου Πάγου εν

ενεργεία και επί τιμή, κύριοι αρεοπαγίτες εν ενεργεία και επί τιμή, κύριε πρόεδρε της Ένωσης Εισαγγελέων Ελλάδος, κύριε πρότανη του Οικονομικού Πανεπιστημίου, κύριοι πρόεδροι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του Χρηματιστηρίου Αθηνών και του Συνδέσμου Βιομηχάνων, αγαπητοί συνάδελφοι, δικαστές και εισαγγελείς, αγαπητοί δικηγόροι, εκλεκτοί προσκεκλημένοι.

Θα προσθέσω και εγώ με τη σειρά μου ότι με ιδιαίτερη χαρά χαιρετίζω όλους εσάς που σήμερα βρίσκεστε κοντά μας για να πραγματευτούμε ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον θέμα, αλλά μη οικείο, είναι αλήθεια, σε εμάς τους δικαστές και εισαγγελείς και προπαντός στους μεγαλύτερους, το θέμα του χρηματιστηρίου.

Γνώση από το πανεπιστήμιο για το αντικείμενο αυτό δεν είχαμε και υποθέσεις με τα ιδιαίτερα αυτά θέματα δεν μας απασχόλησαν στη δικαστική μας πορεία. Η οικονομία μας, περιορισμένης εμβέλειας και ορίζοντα για πολλές δεκαετίες, δεν μας δημιούργησε την ανάγκη να προβληματιστούμε ιδιαίτερα γύρω από το θεσμό και τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Οι νέοι όμως ρυθμοί ανάπτυξης ακολούθησαν την είσοδό μας στις ευρωπαϊκές κοινότητες. Νέες μορφές οικονομικής δραστηριότητας και θεσμοί μας ήρθαν από τους φίλους μας Ευρωπαίους την τελευταία κυρίως δεκαετία και καλούμαστε ήδη να τοποθετηθούμε ως δικαστές και να δώσουμε λύσεις στις διαφορές που κατ' ανάγκη δημιουργούνται στην αγορά και φέρουν σε σύγκρουση συμφέροντα επενδυτών και επιχειρήσεων.

Οι υπαρκτές αυτές δυσχέρειες με οδήγησαν, υπό την ιδιότητα του προέδρου της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, να αποδεχθώ με ιδιαίτερη ευχαρίστηση και ικανοποίηση την πρόταση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς διά του αντιπροέδρου της του κ. Γιάγκου Χαραλάμπους να οργανωθεί ένα συνέδριο με τη συμμετοχή κυρίως δικαστικών λειτουργών, που, όπως βλέπετε, τιτλοφορείται με τον λίαν ενδιαφέροντα τίτλο «Δικαιοσύνη και χρηματιστηριακή νομοθεσία».

Ελάχιστος σχετικά ο χρόνος οργάνωσης του συνεδρίου που ευελπιστώ ότι θα επαναληφθεί για τους συναδέλφους της βόρειας Ελλάδας, όμως αναπληρώθηκε από τις συντονισμένες ενέργειες του κυρίου Γιάγκου Χαραλάμπους και των συνεργατών του, τους οποίους οφείλω να συγχαρώ, διότι ο συντονισμός, ο προγραμματισμός και η μεθοδικότητα εμένα τουλάχιστον με εξέπληξαν. Και αναπληρώθηκε με τις συντονισμένες και από μεριάς της Ένωσής μας, του γενικού γραμματέα κυρίου Χαράλαμπου Αθανασίου, του αναπληρωτή γενικού γραμματέα Τάκη Λυμπερόπουλου και της Αγγελικής Δεμέστιχα, ειρηνοδίκου και ταμιά.

Όλους τους ευχαριστώ ιδιαίτερα. Όμως, ευχαριστώ ιδιαίτερα και τους κ.κ.

εισηγητές που αποδέχτηκαν να παρουσιάσουν τις εισηγήσεις με θέματα που, όπως σας είπα, τουλάχιστον για μερίδα των δικαστικών λειτουργών, δεν είναι ιδιαίτερα οικεία. Ο μεγάλος αριθμός που αναφέρθηκε των εισηγητών δείχνει το ενδιαφέρον και το επίπεδο Ελλήνων και ξένων για αυτό το συνέδριο και τη σημασία την καθοριστική που έχουν τα όσα θα λεχθούν για τη διαμόρφωση μιας εικόνας και μιας σκέψης και μιας προσέγγισης των θεμάτων του χρηματιστηρίου.

Όμως, αλήθεια περιμένουμε κάτι από αυτό το συνέδριο όλοι εμείς οι δικαστές και οι εισαγγελείς και οι άλλοι που βρισκόμαστε εδώ; Αν λάβουμε μάλιστα υπόψη ότι τα αρμόδια όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι αυτά που συντάσσουν κανονιστικά κείμενα, τα οποία είναι υποχρεωτικά για όλους μας είτε μέσω εθνικών νομοθετημάτων προσαρμογής είτε ακόμη απευθείας και είμαστε υποχρεωμένοι να τα εφαρμόζουμε;

Μπορεί ο Έλληνας δικαστικός λειτουργός χωρίς μέχρι σήμερα εξοικείωση, το επαναλαμβάνω και πάλι, με τις απαιτούμενες νομικοοικονομικές γνώσεις να εφαρμόσει γόνιμα τους κανόνες αυτούς της χρηματιστηριακής νομοθεσίας επ' ωφελεία του Έλληνα επενδυτή και της ελληνικής κοινωνικοοικονομικής ζωής;

Μπορεί ο Έλληνας δικαστής να αναδείξει πίσω από νομικούς κανόνες που μοιάζουν, είναι αλήθεια, τεχνοκρατικοί και αξιολογικά ρηχοί, δικαιοθητικές προτεραιότητες και να δώσει ορθές διεξόδους και σωστές κατά το δυνατόν λύσεις ενόψει των αναγκών των Ελλήνων πολιτών και της ελληνικής πραγματικότητας;

Θα έλεγα πως ναι. Και το στηρίζω αυτό επικαλούμενος την εμπειρία του παρελθόντος και τις πρωτοποριακές λύσεις που δόθηκαν κατά καιρούς στα πλαίσια της διάταξης του άρθρου 281 του ΑΚ που προσαρμόστηκε στην ελληνική πραγματικότητα ως ένα σημαντικό εργαλείο στα χέρια του Έλληνα δικαστή, που το αξιοποίησε κατά τρόπο ζηλευτό και πρωτοπόρο και για αλλοδαπές ένομες τάξεις.

Ακόμα και τελευταία, στο ευρωπαϊκό δικαστήριο έκανε μεγάλη αίσθηση η ορθή εφαρμογή αυτής της διάταξης σε διατάξεις κοινοτικού Δικαίου. Και το επεσήμαναν και οι Γερμανοί. Λένε: Οι Έλληνες μας έθεσαν αυτούς τους προβληματισμούς; Οι Έλληνες μας τους έδωσαν; Ναι, οι Έλληνες το έπραξαν και επιβραβεύτηκαν για αυτό.

Θα αναρωτηθείτε, βέβαια: Υπάρχει στ' αλήθεια ταυτότητα για συγκρίσεις; Γιατί ελεύθερη οικονομία ναι, ελεύθερη αγορά και διακίνηση ναι, αγαθών και υπηρεσιών επίσης ναι, ελεύθερη διαπραγμάτευση ναι, ελεύθερη ανάπτυξη ατομικής και συλλογικής πρωτοβουλίας ναι;

Όμως, όλα αυτά και όσα άλλα θα μπορούσαν να μνημονευτούν τίθενται υπό μία αναγκαία και απαραίτητη προϋπόθεση, αυτήν της υγιούς λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και της ορθής και πλήρους ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού. Αυτή είναι μια σημαντική παράμετρος που την ξέρουν οι υπεύθυνοι της κεφαλαιαγοράς και για αυτό τελευταία πορεύονται σε σωστό δρόμο.

Το αναγνωρίζουν και ο Σύνδεσμος Βιομηχάνων, παρότι μπορεί να υπάρχει μια αντιπαράθεση, ή και γενικά οι επενδυτές. Όμως επιβάλλεται και πρέπει και εμείς ως δικαστές θα σταθούμε αρωγοί σε αυτή την προσπάθεια, αλλά και άτεκτοι στις όποιες παραβάσεις που ενδεχομένως να βλάπτουν το επενδυτικό κοινό.

Όλα αυτά, κάτω από την εποπτεία των ανεξάρτητων αρχών και με κατάλληλα στελεχωμένα εποπτικά όργανα που θα λειτουργούν με βάση την ορθή εφαρμογή και ερμηνεία των νόμων. Ακόμα και όταν όμως αυτό δεν συμβαίνει, όπως δυστυχώς δεν συνέβη και στο απώτερο παρελθόν που υπαινίχθη και ο κ. Χαραλάμπους, αν δεν απατώμαι, και ο κύριος υπουργός, με τη γνωστή κρίση του χρηματιστηρίου, τότε ενεργοποιείται ο ρόλος και η ευθύνη του δικαστή που θα δώσει με την ορθή δικαιοπλαστική του δύναμη τη λύση και θα αποδώσει ποινικές και αστικές ευθύνες κατά περίπτωση σε όλους εκείνους που στα πλαίσια μιας εγωκεντρικής επιδίωξης για χειραγώγηση του επενδυτικού κοινού, παραπλάνησαν όχι μόνο τον αδαή περί τα οικονομικά αλλά και τον έμπειρο Έλληνα επενδυτή –ξέρετε, πολλοί υπέστησαν καταστροφές στην οικονομία τους από τις επενδύσεις του παρελθόντος– που έδωσε τυχόν πίστη σε ψευδή και παραπλανητικά οικονομικά στοιχεία και επένδυσε ιδρώτες ζωής και όλα τα υπάρχοντά του στο κυνήγι του εύκολου και γρήγορου πλουτισμού.

Επομένως, παντού στο βάθος η επιβαλλόμενη στις συναλλαγές καλή πίστη και τα χρηστά ήθη θα αποτελούν τον οδηγό για τον εφαρμοστή του δικαίου στην ερμηνεία των αόριστων γενικών ρητρών και συμβατικών όρων.

Το μέγεθος και η ευρύτητα της παρεχόμενης αυτής έννομης προστασίας εξαρτάται, όπως είναι επόμενο, από τα υψηλά ή χαμηλά στάνταρ κατά περίπτωση, τα όρια, δηλαδή, που θα θέσει ο δικαστής για την προστασία του μικροεπενδυτή ή μόνο του ειδικού και εξειδικευμένου γνώστη των χρηματιστηριακών πραγμάτων.

Επομένως, ο ορίζοντας και το μέτρο αντίληψης του δικαστικού λειτουργού, δικαστή, εισαγγελέα, αποτελεί καθοριστική εγγύηση για την ανάπτυξη της πολυπόθητης υγιούς λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και την προστασία του συνόλου των επενδυτών.

Η δημιουργία τμημάτων με εξειδίκευση σε χρηματιστηριακά θέματα, στα οποία αναφέρθηκε προηγουμένως ο κύριος υπουργός, μας βρίσκει σύμφωνους. Κάτι τέτοιο άλλωστε είναι γνωστό ότι ισχύει σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης με προεξάρχουσα τη Γερμανία.

Για όλα αυτά και πολλά άλλα, θα μας ενημερώσουν οι εκλεκτοί εισηγητές, οι οποίοι παρακλήθηκαν ειδικά να στρέψουν τις σκέψεις και τα θέματά τους σε τομείς της πράξης για να είναι ολοκληρωτικά χρήσιμοι. Τους ευχαριστώ και εγώ από τη μεριά μου για άλλη μια φορά από μέρους και της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων που είναι συνδιοργανώτρια. Όπως επίσης, ευχαριστώ για άλλη μια φορά τον υπουργό της Δικαιοσύνης για την εδώ παρουσία του και την ενδιαφέρουσα ομιλία του και τις προτάσεις, αλλά και όλους εσάς τους κυρίους συνδιοργανωτές, τους χορηγούς, το υπουργείο Οικονομικών με τον κύριο Σιδηρόπουλο προεξάρχοντα και τους λοιπούς χορηγούς που έδωσαν τη δυνατότητα να φιλοξενηθούμε στον καλαίσθητο αυτό χώρο.

Εύχομαι, αγαπητοί μου συναδέλφοι και συναδέλφισσες, το υστέρημα του πολύτιμου χρόνου σας που διαθέσατε για να βρεθείτε εδώ να αποζημιωθεί όχι μόνο από τη φιλόξενη διάθεση που μας επιφυλάσσουν οι διοργανωτές και σε ένα μέρος αναφέρθηκε προηγουμένως ο κ. Χαραλάμπους, καθώς και η διεύθυνση του ξενοδοχείου με το προσωπικό, αλλά και από τα πολλά και χρήσιμα πράγματα, γνώμες, θέσεις και προβληματισμούς που θα ακούσετε ή θα διατυπώσετε και εσείς οι ίδιοι. Και, παρακαλώ, να έχετε αυτή την πρωτοβουλία σε αυτό το διήμερο που ακολουθεί.

Σας ευχαριστώ όλους. Εύχομαι καλή επιτυχία στο συνέδριο και καλή διαμονή σε όλους σας. Να είστε καλά.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κύριο πρόεδρο της Ένωσης και κυρίως για την αφοπλιστική σας ειλικρίνεια, κύριε πρόεδρε, για τα προβλήματα που αντιμετωπίζετε και εσείς στον Άρειο Πάγο για να παρηγορούμαστε και εμείς οι δικαστές ουσίας. Πρέπει όμως να πούμε ότι χρειάζεται μια συνολική επανεξέταση του όλου θεσμικού πλαισίου, γιατί υπάρχουν πράγματι κενά και δυσερμήνευτα προβλήματα.

Παρακαλείται τώρα ο πρόεδρος της Ένωσης Εισαγγελέων Ελλάδος, κύριος Σωτήρης Μπάγιας, αντιεισαγγελέας Εφετών, να λάβει το λόγο.

1.5 Σ. ΜΠΑΓΙΑΣ

Χαιρετισμός – Φροντίζουμε για την επιμόρφωσή μας και αισιοδοξούμε για το μέλλον

Κύριε υπουργέ, κύριε γενικό γραμματέα του υπουργείου Εσωτερικών, κύριε γενικό γραμματέα του υπουργείου Δικαιοσύνης, κύριε πρόεδρε της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, κύριε ειδικό γραμματέα του Σώματος Επιθεωρητών, κύριοι αντιπρόεδροι του Αρείου Πάγου, αρεοπαγίτες, αντιεισαγγελείς του Αρείου Πάγου, κύριε πρύτανη, κύριε πρόεδρε της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κυρίες και κύριοι συνάδελφοι.

Επιθυμώ και εγώ από την πλευρά μου να ευχαριστήσω τους συνδιοργανωτές του συνεδρίου, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το ΣΕΒ, το Οικονομικό Πανεπιστήμιο, τους εκπροσώπους των δύο δικαστικών ενώσεων που προσπάθησαν για την επιτυχή συνδιοργάνωση του συνεδρίου. Και, βέβαια, όλες και όλους εσάς για την παρουσία σας διαθέτοντας πολύτιμο χρόνο από τα καθήκοντά μας, τα βαριά καθήκοντα τα οποία έχουμε και επιτελούμε.

Ιδιαίτερα, επιτρέψτε μου μια μνεία για τους συναδέλφους μας της βορείου Ελλάδος που ταξίδεψαν σήμερα από τις πρωινές ώρες για να είναι αυτή την ώρα εδώ και να παρακολουθήσουν τις εργασίες του συνεδρίου.

Είναι γεγονός, κυρίες και κύριοι συνάδελφοι, ότι ορισμένοι συνάδελφοί μας, που δεν είναι βέβαιο σε αυτή την αίθουσα, θεώρησαν την εκδήλωση αυτή ως περιττή πολυτέλεια. Με τόσα προβλήματα που έχουμε περισσεύει η συμμετοχή μας σε αυτό το συνέδριο. Μεταφέρθηκε, το άκουσα εγώ ο ίδιος.

Δεν είναι όμως έτσι, ασφαλώς δεν είναι έτσι. Εμείς συνεχίζουμε. Συνεχίζουμε την προσπάθειά μας, επιτελούμε τα καθήκοντά μας ως δικαστικοί λειτουργοί, φροντίζουμε για την επιμόρφωσή μας, αισιοδοξούμε για το μέλλον.

Ειδικά το συνέδριο αυτό μας δίνει την ευκαιρία να προσεγγίσουμε και να γνωρίσουμε τον κόσμο του χρηματιστηρίου, της κεφαλαιαγοράς, της οικονομίας γενικότερα. Τους μηχανισμούς όλων αυτών.

Έναν κόσμο οικονομίας λίγο ως πολύ άγνωστο σε εμάς. Ούτως ή άλλως με τα οικονομικά δεν τα πάμε καλά. Ή, για να ακριβολογώ, τα οικονομικά μας δεν πάνε καλά. Ελπίζουμε με τη βοήθεια και του παρόντα υπουργού ότι θα προοδεύσουμε προς αυτή την κατεύθυνση.

Πράγματι, μας λείπουν γνώσεις σε αυτόν τον τομέα. Είναι ένας εξαιρετικά δύσκολος τομέας. Δεν γνωρίζουμε πολλά για το μεγάλο κόσμο των επενδύσεων. Γνωρίζουμε όμως κάτι επειδή το ξέρουμε άμεσα. Ότι υπάρχει ένας τομέας,

στον οποίο γίνονται οι λιγότερες επενδύσεις στη χώρα μας. Είναι ο τομέας της Δικαιοσύνης. Και αυτό αναγάγεται σε μια παλιά αντίληψη εσφαλμένη, ότι η Δικαιοσύνη είναι μια καθαρά αντιπαραγωγική διαδικασία. Δεν παράγει κάτι, επομένως δεν ενδιαφέρει την οικονομία, την ανάπτυξη της χώρας. Είναι λάθος, τεράστιο λάθος.

Δεν μπορεί να μιλάμε για οικονομία, για ανεπτυγμένη οικονομία, για εκσυγχρονισμό του κράτους με τη Δικαιοσύνη σε αυτή την κατάσταση, η οποία επικρατεί. Η Δικαιοσύνη είναι μοχλός ανάπτυξης. Και αν θέλετε και με στενή έννοια. Είναι γνωστό σε όσους ασχολούνται με τα οικονομικά και παρευρίσκονται σε αυτή την αίθουσα ότι ένας από τους παράγοντες ανάσχεσης επενδύσεων στη χώρα μας είναι η κατάσταση στη Δικαιοσύνη, η οποία επικρατεί.

Ο ξένος επιχειρηματίας σκέφτεται πάρα πολύ να φέρει τα κεφάλαιά του στην Ελλάδα. Γιατί η παραμικρή δικαστική εμπλοκή μπορεί να τον καταστρέψει κυριολεκτικά. Όχι γιατί δεν θα βρει το δίκιο του, θα το βρει. Και μάλιστα καλύτερα από πολλές άλλες χώρες του εξωτερικού. Αλλά θα το βρει τόσο αργά, με τόση βραδυπορία ώστε θα έχει ατονήσει τελείως το δίκαιό του.

Είναι μοχλός ανάπτυξης η Δικαιοσύνη για ολόκληρο το κράτος, για το σύνολο του κράτους. Και όσο πιο γρήγορα γίνει αντιληπτό αυτό από το υπόλοιπο κομμάτι της πολιτείας, την εκτελεστική και τη νομοθετική εξουσία, τόσο καλύτερα θα είναι. Και για την ίδια τη Δικαιοσύνη αλλά και για το κράτος στο σύνολό του.

Για αυτό βέβαια πρέπει να προσπαθήσουμε όλοι. Κυβέρνηση, νομοθετική εξουσία αλλά και εμείς οι ίδιοι οι δικαστικοί λειτουργοί. Να το καταστήσουμε αντιληπτό, φανερό.

Κλείνω, μια παρατήρηση μόνο στην αναφορά του κυρίου υπουργού ότι ενδεχομένως πρέπει να μελετήσουμε σοβαρά το ζήτημα του να έχουμε εξειδικευμένους για τα ζητήματα τα χρηματιστηριακά δικαστές. Ασφαλώς. Συμφωνούμε απόλυτα. Είμαστε άλλωστε στην εποχή της εξειδίκευσης. Υπό μία όμως βασική προϋπόθεση. Να υπάρξουν οι ανάλογες υποδομές. Κτιριακές, τεχνολογικές και βεβαίως αύξηση ανάλογη των δικαστικών λειτουργιών.

Κυρίες και κύριοι συνάδελφοι, κύριε υπουργέ, εύχομαι καλή επιτυχία στις εργασίες του συνεδρίου. Εύχομαι να έχουμε όλες και όλοι ένα ευχάριστο και ουσιαστικά επιμορφωτικό διήμερο. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον πρόεδρο της Ένωσης των Εισαγγελέων για την ομιλία του. Και να πούμε ότι, πράγματι, είναι ακριβή αυτά τα οποία είπε όσον αφορά τον εκσυγχρονισμό της νομοθεσίας και την παραγωγικότητα.

Να υπενθυμίσουμε όμως ότι χάρη στις τελευταίες πρωτοβουλίες που πήρε ο πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ο κύριος Πιλάβιος, το ποσοστό των ξένων επενδυτών στην Ελλάδα και η συμμετοχή τους στο χρηματιστήριο ξεπερνάει το 55% περίπου. Αλλά αυτά θα μας τα πει ο ίδιος, δεν ξέρω αν είναι μέσα στο χαιρετισμό του, τον οποίο παρακαλούμε να λάβει το λόγο.

1.6 Α. ΠΙΛΑΒΙΟΣ

Εισαγωγική ομιλία – Οι εξελίξεις στη χρηματιστηριακή νομοθεσία και ο ρόλος των Εποπτικών Αρχών στην Ελλάδα

Αξιότιμε κύριε υπουργέ, αξιότιμες κυρίες και κύριοι δικαστές, κυρίες και κύριοι. Θα ήθελα κατ' αρχάς να σας ευχαριστήσω για τη συμμετοχή σας στο συνέδριο που διοργανώνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε συνεργασία με τις ενώσεις δικαστών και εισαγγελέων.

Το συνέδριο αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία αφενός μεν γιατί απευθύνεται κατά κύριο λόγο σε δικαστικούς λειτουργούς, αφετέρου γιατί η διοργάνωση αυτή χρονικά συμπίπτει με την ολοκλήρωση σημαντικών αλλαγών στο νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα.

Οι αλλαγές αυτές, οι οποίες κατά κύριο λόγο συνίστανται στην ενσωμάτωση στο Ελληνικό Δίκαιο κοινοτικών Οδηγιών, ξεκίνησαν το 2003 με το Ν3152 για την οργάνωση και λειτουργία των χρηματιστηρίων ως οργανωμένων αγορών και συνεχίστηκαν με την υιοθέτηση άλλων νομοθετημάτων.

Και πιο συγκεκριμένα, θα αναφέρω το Ν3283/04 για τους οργανισμούς συλλογικούς επενδύσεων, το Ν3340/05 για την κατάκτηση της αγοράς –έχουμε τα δύο σκέλη του νόμου, τη χειραγώγηση και την προνομιακή πληροφόρηση– το Ν3371/05 για θέματα κεφαλαιαγοράς γενικότερα, το Ν3401/2005 για το ενημερωτικό δελτίο το λεγόμενο prospectus, το οποίο απευθύνεται στους επενδυτές, το Ν3461/06 για τις δημόσιες προτάσεις, το Ν3556/07 για τη διαφάνεια και που ολοκληρώθηκε με το Ν3606/07 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, τη λεγόμενη MiFID.

Όπως καταλάβατε, για όλους αυτούς τους νόμους που πέρασαν στην ελ-

ληνική Βουλή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έπαιξε πρωταγωνιστικό ρόλο στις νομοπαρασκευαστικές επιτροπές.

Θέλω να ευχαριστήσω όλα τα στελέχη της Επιτροπής, τα οποία συνέβαλαν και βοήθησαν στην προετοιμασία όλων αυτών των νομοθετημάτων. Σε όλες αυτές σχεδόν τις οδηγίες τα στελέχη της Επιτροπής ήταν οι πρόεδροι των νομοπαρασκευαστικών επιτροπών. Άρα αντιλαμβάνεσθε τη δυσκολία που είχαν και τη δουλειά που έγινε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα τελευταία 3-4 χρόνια, προκειμένου να περάσουν όλοι αυτοί οι νόμοι που ολοκλήρωσαν την ενσωμάτωση όλων αυτών των οδηγιών.

Αποτέλεσμα των αλλαγών αυτών είναι η αντικατάσταση του παραδοσιακού Χρηματιστηριακού Δικαίου με ένα σύγχρονο ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Με την ενσωμάτωση, λοιπόν, των Οδηγιών ολοκληρώθηκε το νομοθετικό πλαίσιο για τη δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Οι Κανόνες αυτοί, οι οποίοι ισχύουν σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στοχεύουν αφενός μεν στην προστασία των επενδυτών και αφετέρου στη διασφάλιση της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς έτσι ώστε να υπάρχει εμπιστοσύνη όσων συμμετέχουν σε αυτή.

Όσον αφορά τις Οδηγίες, μη νομίζετε ότι όλες αυτές τις φτιάχνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Τις Οδηγίες που αφορούν την κεφαλαιαγορά, το βασικό κορμό των οδηγιών αυτών, τον έχει φτιάξει η λεγόμενη CESR που είναι η επιτροπή των Ευρωπαίων Προέδρων Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Όλη αυτή η τεράστια δουλειά που έχει γίνει τα τελευταία χρόνια, οι επιτροπές κεφαλαιαγοράς των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι αυτές οι οποίες πραγματικά έφτιαξαν τον κορμό αυτών των Οδηγιών. Και τις προσέφεραν ως συμβουλευτικές υπηρεσίες προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Θέλω να πω σε αυτό το συγκεκριμένο θέμα, ότι η συμβολή της Ελλάδας στο τι γίνεται στην Ευρώπη είναι σημαντικότερη. Όχι μόνο εγώ προσωπικά αλλά και τα στελέχη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ταξιδεύουν συχνά στην Ευρώπη για να συμμετάσχουν στις συναντήσεις προκειμένου να διαμορφωθεί μια κοινή ευρωπαϊκή στρατηγική στο χώρο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Δεν είναι κάτι το οποίο έγινε, τέλειωσε και ησυχάσαμε. Αυτή η διαδικασία, αυτές οι Οδηγίες σε λίγα χρόνια θα αναθεωρηθούν. Με ποια έννοια; Θα βελτιωθούν, θα τροποποιηθούν.

Υπάρχει στην Ευρώπη και αυτό μου έχει κάνει μεγάλη εντύπωση, ο κύριος

Χατζηγάκης, νομίζω, μπορεί να με καταλάβει ίσως επειδή έχει ζήσει περισσότερο τα ευρωπαϊκά ζητήματα.

Μου έχει κάνει εντύπωση ο διάλογος που υπάρχει, ο εποικοδομητικός διάλογος που υπάρχει μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το λεγόμενο consultation, η διαβούλευση που υπάρχει. Όλα αυτά τα νομοθετήματα νομίζετε ότι κάθισαν κάποιοι γραφειοκράτες και τα έγραψαν και τα πέρασαν μετά σε Οδηγίες και σε Νόμους; Όχι, έχει προηγηθεί πάρα πολύ μεγάλη και εκτεταμένη διαβούλευση με τους φορείς της αγοράς, με τους υπουργούς.

Δεν μπορείτε να φανταστείτε με ποιο δημοκρατικό τρόπο έχουν προκύψει όλα αυτά τα νομοθετήματα. Και αυτή η δημοκρατικότητα συνεχίζεται, διότι αυτά δεν είναι στατικά νομοθετήματα, αυτά αλλάζουν. Οι αγορές αλλάζουν. Κάποια ελαττώματα ή μειονεκτήματα που είχαν αυτές οι Οδηγίες τα βλέπουμε και θα τις τροποποιήσουμε και θα τις αλλάξουμε. Μη φανταστείτε, δηλαδή, ότι όλα αυτά τα νομοθετήματα εδώ δεν πρόκειται να αλλάξουν ποτέ. Όλα αυτά αλλάζουν.

Ήθελα, λοιπόν, να σας δώσω μια εικόνα με ποιο τρόπο διαμορφώνεται όλο αυτό το κοινοτικό πλαίσιο και στο οποίο και εμείς ως χώρα έχουμε ενεργότατη συμμετοχή. Θεωρώ ότι είναι υποχρέωσή μου σε όλη αυτή τη λήψη αποφάσεων να βάλουμε και τα στελέχη της ελληνικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να παίξουν ένα σημαντικό ρόλο.

Η επίτευξη όμως της ενιαίας αγοράς, για να συνεχίσω, εκτός από το κοινό θεσμικό πλαίσιο προϋποθέτει και την ομοιόμορφη εφαρμογή και ερμηνεία των κανόνων αυτών από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Πατί θέλεις να έχεις μια ενιαία αγορά; Πρέπει να την εφαρμόζεις με τον ίδιο τρόπο σε όλη την Ευρώπη, όχι μόνο στη χώρα.

Και αυτό που σας είπα, υλοποιείται με τους μηχανισμούς της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών, η λεγόμενη CESR, στην οποία, όπως σας είπα, συμμετέχουμε.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά αισθάνονται πλέον μεγαλύτερη ασφάλεια Δικαίου όσον αφορά τις επενδύσεις τους, την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ή την προσφορά χρηματοπιστωτικών μέσων σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Σε ποιο βαθμό βέβαια οι επενδυτές, οι εκδότες, οι διαμεσολαβητές και τα χρηματιστήρια θα χρησιμοποιήσουν αυτό το νέο πλαίσιο είναι κάτι το οποίο θα φανεί στο άμεσο μέλλον.

Ήθελα να πω και λίγα λόγια όσον αφορά αυτή την πρόταση της δημιουργίας εξειδικευμένων δικαστικών λειτουργιών στο χώρο του χρηματιστηρίου.

Από την πρόσφατη εμπειρία μου, διότι όπως γνωρίζετε είχαμε ως Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πολύ στενή συνεργασία με τις δικαστικές αρχές σε μια σειρά από ζητήματα και υποθέσεις, δεν σας κρύβω ότι εμείς ως εμπειρογνώμονες, ως σύμβουλοι θεωρώ ότι μπορούμε να προσφέρουμε τις υπηρεσίες μας σε οποιοδήποτε δικαστικό λειτουργό τις ζητήσει. Άλλωστε είναι υποχρέωσή μας να το κάνουμε.

Και έχω τουλάχιστον 3-4 περιπτώσεις, στις οποίες μάλιστα οι άνθρωποι μας ευχαρίστησαν για την πολύτιμη συνδρομή της επιτροπής μέσω των στελεχών της στο να καταλάβουν και να κατανοήσουν διάφορα δύσκολα, αν θέλετε, και τεχνικά θέματα.

Δεν είμαι βέβαιος, λοιπόν, κατά πόσον θα πρέπει σώνει και καλά να δημιουργηθούν εξειδικευμένοι δικαστές στα χρηματιστηριακά δρώμενα. Νομίζω ότι με το νέο πλαίσιο, το οποίο είναι πολύ πιο συγκεκριμένο από αυτό το οποίο υπήρχε στο παρελθόν, γιατί, όπως ξέρετε, οι Νόμοι, οι Οδηγίες έχουν τα 4 επίπεδα του Λαμφαλουσί. Η Βουλή των Ελλήνων περνάει τις γενικές αρχές και στη συνέχεια έρχονται τα εκτελεστικά μέτρα, τα λεγόμενα *implementing measures*, τα οποία βγάζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τα οποία είναι πολύ πιο συγκεκριμένα. Και αναφέρονται σε πολύ συγκεκριμένα ζητήματα.

Επομένως δεν είμαι βέβαιος κατά πόσον θα πρέπει να εξειδικευτούν συγκεκριμένοι άνθρωποι αποκλειστικά και μόνο στο χρηματιστηριακό Δίκαιο. Γιατί, σας είπα, τα πράγματα είναι πολύ πιο εύκολα τώρα. Νομίζω πως είναι πολύ πιο ξεκάθαρα τα ζητήματα από ό,τι ήταν στο παρελθόν.

Σας θυμίζω, οι παλιοί νόμοι ήταν γενικών αρχών, δεν είχαν λεπτομέρειες μέσα. Τώρα υπάρχει πολύ μεγάλο υλικό συγκεκριμένο. Και νομίζω πως η δουλειά των δικαστών είναι σχετικά πιο εύκολη. Άλλωστε, όπως και είπα, εμείς είμαστε εδώ για να προσφέρουμε οποιαδήποτε συνδρομή στη δουλειά τους.

Όσον αφορά αυτά που ειπώθηκαν προηγουμένως για το 1999, θέλω να κάνω μια παρένθεση και να πω το εξής. Πριν από μερικά χρόνια κάποιος χρηματιστής μου έφερε ένα λεύκωμα, ένα χρηματιστηριακό λεύκωμα του 1924, το οποίο περιέγραφε τη χρηματιστηριακή κρίση του 1923. Περιέγραφε πώς λειτουργούσε το χρηματιστήριο το '23 και όλα αυτά τα συμπτώματα που είδαμε το '99 με τις φούσκες, τους επενδυτές οι οποίοι ήταν στην αρχή φοβερά χαρούμενοι και ενθουσιώδεις και στη συνέχεια απαισιόδοξοι κ.λπ.

Μου έκανε τρομακτική εντύπωση διαβάζοντας αυτό το λεύκωμα που αναφερόταν και στον παππού μου τον Ισαάκ Πιλάβιο, ο οποίος ήταν και αυτός χρηματιστής στην αγορά τη δεκαετία του '20 ερχόμενος εκ Σμύρνης. Μου έκα-

νε τρομακτική εντύπωση η ομοιότητα, 76 χρόνια πριν, με τα γεγονότα του '99 όταν διάβαζα το τι έγινε το 1923, η ομοιότητα ήταν ανατριχιαστική.

Το ίδιο πράγμα που έζησε η Ελλάδα και το θυμόμαστε όλοι το 1999, το έζησε η Ελλάδα και το 1923. Είναι τρομακτική η ομοιότητα της περιγραφής των φαινομένων του '23 με του '99. Το οποίο δείχνει ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται. Αυτά για να πω κάτι, το οποίο νομίζω πως θα έπρεπε να αναφέρω. Υπάρχουν και άλλα παραδείγματα από το παρελθόν και φαντάζομαι και σε άλλες χώρες ακόμα περισσότερα. Θέλω να ελπίζω ότι το συνέδριο αυτό θα αποτελέσει και την απαρχή ενός εποικοδομητικού διαλόγου και τη βάση για την περαιτέρω ανάπτυξη της ήδη, όπως είπα, γόνιμης συνεργασίας με τις δικαστικές αρχές. Πράγμα που θα συμβάλει στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού όχι μόνο στο έργο των Εποπτικών Αρχών το δικό μας, αλλά και στο δικό σας έργο. Σας ευχαριστώ πάρα πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε, κύριε πρόεδρε, για την ωραία παρουσία σας. Να σας πούμε όμως ότι η εξειδίκευση δεν θα έχει χαρακτήρα, όπως και ο κύριος υπουργός αυτό υπαινίσσεται, του μόνιμου. Δηλαδή, δεν θα είναι μόνιμοι οι δικαστές εφ' όρου ζωής αλλά θα εναλλάσσονται κατά 2ετία ή 3ετία, όπως υπάρχει στον οικογενειακό δικαστή που έχουμε σήμερα, σε διάφορα θέματα του Εμπορικού Δικαίου. Και έτσι θα μπορέσει κάλλιστα να αποδώσει με την εξειδίκευση.

Παρακαλούμε τώρα τον πρύτανη του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, τον κύριο Γρηγόρη Πραστάκο, να μας απευθύνει χαιρετισμό και ιδιαίτερα να μας μιλήσει για το ρόλο και τη σημασία της ακαδημαϊκής έρευνας στο έργο των κανονιστικών αρχών.

1.7 Γ. ΠΡΑΣΤΑΚΟΣ

Εισαγωγική ομιλία – Ο ρόλος και η σημασία της ακαδημαϊκής έρευνας στο έργο των κανονιστικών αρχών

Κύριε υπουργέ, κύριε γενικό γραμματέα του υπουργείου Δικαιοσύνης, κύριε γενικό γραμματέα του υπουργείου Εσωτερικών Αποκέντρωσης και Δημόσιας Διοίκησης, κύριε ειδικό γραμματέα, κύριε πρόεδρε της Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων, κύριε πρόεδρε της Ένωσης Εισαγγελέων Ελλάδας, κύριε πρόεδρε της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κυρίες και κύριοι.

Ευχαριστώ πάρα πολύ για την πρόσκληση και ειδικότερα τον Γιάγκο Χαραλάμπους και τον συνάδελφό μου, αγαπητό φίλο Γιάννη Ρόκα για την πρόσκληση να μιλήσω σε αυτό το πολύ σημαντικό συνέδριο.

Σημαντικό για δύο λόγους. Πρώτον, διότι ξεφυλλίζοντας το πρόγραμμα είδα ένα πάρα πολύ πλούσιο πρόγραμμα συνεδρίου με πολλές ομιλίες. Κάτι που μου δίνει την εμπιστοσύνη ότι θα γίνει ένας πολύ γόνιμος διάλογος για τα θέματα που σας απασχολούν.

Και πολύ σημαντικό επίσης γιατί ζούμε σε μια εποχή, στην οποία η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς και άλλες ανεξάρτητες ρυθμιστικές αρχές, όπως η Επιτροπή Ανταγωνισμού, η Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών και η Ρυθμιστική Ενέργειας έχουν έναν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στο οικονομικό και κοινωνικό γίνεσθαι των αναπτυγμένων χωρών.

Καλούνται να ρυθμίσουν και να εποπτεύσουν κρίσιμους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας, των οποίων η συνθετότητα απαιτεί εξειδικευμένη οικονομική, τεχνική και νομοθετική γνώση. Οι ανεξάρτητες κανονιστικές αρχές εξουσιοδοτούνται από το κοινό και πολλές φορές από τον συνταγματικό νομοθέτη, να επιτελέσουν ένα ιδιαίτερα δύσκολο έργο.

Να διαμορφώσουν ένα αποτελεσματικό ρυθμιστικό πλαίσιο που να ανταποκρίνεται σε εύλογα αιτήματα της κοινωνίας, να επιβάλουν κανόνες συμπεριφοράς ή και διαρθρωτικά μέτρα που να διασφαλίζουν την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και να πράξουν τα παραπάνω με τρόπο δίκαιο και αποτελεσματικό, προστατεύοντας και όχι παρεμποδίζοντας την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη.

Το έργο αυτό, με τους αντικρουόμενους συχνά στόχους, δεν είναι εύκολο. Απαιτεί, μεταξύ άλλων, γνώση και ανάλυση της μικροδομής και των ιδιαιτεροτήτων της αγοράς, καθώς και των οικονομικών επιπτώσεων που επιφέρει η εκάστοτε ρυθμιστική πολιτική.

Το περιβάλλον αυτό, σε συνδυασμό με την παγκοσμιοποίηση του εμπορίου και τις ραγδαίες εξελίξεις της τεχνολογίας αποτελεί πρόκληση για τις κανονιστικές αρχές αλλά ταυτόχρονα και για τον ακαδημαϊκό ερευνητή, από όπου προέρχομαι, τόσο σε νομικό όσο και σε οικονομικό, πολιτικό, τεχνολογικό και φιλοσοφικό επίπεδο.

Πώς μπορεί να βοηθήσει η ακαδημαϊκή έρευνα; Οι ρυθμιστικές αρχές συχνά καλούνται να απορρίψουν τον πειρασμό να μεταφέρουν αυτούσια νομοθεσίες και πρακτικές από άλλες χώρες χωρίς να λάβουν υπόψη τις τυπικές ιδιαιτερότητες και το οικονομικό κόστος συμμόρφωσης.

Εδώ, η ακαδημαϊκή κοινότητα έχει να παίξει ένα πολύ σημαντικό ρόλο. Ο ακαδημαϊκός ερευνητής καλείται να βασιστεί στην ήδη υπάρχουσα γνώση και εμπειρία, να την επεκτείνει, να μελετήσει τα παραδείγματα άλλων κρατών, να αναζητήσει τα αίτια λειτουργίας ενός θεσμού σε συγκεκριμένα κράτη και της αποτυχίας του σε άλλα, να αξιολογήσει τα αποτελέσματα των ρυθμίσεων και την επίδρασή τους στο πλέγμα των χρηματοοικονομικών σχέσεων που αναπτύσσονται στην αγορά και να προτείνει νέα πλαίσια, ρυθμίσεις, διορθώσεις, πολιτικές.

Η ακαδημαϊκή κοινότητα διαθέτει βαθιά γνώση και πλούσια εμπειρία και στα 4 επίπεδα που καθορίζουν την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των ανεξάρτητων κανονιστικών αρχών. Δηλαδή, τη διατύπωση ενός κανονιστικού πλαισίου, τη διατύπωση της πολιτικής συμμόρφωσης, την ανάλυση των επιπτώσεων και του κόστους συμμόρφωσης και την αποτίμηση της αποτελεσματικότητας των κανονιστικών πλαισίων.

Η έρευνα στην οικονομική επιστήμη και, πιο συγκεκριμένα, στην εφαρμοσμένη μικροοικονομική θεωρία και τη χρηματοοικονομική θεωρία έχει επηρεάσει σημαντικά τα τελευταία 10-15 χρόνια τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των ρυθμιστικών αρχών και των δικαστηρίων και στην Ευρώπη και στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Υπάρχουν πολλά παραδείγματα, όπως οι πολιτικές σχετικά με τα συνδεδεμένα προϊόντα, η γνωστή ιστορία με τη Microsoft, το λεγόμενο bundling, το οποίο πρόσφατα εκδικάστηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ή οι υποθέσεις σχετικά με τις πρακτικές ελάχιστης τιμής μεταπώλησης, θέματα, τα οποία ανετράπησαν μετά από 107 χρόνια στις Ηνωμένες Πολιτείες και πολλά άλλα.

Το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών συμμετέχει ενεργά στη διεξαγωγή και θεωρητικής και πρακτικής ακαδημαϊκής έρευνας που βοηθά το έργο των κανονιστικών αρχών. Έχουμε πολλά παραδείγματα, θα αναφέρω μόνο δύο.

Το πρώτο αφορά την εταιρική διακυβέρνηση. Όπως γνωρίζουμε όλοι, η εταιρική διακυβέρνηση επιβάλλει κανόνες συμπεριφοράς και διακυβέρνησης των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αποβλέπει στη διαφάνεια και την ισότιμη μεταχείριση όλων των επενδυτών και μετόχων. Αφορά τη δομή και λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου, τον εσωτερικό έλεγχο, τη διαχείριση κινδύνων και έχει σημαντικό κόστος συμμόρφωσης, καθώς και σημαντικές επιπτώσεις στις αποτιμήσεις εισηγμένων εταιρειών.

Η ακαδημαϊκή έρευνα έχει δείξει ότι το 80% των επενδυτών είναι διατεθειμένο να πληρώσει πρόσθετο τίμημα μέχρι και 30% για τις εταιρείες που εφαρ-

μόζουν χρηστή εταιρική διακυβέρνηση. Έδειξε επίσης ότι μπορούν να βελτιώσουν σημαντικά το κόστος κεφαλαίων και τη χρηματοπιστηριακή τους αξία και να αποκομίσουν οφέλη πολλαπλάσια του κόστους συμμόρφωσης.

Σε επίπεδο θεωρητικής έρευνας, ομάδα καθηγητών του πανεπιστημίου μας εξετάζει εναλλακτικές προσεγγίσεις στη διαμόρφωση του κανονιστικού πλαισίου, όπως επί παραδείγματι, αυτών που ακολουθούνται στις ΗΠΑ με τη Sarbanes Oxley Act και αυτήν που ακολουθείται στην Ευρώπη π.χ. με το βρετανικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.

Σε πρακτικό επίπεδο, το Οικονομικό Πανεπιστήμιο πραγματοποιεί από το 2005 ετήσια έρευνα εταιρικής διακυβέρνησης, με την οποία παρακολουθεί και αξιολογεί τόσο το βαθμό συμμόρφωσης των επιχειρήσεων όσο και την αποτελεσματικότητα των κανονιστικών ρυθμίσεων. Στην έρευνα αυτή συμμετέχουν όλες οι εισηγμένες επιχειρήσεις και τα αποτελέσματά της δημοσιοποιούνται ετησίως.

Από την άλλη μεριά, στο πανεπιστημίο μας γίνονται εκτεταμένες έρευνες σε θέματα ρύθμισης μονοπωλιακών επιχειρήσεων σε κλάδους όπως οι τηλεπικοινωνίες και η ενέργεια, που έχουν επηρεάσει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων κλαδικών ρυθμιστικών αρχών όπως είναι η Επιτροπή Τηλεπικοινωνιών ή η ΡΑΕ.

Για παράδειγμα, η ρύθμιση τιμών πρόσβασης σε τηλεπικοινωνιακά και ενεργειακά δίκτυα, τα οποία μονοπωλούνται από επιχειρήσεις όπως ο ΟΤΕ και η ΔΕΗ και που πληρώνουν οι εναλλακτικοί πάροχοι υπηρεσιών έχει αλλάξει σημαντικά τα τελευταία χρόνια, με στόχο να προωθηθεί ο ανταγωνισμός και να δοθούν κίνητρα για επενδύσεις σε εναλλακτικές υποδομές και εναλλακτικά δίκτυα.

Το επιστημονικό δυναμικό του Οικονομικού Πανεπιστημίου συμμετέχει πολύ ενεργά σε θεωρητική και εμπειρική έρευνα που αφορά τις ρυθμιστικές αρχές, σε θέματα ρύθμισης αντίστοιχων αγορών, καθώς και στην ανάπτυξη εκπαιδευτικών σεμιναρίων σε αυτά τα θέματα.

Ποιος είναι ο ρόλος και η συνεργασία της νομικής επιστήμης με άλλες επιστήμες στην ακαδημαϊκή έρευνα που ανέφερα; Στην ακαδημαϊκή έρευνα, η συνεργασία της νομικής επιστήμης με άλλες επιστήμες όπως είναι τα οικονομικά ή η επιστήμη της τεχνολογίας και της πληροφορικής, αποτελεί επιτακτική ανάγκη για τη ρύθμιση του νομοθετικού πλαισίου και την αποτελεσματική εποπτεία της εκάστοτε αγοράς και ειδικότερα της χρηματαγοράς που μας ενδιαφέρει σήμερα σε αυτό το συνέδριο.

Ο νομοθέτης καλείται συχνά να αντιμετωπίσει ειδικά οικονομικά και τεχνικά ζητήματα, για τα οποία βεβαίως δεν διαθέτει τις απαραίτητες ειδικές γνώσεις. Η αναζήτηση, για παράδειγμα, του βέλτιστου τρόπου εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης ή της συμμετοχής του εκάστοτε επενδυτή στην επιχείρηση αυτή για την εξεύρεση και τον προσδιορισμό του δίκαιου ανταλλάγματος σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, αποτελεί νομικό ζήτημα, το οποίο ο νομοθέτης μόνο με τη βοήθεια της οικονομικής θεωρίας και έρευνας μπορεί με ασφάλεια να προσδιορίσει.

Από την άλλη μεριά, ο νομοθέτης καλείται να αντεπεξέλθει στη ραγδαία ανάπτυξη των τεχνολογιών, της πληροφορικής και των επικοινωνιών που συντέλεσαν καταλυτικά στην παγκοσμιοποίηση και τη διασύνδεση των εθνικών χρηματοοικονομικών αγορών μεταξύ τους και, κατ' επέκταση, στην αύξηση του όγκου και της πολυπλοκότητας των συναλλαγών.

Οι νέες νομοθετικές διατάξεις αντιμετωπίζουν ολοένα και περισσότερο ζητήματα τεχνολογικών διαδικασιών, όπως είναι η διαδικασία εκκαθάρισης των συναλλαγών και ο συμψηφισμός των απαιτήσεων επί κινητών αξιών που προϋποθέτουν συνεργασία με την επιστήμη της πληροφορικής και των επικοινωνιών.

Τελειώνοντας, θα ήθελα να τονίσω τη σημασία της ακαδημαϊκής δεοντολογίας ως προϋπόθεση της ακαδημαϊκής έρευνας. Στην ελληνική κεφαλαιαγορά, όπως και σε άλλες ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού, υφίστανται συχνά ζητήματα αντικρουόμενων συμφερόντων.

Ο κίνδυνος συμβιβαστικών, αντιφατικών και ακατάληπτων διατάξεων αυξάνεται ραγδαία. Ο λόγος υφίσταται όχι μόνο στο πολιτικό lobbying των εθνικών κρατών και των κύκλων ενδιαφερομένων, αλλά και στην ίδια την τεχνική της νομοπαρασκευαστικής διαδικασίας. Ο ερευνητής καλείται να διατηρήσει υψηλή ηθική δεοντολογία κατά τη διενέργεια της επιστημονικής του έρευνας, την οποία οφείλει να διεξαγάγει με διαφάνεια, ειλικρίνεια, αδέσμευτος από προσωπικές επιδιώξεις, να διευκολύνει την επαλήθευση των μεθόδων του και να αποφεύγει την αλλοίωση των δεδομένων και τη διαμόρφωση τεχνητά προκαθορισμένων αποτελεσμάτων.

Οι έρευνες και οι αναλύσεις που παροτρύνουν στη διενέργεια χρηματιστηριακών πράξεων ή η δημοσιοποίηση προβλέψεων για εξέλιξη μελλοντικών οικονομικών μεγεθών ή η αναγνώριση υπέρτερου γενικού συμφέροντος για την υποστήριξη της μιας ή της άλλης θέσης, αποτελούν πρακτικές που δεν χωρούν στη γνήσια ακαδημαϊκή έρευνα.

Αυτού του είδους οι πρακτικές μπορούν μόνο να οδηγήσουν σε αντινομίες,

ευκαιριακές νομοθετικές ρυθμίσεις και δημιουργία ανασφάλειας των αγορών.

Η εκτίμηση της υπέρτερης αξίας της οικονομικής αποτελεσματικότητας της αγοράς ή εκείνης της προστασίας της μειοψηφίας είναι πρωτίστως ζήτημα πολιτικής απόφασης. Ο ακαδημαϊκός ερευνητής καλείται, ωστόσο, να εκτιμήσει τις επιπτώσεις που θα έχει οικονομικά, πολιτικά και κοινωνικά η επικράτηση της μιας ή της άλλης θέσης και να προτείνει τη φιλοσοφία Δικαίου και το σκοπό του νόμου που θα είχε εποικοδομητικότερα αποτελέσματα.

Εκεί όπου η πολιτική διστάζει, η ακαδημαϊκή έρευνα πρέπει να αντιδρά και να τολμά την επιδίωξη κανόνων και τη διαμόρφωση διαδικασιών που να αντεπεξέρχονται στις σύγχρονες απαιτήσεις ενός κράτους δικαίου. Ας μην ξεχνάμε ότι ακόμα και το όραμα της οικονομικής ενοποίησης της Ευρώπης βασίστηκε πριν από πάρα πολλά χρόνια σε ιδέες που είχαν προέλθει από ακαδημαϊκούς κύκλους.

Τελειώνοντας, θα ήθελα να αναφερθώ στην πρόταση που έκανε ο υπουργός και την οποία επικρότησαν οι πρόεδροι των δύο Ενώσεων, σχετικά με τη δημιουργία εξειδίκευσης του δικαστικού σώματος. Και γιατί όχι, να την επεκτείνω. Όχι μόνο για τις χρηματιστηριακές αρχές και χρηματιστηριακές συναλλαγές αλλά για όλες τις ρυθμιστικές αρχές, οι οποίες χαρακτηρίζονται από πολύ μεγάλη πολυπλοκότητα και βεβαίως απαιτούν πολύ εξειδικευμένη γνώση. Το Οικονομικό Πανεπιστήμιο θα είναι πρόθυμο να βοηθήσει σε αυτή την κατεύθυνση.

Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Σας ευχαριστούμε, κύριε καθηγητά. Και ευχαριστούμε ιδιαίτερα για τις πρωτοβουλίες που αναλαμβάνετε κατά καιρούς, την ακαδημαϊκή έρευνα αναφορικά με το έργο των κανονιστικών αρχών. Τώρα, θα μας απευθύνει χαιρετισμό, εισαγωγική ομιλία ο κ. Παναγιώτης Δράκος, πρόεδρος της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ένωσης Εισηγμένων Εταιρειών με ένα πιο οικείο θέμα για εμάς, «Νόμοι, δικαστήρια και εισηγμένες εταιρείες».

1.8 Π. ΔΡΑΚΟΣ

Εισαγωγική ομιλία – Νόμοι, δικαστήρια και εισηγμένες εταιρείες

Αξιότιμε κύριε υπουργέ, αξιότιμες κυρίες και κύριοι δικαστές, αξιότιμες κυρίες και κύριοι σύνεδροι.

Ευχαριστώ πολύ για την πρόσκληση στο συνέδριό σας. Και σεβόμενος το χρόνο σας θα μπω κατευθείαν στο θέμα μου. Κατ' αρχάς, οι εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα είναι 300 περίπου και έχουμε μια Ένωση, όπως έχετε και εσείς συνδικαλιστική Ένωση έχουμε και εμείς, η οποία φροντίζει να ρυθμίζει τα θέματα ή να προλαβαίνει θέματα που δεν θα έπρεπε να είχαν δημιουργηθεί με τις εποπτικές και τις νομοθετικές αρχές.

Η Ένωσή μας δεν είναι μόνη της, η Ένωσή μας είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης εισηγμένων εταιρειών, στην οποία και μετέχουμε στο Διοικητικό Συμβούλιο. Και όπως ο κύριος Πιλάβιος και τα στελέχη του πηγαίνουν στις Βρυξέλλες και στο Παρίσι για να δουν τη CESR, έτσι και εμείς πηγαίνουμε στην Ευρώπη για να δούμε τους αντίστοιχους δικούς μας φορείς.

Δεν θα αναφερθώ στις όποιες αστικές ή ποινικές παραβάσεις μπορεί να υποπέσει μια εισηγμένη εταιρεία. Εξυπακούεται ότι αυτή, η διοίκησή της, τα στελέχη της, οι εργαζόμενοι σε αυτήν καθώς και όλοι οι συναλλασσόμενοι καθ' οιονδήποτε τρόπο με αυτήν, είναι υπεύθυνοι έναντι του νόμου κατά τον ίδιο τρόπο που είμαστε όλοι υπεύθυνοι έναντι του νόμου.

Η κλοπή, η απάτη, ο εκβιασμός, η εκμετάλλευση και οποιοδήποτε άλλο αδίκημα δεν έχουν θέση, αν προέρχονται από εισηγμένες εταιρείες, και γι' αυτό το λόγο δεν θα ασχοληθώ με τέτοιες παρανομίες.

Ευτυχώς ως τώρα έχουν υπάρξει ελάχιστες τέτοιες περιπτώσεις. Υπάρχουν όμως και για τις εισηγμένες λίγες ιδιαίζουσες περιπτώσεις που υπόκεινται σε δικούς τους κανόνες και χρειάζονται ιδιαίτερη αντιμετώπιση. Επίσης, υπάρχουν και εν δυνάμει περιπτώσεις που μπορεί να ακολουθήσουν την οδό της Δικαιοσύνης για την επίλυσή τους, ίσως και στο εγγύς μέλλον.

Θα αναφερθώ σε ένα θέμα που ήδη επιλύθηκε και σε τρία θέματα που μπορεί να αντιμετωπιστούν εις την πρόοδο του χρόνου. Πριν από τρία χρόνια, σύμφωνα με τις ευρωπαϊκές Οδηγίες αλλάξαμε το λογιστικό και νομικό καθεστώς που αφορούσε τις εισηγμένες και υιοθετήσαμε τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Το θέμα που δημιουργήθηκε αφορούσε τις αποτιμήσεις των θυγατρικών εταιρειών των εισηγμένων στο χρηματιστήριο.

Τα άλλα τρία θέματα, που αναφέρονται στον πίνακα που βλέπετε, είναι τα θέματα που φοβούμαι μη δημιουργηθούν εις το μέλλον. Υπήρχαν παλιά δυο τρόποι για τις αποτιμήσεις των θυγατρικών εταιρειών. Το ένα το προέβλεπε ο Ν2190/1920 και έλεγε τη χαμηλότερη αξία, είτε το κόστος κτήσεως είτε την τρέχουσα αξία, ποια είναι η χαμηλότερη αυτή η τιμή· είναι αυτή που πρέπει να γράφεται στους ισολογισμούς.

Και η άλλη μέθοδος προβλεπόταν από τον Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων και έλεγε την τρέχουσα τιμή. Οι εταιρείες καθορίζανε μία από τις δύο μεθόδους, οι Ορκωτοί Λογιστές σημείωναν κάτω στον ισολογισμό ότι η εταιρεία δεν εφήρμοσε το Ν2190/1920 αλλά εφήρμοσε τον ΚΒΣ ή το ανάποδο και δεν υπήρχε πρόβλημα.

Βεβαίως, ήταν αντινομία να υπάρχουν δύο διαφορετικές ρυθμίσεις από δύο διαφορετικούς νόμους για το ίδιο θέμα. Αυτό επρόκειτο να σταματήσει με την υιοθέτηση των διεθνών λογιστικών προτύπων. Διότι τα διεθνή λογιστικά πρότυπα προβλέπουν την τρέχουσα αξία ως μέθοδο αποτίμησης για τις μετοχές.

Κατά κακή τύχη, κάποιος σκέφτηκε να ευθυγραμμίσει το ΚΒΣ με το Ν2190/1920, πριν υιοθετηθούν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Επειδή φοβόμασταν τι θα γίνει, προσπαθήσαμε ως Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών να πείσουμε την τότε Κυβέρνηση να μην προβούν σε αυτή τη ρύθμιση αλλά να πάνε κατευθείαν εις την ερχόμενη αποτίμηση βάσει των διεθνών λογιστικών προτύπων.

Δεν τα καταφέραμε. Πήραμε παράταση ενός έτους, διότι η Κυβέρνηση νόμιζε ότι σε ένα χρόνο θα είχαν υιοθετηθεί τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, υπήρξε μια ευρωπαϊκή αναβολή στην εφαρμογή τους και βρεθήκαμε να έχουμε δυο χρόνια απόσταση, από την ημέρα που καταργήθηκε ο ΚΒΣ και ο Ν2190/1920, δηλαδή η αντινομία τους, μέχρι την ημέρα που επρόκειτο να εφαρμοστούν τα πρότυπα.

Εκεί, δεν πείσαμε την Κυβέρνηση να δώσει αναβολή για το δεύτερο χρόνο και έτσι βρεθήκαμε με την υποχρέωση να γράψουμε ισολογισμούς με χαμηλότερες αξίες και μετά από ένα χρόνο να ξαναγράψουμε ισολογισμούς στις τρέχουσες αξίες. Αυτό έδωσε αφορμή σε αυτό που βλέπετε. Αυτό είναι πρωτοσέλιδο εφημερίδας της εποχής, το οποίο λέει «220 εταιρείες έχουν δημοσιεύσει ψευδείς ισολογισμούς».

Οι εταιρείες, οι οποίες αναφέρονται και στο άρθρο αυτό και στη μηνυτήρια αναφορά μαζί είναι αυτές οι 18. Και όπως θα δείτε, ξεκινώντας από την Αγροτική Τράπεζα και κατεβαίνοντας είναι μερικές από τις σοβαρότερες ελληνικές εταιρείες.

Αυτές αναφέρθηκαν σε μηνυτήρια αναφορά, αλλά πέρα από αυτές υπήρχαν και άλλες 37, οι οποίες ακολουθούν. Εδώ ο πρώτος πίνακας και στη συνέχεια εδώ ο δεύτερος πίνακας οι οποίοι αναφέρονταν στο άρθρο. Για αυτές τις εταιρείες και για τα δικαστήρια βεβαίως, τους εισαγγελείς, τους ανακριτές, τις ανακριτικές αρχές, υπήρξε μια απασχόληση για ένα θέμα που δεν έπρεπε να έχει υπάρξει.

Εκείνο το οποίο θα ήθελα τώρα να σας αναφέρω, είναι τα τρία σημεία που σας έδειξα πριν, τα οποία μπορεί να παρουσιαστούν στο μέλλον. Ένας νόμος τον οποίο δεν ανέφερε ο κύριος Πιλάβιος είναι ο Ν3429/05. Ο νόμος αυτός καθορίζει τι πρέπει να κάνουν οι Δημόσιες Επιχειρήσεις Κοινής Ωφελείας για να έχουν μοντέρνους ισολογισμούς, εταιρική διακυβέρνηση κ.λπ.

Ο ίδιος νόμος έχει ένα κεφάλαιο, αυτός είναι ο νόμος και αυτό εδώ είναι το κεφάλαιο Β' το οποίο λέει ποιες δεν είναι ΔΕΚΟ και για ποιες εταιρείες δεν ισχύουν αυτά τα οποία λέει το κεφάλαιο Α' για τις ΔΕΚΟ. Ποιες είναι οι ΔΕΚΟ.

Πριν πάμε εκεί, εδώ βλέπετε τις υπογραφές. Πάνω από 10 υπουργοί υπέγραψαν το νόμο αυτό. Προχωρούμε όμως στο ποιες ήταν οι ΔΕΚΟ. Έχουμε πρώτα τις σοβαρότερες ΔΕΚΟ, τις συγκοινωνιακές ΔΕΚΟ, τον Όμιλο ΟΣΕ. Στη συνέχεια, έχουμε οργανισμούς λιμένων και μετά, δεν θα σας κουράσω απαγγέλοντάς τις, έχω καταγράψει 59 διαφορετικές ΔΕΚΟ. Εδώ αρχίζει ο κατάλογος των 59 σε τέσσερις συνέχειες.

Και φτάνουμε στο κεφάλαιο Β' του νόμου, τις μη ΔΕΚΟ. Αυτές είναι οι μη ΔΕΚΟ, είναι γνωστές μας. Είναι η Αγροτική Τράπεζα, η Αγροτική Ασφαλιστική, η ΔΕΗ, η Βιομηχανία Ζαχάρεως, τα πετρέλαια, η ΕΥΔΑΠ, ο ΟΤΕ, η COSMOTE κ.λπ. Αυτές ήταν εταιρείες που ήταν κάποτε κρατικές και βρεθήκανε εκτός κρατικού τομέα, εισήχθησαν στο χρηματιστήριο και για αυτές προβλέπει το κεφάλαιο Β' ότι ισχύουν οι ελεγκτικοί μηχανισμοί που ισχύουν για όλες τις άλλες, δηλαδή η Τράπεζα της Ελλάδος αν είναι τραπεζικές, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και για τραπεζικές και για όλες τις άλλες μη τραπεζικές. Και η καινούργια Επιτροπή για τις Ασφαλιστικές Εταιρείες, οι οποίες είναι υπό σύσταση.

Γιατί αναφέρομαι σε αυτές και γιατί μπορεί να προκύψει πρόβλημα από αυτές; Όταν αναμειγνύεται κάποιος έξω από τα όργανα αυτά, τα οποία περιέγραψα, συν το τελικό όργανο που είναι ο μέτοχος, και ο μέτοχος είναι το υπουργείο Οικονομικών, όταν αναμειγνύεται όμως κάποιο άλλο όργανο στη διαδικασία εργασίας αυτών των μη ΔΕΚΟ πλέον, των εισηγμένων πρώην ΔΕΚΟ, εκείνη τη στιγμή δημιουργείται ένας κίνδυνος. Και ο κίνδυνος είναι από το 50% του ελληνικού χρηματιστηρίου που ανήκει σε ξένους. Και οι οποίοι δεν θα δουν με ευχαρίστηση υποχρέωση χαμηλών τιμών, υποχρέωση κοινωνικών παροχών και άλλα πράγματα, τα οποία είχαμε συνηθίσει από παλαιότερα με αυτές τις περιπτώσεις.

Άλλο πρόβλημα παρεμβάσεων, το οποίο έχουμε, μπορεί να δημιουργηθεί με τις ανεξάρτητες αρχές. Ένα παράδειγμα είναι ο ΟΤΕ και η ανεξάρτητη αρχή τηλεπικοινωνιών. Η ανεξάρτητη αρχή έχει καθορίσει ότι ο ΟΤΕ πρέπει να που-

λάει 20% φτηνότερα από ό,τι πουλάει στο λιανικό πελάτη του ή στο χοντρικό πελάτη. Λιανικός πελάτης είναι το σπίτι, η επιχείρηση. Χονδρικός πελάτης είναι μια άλλη τηλεπικοινωνιακή εταιρεία.

Με την απόφαση αυτή, όμως, δεν έχει βάλει περιθώριο στις άλλες τηλεπικοινωνιακές εταιρείες για το τι έκπτωση κάνουν. Υποχρεώνεται ο ΟΤΕ να πουλάει πλην 20% σε μια άλλη τηλεπικοινωνιακή, η οποία μπορεί αυτό το -20% που παίρνει από τον ΟΤΕ να το δίνει στους πελάτες για να πάρει και τους πελάτες του ΟΤΕ. Και ο ΟΤΕ δεν έχει άμυνα σε αυτό. Και για την ώρα ο ΟΤΕ μέσω του κεντρικού μετόχου δεν αντιδρά σε αυτό, αλλά μπορεί να αντιδράσει κάποια στιγμή και να βρεθεί αυτό το πρόβλημα ενώπιον της Δικαιοσύνης.

Τέλος, ένα τρίτο πρόβλημα δημιουργείται με τις εκπιπτόμενες δαπάνες από τη φορολογία. Γιατί; Εκεί πέρα έχουν εξαιρεθεί τα εστιατόρια ταχείας εστίασεως και τα ξενοδοχεία. Γιατί έχουν εξαιρεθεί αυτά, ενώ πολλά από αυτά είναι και εισηγμένες εταιρείες και για αυτό μπλέκουν στα χωράφια μας; Έχουν εξαιρεθεί διότι αυτοί είναι νόμιμοι. Δηλώνουν το ΦΠΑ, πληρώνουν το ΦΠΑ, αποδίδουν το ΦΠΑ. Ενώ δεν εξαιρούνται οι παράνομοι.

Και έτσι έχουμε το κράτος να βοηθάει τη δουλειά των παρανομούντων. Αφήστε δε που τα εστιατόρια ταχείας εστίασεως δεν τρώνε ίδια βαλάντια με αυτά που τρώνε στις πολυτελείς ταβέρνες και στα εστιατόρια. Και εκεί πάλι μπορεί να δημιουργηθεί ένα πρόβλημα με τους μετόχους των εταιρειών αυτών, οι οποίοι μπορούν να πουν: γιατί κάνετε δουλειά εσείς ως κράτος υπέρ του ανταγωνισμού μας;

Δεν πρέπει, συμπερασματικά, να δημιουργούμε προβλήματα εκεί που δεν πρέπει να υπάρχουν. Και ιδίως διότι, όταν δημιουργηθεί ένα πρόβλημα, μπαίνουμε σε μια διαδικασία άλλη, η οποία είναι και αυτή πολύ δύσκολη.

Ο τρόπος με τον οποίο το Δημόσιο αντιμετωπίζει τις όποιες διαφορές του με ιδιώτες ή με εταιρείες, είναι γνωστό ότι οι Δικηγόροι του Δημοσίου δεν πληρώνονται από αυτούς που τους στέλνουν στα δικαστήρια. Πληρώνονται από εμάς τους φορολογουμένους όλους, και εσάς και εμάς.

Και ως εκ τούτου, πολλές φορές δεν θέλει και κανένας από αυτούς να έρθει στη δίκη και ζητάει επανειλημμένως αναβολές και αναβολές, διότι του ανέθεσαν την περίπτωση την προηγούμενη ημέρα ή την προηγούμενη εβδομάδα.

Επίσης είναι γνωστό ότι δεν υπάρχει ευθύνη εάν ο αρμόδιος κρατικός λειτουργός διατάξει να συνεχίσει η δίκη και στον επόμενο και στον επόμενο βαθμό. Ενώ υπάρχει ευθύνη, εάν τη σταματήσει στην πρωτόδικη απόφαση. Και έτσι αν υπάρξει ποτέ ένα πρόβλημα Δημοσίου και ιδιώτη, το πρόβλημα αυτό,

αν φτάσει στα δικαστήρια, θα συνεχίσει το δρόμο του μέχρι το τέλος. Και αυτό για πράγματα που δεν έπρεπε να υπάρχουν και για κακογραμμένους νόμους.

Αν αναφέρθηκα σε τρία παραδείγματα που μπορεί να έρθουν και σε ένα παράδειγμα που πέρασε αλλά, αφού απασχόλησε αρκετές εταιρείες και αρκετούς συναδέλφους σας, ήταν ακριβώς για να δείξω ότι χρειαζόμαστε όχι μόνο καλύτερες εποπτικές αρχές, τις έχουμε ήδη. Είναι πολύ καλύτερες οι εποπτικές αρχές τώρα από ό,τι ήταν πριν από 5 χρόνια. Αλλά χρειαζόμαστε και καλύτερους νόμους.

Ευχαριστώ πολύ.

1.9 Συνεδρία 1 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστούμε πολύ και τον πρόεδρο της Εκτελεστικής Επιτροπής της Ένωσης Εισηγμένων Εταιρειών. Υπάρχουν πάρα πολλές απορίες. Παρακαλώ, ποιος θέλει να ρωτήσει κάτι; Να κάνω εγώ μια ερώτηση που μου μετέφερε κάποιος προς τον κύριο Δράκο. Γιατί αυτή η διαφοροποίηση των εταιρειών από πλευράς πολιτείας όσον αφορά τη φορολογική αντιμετώπιση;

Π. ΔΡΑΚΟΣ: Κοιτάξτε, η διαφοροποίηση δεν είναι γενικά για τη φορολόγηση των εταιρειών. Είναι ένα συγκεκριμένο θέμα. Είναι για τις αποδείξεις, τις οποίες οι ιδιώτες μπορούν να εκπέσουν από τα φορολογητέα τους εισοδήματα. Αυτές οι αποδείξεις που παίρνουν από επιχειρήσεις, οι οποίες έως τώρα αποφεύγανε το ΦΠΑ και αποφεύγανε να υποβάλουν δηλώσεις, στις οποίες κατηγορίες περιλαμβάνονται πολλά και διάφορα. Από υδραυλικούς, μασέρ, φυσιοθεραπευτές μέχρι ταβέρνες, εστιατόρια πολυτελείας κ.λπ.

Εγώ, αν αναφέρθηκα, αναφέρθηκα μόνο στην τελευταία κατηγορία. Τις ταβέρνες πολυτελείας, τα εστιατόρια πολυτελείας, τα οποία για να τα πιάσει η εφορία δίνει κίνητρο να εκπέσετε τη δαπάνη από το φορολογητέο σας εισόδημα. Αλλά επειδή οι οργανωμένες επιχειρήσεις, πολλές από τις οποίες είναι εισηγμένες και εξ ου και το ενδιαφέρον της Ένωσης Εισηγμένων, οι οργανωμένες επιχειρήσεις ήδη υποβάλουν ΦΠΑ και πληρώνουν ΦΠΑ έκριναν κάποιοι μανδραρίνοι στο υπουργείο Οικονομικών ότι αυτοί που φορολογούνται να μην τους κάνουμε τη χάρη να εκπίπτουν. Να πιάσουμε τους άλλους που δεν φορολογούνται. Αυτό όμως είναι μια διακριτική μεταχείριση.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστούμε πολύ, κύριε Δράκο. Κάποια άλλη ερώτηση

υπάρχει; Ωραία, αν δεν υπάρχουν είστε, κύριε πρόεδρε, ελεύθερος. Ευχαριστούμε πάρα πολύ.

Αρχίζει η δεύτερη συνεδρία. Θα συντονίσει ο αντιπρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ο κύριος Γιάγκος Χαραλάμπους, και παρακαλούνται οι εισηγητές.

Να σας πω ότι την εκδήλωσή μας τιμά με την παρουσία του και ο εισαγγελέας του Αρείου Πάγου, κύριος Γιώργος Σανιδάς, ο οποίος λόγω ανειλημμένων υποχρεώσεων καθυστέρησε να έρθει, είναι όμως τώρα μαζί μας.

Λοιπόν, ο κύριος Χαρίλαος Μερτζάνης, η κυρία Ελευθερία Αποστολίδου, ο κύριος Ξενοφών Αυλωνίτης και οι κύριοι Αθανάσιος Χαμπέος και Νίκος Τεσσαρομάτης.

Εγώ σας ευχαριστώ πολύ.

2. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 2

Το Χρηματιστήριο Αθηνών και Εισαγωγή στη Χρηματιστηριακή Διαδικασία



2.1 Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ (Συντονιστής)

Σας ευχαριστούμε πολύ. Λόγω έκτακτου επαγγελματικού ταξιδιού ο κύριος Καπράλος δεν μπορεί να είναι μαζί μας για να τον ευχαριστήσουμε και από κοντά για τη χορηγία του συνεδρίου μας. Επειδή ο κύριος Καπράλος δίνει μεγάλη σημασία στην ενημέρωση για τα δρώμενα στο Χρηματιστήριο Αθηνών, μας έχει στείλει δύο από τα πιο εκπαιδευμένα στελέχη του ΧΑ για να μας δώσουν μια εικόνα των δραστηριοτήτων και διαδικασιών του ΧΑ. Κύριε Κωνσταντόπουλε, σας προσκαλώ για την παρουσίασή σας.

2.2 Ν. ΚΩΝΣΤΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ

Οι χρηματιστηριακές στο επίκεντρο των εξελίξεων

Κύριοι λειτουργοί της Δικαιοσύνης, κυρίες και κύριοι. Δυστυχώς, ο πρόεδρος του χρηματιστηρίου, ο κύριος Σπύρος Καπράλος, χρειάστηκε να απουσιάσει παρά τη θέλησή του από τη σημερινή εκδήλωση.

Ως εκπρόσωπος της εταιρείας Ελληνικά Χρηματιστήρια, η οποία είναι μητρική εταιρεία του Χρηματιστηρίου Αθηνών και χορηγός του σημερινού συνεδρίου, θα ήθελα να σας ευχαριστήσω για την παρουσία σας και να ευχηθώ το τριήμερο αυτό να αποδειχθεί εποικοδομητικό.

Είναι μια ευτυχής συγκυρία το γεγονός ότι το συνέδριο πραγματοποιείται σε μια χρονική στιγμή που οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές βρίσκονται στο επίκεντρο των εξελίξεων και για αυτές θα προσπαθήσω να σας ενημερώσω. Τα τελευταία χρόνια, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ξεκινήσει έναν αγώνα και πιέζει τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και αποθετήρια να αυξήσουν τη διαφάνεια και να μειώσουν το κόστος των συναλλαγών προς όφελος των επενδυτών.

Η ευρωπαϊκή Οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστή και ως MiFID, που τέθηκε σε ισχύ πριν από 15 μέρες, είναι η πεμπτούσια του αγώνα αυτού και δίνει πλέον τη δυνατότητα εσωτερικοποίησης των συναλλαγών. Αυτό με απλά λόγια σημαίνει ότι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές μπορούν να

πραγματοποιούνται χωρίς να περνούν απαραίτητα από τα χρηματιστήρια.

Ο κώδικας δεοντολογίας, από την άλλη, που υπογράψαμε πριν ένα χρόνο στις Βρυξέλλες είναι μια οικειοθελής συμφωνία μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων και αποθετηρίων που στόχο έχει να απελευθερώσει τις χρεώσεις και να καταργήσει τις σταυροειδείς επιδοτήσεις και να επιτρέψει τη διαλειτουργικότητα μεταξύ των αποθετηρίων.

Στο νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται στην Ελλάδα αλλά και διεθνώς, σκοπός του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι να ανταποκριθεί εμπρόθεσμα και αποτελεσματικά στις καινούργιες απαιτήσεις. Τα τελευταία χρόνια έχουμε δρομολογήσει πολλές αλλαγές στην αγορά μας. Επιτρέψτε μου να αναφερθώ εν συντομία στις αλλαγές αυτές για να δούμε πώς ο όμιλος Ελληνικά Χρηματιστήρια, τώρα πια όμιλος 100% ιδιωτική εταιρεία, ανταποκρίνεται στις προκλήσεις και εκσυγχρονίζεται για να αντιμετωπίσει τις δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης και του αυξανόμενου ανταγωνισμού.

Με μια συνεπή πολιτική επιβολή σύγχρονων πρακτικών διαφάνειας που πλαισιώθηκε από μια σειρά θεσμικών μέτρων, επιδιώξαμε και επιδιώκουμε την αποκατάσταση του ρόλου του ελληνικού χρηματιστηρίου στα μάτια των επενδυτών και στα μάτια των επιχειρηματιών. Σε συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προχωρήσαμε σε μια σειρά από αλλαγές με στόχο την ολοκλήρωση του θεσμικού και κανονιστικού πλαισίου που ρυθμίζει τον τρόπο της λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς κάτω από το πρίσμα των εξελίξεων που έχουν δρομολογηθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Με την απλοποίηση των διαδικασιών, η οποία θα γίνει ακόμα μεγαλύτερη φέτος με την απελευθέρωση των ανοιχτών πωλήσεων και του δανεισμού των τίτλων, τη δημιουργία προϊόντων και υπηρεσιών όπως η εισαγωγή των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων και η δυνατότητα εισόδου στην αγορά μας εξ αποστάσεως μελών, θα διευκολύνεται περαιτέρω η δραστηριοποίηση των επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές εγκρίνουν αυτές τις μεταρρυθμίσεις, αφού έχουν τοποθετήσει σημαντικά ποσά στο ελληνικό χρηματιστήριο. Αυτή τη στιγμή κατέχουν σχεδόν το 52% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, η οποία ξεπερνά πλέον τα 200 δισ. ευρώ και πραγματοποιούν κατά μέσον όρο το 60% της καθημερινής συναλλακτικής δραστηριότητας. Και δεν θα πρέπει να ξεχνάμε, ότι η καθαρή εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό στην αγορά μας από την αρχή του 2005 προσεγγίζει τα 16 δισ. ευρώ. Να σημειωθεί ότι ο τζίρος το 2004 στο ελληνικό χρηματιστήριο ήταν 140.000.000 την ημέρα,

ενώ το 2007 η μέση αξία συναλλαγών προσεγγίζει τα 470.000.000 ευρώ.

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, στόχος της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η διαμόρφωση ενός κοινού θεσμικού πλαισίου μεταξύ των ευρωπαϊκών αγορών. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός έχει ξεκινήσει μια πρωτοφανή για τα χρονικά συγκέντρωση των αγορών. Το ένα χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης συγχωνεύθηκε με το Euronext, τον ευρωπαϊκό φορέα που λειτουργεί τα χρηματιστήρια της Γαλλίας, της Ολλανδίας, του Βελγίου και της Πορτογαλίας.

Από την άλλη πλευρά, το NASDAQ, το άλλο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, μετά από δύο συνεχόμενες αποτυχημένες απόπειρες να εξαγοράσει το χρηματιστήριο του Λονδίνου, ήρθε σε συμφωνία για συνεργασία με το χρηματιστήριο του Ντουμπάι, προκειμένου να εξαγοράσουν το EMEX, δηλαδή το φορέα που λειτουργεί τα σκανδιναβικά χρηματιστήρια και τα χρηματιστήρια της Βαλτικής.

Ας μην ξεχνάμε πλέον ότι η συνεργασία NASDAQ-Dubai ελέγχει και ένα σημαντικό ποσοστό του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Το δε χρηματιστήριο του Λονδίνου, προκειμένου να αποφύγει την πολιορκία του NASDAQ προσχώρησε σε συγχώνευση με το ιταλικό χρηματιστήριο.

Όπως καταλαβαίνετε, τα δεδομένα αλλάζουν ταχύτατα. Το ίδιο συμβαίνει και για το ελληνικό χρηματιστήριο, το οποίο πριν 4 χρόνια ανήκε εν μέρει στο ελληνικό δημόσιο, ενώ σήμερα είναι πλέον μια ιδιωτική εταιρεία, της οποίας πάνω από το 60% ανήκει στους ξένους θεσμικούς επενδυτές.

Οι ελληνικές μετοχές μπορούν πλέον να διαπραγματεύονται σε οποιαδήποτε πλατφόρμα συναλλαγών. Οι Έλληνες επενδυτές αρχίζουν να αποκτούν εύκολη πρόσβαση στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές. Τα δε μέλη των αγορών αποκτούν πλέον απευθείας πρόσβαση στο ελληνικό χρηματιστήριο.

Το νέο προφίλ του παγκοσμιοποιημένου επενδυτή έχει αυξημένες απαιτήσεις για τις παρεχόμενες υπηρεσίες τόσο ως προς την ποιότητα και το κόστος όσο και ως προς τη δημιουργία νέων προϊόντων. Στο νέο αυτό περιβάλλον που διαμορφώνεται διεθνώς και η απονομή της Δικαιοσύνης θα πρέπει να κινείται με τον ίδιο τρόπο. Γρήγορα, ευέλικτα και αποτελεσματικά.

Θα θεωρήσουμε επιτυχία μας αν με την παρουσίαση που θα ακολουθήσει θα μπορέσουμε να σας δώσουμε μια καθαρή εικόνα των πρακτικών ζητημάτων της αγοράς και του πώς αυτά συνδέονται με το θεσμικό πλαίσιο.

Η σαφής κατανόηση και χρήση της χρηματιστηριακής ορολογίας και διαδικασίας πιστεύουμε ότι είναι επωφελής και στον τομέα της απονομής της Δικαιοσύνης. Γίνεται πλέον αντιληπτό σε όλους ότι θα πρέπει να ενισχυθούν τα

προληπτικά μέτρα εποπτείας μέσω και της εκπαίδευσης του επενδυτικού κοινού για τα θέματα της χρηματιστηριακής αγοράς.

Παράμετρος της επιτυχίας αυτής της πρόληψης είναι η γνώση των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεών μας ως επενδυτές. Το Χρηματιστήριο Αθηνών ως οργανωτής της αγοράς μέσω των νέων συστημάτων και της τεχνολογίας, στα οποία επενδύει, παρέχει όλη την πληροφόρηση που χρειάζεται για τον έλεγχο και την εποπτεία της αγοράς. Η πληροφόρηση αυτή ελπίζουμε ότι μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εφόδιο για τη διαδικασία απονομής της Δικαιοσύνης.

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, ο βασικός μας στόχος –δηλαδή η επανάκτηση της αξιοπιστίας της αγοράς μας– θεωρούμε ότι σε ένα μεγάλο βαθμό έχει πλέον επιτευχθεί. Κάναμε πραγματικότητα τη συγκέντρωση όλων των υπηρεσιών του ομίλου σε ένα σύγχρονο ιδιόκτητο κτίριο και επενδύσαμε σε νέο τεχνολογικό εξοπλισμό για να μπορούμε να προσφέρουμε καλύτερες υπηρεσίες προς τους πελάτες μας.

Δώσαμε έμφαση σε θέματα που είναι βασικά για την ανάπτυξη της αγοράς μας, επισημαίνοντας ότι δεν θα μπορούσαμε να πείσουμε κανέναν να επενδύσει στην αγορά μας, αν δεν προσφέρουμε ανταγωνιστικά προϊόντα και υπηρεσίες.

Στο σύνθετο, μεταβαλλόμενο τοπίο για να παραμείνουμε ανταγωνιστικά συνολικά ως αγορά θα πρέπει οι μηχανισμοί και το περιβάλλον πρόληψης και καταστολής να είναι όχι μόνο ταχύ και αποτελεσματικό αλλά προοδευτικό και ευέλικτο για να μη στραγγαλίζει τις πρωτοβουλίες ανάπτυξης. Μόνο έτσι μπορεί να διασφαλιστεί η επιβίωση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Είμαι βέβαιος ότι το συνέδριο θα βγάλει τα συμπεράσματα εκείνα που θα βοηθήσουν στη διευθέτηση των υποθέσεων που θα κληθείτε να αντιμετωπίσετε στην άσκηση του λειτουργήματός σας. Εμείς θα είμαστε αρωγοί στη δική σας προσπάθεια. Και τώρα, η κυρία Μητροπούλου θα παρουσιάσει τα βασικά χαρακτηριστικά της λειτουργίας της αγοράς μας.

2.3 Β. ΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΥ

Συστήματα και διαδικασίες του ΧΑ

Κυρίες και κύριοι, καλησπέρα σας. Θα προσπαθήσω να είμαι πολύ σύντομη. Θα πω δυο λόγια για τον όμιλο της ΕΧΑΕ, αν και αναφέρθηκε ήδη εκτενώς ο κύριος Κωνσταντόπουλος.

Ο όμιλος ΕΧΑΕ είναι ο διαχειριστής της ελληνικής αγοράς αξιών και παραγών. Λειτουργεί κάθετα και παρέχει υπηρεσίες διαπραγμάτευσης, εκκαθά-

ρισης και διακανονισμού και καταχώρισης των αξιών. Είναι ένας πλήρως ιδιωτικοποιημένος όμιλος από το Σεπτέμβριο του 2003, ενώ είναι εισηγμένος στο χρηματιστήριο από τον Αύγουστο του 2000 με μια κεφαλαιοποίηση που αγγίζει σήμερα τα 1,6 δισ.

Η δομή του ομίλου στηρίζεται στην ΕΧΑΕ, η οποία εκτός από (holding) μητρική εταιρεία, εταιρεία συμμετοχών, παρέχει και τις υπηρεσίες της εκκαθάρισης, του διακανονισμού και της καταχώρισης έχοντας δυο θυγατρικές, το Χρηματιστήριο Αθηνών, το οποίο το ξέρετε όλοι, και το Χρηματιστηριακό Κέντρο Θεσσαλονίκης, το οποίο προσφέρει υπηρεσίες marketing στη βόρειο Ελλάδα και σύνδεση με τις κεφαλαιαγορές της νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Η λειτουργική μας οργάνωση είναι ενοποιημένη, προκειμένου να υποστηρίζεται η παροχή των υπηρεσιών προς τους επενδυτές και τις εταιρείες τις εισηγμένες και τις χρηματιστηριακές με μικρό κόστος.

Όπως είπαμε ήδη, οι ξένοι επενδυτές κατέχουν πάνω από το 62% του μετοχικού κεφαλαίου της ΕΧΑΕ έχοντας μια αύξουσα πορεία μέσα στο χρόνο, ιδιαίτερα μετά από την πλήρη ιδιωτικοποίησή της. Παρ' όλα αυτά, το μάντζμεντ παραμένει ελληνικό με 6 ελληνικές τράπεζες να κατέχουν 6 θέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΧΑΕ, ενώ ο μεγαλύτερος μέτοχος της εταιρείας παραμένει μια ελληνική τράπεζα, η EUROBANK, που κατέχει, σύμφωνα με τελευταία δήλωσή της, λίγο παραπάνω από το 5%. Ενώ δεν υπάρχει άλλος μέτοχος με παραπάνω από 5%.

Θα προσπαθήσω να σκιαγραφήσω λίγο την αγορά μας. Και να δώσω μια πρώτη εικόνα των πραγμάτων όσον αφορά την πρωτογενή αγορά. Η πρωτογενής αγορά είναι μια διαδικασία άντλησης αναπτυξιακών κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό. Αυτό που βλέπετε στα slides (διαφάνειες) είναι η διαδικασία με την οποία οι εταιρείες έχουν πρόσβαση στην πρωτογενή αγορά.

Ξεκινάμε αφού με τη βοήθεια του αναδόχου συμπληρώσουν το ενημερωτικό τους υλικό, κάνοντας μια αίτηση στο χρηματιστήριο. Κατόπιν της αξιολόγησης του χρηματιστηρίου, η οποία συνίσταται στην αποδοχή των μετοχών της εταιρείας ως προϊόν που είναι αποδεκτό να προσφέρεται στους συναλλασσομένους μέσω του χρηματιστηρίου, οι εκδότες στέλνουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το ενημερωτικό δελτίο για εξέταση.

Κατόπιν αδείας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προχωρούν στη δημόσια προσφορά όπου γίνεται και ο καθορισμός τιμής με τη συμμετοχή των επενδυτών. Τα στοιχεία της συμμετοχής των επενδυτών στέλνονται στην ΕΧΑΕ για να καταγραφούν στο Σύστημα Άυλων Τίτλων. Κατόπιν αυτής της καταχώρισης

το χρηματιστήριο, εκτελώντας και τους λοιπούς ελέγχους του, επιτρέπει την έναρξη διαπραγμάτευσης της συμμετοχής.

Στο παρελθόν ο τρόπος με τον οποίο η εταιρεία απευθυνόταν στην αγορά καθοριζόταν από εθνικούς κανόνες ή ακόμα ήταν αποτέλεσμα πρακτικών αγορών και όχι θεσμοθετημένης διαδικασίας. Πλέον, οι κανόνες που ορίζουν τη διαδικασία εισαγωγής και το περιεχόμενο των πληροφοριών που παρέχονται στο επενδυτικό κοινό μέσω των δελτίων ορίζεται σε ευρωπαϊκό επίπεδο, προκειμένου να υπάρχει διαφάνεια στον καθορισμό της τιμής και να αποφεύγονται φαινόμενα ασύμμετρης πληροφόρησης του κοινού.

Όλοι γνωρίζουμε τις Οδηγίες για τη διαφάνεια, το ενημερωτικό δελτίο, την κατάσταση της αγοράς, στις οποίες ήδη αναφερθήκαμε, και πιστεύω πως θα αναφερθούν εκτεταμένα κατά τη διάρκεια του συνεδρίου.

Στόχος της κάθε εταιρείας που προσφεύγει στην πρωτογενή αγορά είναι η διαμόρφωση μιας τιμής για τη μετοχή τους, στην οποία οι επενδυτές θα μεγιστοποιούν την προοπτική του κέρδους τους για την επένδυσή τους και οι ίδιες οι εταιρείες θα μεγιστοποιούν το όφελός τους.

Τα χρηματιστήρια για να προσδιορίσουν και να εξασφαλίσουν την ποιοτική λειτουργία τους βάζουν πρόσθετους κανόνες μέσω των κανονισμών τους, οι οποίοι περιέχουν συμβατικές κατ' ουσίαν ρυθμίσεις. Με τον τρόπο αυτό, τα χρηματιστήρια έχουν πάψει πλέον να λειτουργούν ως εποπτικοί φορείς και έχουν καταστεί εποπτευόμενοι δρώντες σε καθαρά ιδιωτικά κριτήρια. Όλα τα χρηματιστήρια επιδιώκουν και διατηρούν το δικαίωμα να αποδέχονται εταιρείες που θα ενισχύουν την αγορά τους.

Προχωρώντας γρήγορα, να μιλήσουμε για τη δευτερογενή αγορά. Θα ήθελα να σας δώσω μια εικόνα για την ταυτότητα της αγοράς μας. Ήδη αναφέραμε κάποια χαρακτηριστικά. Αυτό που θα ήθελα να τονίσω είναι ότι η ελληνική αγορά είναι η μεγαλύτερη και ρευστότερη αγορά της νοτιοανατολικής Ευρώπης, ενώ σε σειρά κατάταξης μεταξύ των αγορών που είναι μέλη στην Ευρωπαϊκή Ένωση Χρηματιστηρίων, είμαστε περίπου στη μέση. Όπως βλέπετε, 9-10, κατατασσόμαστε στους σημαντικότερους μετρητές ανάμεσα σε 21 μέλη.

Έχουμε πολύ μεγάλη συμμετοχή αλλοδαπών επενδυτών, περίπου το 51% στο σύνολο της κεφαλαιοποίησης. Ενώ θα ήθελα να εστιάσω σε δύο από τα σημεία που βλέπετε εκεί, τα οποία δείχνουν το βαθμό ωριμότητας της κεφαλαιαγοράς.

Είναι αυτό το σημείο που λέγεται κυκλοφοριακή ταχύτητα. Είναι ο λόγος της αξίας συναλλαγών προς την κεφαλαιοποίηση και μας δείχνει το βαθμό ωριμότητας σε επίπεδο εργαλείων που διατίθενται στην αγορά και σε επίπεδο

άνεσης που έχουν οι επενδυτές με τα εργαλεία αυτά. Δίνοντάς τους, λοιπόν, εργαλεία όπως ο δανεισμός και όσο περισσότερο εξοικειωμένοι είναι οι επενδυτές με αυτά τα εργαλεία τόσο περισσότερες συναλλαγές κάνουν στο χρηματιστήριο. Αυξάνοντας, λοιπόν, την κυκλοφοριακή ταχύτητα. Είμαστε μια αγορά που η ρευστότητά της αγγίζει περίπου το 62%.

Ένα άλλο πολύ σημαντικό ποσοστό είναι η κεφαλαιοποίηση ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτό μας δείχνει πως η αγορά αξιοποιείται από τον παραγωγικό ιστό της χώρας για την άντληση των κεφαλαίων. Αν το δούμε από χρονολογική βάση, μας δίνει την τάση της αγοράς και τα скаμπανεβάσματά της και μας δείχνει και πότε υπάρχει υπερθέρμανση της αγοράς.

Η κατάταξη των εταιρειών σε αγορές, που γίνεται στο πλαίσιο της δευτερογενούς αγοράς, είναι ουσιαστικά μια διάκριση στο επίπεδο υποχρεώσεων διαφάνειας που έχουν οι εταιρείες αυτές. Οι μίνιμουμ υποχρεώσεις διαφάνειας τίθενται από το νόμο και ελέγχονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Αυτές είναι υποχρεωμένες να τηρούν οι εταιρείες της μεγάλης κεφαλαιοποίησης και της μεσαίας και της μικρής. Για την ΕΝΑ δεν υφίστανται καν εκ του νόμου ελάχιστες υποχρεώσεις διαφάνειας. Ωστόσο, το χρηματιστήριο ως διαχειριστής της αγοράς έχει θέσει κάποιους ορισμένους κανόνες διαφάνειας για την ορθή ενημέρωση των επενδυτών.

Να θυμίσω ότι η ΕΝΑ είναι τα αρχικά της Εναλλακτικής Αγοράς, μιας αγοράς που οργανώνει το Χρηματιστήριο Αθηνών, που είναι μια αγορά χαμηλού κόστους, μειωμένων απαιτήσεων και απευθύνεται σε μικρές και δυναμικά αναπτυσσόμενες εταιρείες. Διαπραγμάτευση θα γίνεται μια ώρα την ημέρα και θα απαιτεί ειδικούς συμβούλους να βοηθούν την εταιρεία σε αυτό το ρόλο της. Είμαστε ήδη έτοιμοι να δεχτούμε τις πρώτες αιτήσεις εισαγωγής.

Αυτό που είναι σημαντικό ιδιαίτερα τώρα με την εισαγωγή της ΕΝΑ είναι ο επενδυτής να γνωρίζει πού επενδύει και να μετρά και να αποδέχεται το ρίσκο της επένδυσής του.

Οι εταιρείες έχουν συνεχείς και έκτακτες υποχρεώσεις διαφάνειας. Πρέπει να κάνουν τακτική και έκτακτη ενημέρωση. Κάποια από αυτή την ενημέρωση ορίζεται εκ του κανονισμού του ΧΑ. Η πλειονότητα εκ του νόμου και των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η ενημέρωση αυτή απευθύνεται και στους δύο αυτούς οργανισμούς αλλά πολύ περισσότερο στο επενδυτικό κοινό.

Με αφορμή την εμπειρία της κατάρρευσης της Εnron στην αμερικανική αγορά, η αγορά αυτή θωρακίστηκε περισσότερο θεσπίζοντας αυστηρότερους

κανόνες διαφάνειας με το νόμο Sarbanes Oxley. Το ίδιο συνέβη και στην ευρωπαϊκή αγορά με μια συνεχή διαδικασία έκδοσης Οδηγιών. Τα χρηματιστήρια, όμως, επιπλέον από αυτές τις υποχρεώσεις διαφάνειας μπορούν να θέτουν επιπρόσθετες υποχρεώσεις, όπως η παροχή όλης της πληροφορίας στα Αγγλικά και ο πίνακας σκοπούμενων εταιρικών πράξεων για τις εταιρείες της μεγάλης κεφαλαιοποίησης, προκειμένου να ικανοποιηθούν οι ανάγκες πληροφόρησης ειδικότερα των ξένων επενδυτών που αποτελούν πλέον σημαντικό παράγοντα στην αγορά.

Γιατί το κάνουν αυτό τα χρηματιστήρια; Γιατί κάθε χρηματιστήριο θέλει να ενισχύσει την ποιότητα της αγοράς τους με τον ίδιο τρόπο που ένα πανεπιστήμιο θέτει κανόνες για την εισαγωγή και τις υποχρεώσεις των φοιτητών για να κρατά ψηλά την ποιότητα των σπουδών.

Προκειμένου να βοηθήσουμε στην εκπλήρωση αυτών των υποχρεώσεων, το χρηματιστήριο έχει φτιάξει ορισμένα εργαλεία δημοσιοποίησης. Το κυριότερο εργαλείο είναι αυτό που λέμε Hellenic Exchanges Remote Messages System ή HERMES. Είναι ένα σύστημα αμφίδρομης επικοινωνίας μεταξύ της εισηγμένης και του χρηματιστηρίου και διασφαλίζει ότι η πληροφορία είναι σύμφωνα με τις διατάξεις του κανονισμού και του νόμου.

Η εξασφάλιση της επικοινωνίας μεταξύ της εισηγμένης και του χρηματιστηρίου γίνεται με τη χρήση ηλεκτρονικής υπογραφής, τη χρήση smart card για τον έλεγχο πρόσβασης από πιστοποιημένα από την εταιρεία άτομα, ενώ όλη η πληροφορία, η αποστέλλομενη πληροφορία, κωδικοποιείται με δημόσιο κλειδί. Και με την έκδοση πιστοποιητικού αυθεντικότητας. Οι πληροφορίες που λαμβάνονται μέσω του HERMES δημοσιοποιούνται στην ιστοσελίδα του ΧΑ, στο ημερήσιο δελτίο τιμών, καθώς και στη συνδρομητική υπηρεσία ανακοινώσεων και στο ημερολόγιο γεγονότων που τηρεί το ΧΑ στο site του.

Σε σύγκριση με παλαιότερες εποχές που ο καθένας δημοσίευε σε εφημερίδα της αρεσκείας του, ακόμα και σε εφημερίδα συνοικεισίων, με τους ισολογισμούς του το HERMES σήμερα διασφαλίζει έναν ενιαίο τρόπο συλλογής και διάχυσης της πληροφορίας με συμμετρικό τρόπο σε όλο το επενδυτικό κοινό.

Ποιοι συμμετέχουν στη δευτερογενή αγορά πέραν των εταιρειών; Κατ' αρχάς είναι τα μέλη του ΧΑ. Μέλη του ΧΑ μπορούν να είναι ελληνικές ΕΠΕΥ ή αλλοδαπές ΕΠΕΥ με φυσική συνεγκατάσταση στην Ελλάδα ή ΕΠΕΥ άλλου κράτους-μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή του ευρωπαϊκού οικονομικού χώρου εξ αποστάσεως.

Το χρηματιστήριο θέτει απαιτήσεις για όσους συμμετέχουν και θέτει και

συγκεκριμένες υποχρεώσεις, τις οποίες θα πρέπει να υλοποιούν τα μέλη του.

Υπάρχουν τρεις βασικές κατηγορίες μελών, αυτοί που είναι παραγγελιοδόχοι. Αυτοί δηλαδή που δέχονται μόνο εντολές των πελατών τους. Αυτοί που τους χαρακτηρίζουμε ως διαπραγματευτές, που πέραν των παραγγελιών των πελατών τους μπορούν να εκτελούν συναλλαγές και για δικό τους λογαριασμό. Και επίσης και ειδικοί διαπραγματευτές, οι οποίοι πέραν των προηγούμενων δύο κατηγοριών πρέπει να εισαγάγουν εντολές στα συστήματα συναλλαγών προς ενίσχυση της ρευστότητας συγκεκριμένων προϊόντων. Είτε για την αγορά των αξιών, είτε για την αγορά των παραγώγων.

Μεταξύ αυτών είναι πολύ σημαντικό να αναφέρουμε ότι έχουν θεσμοθετηθεί τα λεγόμενα σινικά τείχη, δηλαδή θα πρέπει να υπάρχουν διαφορετικά πρόσωπα, διαφορετικά τερματικά και διαφορετικές διαδικασίες για να εκτελούν τις εντολές των πελατών. Πολύ σημαντικό, τα μέλη έχουν ευθύνη έναντι των πελατών τους και δέσμευση ότι θα εκτελέσουν τις υποχρεώσεις τους στο ακέραιο.

Αρχικά, οι υποχρεώσεις των συμμετοχών στις αγορές ήταν θέμα αυτορρύθμισης μεταξύ των μελών ενός κλειστού κλαμπ που συνιστούσε τα παλιά χρόνια το χρηματιστήριο. Τώρα, τα χρηματιστήρια βάζουν κανόνες, όπως αυτοί που περιγράψαμε για το ΧΑ παραπάνω. Αλλά είναι πολύ πιθανόν στα επόμενα συνέδρια να μιλάμε για τη μείωση του ρόλου του διαμεσολαβητή και την απευθείας πρόσβαση του επενδυτή στα χρηματιστήρια. Κάτι που είναι δυνατόν πλέον με την εξέλιξη της τεχνολογίας τα τελευταία χρόνια και πολλά από τα πιο εξελιγμένα χρηματιστήρια ήδη το εξετάζουν σιγά-σιγά.

Στην Αμερική έχει ξεκινήσει η παροχή τέτοιων υπηρεσιών στους επενδυτές. Όπως είναι κατανοητό, αυτό αλλάζει τα δεδομένα σχετικά με το ρόλο των διαμεσολαβητών και ειδικότερα σε σχέση με την ευθύνη του μέλους έναντι του πελάτη και του φορέα του.

Θα συνεχίσω μιλώντας λίγο για τις συναλλαγές και τη διαπραγμάτευση των αξιών. Τέσσερα (4) είναι τα κύρια προϊόντα, τα οποία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Οι μετοχές που όλοι ξέρουμε, τα ομόλογα που χωρίζονται σε εταιρικά και κρατικά –αν και για τα κρατικά δεν υπάρχει κατ' ουσίαν διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο, αλλά η διαπραγμάτευση γίνεται όλη στην Τράπεζα της Ελλάδος– τα ελληνικά πιστοποιητικά όπου έχουμε μόνο μια εταιρεία που έχει εκδώσει ελληνικά πιστοποιητικά και τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια ή αλλιώς ETFs, όπως είναι περισσότερο γνωστά, τα οποία θα ξεκινήσουν να διαπραγματεύονται από το 2008.

Βασικές αρχές για τη διαπραγμάτευση των αξιών είναι ότι η λειτουργία και οι ρυθμίσεις μέσω του κανονισμού, με μια αγορά order driven (εντολών) με συμμετοχή των ειδικών. Και θα μου πείτε, μα τι είναι αυτό το order driven; Η order driven αγορά αποτελεί αποτελεσματικό μηχανισμό διαμόρφωσης της τιμής. Μαζεύονται οι εντολές αγοράς και πώλησης των επενδυτών και συνάπτονται συναλλαγές με βάση κάποιους αλγόριθμους ταύτισης. Υπάρχουν δύο γενικοί τύποι, η στιγμιαία και η συνεχής αγοράς που θα αναλύσουμε σε επόμενα slides, συγκεκριμένα.

Εν αντιθέσει με την order driven αγορά που αποτελεί, όπως είπαμε, αποτελεσματικό μηχανισμό διαμόρφωσης της τιμής, υπάρχουν και οι λεγόμενες quote order driven αγορές. Αυτές είναι μια αγγλοσαξονική προσέγγιση που έρχεται με κουλτούρα αιώνων και μας έρχεται εκ νέου μέσω της MiFID, με την εσωτερικοποίηση των συναλλαγών και την ελεύθερη ανάπτυξη της εξωχρηματιστηριακής αγοράς.

Σε αυτού του είδους τις αγορές, ο διαμεσολαβητής δίνει τιμή στον πελάτη και δεν αναζητεί τιμή μέσω της αγοράς. Θεωρητικά ο πελάτης για να βρει την καλύτερη τιμή θα πρέπει να κάνει τη γύρα των διαμεσολαβητών για να δει ποιος του δίνει τι, ποιος δίνει την καλύτερη τιμή. Πρακτικά αυτό δεν είναι εύκολο.

Στην Ελλάδα η αγορά κρατικών ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος είναι μια quote driven αγορά και επίσης οι εξωχρηματιστηριακές αγορές που θα ανθίσουν με το νέο περιβάλλον της MiFID είναι κλασικές quote driven αγορές.

Το πρόβλημα που θα αναδειχθεί σε σχέση με αυτές τις αγορές είναι πώς θα αποδεικνύει ο διαμεσολαβητής ότι λειτούργησε, ώστε να πετύχει το μέγιστο όφελος για τον πελάτη του και το ότι διασφάλισε την καλύτερη δυνατή τιμή. Προκειμένου μια τέτοια αγορά να είναι διαφανής και να διασφαλίζει τη βέλτιστη εκτέλεση των εντολών του πελάτη απαιτούνται μεγαλύτερες τεχνολογικές προσαρμογές και άρα μεγαλύτερο κόστος που τελικά και αυτό θα μετακυλιστεί στον επενδυτή.

Λίγα λόγια για τις εντολές. Η εντολή, που δίνει ο επενδυτής στο χρηματιστή του, εισαγάζεται στο σύστημα συναλλαγών μέσω δύο τρόπων. Μέσω ενός τερματικού όπου κάποιος κάθεται μπροστά στο τερματικό που έχει απευθείας σύνδεση με το χρηματιστήριο και πληκτρολογεί την εντολή. Ή μέσω του λεγόμενου ODL, είναι τα αρχικά του Order Data Link. Είναι η ηλεκτρονική διόδευση εντολών κατευθείαν από τα συστήματα που υποστηρίζουν τη λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιρειών στο σύστημα διαπραγμάτευσης OASIS, βάσει ενός συμφωνημένου πρωτοκόλλου επικοινωνίας συμβατού με τα διεθνή πρότυπα.

Μετά την κατάργηση του floor (πατώματος) στο ΧΑ είναι ο αποτελεσματικότερος τρόπος και ο πιο ασφαλής για τους συναλλασσομένους, γιατί μειώνοντας τον ανθρώπινο παράγοντα μειώνονται και οι πιθανότητες λάθους κατά την πληκτρολόγηση της εντολής.

Στοιχεία της εντολής που εισάγονται είναι ο κωδικός της εντολής, ένας δι-εθνής κωδικός, η ποσότητα, ελάχιστη ποσότητα είναι η μία μετοχή. Η τιμή, η συνθήκη και η διάρκεια. Δηλαδή μέχρι τότε μπορεί να εκτελεστεί η εντολή και κάτω από ποιους όρους. Ο κωδικός του επενδυτή, αυτός ο κωδικός που δίνει η χρηματιστηριακή στον πελάτη της και που πολλές φορές τον λέμε και κωδικό OASIS.

Ο κωδικός του μέλους και του χρήστη που εισαγάγει την εντολή. Και κάθε εντολή που δίνεται, παίρνει και μια χρονοσήμανση. Δηλαδή μαρκάρεται ο χρόνος ο συγκεκριμένος που μπαίνει η εντολή στο σύστημα.

Μέθοδοι διαπραγμάτευσης. Υπάρχουν πάρα πολλοί τρόποι να εκτελεστούν οι συναλλαγές στο χρηματιστήριο. Θα μιλήσουμε μόνο για τους πιο σημαντικούς από αυτούς. Είναι η αυτόματη συνεχής διαπραγμάτευση όπου κάθε νεο-εισερχόμενη εντολή μπαίνοντας στο χρηματιστήριο ελέγχεται για το κριτήριο ταύτισης.

Τι είναι το κριτήριο ταύτισης; Είναι η προτεραιότητα τιμής χρόνου. Δηλαδή, όταν συναντιέται η επιθυμία του αγοραστή και του πωλητή. Για τους αγοραστές η επιθυμία τους είναι η τιμή που δίνουν, είναι το ανώτερο όριο που επιθυμούν να αγοράσουν. Ενώ για τους πωλητές είναι το κατώτερο όριο που επιθυμούν να πουλήσουν.

Αν τώρα εισαγάγοντας μια εντολή στο σύστημα συναλλαγών βρεθεί μια εντολή που πληροί το κριτήριο ταύτισης, τότε έχουμε την εκτέλεση, τη σύναψη μιας συναλλαγής. Η κάθε συναλλαγή με τη σύναψή της λαμβάνει και αυτή χρονοσήμανση. Και κάθε πλευρά της συναλλαγής ανακοινώνει το αντισυμβαλλόμενο μέλος. Δηλαδή με ποιον έκανε τη συναλλαγή. Αν δεν ταυτιστεί η συναλλαγή, τότε καταχωρείται στο βιβλίο των εντολών και περιμένει λίγο αργότερα.

Η επόμενη σημαντική είναι η αυτόματη στιγμιαία συναλλαγή. Στη στιγμιαία αγορά μαζεύονται, χωρίς να εκτελούνται, οι εντολές και επιλέγεται η τιμή που ικανοποιεί το μεγαλύτερο όγκο. Πολλές αγορές χρησιμοποιούν αυτόν τον τρόπο, π.χ. πάνω από 2.000 μετοχές στο Euronext διαπραγματεύονται με αυτόν τον τρόπο.

Σημαντική μέθοδος είναι τα πακέτα, τα οποία είναι προσυμφωνημένες συναλλαγές που γίνονται ανάμεσα στα μέλη και δεν διαμορφώνουν τιμή στην

αγορά. Διαβιβάζονται ηλεκτρονικά στο OASIS, το οποίο εκτελεί αυτοματοποιημένους ελέγχους ως προς τους περιορισμούς που υπάρχουν σε σχέση με την αξία και την απόκλιση της τιμής. Με την κατάρτιση οι πληροφορίες των συναλλαγών διαχέονται στους συμμετέχοντες στην αγορά, ώστε να υπάρχει πλήρης πληροφόρηση.

Εδώ είναι ένας πίνακας που θα τον δείτε από τις πληροφορίες που θα έχετε από το συνέδριο σχετικά με το χρονοισμό. Πότε ανοίγει, πότε κλείνει η αγορά και πότε λειτουργεί κάθε είδος διαπραγμάτευσης.

Σημαντικό εργαλείο για τα χρηματιστήρια είναι οι δείκτες τους. Παλαιότερα ο βασικός δείκτης, ο γενικός π.χ. ενός χρηματιστηρίου, ήταν το Benchmark, το σημείο αναφοράς βάσει του οποίου αξιολογούνταν η επιτυχία της διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου.

Τα τελευταία χρόνια που όλο και περισσότερος κόσμος στρέφεται στην παθητική διαχείριση, γιατί έχει τις ίδιες αποδόσεις με μικρότερο κόστος, αναπτύσσονται εργαλεία όπως τα ETFs που στηρίζονται στους δείκτες, οπότε βλέπουμε και έχουμε και πολλαπλασιασμό των δεικτών.

Λίγα λόγια για τα ομόλογα. Σας είπα προηγουμένως ότι δύο είδη ομολόγων εισάγονται στο χρηματιστήριο, τα εταιρικά και τα κρατικά ομόλογα. Για τα εταιρικά ομόλογα παρέχεται το πλήρες σέρβις των υπηρεσιών, εισαγωγή, διαπραγμάτευση, εκκαθάριση, διακανονισμός και καταχώριση στο σύστημα άυλων τίτλων. Όμως, για τα κρατικά ομόλογα παρ' όλο που υπάρχει εισαγωγή εκ του νόμου δεν υπάρχει ουσιαστική διαπραγμάτευση. Ένας φορέας διαπραγμάτευσης διακανονισμού και καταχώρισης είναι η Τράπεζα της Ελλάδος.

Θα μιλήσουμε λίγο για την καταχώριση των αξιών. Οι τίτλοι καταχωρούνται στο σύστημα άυλων τίτλων ως ηλεκτρονικές εγγραφές. Έχουμε δηλαδή 100% αποϋλοποίηση. Και σε αυτούς τους άυλους τίτλους υπάρχει εναλλαξιμότητα αξιών, διότι δεν καταχωρούνται μαζί με αυτούς οι αριθμοί των χάρτινων τίτλων που υπήρχαν παλιά. Οι αξίες καταχωρούνται σε επίπεδο τελικού επενδυτή. Ενώ καταχώριση γίνεται κατά την εισαγωγή της εταιρείας και κατά τις εταιρικές πράξεις σύμφωνα με τα στοιχεία που προσκομίζει η εταιρεία. Κατά το διακανονισμό των συναλλαγών με στοιχεία που προσκομίζει ο διαμεσολαβητής. Και κατά τη διεκπεραίωση ειδικών εργασιών που εκτελεί η ΕΧΑΕ μετά από αίτηση του επενδυτή με στοιχεία που προσκομίζει αυτός.

Σημαντικό που πρέπει να πω είναι ότι κάτοχος των αξιών είναι ο κάτοχος του λογαριασμού που υπάρχει στο σύστημα άυλων τίτλων, ενώ η κατοχή των αξιών αποδεικνύεται από τα αρχεία της ΕΧΑΕ, δηλαδή από το σύστημα άυλων τίτλων.

Υπάρχει απόρρητο για τις καταχωρίσεις του ΣΑΤ και το στάτους είναι στο επίπεδο του τραπεζικού απορρήτου. Με την απλοποίηση των αξιών που έγινε το 1999 έχουμε πάρα πολλά οφέλη. Το κυριότερο είναι ότι εξαλείφθηκε ο κίνδυνος καταστροφής, κλοπής και πλαστογράφησης των φυσικών τίτλων, ενώ μειώθηκε το κόστος φύλαξής τους. Μας επέτρεψε την πλήρη αυτοματοποίηση των εργασιών με ελαχιστοποίηση του ανθρώπινου παράγοντα και ενισχύθηκε η διαφάνεια σε όλη την αλυσίδα συναλλαγών, καθώς υπάρχει εκτεταμένη δυνατότητα εποπτικού ελέγχου προληπτικά και κατασταλτικά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Συμμετέχοντες στη διαδικασία εκκαθάρισης, διακανονισμού και καταχώρισης είναι οι χειριστές για την αγορά αξιών που είναι μέλη του ΧΑ και οι τράπεζες θεματοφύλακες. Τα μέλη του ΧΑ παραμένουν υπόχρεοι εκ του νόμου να καθαρίσουν τις συναλλαγές που συνάπτουν, μπορούν όμως προσωρινά να μεταθέτουν τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις τους σχετικά με την εκκαθάριση των συναλλαγών στις τράπεζες.

Για την αγορά των παραγώγων υπάρχει μια διαφορετική διάκριση σε μη εκκαθαριστικά, εκκαθαριστικά και γενικά εκκαθαριστικά μέλη.

Δυο λόγια για τη μερίδα και τη διαχείριση των λογαριασμών. Κάθε επενδυτής έχει μια μερίδα στο σύστημα άυλων τίτλων. Στη μερίδα αυτή εγγράφονται τα στοιχεία αναγνώρισής του. Κάτω από αυτήν τη μερίδα κρέμεται ο λογαριασμός αξιών του επενδυτή. Μέσα σε αυτόν το λογαριασμό αξιών, καθώς και στον ειδικό λογαριασμό εγγράφονται οι αξίες του. Εγγράφονται οι μετοχές που κατέχει, η ποσότητα των μετοχών και ο χαρακτηρισμός του υπολοίπου του συγκεκριμένου.

Μια έννοια που πρέπει να ξεχωρίσουμε είναι ο λογαριασμός χειριστή. Είναι υπολογαριασμοί κάτω από το λογαριασμό αξιών στους οποίους έχει πρόσβαση και διαχειρίζεται ένας συγκεκριμένος χειριστής. Είπαμε, μέλος ή τράπεζα.

Πρόσφατα, θεσμοθετήθηκε η δημιουργία των κοινών μερίδων όπου έχουν πάνω από έναν ιδιοκτήτη και λειτουργούν με την ίδια λογική και φιλοσοφία που λειτουργούν οι κοινοί τραπεζικοί λογαριασμοί. Οι επενδυτές που συμμετέχουν σε κοινή μερίδα θα πρέπει να κατανοούν σαφώς ότι οποιοσδήποτε συμμετέχει στην κοινή μερίδα έχει δικαίωμα να την κινήσει για το σύνολο των αξιών που βρίσκονται σε αυτήν.

Θα περάσω τις υπηρεσίες που δίνει η ΕΧΑΕ και θα πω δυο λόγια για την εκκαθάριση πηγαίνοντας πιο γρήγορα προς το τέλος. Η εκκαθάριση είναι ο μηχανισμός μείωσης του κόστους αθέτησης που αναλαμβάνουν τα μέλη και

εγγυούνται διάφοροι μηχανισμοί της αγοράς, όπως οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι ή όπως στην περίπτωση της αγοράς αξιών το επικουρικό κεφάλαιο.

Περνάνε 3 μέρες μέχρι να γίνει ο διακανονισμός των συναλλαγών και μία μέρα μέχρι να γίνει ο διακανονισμός των ομολόγων. Και αυτό το χρονικό διάστημα είναι απαραίτητο για την προετοιμασία του μηχανισμού ανταλλαγής και εξασφαλίσεων για να γίνει η ανταλλαγή αξιών και χρημάτων.

Αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι ο διακανονισμός, όταν γίνει η ανταλλαγή χρημάτων και αξιών, είναι τελικός και αμετάκλητος. Ταυτόχρονα με το διακανονισμό έχουμε και καταχώριση αξιών στους λογαριασμούς, στη μερίδα και στο λογαριασμό του επενδυτή.

Την εγγύηση για την εκκαθάριση των συναλλαγών τη δίνει το επικουρικό κεφάλαιο, το οποίο πέρα από την παροχή της αναγκαίας ρευστότητας για την κάλυψη των υποχρεώσεων του μέλους που βρίσκεται σε αδυναμία, αναλαμβάνει επίσης την ενδεχόμενη ζημιά αν δεν επαρκούν οι ασφάλειες του μέλους για να καλύψει τον κίνδυνο. Αποτελεί ένα σύγχρονο μοντέλο διαχείρισης και κάλυψης του κινδύνου και έχει συμβάλει στη μείωση του κόστους για τους συμμετέχοντες στην αγορά. Η ΕΧΑΕ είναι διαχειρίστρια του κεφαλαίου αυτού και το ύψος του κεφαλαίου ανέρχεται στα €203.000.000 για το τέταρτο τρίμηνο.

Δύο εργαλεία που υπάρχουν είναι το εργαλείο των μετοχών και των παραγώγων. Αυτά τα εργαλεία υπάρχουν για να γίνεται πιο αποτελεσματική και να αξιοποιούνται όλες οι επενδυτικές ευκαιρίες. Η ύπαρξη της αγοράς παραγώγων είναι στοιχείο ωριμότητας για την κάθε αγορά και διευρύνει την αποτελεσματικότητά της.

Τρία είδη παραγώγων υπάρχουν. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Τα δικαιώματα προαίρεσης και ο δανεισμός τίτλων. Ο δανεισμός τίτλων λειτουργεί ως παράγωγο για τεχνικούς και εποπτικούς λόγους. Καλύπτει ανοικτές πωλήσεις, δηλαδή πωλήσεις που κατά το χρόνο της κατάρτισης της συναλλαγής ο πωλητής δεν κατείχε τις μετοχές αλλά πρέπει να τα έχει κατά τη στιγμή του διακανονισμού. Της ανταλλαγής δηλαδή αξιών και χρημάτων. Ο δανεισμός είναι το μέσο να σιγουρευτούμε ότι ο πωλητής θα τα έχει.

Ενισχύει τη ρευστότητα της αγοράς και ενώ σήμερα γίνεται μέσω της αγοράς παραγώγων, αύριο θα γίνεται απευθείας μεταξύ των επενδυτών που όμως συνειδητά θα πρέπει να αναλαμβάνουν το ρίσκο του δανεισμού τους.

Αυτή ήταν μια εν τάχει παρουσίαση της αγοράς. Ελπίζω να μη σας κούρασα και να μη σας μπέρδεψα. Εύχομαι καλή επιτυχία στο συνέδριο και καλό κουράγιο για τις επόμενες μέρες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Να ευχαριστήσουμε τον κύριο Κωνσταντόπουλο και την κυρία Μητροπούλου. Να πω ότι είναι πολύ ενδιαφέρον να ξέρει κανείς πώς λειτουργεί το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Καταλαβαίνω ότι στο παρόν στάδιο δεν σας ενδιαφέρει, γιατί δεν μπορείτε να επενδύσετε. Αλλά ακούστε και εμένα, σύντομα θα πάρετε τη σύνταξή σας όπως την πήρα και εγώ και θα σας ενδιαφέρει τότε.

Πρέπει επίσης να πω ένα παράπονο σαν Κύπριος. Έχουν πει για την ιστορία του χρηματιστηρίου, το σημαντικότερο από όλα που δεν έχουν πει είναι ότι ενώ εμείς οι Κύπριοι προσπαθούσαμε να κάνουμε την Ένωση με την Ελλάδα τόσο καιρό δεν τα καταφέραμε. Ενώ το Χρηματιστήριο Αθηνών κατάφερε και έκανε την Ένωση της κοινής πλατφόρμας. Ίσως να μην το έχετε αντιληφθεί πόσο σημαντικό είναι. Έχει βοηθήσει το Χρηματιστήριο της Κύπρου να αυξήσει υπερβολικά τους όγκους συναλλαγών και αυτό είναι πάρα πολύ σημαντικό.

Το δεύτερο, που ίσως να μην έχετε αντιληφθεί, είναι το εξής. Το Χρηματιστήριο Αθηνών έχει ένα σημαντικό ρόλο στο γύρω χώρο μας. Σήμερα ο κύριος Καπράλος δεν είναι εδώ, γιατί πιθανότατα να μη γνωρίζετε ότι η ΕΧΑΕ έχει αρχίσει μια πολιτική συνεργασιών με βαλκανικές χώρες, πιθανό να τις κατακτήσει οικονομικά και να αυξήσει το ενδιαφέρον όλων μας σε αυτόν το χώρο των αγορών, των συναλλαγών. Καταλάβετε το αυτό, είναι πολύ σημαντικό και θα μας επηρεάσει τόσο εμάς ως Εποπτικές Αρχές αλλά και εσάς, αγαπητοί μελλοντικοί επενδυτές ή αγαπητοί δικαστικοί λειτουργοί.

Ένα θέμα επίσης που ίσως να μην έχετε αντιληφθεί, πλην από την κύρια αγορά σύντομα θα έχουμε μια μικρότερη αγορά που θα επιτρέψει σε μικρές σε μέγεθος εταιρείες να αναπτυχθούν. Είναι και αυτό πολύ σημαντικό. Βεβαίως αναπτύσσοντας τις εταιρείες, θα αναπτυχθούν και τα προβλήματά μας ως Εποπτικές Αρχές και εσάς ως υποθέσεις των δικαστηρίων.

Ο κύριος Μερτζάνης παρακαλώ.

2.4 Χ. ΜΕΡΤΖΑΝΗΣ

Δευτερογενείς αγορές και διαδικασία συναλλαγών

Κυρίες και κύριοι, καλησπέρα σας. Καλώς ήρθατε στην εκδήλωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Σεβόμενος το χρόνο σας, μπαίνω κατευθείαν στην εισήγησή μου, η οποία θα είναι περικομμένη κατά 50%, και θα εστιάσω τα λόγια μου

και τα 2-3 πράγματα που θα ήθελα να πω σε μερικά σημεία, τα οποία θεωρώ ότι θα ήταν χρήσιμα για εσάς, προκειμένου να κατανοήσετε περισσότερο σε βάθος ορισμένα από τα λεπτά ζητήματα και ασυνήθιστα ζητήματα της διαδικασίας χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Ο τρόπος με τον οποίο θα το κάνω είναι ο εξής: Θα προχωρήσω πολύ γρήγορα, δίνοντάς σας μερικές ιδέες σχετικά με τους οργανισμούς της χρηματιστηριακής αγοράς, με τους τύπους διάρθρωσης των αγορών, τις βασικές λειτουργίες που επιτελούν οι χρηματιστηριακές αγορές, καθώς επίσης τις διακρίσεις μεταξύ των αγορών αυτών.

Και θα εστιάσω λιγάκι την προσοχή μου στη διαδικασία συναλλαγών και στη συμμετρία πληροφόρησης, τα οποία ως ζητήματα αποτελούν τη βάση για την ανάπτυξη προβληματισμού ρύθμισης και εποπτείας των αγορών. Και θα καταλήξω με δυο-τρεις βασικές ιδέες για το πώς διαμορφώνεται υπό τη μορφή μιας εικόνας η διαδικασία ρύθμισης των αγορών.

Στις σύγχρονες αγορές, έτσι όπως λειτουργούν διεθνώς πλέον, μπορεί κανείς να πει χρησιμοποιώντας την ελληνική ορολογία ότι υπάρχουν 4 βασικά είδη εταιρειών χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης. Είναι: η ανώνυμη εταιρεία επενδυτικής διαμεσολάβησης, η εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, η ΑΕΠΕΥ και η εταιρεία αυτή μπορεί να έχει ειδικό χαρακτήρα και να παρέχει υπηρεσίες ειδικής διαπραγμάτευσης. Όπως επίσης να έχει ειδικό χαρακτήρα και να παρέχει υπηρεσίες αναδόχου, κάτι το οποίο θα μπορούσε να είναι επίσης αληθές, να αποτελεί μια επενδυτική τράπεζα. Και τελικά μια εταιρεία χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης μπορεί να είναι το πιστωτικό ίδρυμα, μια τράπεζα, η οποία δύναται να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες.

Καθεμία από τις εταιρείες αυτές έχει τη δυνατότητα να λαμβάνει, να διαβιβάζει εντολές πελατών με άλλες εταιρείες. Και από πάνω προς τα κάτω, βλέπουμε ότι οι δυνατότητες που έχουν οι εταιρείες αυτές, και αυτές οι δυνατότητες αποτυπώνονται στην αδειοδότησή τους, διαφέρουν.

Για παράδειγμα, οι ανώνυμες εταιρείες επενδυτικής διαμεσολάβησης δεν νομιμοποιούνται να διακρατούν χρήματα πελατών ούτε εκτελούν συναλλαγές έναντι ιδίου χαρτοφυλακίου. Τα κέρδη τους συνήθως προέρχονται από προμήθειες επί των συναλλαγών.

Από την άλλη πλευρά, οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών είναι οι πλέον συνήθεις και αποτελούν τη μεγαλύτερη πλειοψηφία των εταιρειών χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης. Εκτελούν εντολές σε διαφορετικούς τόπους συναλλαγών, είναι ένας καινούργιος όρος, ο οποίος έχει εισαχθεί με την

Οδηγία MiFID και το Ν3606/2007, που αναφέρθηκε ο πρόεδρος της Επιτροπής προηγουμένως. Δύνανται να διατηρούν χρήματα πελατών και να εκτελούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό.

Παρέχουν τη δυνατότητα στους πελάτες να διατηρούν λογαριασμούς μετρητών και λογαριασμούς περιθωρίου. Ζητήματα για τα οποία θα ακούσετε αύριο και μεθαύριο. Και βεβαίως, τα κέρδη τους προέρχονται όχι μόνο από την προμήθεια επί των συναλλαγών που εκτελούν αλλά και από την παροχή άλλων επενδυτικών υπηρεσιών.

Το ίδιο ισχύει και για τις εταιρείες που εκτελούν υπηρεσίες ειδικής διαπραγμάτευσης, οι οποίες συνίστανται στη διαμόρφωση από των ίδιων αυτών εταιρειών, μιας αγοράς για ένα συγκεκριμένο μέσο, την οποία διαχειρίζονται σε μεγάλο βαθμό με μεγάλη αυτονομία.

Η δεύτερη κατηγορία αναφοράς είναι η διάρθρωση των χρηματιστηριακών αγορών. Όταν αναφέρομαι στην έννοια της διάρθρωσης, στην ουσία εννοώ πως αυτές οι αγορές λειτουργούν στο εσωτερικό τους, στα σπλάχνα τους δηλαδή. Εδώ μπορούμε να χωρίσουμε 3-4 βασικές κατηγορίες.

Η πρώτη είναι η αγορά δημοπρασιών. Άλλωστε η έννοια του auction, όσο και αν σας φαίνεται περίεργο, είναι βασική ιδέα οικονομικής ανάλυσης και αποτελεί τη βάση του καθορισμού τιμών ακόμα και στα απλά εγχειρίδια μικροοικονομικής. Μόνο που στο χρηματιστηριακό τομέα, η έννοια του auction, της δημοπρασίας, αποκτά έναν πολύ πιο σαφή και λεπτομερή χαρακτήρα.

Οι λειτουργίες των αγορών αυτών διέπονται από ιδιαίτερο κανονισμό ο οποίος τις περιγράφει με λεπτομέρεια, ο οποίος καταρτίζεται από τις εταιρείες αυτές, από τις αγορές και εγκρίνεται από τις εποπτικές αρχές.

Οι αγορές αυτές αποτελούν συστήματα –μπορείτε να το φανταστείτε και ως τεχνολογικά συστήματα– συγκέντρωσης εντολών πελατών και βεβαίως εκτελούν τις λειτουργίες τους μέσω της διαμεσολαβητικής, μέσω της χρήσης διαμεσολαβητικών υπηρεσιών από τις ΕΠΕΥ.

Έχουν τη δυνατότητα να διεξάγουν πολυμερείς συναλλαγές και αυτό είναι σημαντικό. Δηλαδή, πολλά άτομα μαζί μπορούν να έρθουν στο σύστημα αυτό και να δώσουν, να διαβιβάσουν εντολές αγοράς ή πώλησης μετοχών σε είτε συνεχή είτε τμηματική βάση. Και βεβαίως υπόκεινται σε κανόνες διαφάνειας. Πριν τη διαπραγμάτευση, κατά τη διάρκεια της διαπραγμάτευσης και μετά από το τέλος της διαπραγμάτευσης. Και, βεβαίως, δίνουν σήμερα τη δυνατότητα όχι σε όλο τον κόσμο αλλά στη συντριπτική πλειοψηφία των χωρών και των αγορών ηλεκτρονικής πρόσβασης.

Οι εξωχρηματιστηριακές αγορές είναι οι γνωστές OTC αγορές, όπου στην ουσία λειτουργούν μέσω της δραστηριότητας, δραστηριοποίησης ειδικών διαπραγματευτών –είδαμε στην προηγούμενη διαφάνεια τι είναι αυτοί– και οι οποίοι διαμορφώνουν την αγορά αυτή για συγκεκριμένους τίτλους.

Δεν αποτελούν μηχανισμό συγκέντρωσης εντολών, ούτε εκτέλεσης πολυμερών συναλλαγών αλλά διμερών συναλλαγών. Δυο άτομα, οι ειδικοί διαπραγματευτές έρχονται σε επαφή εκτός οποιασδήποτε άλλης μορφής αγοράς και αποφασίζουν μεταξύ τους να ανταλλάξουν κάποια χρηματοπιστωτικά μέσα για τα οποία έχουν οι ίδιοι αυτοί ειδικοί διαπραγματευτές δώσει τιμές.

Η τρίτη κατηγορία και η πιο συχνή και η πιο γνωστή είναι οι οργανωμένες αγορές, τα κοινά χρηματιστήρια, τα οποία σας ανέλυσε η κυρία Μητροπούλου πριν. Η λειτουργία τους επίσης διέπεται από κανονισμό λειτουργίας.

Η μεγάλη διαφορά των χρηματιστηρίων από τις πρώτες αγορές δημοπρασίας είναι ότι έχουν τη δυνατότητα να είναι οι μόνοι τόποι, στους οποίους οι εταιρείες μπορούν να έρθουν για πρώτη φορά και να εκδώσουν μετοχικούς ή ομολογιακούς τίτλους. Για πρώτη φορά, να κάνουμε μια αρχική δημόσια προσφορά, κάτι που δεν είναι δυνατό στις άλλες μορφές αγορών. Και, βεβαίως, η λειτουργία τους πάλι διέπεται από κανόνες διαφάνειας και εκτελούνται μέσω της διαμεσολαβητικής χρήσης των ΑΕΠΕΥ οι οποίες επιπλέον αποκτούν και την ιδιότητα του μέλους του χρηματιστηρίου.

Η τελευταία κατηγορία είναι μια αγορά χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, η οποία κυρίως απαντάται στα πιστωτικά ιδρύματα. Και βασικό στόχο έχει να μετασχηματίσει καταθέσεις επενδυτών σε ειδικά χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα οποία διαθέτει μετά σε ειδικευμένους πελάτες. Δεν είναι δάνεια αυτά, είναι χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Συνήθως είναι τα ADRs ή τα EGRs που αποτελούν ειδικές κατηγορίες προϊόντων, τα οποία μπορούν να είναι και αυτά διαπραγματεύσιμα σε αγορές.

Μιλήσαμε για αγορές, μιλήσαμε για τις εταιρείες που χρησιμοποιούν τις αγορές αυτές, να δούμε τώρα ποιες είναι οι βασικές λειτουργίες που επιτελούν οι αγορές αυτές. Είναι στην ουσία έξι. Η πρώτη βασική λειτουργία είναι η χορήγηση και παραλαβή επιχειρηματικών κεφαλαίων. Αυτό μπορεί να γίνει με δυο τρόπους.

Ο πρώτος είναι ο έμμεσος τρόπος, δηλαδή η έμμεση χρηματοδότηση που στην ουσία συνίσταται στον κλασικό τραπεζικό δανεισμό, όπου καταθέσεις επενδυτών μετασχηματίζονται σε δάνεια άλλου χαρακτήρα και άλλης μορφής προς επιχειρήσεις και ιδιώτες. Και βεβαίως είναι η άμεση χρηματοδότηση, αυτή

που επιτελείται μέσω της ευθείας προσφυγής των εκδοτριών εταιρειών στην αγορά μέσω μιας δημόσιας προσφοράς ή μιας ιδιωτικής τοποθέτησης χωρίς τη διαμεσολάβηση ενός άλλου φορέα.

Η δεύτερη βασική λειτουργία είναι ο προσδιορισμός τιμών, ο οποίος στην ουσία είναι αυτό που λέγαμε πριν η δημοπρασία. Η διασταύρωση, δηλαδή, η οποία γίνεται ηλεκτρονικά μεταξύ αντίθετων τιμών προσφοράς και ζήτησης για την αγορά ενός χρηματοπιστωτικού μέσου.

Η τρίτη βασική λειτουργία που επιτελούν οι αγορές είναι η συλλογή, επεξεργασία και διάδοση πληροφοριών. Ο όγκος πληροφοριών για τα χρηματοπιστωτικά μέσα, για τις αγορές και ιδιαίτερα μάλιστα στο σύγχρονο διεθνοποιημένο περιβάλλον είναι ιδιαίτερα υψηλός και ιδιαίτερα σύνθετος.

Προφανώς για να είναι χρήσιμος για επενδυτικούς λόγους, χρειάζεται συλλογή, χρειάζεται επεξεργασία και χρειάζεται διάχυση. Αυτόν το ρόλο τον επιτελούν οι αγορές μέσω των εταιρειών παροχής υπηρεσιών, οι οποίες προσφέρουν τις ειδικές υπηρεσίες, παροχή επενδυτικών συμβουλών και ανάλυση χρηματοπιστωτικών μέσων και αγορών.

Η τέταρτη βασική λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών είναι η διασπορά επενδυτικού κινδύνου. Τον κίνδυνο, με απλά λόγια, μπορείτε να τον κατανοήσετε ως αβεβαιότητα. Αβεβαιότητα πραγματοποίησης των αποδόσεων που θα θέλατε να έχετε από την επένδυση σε ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο. Είναι σημαντικό, προκειμένου να έχει νόημα η επένδυση, η αγορά να βοηθάει στη μείωση αυτής της αβεβαιότητας, δηλαδή στη μείωση του κινδύνου, και αυτό δύναται να αποτελέσει ένα ζήτημα, το οποίο οι αγορές μπορούν να εκτελέσουν αποτελεσματικά.

Η επόμενη σημαντική λειτουργία των αγορών είναι η ρευστότητα. Δηλαδή η ευκολία με την οποία μπορεί κανείς να μετατρέψει μετρητά σε ένα επενδυτικό τίτλο. Φανταστείτε ότι, όταν θέλετε να αγοράσετε ή να πουλήσετε ένα σπίτι, πόση δυσκολία έχετε να το κάνετε και αν ακόμα βλέπετε ότι υπάρχει ένα πολύ καλό κέρδος. Δεν είναι εύκολο να βρεθεί ένας αγοραστής και μπορεί να πάρει και μήνες. Ενώ μέσα στις αγορές ταχύτατα, σε μερικά δευτερόλεπτα, μπορείτε να πουλήσετε τους τίτλους σας, να λάβετε μετρητά και το αντίστροφο.

Και, τέλος, είναι η αποδοτικότητα των συναλλαγών. Φανταστείτε ότι πάλι για την αγορά ενός σπιτιού πρέπει να μπλέξετε με δικηγόρους, πρέπει να μπλέξετε με το ένα, με το άλλο, με το τρίτο. Εκεί στις αγορές είναι δυνατόν να επιλεστεί η συναλλαγή με ένα πολύ απλό τρόπο, πληρώνοντας μια μικρή προμήθεια στην εταιρεία που διαμεσολαβεί για την εκτέλεσή της.

Όσο πιο αποτελεσματική και αποδοτική είναι η αγορά, και αυτό είναι σημαντικό και είναι επίσης μέλημα των εποπτικών αρχών αλλά και των χρηματιστηριακών φορέων, τόσο μικρότερο θα είναι το κόστος συναλλαγών και διάχυσης πληροφοριών.

Μια επόμενη διάκριση μεταξύ των αγορών που θα ήταν χρήσιμο να γνωρίζετε, είναι η εξής. Δεν αναφέρομαι τώρα στα σπλάχνα των αγορών παρά μόνο στα οριζόντια μεταξύ τους χαρακτηριστικά. Είναι οι πρωτογενείς και οι δευτερογενείς αγορές, τις οποίες άλλοι συνάδελφοι θα αναπτύξουν περισσότερο.

Οι μεν πρωτογενείς αφορούν την έκδοση τίτλων για πρώτη φορά. Οι αγορές αυτές επηρεάζουν το μέγεθος των αγορών, δηλαδή την κεφαλαιοποίησή της αλλά όχι τη ρευστότητά της.

Θέλω να έρθω σε ένα τελευταίο βασικό ζήτημα το οποίο είναι σημαντικό. Δύο θέματα τα οποία βοηθούν στο να κατανοήσει κανείς γιατί απαιτείται ρύθμιση για τις αγορές είναι τα ζητήματα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Αυτά λαμβάνουν πρακτικά δύο ειδών μορφές. Το πρώτο είναι η «δυσμενής επιλογή» και το δεύτερο είναι ο λεγόμενος «ηθικός κίνδυνος».

Η «δυσμενής επιλογή» μπορεί να γίνει κατανοητή σε εσάς με το εξής απλό παράδειγμα. Λάβετε υπόψη ένα απλό λεμόνι, υποθέστε ότι αυτό το λεμόνι θα μπορούσε να είναι μια μετοχή. Η αξία της μετοχής αυτής θα μπορούσε να αντιπαρατεθεί προς το ζουμί, προς την ουσία του λεμονιού. Το πρόβλημα είναι ότι κάθε φορά που ένας επενδυτής πηγαίνει στην αγορά και θέλει να λάβει, να αγοράσει μια μετοχή δεν ξέρει την ποιότητα της μετοχής αυτής, την εταιρεία που κρύβεται πάνω από αυτήν. Όπως ακριβώς δεν ξέρει κανείς όταν πηγαίνει σε ένα μανάβη και βλέπει ωραία λεμόνια απέξω κατά πόσο είναι ζουμερά.

Ένα βασικό πρόβλημα, λοιπόν, που προκύπτει, και το αναλύω λίγο περισσότερο, θα έχετε τη δυνατότητα να το διαβάσετε αργότερα στη δημοσίευση των ιδεών αυτών, είναι ότι προκειμένου να γίνει δυνατή η καλή αγορά ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, μιας μετοχής, θα πρέπει να είναι δυνατόν να δει κανείς μέσα από το περίβλημα του λεμονιού να μπορέσει να δει το ζουμί του και την ουσία του.

Αυτό γίνεται ακριβώς με την αποκάλυψη χρηματοοικονομικών και άλλων πληροφοριών που αποτελούν βασικότατο, μα βασικότατο, μέλημα των Εποπτικών Αρχών. Δηλαδή διαφάνεια. Δυνατότητα να δεις μέσα από το περίβλημα την ουσία του λεμονιού, την ουσία και την αξία δηλαδή της ίδιας της μετοχής.

Γιατί ας μην ξεχνούμε ότι η μετοχή δεν είναι ένα αυτοκίνητο. Δεν μπορείς να κάνεις test drive, δεν μπορείς να το δεις πριν, δεν μπορείς να το εξετάσεις πριν

την αγορά του. Και αυτό θα το δείτε πολύ ξεκάθαρα ως βάση του προβλήματος αύριο όπου θα συζητηθούν θέματα κατάχρησης της αγοράς.

Το επόμενο βασικό πρόβλημα είναι αυτό του «ηθικού κινδύνου» που περιλαμβάνει ένα ουσιώδες ζήτημα. Για τον ίδιο ακριβώς λόγο, δηλαδή για το χαρακτήρα των χρηματοπιστωτικών μέσων, υπάρχει το πρόβλημα ότι οι όροι, με βάση τους οποίους εκδόθηκε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο σε έναν αγοραστή να το αγοράσει και να λάβει μια απόδοση, δύναται να αλλάξουν μετά την αγορά από την εκδότρια εταιρεία είτε από κάποιον άλλον φορέα. Χωρίς ο αγοραστής να μπορέσει να έχει πρόσβαση, να μπορέσει να κάνει κάτι σε αυτό, έστω και αν ακόμα είναι ικανός να το παρατηρήσει.

Αυτά τα δύο θεμελιώδη ζητήματα αποτελούν τη βάση για την ανάπτυξη ενός προβληματισμού ρύθμισης και παρέμβασης πάνω στις αγορές.

Ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Η κυρία Ελευθερία Αποστολίδου.

2.5 Ε. ΑΠΟΣΤΟΛΙΔΟΥ

Συνεργασία μεταξύ Εποπτικών Αρχών και ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών

Αξιότιμοι κυρίες και κύριοι, καλησπέρα σας. Η ομιλία μου θα καλύψει το θέμα της συνεργασίας των Εποπτικών Αρχών κεφαλαιαγοράς και την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών μεταξύ τους. Ελπίζω να ανταποκριθεί στις προσδοκίες σας και στο χρόνο σας.

Η συνεργασία των Εποπτικών Αρχών αποτελεί θεμελιώδη προϋπόθεση για την επίτευξη του έργου τους. Δεν είναι τυχαίο ότι 11 ευρωπαϊκές Οδηγίες, των οποίων οι διατάξεις διέπουν τον τομέα της κεφαλαιαγοράς περιέχουν ρητή αναφορά στην υποχρέωση των εποπτικών αρχών να συνεργάζονται τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο.

Οι μηχανισμοί που διαθέτουν οι Εποπτικές Αρχές για να συνεργάζονται είναι τα λεγόμενα πρωτόκολλα συνεργασίας. Ο σκοπός των πρωτοκόλλων συνεργασίας είναι η εδραίωση και εφαρμογή διαδικασίας παροχής συνδρομής μεταξύ των Εποπτικών Αρχών, προκειμένου να διευκολυνθούν στην άσκηση των καθηκόντων που τους έχουν ανατεθεί. Με βάση τα πρωτόκολλα αυτά, εμπιστευτικές

πληροφορίες χρήσιμες στις Εποπτικές Αρχές μπορούν να ανταλλάσσονται με σκοπό την άσκηση εποπτείας και τη συμμόρφωση των εποπτευόμενων φορέων προς τις ισχύουσες θεσμικές ρυθμίσεις.

Τα διεθνή πρωτόκολλα συνεργασίας μεταξύ Εποπτικών Αρχών ανοίγουν το δρόμο για τη διεθνή συνεργασία μεταξύ χρηματιστηρίων, εταιρειών και λοιπών παραγόντων της κεφαλαιαγοράς και συνεπώς αποτελούν το πρώτο στάδιο για την εδραίωση και την περαιτέρω βελτίωση των σχέσεων των κεφαλαιαγορών των χωρών αυτών.

Στο πλαίσιο της ανάπτυξης των διεθνών σχέσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μέχρι σήμερα έχουν υπογραφεί 20 διμερή και 2 πολυμερή πρωτόκολλα συνεργασίας, η λίστα των οποίων έχει αναρτηθεί στην ιστοσελίδα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Στη συνέχεια η ομιλία μου θα επικεντρωθεί σε δυο πραγματικά σημαντικές πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί από τον παγκόσμιο οργανισμό εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς: είναι ο οργανισμός που ονομάζεται IOSCO και η Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς, οργανισμός που ονομάζουμε CESR.

Οι δύο αυτές πρωτοβουλίες συνίστανται στην υιοθέτηση και εφαρμογή δύο πολυμερών πρωτοκόλλων συνεργασίας μεταξύ των μελών των δύο αυτών οργανισμών.

Η υιοθέτηση αυτών των πρωτοκόλλων συνεργασίας συνιστά ένα σπουδαίο βήμα της διεθνούς κοινότητας ως απόκρισή της στις προκλήσεις που αναδύονται από την αυξημένη διασυννοριακή δραστηριότητα στον τομέα της κεφαλαιαγοράς. Είναι θεμελιωμένα πάνω στη μακρά ιστορία της συνεργασίας των Εποπτικών Αρχών κεφαλαιαγοράς και θέτουν διεθνή πρότυπα για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών.

Με τη θέσπιση σαφών προτύπων για την ανταλλαγή πληροφοριών αυτά πολυμερή πρωτόκολλα συνεργασίας διευκολύνουν τη διεξαγωγή ερευνών που έχουν σχέση με διασυννοριακές παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και βελτιώνουν την τήρηση και εφαρμογή των σχετικών κανόνων.

Σε ό,τι αφορά στο πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO, αυτό αποτελεί από μόνο του μια πρωτοπόρο πρωτοβουλία, δεδομένου ότι η IOSCO ως παγκόσμιος οργανισμός θέσπισης προτύπων στον τομέα της κεφαλαιαγοράς είναι ο πρώτος παγκόσμιος οργανισμός που έχει καθιερώσει έναν ευρύ μηχανισμό για να συνδράμει στην καταπολέμηση παραβατικών συμπεριφορών της χρηματιστηριακής νομοθεσίας σε ολόκληρο τον κόσμο.

Η υιοθέτηση του πολυμερούς πρωτοκόλλου της IOSCO είναι το απαύγασμα μιας διαδικασίας που άρχισε τον Οκτώβριο 2001, όταν η εκτελεστική επιτροπή της IOSCO αποφάσισε ως απόκριση των Εποπτικών Αρχών στα τραγικά γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001 να συγκροτήσει μια ειδική ομάδα δράσης για να διερευνήσει τρόπους ανάληψης δράσης από τις Εποπτικές Αρχές κεφαλαιαγοράς, ώστε να διευρυνθεί η συνεργασία και η ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών.

Δεδομένου ότι σε ολόκληρο τον κόσμο υπάρχουν διαφορετικοί τρόποι, με τους οποίους υλοποιούνται οι θεμελιώδεις αρχές και οι αποφάσεις του παγκόσμιου οργανισμού ανάλογα με το ισχύον σύστημα νομιμότητας, η IOSCO αποδέχεται ότι υπάρχουν πολλές προσεγγίσεις για την εφαρμογή τους.

Η IOSCO εστίασε τις προσπάθειές της στην ανάγκη για περαιτέρω βελτίωση της συνεργασίας και της ανταλλαγής πληροφοριών για την πλήρη διερεύνηση οικονομικών εγκλημάτων. Για το σκοπό αυτό αποφασίστηκε ότι η ανταλλαγή πληροφοριών θα πρέπει να επεκταθεί και να καλύψει τις Εποπτικές Αρχές από όλες τις επικράτειες.

Η ομάδα δράσης εξέτασε την ικανότητα και την προθυμία των εποπτικών αρχών κεφαλαιαγοράς να εφαρμόζουν πρότυπα υψηλής ποιότητας για την ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών. Το πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO υιοθετήθηκε από την επιτροπή των προέδρων το Μάιο του 2002. Αντίστοιχα, το πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της CESR του Ευρωπαϊκού Οργανισμού των Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς ήταν αποτέλεσμα μιας διαδικασίας που άρχισε το Φεβρουάριο 1998.

Ο σκοπός της ομάδας ήταν να ορίσει τον κατάλογο των πληροφοριών που χρειάζονται να ανταλλάσσουν οι Εποπτικές Αρχές κατά την ενάσκηση των καθηκόντων τους και τις συνθήκες υπό τις οποίες αυτές οι πληροφορίες μπορούν να αποκτώνται και να χρησιμοποιούνται.

Οι αιτήσεις για παροχή συνδρομής και ανταλλαγή πληροφοριών υπόκεινται σε παρόμοιους όρους, όπως ορίζονται στις διατάξεις των δύο πρωτοκόλλων. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το πολυμερές πρωτόκολλο και της IOSCO και της CESR, οι αιτήσεις για παροχή συνδρομής πρέπει να περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων μια περιγραφή των πληροφοριών που αιτώνται στο βαθμό που οι αιτήσεις για παροχή συνδρομής απορρέουν από έρευνες για διαλεύκανση υποθέσεων που αφορούν σε παραβάσεις νόμων ή κανόνων.

Μια σύντομη περιγραφή των σχετικών διατάξεων που ενδεχομένως να έχουν παραβιαστεί. Μια περιγραφή των κινητών αξιών, των ονομάτων εταιρειών που

έκαναν διαπραγμάτευση σε συγκεκριμένες κινητές αξίες, τις ημερομηνίες τις οποίες διεξήχθησαν οι συναλλαγές, τα ονόματα των φυσικών ή νομικών προσώπων για λογαριασμό των οποίων έγιναν οι συναλλαγές. Πληροφορίες επίσης που θα μπορούσαν να λειτουργήσουν επικουρικά για τις εποπτικές αρχές στο πλαίσιο των ερευνών τους.

Το πολυμερές πρωτόκολλο της IOSCO περιγράφει με περισσότερες λεπτομέρειες το είδος των δεδομένων και των πληροφοριών που ανταλλάσσονται κάνοντας διάκριση ανάμεσα σε πληροφορίες και έγγραφα που τηρούνται στα αρχεία των Εποπτικών Αρχών και εκείνα τα στοιχεία και έγγραφα που αποκτώνται μέσω των Εποπτικών Αρχών από τους εποπτευόμενους φορείς.

Όπως σαφώς ορίζεται στο πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της CESR, εάν οι πληροφορίες ανταλλάσσονται βάσει των διατάξεων κάποιας από τις σχετικές ευρωπαϊκές Οδηγίες, η αιτούσα αρχή θα σέβεται τις προϋποθέσεις των ευρωπαϊκών Οδηγιών. Οι διατάξεις του πολυμερούς πρωτοκόλλου της IOSCO έχουν εξ ορισμού ευρύτερη εφαρμογή.

Και τα δύο πρωτόκολλα συνεργασίας περιέχουν λεπτομερείς διατάξεις σχετικά με την εκτέλεση αιτήσεων για παροχή συνδρομής από την αρχή προς την οποία απευθύνεται η αίτηση και επίσης τις συνθήκες υπό τις οποίες μια αίτηση για παροχή συνδρομής μπορεί να απορριφθεί από την αρχή προς την οποία απευθύνεται η αίτηση.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι το πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO περιλαμβάνει περισσότερο λεπτομερείς διατάξεις σχετικά με τις υποχρεώσεις τήρησης απορρήτου και τις αποκρίσεις σε αιτήματα δικαστικών αρχών.

Θα ήθελα στο σημείο αυτό να διευκρινίσω ότι, ενώ τα συμβαλλόμενα μέρη που δικαιούνται να προσυπογράψουν το πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της CESR είναι οι Εποπτικές Αρχές των κρατών-μελών του ευρωπαϊκού οικονομικού χώρου και ως εκ τούτου κάποια αρχή μπορεί να προσυπογράψει το πρωτόκολλο της CESR εξ οφίτιο, δεν ισχύει το ίδιο για το πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO.

Για αυτό το πρωτόκολλο όλα τα κράτη-μέλη του παγκόσμιου οργανισμού είναι υποψήφια να γίνουν συμβαλλόμενα μέρη στο πολυμερές πρωτόκολλο, αφού όμως υποστούν μια λεπτομερή διαδικασία αξιολόγησης των νόμων που διέπουν τη λειτουργία της κάθε εποπτικής αρχής και τις αρμοδιότητές της, προκειμένου το συμβαλλόμενο μέρος να έχει αποδείξει ότι πέραν της προθυμίας για συνεργασία έχει και την ικανότητα να συνεργάζεται.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Το πολυμερές πρωτόκολλο συνεργασίας της IOSCO ψηφίστηκε και έχει υπογραφεί αυτήν τη στιγμή από 42 μέλη του παγκόσμιου οργανισμού σε ένα σύνολο 180 μελών της IOSCO.

Θα ήθελα, λοιπόν, στο σημείο αυτό να τονίσω ότι ειδικά το πολυμερές αυτό πρωτόκολλο, εκτός από το πολιτικό μήνυμα που εκπέμπει, είναι από μόνο του σπουδαίο, καθώς με το να υποχρεούται κάθε υποψήφια Εποπτική Αρχή να συμπληρώσει το λεπτομερές ερωτηματολόγιο που προαναφέρθηκε, προκειμένου να γίνει δεκτή ως συμβαλλόμενο μέρος στο πρωτόκολλο συνεργασίας, η αρμόδια αρχή διεξαγάγει ένα είδος αυτοαξιολόγησης της εφαρμογής των θεμελιωδών αρχών της IOSCO για τη συνεργασία.

Αποτελεί μια διεθνής βάση αναφοράς για τη συνεργασία και την ανταλλαγή πληροφοριών και η διαδικασία που έχει υιοθετηθεί για την εφαρμογή του παρέχει κίνητρα στα μέλη να βελτιώσουν περαιτέρω τα εθνικά τους πρότυπα.

Η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πέρασε με επιτυχία τη διαδικασία αξιολόγησης και υπήρξε το δεύτερο συμβαλλόμενο μέρος του πολυμερούς πρωτοκόλλου συνεργασίας της IOSCO υπογράφοντάς το στις 18 Οκτωβρίου 2002 και δείχνοντας έτσι έμπρακτα το ενδιαφέρον της για τα διεθνή δρώμενα.

Σας ευχαριστώ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Πρέπει να τονίσω ότι η κυρία Αποστολίδου έχει κάνει μια πολύ καλή δουλειά. Τα ΜΟΥ (υπεράκτιων εταιρειών) που έχει υπογράψει η δική μας επιτροπή με ξένες επιτροπές είναι πάρα πολλά και πάρα πολύ σημαντικά. Και αυτό βοηθά γενικότερα στις έρευνες που κάνουμε, ειδικότερα με τα κυκλώματα τώρα των off shore companies (υπεράκτιες εταιρείες) κ.λπ.

Ο κύριος Ξενοφών Αυλωνίτης, παρακαλώ.

2.6 Ξ. ΑΥΛΩΝΙΤΗΣ

Πρωτογενείς αγορές – Αποκάλυψη εταιρικών πληροφοριών

Ευχαριστώ πολύ. Καλησπέρα σας. Μου έτυχε να είμαι ο τελευταίος σήμερα.

Θα μιλήσω αρκετά σύντομα, ελπίζω, για τη διαφάνεια στην αγορά και πώς την αντιμετωπίζει η νομοθεσία και εμείς ως Εποπτική Αρχή. Διαφάνεια υπάρχει σε δυο βασικές κατηγορίες της αγοράς, την πρωτογενή δηλαδή πριν οι όποιες κινητές αξίες ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα εισαχθούν προς διαπραγμάτευση

στην οργανωμένη αγορά και στη συνέχεια όταν διαπραγματεύονται. Οπότε μιλούμε για τη δευτερογενή αγορά.

Όσον αφορά την πρωτογενή αγορά, το βασικότερο κομμάτι για την ενημέρωση των επενδυτών συνιστά το ενημερωτικό δελτίο. Και ο σχετικός νόμος για το ενημερωτικό δελτίο, ο Ν3401/2005, που είναι και αυτό ενσωμάτωση της εθνικής νομοθεσίας σε κοινοτική.

Μόνο μετά την έγκριση του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τη διάθεσή του στο επενδυτικό κοινό επιτρέπεται να διενεργηθεί δημόσια προσφορά και στη συνέχεια να εισαχθούν οι κινητές αξίες προς διαπραγμάτευση.

Επομένως, τα θετικά στοιχεία της νέας νομοθεσίας είναι το γεγονός ότι απλοποιείται το θεσμικό πλαίσιο, μειώνεται ο χρόνος παροχής διοικητικών αδειών, δηλαδή έχουμε μία μόνο πλέον αρμόδια διοικητική αρχή για να δώσει την έγκριση που είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Και διευκολύνεται κατά αυτόν τον τρόπο η ροή των κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Αυτό που θέλω να πω είναι ότι ισχύει το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου για όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης σύμφωνα με έναν κανονισμό που έχει βγει και ισχύει για όλα τα κράτη-μέλη. Και έχουμε το περιεχόμενο αυτό του ενημερωτικού δελτίου συγκεκριμένο ανάλογα με την έκδοση. Για παράδειγμα, αν μιλούμε για μια αρχική δημόσια εγγραφή, για μια αύξηση κεφαλαίου ήδη εισηγμένης εταιρείας ή για μια συγχώνευση, ανάλογα με τις υπό έκδοση κινητές αξίες, όπως για παράδειγμα μετοχές ή ομολογίες, και με βάση τη δραστηριότητα του εκδότη αν είναι μια τράπεζα ή μια βιομηχανία.

Αλλά και συνολικά, όπως είπαμε πριν, στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι κοινό το περιεχόμενο με βάση τον Κανονισμό 809. Επομένως, ένα άλλο θετικό στοιχείο είναι η συγκρισιμότητα που επιτυγχάνεται στις οικονομικές καταστάσεις. Από το 2005 στην Ευρωπαϊκή Ένωση οι εισηγμένες εταιρείες παρουσιάζουν τα οικονομικά τους μεγέθη με βάση ένα συγκεκριμένο σετ λογιστικών αρχών, τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Επομένως είναι προφανές ότι μπορεί να επιτευχθεί η συγκρισιμότητα των λογαριασμών και διασυννοριακά πλέον.

Λίγα λόγια για την ευθύνη ως προς το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου. Πηγαίνει στον εκδότη, στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου του εκδότη, σε τυχόν αναδόχους και συμβούλους, οι οποίοι συμμετέχουν στην όλη διαδικασία, και σε λοιπά πρόσωπα που αναφέρονται στο ενημερωτικό δελτίο και δουλεύουν για κάποιο τμήμα αυτού του δελτίου.

Επομένως, με βάση τη νεότερη νομοθεσία που συζητούμε έχει διευρυνθεί αυτός ο αριθμός των προσώπων σε σχέση με την προηγούμενη.

Όσον αφορά την αστική ευθύνη, ο ελληνικός νόμος θέτει ότι τα παραπάνω πρόσωπα ευθύνονται έναντι αυτών που απέκτησαν εντός των 12 πρώτων μηνών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου για κάθε θετική ζημία που υπέστησαν ως προς την ακρίβεια και την πληρότητα του περιεχομένου του δελτίου.

Οι αξιώσεις παραγράφονται με την παρέλευση τριών ετών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου. Κάθε ρήτρα για περιορισμό ή απαλλαγή από την ευθύνη είναι άκυρη. Επομένως μιλούμε για ένα σαφές πλέον νομικό πλαίσιο, ξεπερνώντας μια δυνατότητα αλλαγής του αναδόχου που υπήρχε προηγουμένα εφόσον διενεργήσει κάποιον εξωτερικό οικονομικό ή νομικό έλεγχο.

Βέβαια να πούμε ότι έως τώρα από την ιστορία δεν έχουμε συναντήσει περιπτώσεις επενδυτών, οι οποίοι έχουν προσφύγει στη Δικαιοσύνη για παραπλανητική πληροφόρηση ή για ελλείψεις που υπήρχαν στο ενημερωτικό δελτίο. Πιθανώς γιατί δεν χρησιμοποιείται ο τρόπος αγωγών που γίνονται στις Ηνωμένες Πολιτείες, για παράδειγμα, ή και σε άλλες χώρες.

Διοικητικές κυρώσεις για παραβάσεις από το νόμο, τις σχετικές αποφάσεις και τον κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, υπάρχει επίπληξη ή πρόστιμο από €3.000 έως €1.000.000. Οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη είναι ο κίνδυνος για τους επενδυτές και την αγορά, ο προσπορισμός του κέρδους και η υποτροπή.

Τέλος, μια κουβέντα ακόμα για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ότι έχει αυξημένες αρμοδιότητες με βάση το νέο καθεστώς. Μπορεί, δηλαδή, να ζητεί κατά την εξέταση του ενημερωτικού δελτίου συμπληρωματικά στοιχεία, μπορεί να αναβάλει τη δημόσια προσφορά ή και την εισαγωγή, μπορεί να απαγορεύσει τη δημόσια προσφορά, μπορεί να ζητήσει από την οργανωμένη αγορά να αναστείλει τη διαπραγμάτευση έως και 10 διαδοχικές ημέρες και να απαγορεύσει ή και να αναστείλει για 10 ημέρες κάθε διαφήμιση που σχετίζεται με τη δημόσια προσφορά ή την εισαγωγή.

Ενδείξεις παραβατικής συμπεριφοράς, όπως προκύπτουν από ιστορικά στοιχεία κυρίως είναι αποκλίσεις από προβλέψεις αποτελεσμάτων. Στο παρελθόν, δηλαδή, ζητείτο από τη νομοθεσία να παραθέτουν οι εταιρείες προβλέψεις για τις επόμενες χρήσεις και ήταν στο παρελθόν η βασική αιτία των παραβάσεων. Σήμερα δεν απαιτείται αυτό από τον κανονισμό και επομένως ο συγκεκριμένος λόγος έχει μειωθεί ως προς τη σημαντικότητά του.

Επίσης, υπάρχει το θέμα της μη τήρησης λοιπών δεσμεύσεων που έχουν αναληφθεί στο ενημερωτικό δελτίο. Για παράδειγμα, αν θα υπάρξει διακράτηση ή όχι των μετοχών. Προφανώς παράλειψη κάποιων πληροφοριών σημαντικών στο ενημερωτικό δελτίο. Και μετά λίγο πιο τεχνικά θέματα, όπως η μη ορθή κατανομή των μετοχών και παραβάσεις του κανονισμού αναδοχών που αφορά τους αναδόχους και τους συμβούλους.

Να περάσουμε στο δεύτερο τμήμα που αφορά τη διαφάνεια στη δευτερογενή αγορά. Και στην περίπτωση αυτή, προφανώς, η διαφάνεια συνιστά το σημαντικότερο ίσως προληπτικό μέτρο που στόχο έχει την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς και την ισότιμη πληροφόρηση των επενδυτών.

Με το Ν3556/07, με τον οποίο ενσωματώνεται στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2004/109 σχετικά με τις προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση που παρέχεται από τους εκδότες, στοχεύεται η ενίσχυση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού μέσω της εξασφάλισης της βέλτιστης διαφάνειας. Η δε προσέγγιση γίνεται μέσω των διατάξεων που οδηγούν στην άμεση και ακριβή δημοσιοποίηση πληροφοριών ώστε να παρέχεται η δυνατότητα στον επενδυτή να αξιολογήσει τις συνέπειές του στην επιχειρηματική δραστηριότητα, τη μελλοντική οικονομική κατάσταση και τα περιουσιακά στοιχεία του εκδότη.

Υποχρεώσεις διαφάνειας. Κατηγοριοποιούνται σε διαρκείς και περιοδικές. Δυο κουβέντες για τις περιοδικές, οι οποίες είναι στην ουσία οικονομικές καταστάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται από τις εισηγμένες εταιρείες σε ετήσια βάση. Δημοσιεύεται το πρώτο εξάμηνο κάθε χρήσης και το τρίτο τρίμηνο επίσης.

Οι λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται, όπως είπαμε πριν, σε πανευρωπαϊκό επίπεδο είναι αυτές των διεθνών λογιστικών προτύπων. Επισημαίνεται, και αυτό είναι αρκετά σημαντικό, ότι με το νέο νόμο, τα σχετικά άρθρα του οποίου θα εφαρμοστούν από το 2008, αυξάνονται οι υποχρεώσεις διαφάνειας των εταιρειών ως προς τις οικονομικές καταστάσεις, καθόσον ο κοινοτικός νομοθέτης επιζητά πλέον αναλυτική και με ουσιώδες περιεχόμενο έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, δηλαδή μια συζήτηση του Διοικητικού Συμβουλίου για τα δρώμενα στην εταιρεία κατά την περίοδο που προηγήθηκε.

Και επίσης, εξίσου σημαντικό, απαιτείται από τον πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου, τον διευθύνοντα σύμβουλο και ένα ακόμα μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου να δηλώνουν ότι το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων και της έκθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου απεικονίζονται κατά τρόπο ακριβή και αληθή.

Με βάση αυτή την ανάλυση οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η εποπτεία των οικονομικών καταστάσεων τα επόμενα χρόνια θα ενταθεί και λόγω των αυξημένων αρμοδιοτήτων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και πιθανώς με κάποιες από αυτές τις υποθέσεις να ασχοληθεί στο μέλλον και η Δικαιοσύνη.

Σχετικά με τη διαρκή πληροφόρηση. Στο πλαίσιο αυτών των υποχρεώσεων, λοιπόν, περιλαμβάνονται και οι υποχρεώσεις για τους μετόχους και λοιπά νομικά ή φυσικά πρόσωπα που κατέχουν δικαιώματα ψήφου να ενημερώνουν σχετικά με την απόκτηση ή εκχώρηση σημαντικών ποσοστών που έχουν στην εισηγμένη εταιρεία.

Παρόμοια ενημέρωση παρέχεται και από την εκδότρια εταιρεία να δημοσιοποιούν στη συνέχεια στο ευρύ επενδυτικό κοινό αυτές τις μεταβολές τις σημαντικές. Η ίδια, τέλος, ενημέρωση από την εκδότρια πρέπει να γίνεται σε περίπτωση απόκτησης ή εκχώρησης ιδίων μετοχών της.

Η ουσιαδής βελτίωση του παρόντος νόμου σε σχέση με το προϋπάρχον καθεστώς έγκειται στο γεγονός ότι η θεσπιζόμενη διαδικασία δημοσιοποίησης επιτρέπει την αποτελεσματικότερη διάχυση της πληροφορίας σε πανευρωπαϊκό επίπεδο με έμφαση στη χρήση ηλεκτρονικών μέσων και στην ασφαλέστερη πρόσβαση των τελικών χρηστών σε αυτήν.

Ο Ν3556/2007 εισαγάγει τον όρο «ρυθμιζόμενες πληροφορίες» που αφορά σε πληροφορίες που πλέον συστηματοποιούνται ως προς τον τρόπο διάχυσής τους. Η δημοσιοποίηση των ρυθμιζόμενων πληροφοριών παρέχεται στο εξής μέσω του διαδικτυακού τόπου του χρηματιστηρίου και της εκδότριας και ηλεκτρονικών και έντυπων μέσων ενημέρωσης με εθνική και πανευρωπαϊκή εμβέλεια κατά τρόπο που επιτρέπει την ταχεία και χωρίς διακρίσεις πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές.

Παράβαση των διατάξεων του νόμου επιφέρει διοικητικής φύσεως κυρώσεις, ενώ παράλληλα προβλέπει τη δυνατότητα για λήψη πρόσθετων διοικητικών μέτρων. Ειδικότερα, προβλέπεται ότι η επιτροπή μπορεί να επιβάλει επίπληξη ή πρόστιμο μέχρι €1.000.000.

Ως παράγοντες για τον προσδιορισμό του ύψους του προστίμου αναφέρονται η επίπτωση της παράβασης στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και στη διάχυση ορθής και έγκυρης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό, ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, οι ανάγκες ειδικής και γενικής πρόληψης και οι τυχόν καθ' υποτροπή τελέσεις παραβάσεων.

Κυρώσεις για τις παραβάσεις των υποχρεώσεων που προβλέπονται σε ορισμένες διατάξεις δύνανται να επιβάλλονται αυτοτελώς στον εκδότη, στα μέλη

του Διοικητικού Συμβουλίου, στα διευθυντικά στελέχη, στον εσωτερικό ελεγκτή και στους εξωτερικούς ελεγκτές του εκδότη.

Ο νέος νόμος για τη διαφάνεια θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι λειτουργεί συμπληρωματικά με ορισμένες διατάξεις του νόμου για την κατάχρηση της αγοράς και ειδικότερα στο σκέλος που αφορά τη δημοσιοποίηση πληροφοριών και όχι αυτού που σχετίζεται με τις συναλλαγές επί κινητών αξιών.

Η επιδίωξη και άμεση δημοσιοποίηση των πληροφοριών τέτοιας ποιότητας και ευκρίνειας, ώστε να περιορίζεται η εκδήλωση περιπτώσεων παραβατικής συμπεριφοράς, συνιστά το βασικότερο πιλοτικό μέτρο για την αποφυγή φαινομένων χειραγώγησης της αγοράς.

Επισημαίνεται ότι στην έννοια της ρυθμιζόμενης πληροφορίας περιλαμβάνεται και η προνομιακή πληροφορία που αφορά άμεσα τους εκδότες και την οποία οι τελευταίοι οφείλουν να δημοσιοποιούν χωρίς υπαίτια βραδύτητα. Στις περιπτώσεις αυτές οι εταιρείες πρέπει να δημοσιοποιούν τις ρυθμιζόμενες πληροφορίες αυθημερόν μην υπακούοντας στην προθεσμία των δύο ημερών που επιβάλλει ο νόμος για τις ρυθμιζόμενες πληροφορίες για την απόκτηση ή εκχώρηση σημαντικών μετοχών.

Είναι προφανές ότι ο νομοθέτης επιζητά άμεση πληροφόρηση για τις προνομιακές πληροφορίες του εκδότη που δύνανται να έχουν άμεση επίπτωση στις τιμές, γενικότερα συμβάλλουν πιο ουσιαστικά στη σύμμετρη πληροφόρηση των επενδυτών και βέβαια με την άμεση δημοσιοποίησή τους μειώνεται η δυνατότητα εκμετάλλευσής τους από τα στελέχη της εταιρείας ή κάποιους τρίτους.

Στο πιο πάνω πλαίσιο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει επιβάλει την υποχρέωση στις εταιρείες σχολιασμού ανεπιβεβαιώτων πληροφοριών ή φημών σε πραγματικό χρόνο. Συχνά δε μάλιστα, επεμβαίνει η ίδια με σχετικές ερωτήσεις, ώστε να επιτευχθεί η αμεσότητα στη διάχυση της πληροφόρησης.

Ενδεχόμενη απροθυμία της εταιρείας είτε να παράσχει το σύνολο των απαιτούμενων πληροφοριών ως προς την ανεπαρκή κατανόηση του επενδυτικού κοινού, είτε να σχολιάσει εντός συγκεκριμένων χρονικών ορίων μπορεί και έχει οδηγήσει στην επιβολή διοικητικών κυρώσεων. Η επίκληση δε από τις εκδότριες ότι η γνωστοποίηση πληροφορίας θα έβλαπτε τα νόμιμα συμφέροντά τους δεν μπορεί να γίνει αποδεκτή από τη στιγμή που έχει απολεσθεί έστω και χωρίς υπαιτιότητα της εταιρείας ο εμπιστευτικός της χαρακτήρας και επομένως η πληροφορία έχει διαχυθεί στο επενδυτικό κοινό.

Μία τελευταία παράμετρος που θα παρουσιάσω είναι η πιθανότητα χειραγώγησης με τη διάδοση μέσω των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης ή οποιουδήποτε

άλλου μέσου πληροφοριών που είναι ψευδείς ή παραπλανητικές. Πέρα, δηλαδή, από τη διαπίστωση του πραγματικού γεγονότος της παράλειψης γνωστοποίησης ή ανεπαρκούς γνωστοποίησης ρυθμιζόμενης πληροφορίας που συνιστά τυπική παράβαση και μη απαιτούμενης συνδρομής άλλων υποκειμενικών προϋποθέσεων, η Επιτροπή διερευνά κατά πόσο η εν λόγω συμπεριφορά εμπίπτει στο πλαίσιο των διατάξεων του νόμου για την κατάχρηση.

Οι πιο συνηθισμένες, βέβαια, είναι οι περιπτώσεις αυτές όπου η ίδια η πληροφορόρηση που διαδίδεται από την εκδότρια ή ανώτερα διευθυντικά στελέχη αυτής είναι ψευδής ή παραπλανητική. Στο πλαίσιο αυτό, ο νομοθέτης για τη στοιχειοθέτηση της χειραγώγησης επιζητά το πρόσωπο που διαδίδει την ψευδή ή παραπλανητική πληροφορόρηση να την αναγνωρίζει ως τέτοια. Να ξέρει, δηλαδή, να γνωρίζει ότι είναι ψευδής.

Σε ορισμένες ωστόσο περιπτώσεις, όταν η πληροφορία διαδίδεται για παράδειγμα μέσω ενημερωτικών δελτίων ή οικονομικών καταστάσεων που προαναφέραμε θα πρέπει να θεωρούμε ως δεδομένο ότι τα πρόσωπα του ΔΣ που βεβαιώνουν την ακρίβεια του περιεχομένου αυτών των εντύπων ή των καταστάσεων γνωρίζουν αν οι πληροφορίες αυτές είναι αληθείς ή ψευδείς.

Για παράδειγμα, αν σε ένα ενημερωτικό δελτίο υπάρξει μια δήλωση, μια καταγραφή των επιχειρηματικών σχεδίων της εταιρείας και στη συνέχεια αναιρείται χωρίς να υπάρξει ενδιάμεσως σχετική ενημέρωση, δύναται η αρχική αυτή πληροφορία να θεωρηθεί ως ψευδής ή παραπλανητική.

Όπως συναγάζεται και από τα παραπάνω, ο νόμος για την κατάχρηση της αγοράς πέρα από τις διοικητικές κυρώσεις θεσπίζει και ένα πλαίσιο ποινικών κυρώσεων για το αδίκημα της χειραγώγησης. Υπάρχει έγγραφη επίπληξη, πρόστιμα από €3.000 έως €500.000 ως διοικητική κύρωση. Το ανώτατο όριο μπορεί να τριπλασιαστεί σε περίπτωση υποτροπής.

Και ως προς τις ποινικές κυρώσεις, μπορεί να επιβληθεί φυλάκιση τουλάχιστον ενός έτους σε όποιον διαδίδει εν γνώσει του διά των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης, του Διαδικτύου ή οποιουδήποτε άλλου τρόπου παραπλανητικές ή ψευδείς πληροφορίες, ειδήσεις ή φήμες.

Με βάση τα παραπάνω, εκτιμώ ότι η πληροφορία που αναφέρει το παρόν συνέδριο είναι από τα αρτιότερα ως προς την οργάνωση και τα πλουσιότερα ως προς τη συμμετοχή δεν μπορεί να θεωρηθεί ως ψευδής ή παραπλανητική. Ευχαριστώ.

2.7 Συνεδρία 2 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

Κα ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Θέλω να ξέρω αν με το 52% που αναφέρατε ότι είναι ξένοι επενδυτές στο ελληνικό χρηματιστήριο, αναφέρατε και ένα άλλο ποσοστό 62%, αλλά με ελληνικό μάνατζμεντ αν κατάλαβα καλά. Εγώ θα πρέπει ως Ελληνίδα πολίτης να χαίρομαι ή να ανησυχώ για το ενδεχόμενο χειραγώγησης της ελληνικής αγοράς από ορατούς και άορατους επενδυτές και ποια η δυνατότητα της διαχείρισης μιας πολιτικής βούλησης με δεδομένη την ενδεχόμενη αντίθεση της αγοράς;

Και ένα σχόλιο. Είδα ανώνυμη εταιρεία επενδυτικής διαμεσολάβησης, της ανώνυμης εταιρείας επενδυτικής διαμεσολάβησης με κάτι ακόμα! Αυτά είναι ένας πολύ καλός τρόπος διάχυσης ευθυνών; Είναι απαραίτητη η ύπαρξη όλων αυτών των επενδυτικών ανώνυμων εταιρειών; Και, επιτέλους, σε ποιο πραγματικά παραγόμενο προϊόν οι εταιρείες αυτές βγάζουν κέρδος;

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Μάλιστα. Θα απαντήσω εγώ την ερώτηση την πρώτη. Τονίζω ότι είμαστε στην Ευρωπαϊκή Ένωση πρώτα από όλα. Άρα τα σύνορά μας δεν είναι τα ελλαδικά. Παρακαλώ, καταλάβετε το, είμαστε στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Αυτό που χρειαζόμαστε εμείς ως Έλληνες και έχουμε τις ικανότητες γιατί το έχουμε αποδείξει, όταν βγούμε λίγο από τα ελληνικά σύνορα, είναι να οργανωθούμε. Το ότι έχουμε 52% των ξένων στο ελληνικό χρηματιστήριο, τι δείχνει; Δείχνει ότι οι εταιρείες έχουν ένα δυναμισμό. Και μη νομίζετε ότι οι εταιρείες, π.χ. οι αμερικανικές, οι οποίες έρχονται και εξαγοράζουν ελληνικές εταιρείες για να τις στείλουν στις πρώην Σοβιετικές Χώρες, το κάνουν χωρίς κέρδος. Αντιληφθείτε το αυτό.

Άρα η ουσία του θέματος. Εγώ βλέπω μια αγορά, η οποία μεγαλώνει. Και αν δεν το καταλάβουμε αυτό, όπως το έχουν αντιληφθεί οι αγαπητοί μας Έλληνες εφοπλιστές και σήμερα είναι πρωτοπόροι διεθνώς στη δική τους αγορά, τότε έχουμε πρόβλημα. Αυτή είναι η απάντηση στο πρώτο ερώτημά σας.

Το δεύτερό σας ερώτημα που αφορά το οργανωτικό μέρος των εταιρειών. Εμείς δεν ακολουθούμε τίποτε άλλο από ένα μοντέλο, το οποίο ήδη ισχύει σε χώρες όπως είναι η Αγγλία, όπως είναι η Γερμανία κ.λπ. Άρα πρέπει να βλέπουμε πώς οι άλλοι ανταγωνίζονται ή οργανώνονται και από αυτούς να κλέβουμε ιδέες για να μπορέσουμε να είμαστε και εμείς πιο αποτελεσματικοί.

Κος ΔΡΑΚΟΣ: Εγώ έχω μια ερώτηση για τον κ. Αυλωνίτη. Η ερώτηση είναι η εξής: Όταν μιλήσατε για τα ενημερωτικά δελτία, είπατε την ευθύνη για την ακρί-

βεια των ενημερωτικών δελτίων την έχει ολόκληρο το Διοικητικό Συμβούλιο μιας εταιρείας.

Η πρώτη ερώτηση, λοιπόν, είναι, τι πάει να πει μη εκτελεστικό μέλος και τι πάει να πει ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος;

Στη συνέχεια είπατε ότι για τις οικονομικές καταστάσεις την ευθύνη για την ακρίβεια την υπογράφουν τρία άτομα. Ο πρόεδρος, ο διευθύνων σύμβουλος και άλλος ένας. Ποια είναι η φιλοσοφία της διαφορετικής ευθύνης για τις οικονομικές καταστάσεις, η διαφορετική ευθύνη για το ενημερωτικό δελτίο, και τι κάνουμε, γιατί έχουμε τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη και τα μη εκτελεστικά μέλη;

Ευχαριστώ πολύ.

Κος ΑΥΛΩΝΙΤΗΣ: Καλημέρα και ευχαριστώ πολύ για την ερώτηση. Κοιτάξτε, ως προς τα εκτελεστικά μέλη, όντως με το νόμο της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως και νομίζω ότι γίνεται διεθνώς, υπάρχει αυτός ο διαχωρισμός σε μέλη, τα οποία είναι εκτελεστικά, δηλαδή δουλεύουν μέσα στην εταιρεία για τους σκοπούς της εταιρείας και κάποια άλλα που ελέγχουν, υπό μια έννοια εποπτεύουν, το σύστημα και τις δραστηριότητες της εταιρείας, οπότε είναι τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά. Στο πλαίσιο αυτό, όμως, δεν υπάρχει κάποιος διαχωρισμός ως προς την ευθύνη του ενημερωτικού δελτίου των προσώπων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, τα οποία είναι είτε εκτελεστικά είτε μη εκτελεστικά και αυτό είναι αρκετά σημαντικό.

Μάλιστα, υπάρχει και μια απόφαση ελληνικού δικαστηρίου σε μια περίπτωση, όπου είχε καταφύγει κάποιο μέλος μη εκτελεστικό, δεν θυμάμαι εάν είναι ανεξάρτητο, αλλά σίγουρα είναι εκτελεστικό, το οποίο ζητούσε να μην του αποδοθεί ευθύνη ή να ακυρωθεί το πρόστιμο που είχε επιβληθεί σε αυτόν, επειδή ήταν ανεξάρτητο μέλος ή μη εκτελεστικό, όπου το δικαστήριο αποφάσισε ότι η ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου είναι συλλογική και, επομένως, η κύρωση σωστά επιβλήθηκε σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Άρα, και ως προς το θέμα του ενημερωτικού δελτίου δεν τίθεται θέμα διαφοροποίησης μεταξύ εκτελεστικών και μη μελών.

Τώρα, στις οικονομικές καταστάσεις, γιατί υπάρχουν πιο λίγα πρόσωπα, τα οποία υπογράφουν αυτό το συγκεκριμένο χαρτί, θα σας πω. Οι οικονομικές καταστάσεις εν τω συνόλω τους εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας. Τόσο οι ετήσιες όσο και οι εξαμηνες από το 2008 και μετά.

Αυτή η δήλωση που ανέφερα χθες είναι συγκεκριμένη, έχει μπει με το Ν3566, ισχύει σε πανευρωπαϊκό επίπεδο και υποθέτω ότι ήθελε, αντί να βάλει το σύνολο

του Διοικητικού Συμβουλίου, να βάλει τα κυριότερα μέλη αυτού, όπως είναι ο πρόεδρος και ο διευθύνων σύμβουλος και ένα τρίτο μέλος.

Πάντως και πάλι το γεγονός ότι λαμβάνουν γνώση τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου στο σύνολό τους για αυτού του είδους τις οικονομικές καταστάσεις και για το περιεχόμενο αυτών, νομίζω ότι επιρρίπτει, να το πω έτσι, και σε αυτά τα πρόσωπα ευθύνη, στο σύνολο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, ευθύνη για το περιεχόμενο και την ορθότητα των στοιχείων που περιλαμβάνονται.

Ενδεχομένως, να είναι μια κίνηση που πήγε να πιάσει το Sarbanis-Oxley Act, ας πούμε, που ξέρετε ότι υπάρχουν κάτι αντίστοιχες δηλώσεις και που και εκεί υπογράφονται από συγκεκριμένα πρόσωπα της διοίκησης της εταιρείας και όχι από το σύνολο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Έρχεται από την Ευρώπη, πάντως, αυτό το θέμα.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ο κύριος Ρηγάκης, παρακαλώ, στο μικρόφωνο.

Κος ΡΗΓΑΚΗΣ: Να θυμίσω, πάντως, ότι με την τελευταία τροποποίηση του Ν2190/1920, με το Ν3604, προβλέπεται ρητώς διαβάθμιση της ευθύνης των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Επομένως, ασχέτως εάν δεχτούμε ότι υπάρχει έτσι και αλλιώς μια ευθύνη εκ της ιδιότητος, δεν μπορεί να έχουν την ίδια ευθύνη τα μη εκτελεστικά με τα εκτελεστικά, ιδίως με τη νέα διάταξη του Ν2190/1920.

Κος ΑΥΛΩΝΙΤΗΣ: Σωστό, απλώς μια προσθήκη, άλλο διαβάθμιση και άλλο καθόλου ευθύνη κάποιων μελών.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Έχουμε άλλες ερωτήσεις; Ο κ. Παναγιώτης Δράκος.

Κος ΔΡΑΚΟΣ: Θα ήθελα να σας ρωτήσω, μετά από την παρουσίαση που έγινε χθες σχετικά με τη δράση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: Έχετε τη στρατηγική του προληπτικού ελέγχου, του κατασταλτικού, του δειγματοληπτικού; Ποιος ακριβώς είναι ο τρόπος με τον οποίον εργάζεστε;

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Να απαντήσω εγώ. Είναι προληπτικοί έλεγχοι. Πρέπει να πω το εξής, στη λέξη «έλεγχος» έχει δοθεί μια διαφορετική έννοια. Έλεγχος ουσιαστικά διενεργούν οι εσωτερικοί και οι εξωτερικοί ελεγκτές. Εμείς κάνουμε εποπτεία. Και δυστυχώς, αυτή η λέξη «έλεγχος» στο Ελληνικό Δίκαιο δεν εκφράζει τη σωστή λειτουργία των Εποπτικών Αρχών. Εμείς κάνουμε εποπτεία. Το τονίζω.

Γι' αυτό θα δείτε ότι με τη νέα νομοθεσία δίδεται μεγάλη σημασία στο πώς είναι οργανωμένη μια εταιρεία, εάν οι εσωτερικοί ελεγκτές ενεργούν τον έλεγχο και εάν οι εξωτερικοί ελεγκτές ενεργούν τον έλεγχο.

Κος ΑΥΛΩΝΙΤΗΣ: Τουλάχιστον, από τη Διεύθυνση τη δική μας και γενικά, νομίζω, στα κομμάτια όλης της Επιτροπής υπάρχουν έλεγχοι που είναι και προληπτικοί και μετά το θέμα. Για παράδειγμα, τα ενημερωτικά δελτία· η εξέτασή τους είναι προφανώς ένας έλεγχος εκ των προτέρων. Εξετάζει το περιεχόμενο να είναι αυτό που χρειάζεται να είναι, αυτό που προβλέπεται από τις αποφάσεις.

Ένα άλλο είδος προληπτικού ελέγχου είναι αυτός που ανέφερα χτες το βράδυ. Δηλαδή, τα ερωτήματα, ας το πούμε έτσι, που τίθενται στις συγκεκριμένες εταιρείες σε σχέση με τη δραστηριότητά τους. Αυτό γίνεται εκ των προτέρων προσπαθώντας να περιορίσουμε τα φαινόμενα της κατάχρησης κάποιων εμπιστευτικών πληροφοριών. Ζητούμε, δηλαδή, να υπάρχει διαφάνεια μόλις αισθανθούμε ή δούμε ότι υπάρχει κάποιο ερωτηματικό σε σχέση με την πορεία ή κάποιο σημαντικό θέμα, κάποια εξαγορά άλλης εταιρείας και τα λοιπά.

Από κει και πέρα, υπάρχουν και πράγματα, υπάρχουν περιπτώσεις που δεν μπορεί να γίνει προληπτικός έλεγχος, όπως χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι οικονομικές καταστάσεις.

Στη χώρα μας, δηλαδή, η νομοθεσία δεν επιτρέπει τον έλεγχο από πριν των οικονομικών καταστάσεων. Δηλαδή, πρώτα δημοσιεύονται και μετά ελέγχονται.

Σε άλλες χώρες, όπως για παράδειγμα οι Ηνωμένες Πολιτείες ή η Ιταλία στην Ευρωπαϊκή Ένωση, υποβάλλονται οι οικονομικές καταστάσεις πριν από την αρμόδια αρχή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κάθε χώρας, εξετάζονται σε κάποια στοιχεία και στη συνέχεια δημοσιεύονται.

Επομένως, ο έλεγχος συνολικά γίνεται, ανάλογα με τη νομοθεσία, είτε προληπτικά είτε κατασταλτικά μετά.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ο κύριος Κυριτσάκης, παρακαλώ.

Κος ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ: Ήθελα να ρωτήσω το εξής, εάν βέβαια αυτό δεν αποτελεί προσωπικό δεδομένο, αλλά από τους ελέγχους τους οποίους, όπως λέτε, κάνετε ως Εποπτεύουσα Αρχή, είστε ικανοποιημένοι, διότι ο κόσμος έξω, ο πολίτης και ένας πολίτης είμαι και εγώ, δεν εισπράττουμε πολύ έτσι θετικά την όλη εικόνα της οικονομίας μας. Δεν ξέρω τι κάνουν οι ξένοι και πώς το βλέπουν, αλλά σε μας εδώ υπάρχει μια δυσπιστία.

Εσείς από τη μεριά σας, απ' ό,τι καταλαβαίνουμε εδώ και όπως μας λέτε, είστε εποπτικός αλλά και ελεγκτικός κατά κάποιον τρόπο οργανισμός. Ήθελα να μας δώσετε μια εικόνα της όλης κατάστασης των δεδομένων παθογενειών, ενδεχομένως ή οτιδήποτε άλλο, γιατί πρέπει να επισημάνω και νομίζω ότι έγινε αντιληπτό και από τις κατ' ιδίαν συζητήσεις που είχαμε πριν το Συνέδριο, ότι ως δικαστές μας ενδιαφέρει να δούμε την παθογένεια του όλου συστήματος, εάν υπάρχει και πού υπάρχει και πώς θα έχουμε μια δυνατότητα να την εξακριβώσουμε, να την εντοπίσουμε ή εν πάση περιπτώσει, να την ανιχνεύσουμε.

Πάνω σε αυτό, εάν έχετε την καλοσύνη, να μας δώσετε μια εικόνα.

Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Κύριε Κυριτσάκη, κατ' αρχήν παθογένεια στις οικονομικές καταστάσεις υπάρχει. Γι' αυτό έχουμε καταταχθεί, ατυχώς, στην 52η θέση από αξιολογήσεις που έχουν γίνει στο εξωτερικό. Πρέπει να πω όμως το εξής. Ότι από την ισχύ των διεθνών λογιστικών προτύπων έχει αρχίσει να καλυτερεύει πάρα πολύ η κατάσταση. Και το εννοώ αυτό. Επίσης, η Επιτροπή ήταν πάρα πολύ σκληρή, τόσο με διοικήσεις όσο και με ορκωτούς ελεγκτές. Θεωρώ ότι σύντομα θα εφαρμοστεί ο ποιοτικός έλεγχος στους ελεγκτές και γίνεται μια συνεργασία ακόμα με Εποπτικές Αρχές της Αμερικής για να έρθουν εξειδικευμένοι ελεγκτές για να ελέγξουν την ποιότητα του ελέγχου που γίνεται.

Η ΕΛΤΕ είναι σε αυτό το στάδιο, συνομιλεί με την αντίστοιχη Αμερικανική Ένωση Ελεγκτών και ελπίζω ότι σύντομα αυτό θα βελτιωθεί.

Το κακό στην Ελλάδα είναι το εξής: μέχρι τελευταία, πριν από την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων είχαμε αυτόν τον οποίο αποκαλούσαν «νεροκουβαλητή νόμο», τον Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων, εγώ τον αποκαλώ «καταραμένο νόμο», διότι μόνο στην Ελλάδα και στο Ιράκ υπήρχε και όλοι προσπαθούσαμε ουσιαστικά να φτιάξουμε οικονομικές καταστάσεις, ούτως ώστε να μην πληρώσουμε πάρα πολύ φόρο.

Αυτό πρέπει να το σημειώσω. Σας λέω, όμως, ότι υπάρχει πράγματι βελτίωση στις οικονομικές καταστάσεις. Υπάρχει πάρα πολύ βελτίωση στις ελεγκτικές εταιρείες και ευελπιστώ ότι και εμείς σύντομα από την 52η θέση, τουλάχιστον, να πάμε πάνω στις πρώτες 15 χώρες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Η τελευταία ερώτηση, γιατί έχουμε τους κυρίους και περιμένουν.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Κος ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Θέλω να ρωτήσω το εξής: μία από τις παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες του Ν3606/2007 είναι η φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό των πελατών. Και πρέπει να χορηγηθεί και άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Σε περίπτωση που η θεματοφυλακή γίνεται από πιστωτικό ίδρυμα, που είναι και το σύνηθες, απαιτείται να χορηγηθεί άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς;

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Κύριε Μερτζάνη, θέλετε να απαντήσετε;

Κος ΜΕΡΤΖΑΝΗΣ: Η φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων είναι πράγματι μια παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία και αναφέρεται στη φύλαξη κάθε είδους μέσων, τα οποία οι επενδυτές έχουν στην ιδιοκτησία τους και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αγορές.

Η φύλαξη μπορεί να γίνει από εταιρείες παροχής υπηρεσιών, στην περίπτωση όπου οι εταιρείες αυτές πράγματι χρειάζονται άδεια, αλλά μπορεί να γίνει και από πιστωτικά ιδρύματα ως θεματοφύλακες, την άδεια των οποίων έχει η Κεντρική Τράπεζα.

Ευχαριστώ.

3. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 3

Εποπτεία και Χρηματιστηριακή Νομοθεσία



3.1 Α. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ (Συντονιστής)

Εισαγωγή

Καλημέρα, κυρίες και κύριοι, και από εμένα. Ξεκινάμε σήμερα τη δεύτερη μέρα του συνεδρίου με μια πολύ σημαντική χρηματική ενότητα που αφορά τη χρηματιστηριακή νομοθεσία και την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος και της κεφαλαιαγοράς.

Μαζί μας έχουμε διακεκριμένους ομιλητές, οι οποίοι είναι πολύ εξειδικευμένοι στο αντικείμενο, το οποίο πραγματεύονται.

Συγκεκριμένα, εκ δεξιών μου έχουμε τον κ. Ευάγγελο Νισυραίο, ο οποίος είναι ο διευθυντής Νομικών Υπηρεσιών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, θα μας αναπτύξει θέματα εποπτικού και θεσμικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς.

Ο καθηγητής ο κ. Ιωάννης Ρόκας είναι δίπλα στον κ. Νισυραίο, που είναι καθηγητής στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. Θα μας μιλήσει για θέματα ελέγχων χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Πιο δίπλα είναι ο κ. Παναγιώτης Κυριακόπουλος, Διευθυντής Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος, που θα αναφερθεί σε θέματα εποπτείας του πιστωτικού συστήματος. Και ο κ. Χρήστος Γκόρτσος, ο οποίος είναι καθηγητής Διεθνούς Οικονομικού Δικαίου στο Πάντειο Πανεπιστήμιο και γενικός γραμματέας της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών.

Ας ξεκινήσουμε δίνοντας το λόγο στον κ. Νισυραίο.

3.2 Ε. ΝΙΣΥΡΑΙΟΣ

Εποπτεία της κεφαλαιαγοράς, στόχοι, θεσμικό πλαίσιο

Κυρίες και κύριοι, στη χρηματιστηριακή αγορά βρίσκεται κανείς συχνά μπροστά σε συμπεριφορές που, ενώ εκ πρώτης όψεως δεν φαίνεται να είναι αξιόμεμπτες, εντούτοις για κάποιο λόγο ο νομοθέτης τις καθιστά αξιόποινες και τις τιμωρεί.

Μια τέτοια συμπεριφορά είναι και αυτή της κατάχρησης προνομιακής πληροφορίας, η οποία συνίσταται στο ότι ο δράστης κατέχει μια πληροφορία

σε μια χρονική στιγμή κατά την οποία το υπόλοιπο επενδυτικό κοινό δεν τη γνωρίζει και εκμεταλλευόμενος αυτό το πληροφοριακό προβάδισμα αποκομίζει περιουσιακό όφελος.

Παράδειγμα, ο Α είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου μιας εισηγμένης εταιρείας, η οποία βρίσκεται σε κακή οικονομική κατάσταση και της οποίας η τιμή βρίσκεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Ως μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου ο Α αποκτά την πληροφορία ότι η εταιρεία του πρόκειται να συγχωνευθεί με μια μεγάλη πολυεθνική εταιρεία, αξιοποιώντας δε αυτή την πληροφορία, που δεν τη γνωρίζει το ευρύ επενδυτικό κοινό, αγοράζει μεγάλο αριθμό μετοχών στην υφιστάμενη χαμηλή τιμή.

Όταν ανακοινώνεται η πληροφορία της συγχώνευσης και γίνεται γνωστή στο ευρύ επενδυτικό κοινό, η τιμή της μετοχής εξακοντίζεται στα ύψη. Τότε ο Α πουλάει τις μετοχές που έχει αγοράσει φθηνά και αποκομίζει σημαντικό περιουσιακό όφελος.

Αυτό όμως το όφελος που αποκομίζει ο δράστης, δεν αντιστοιχεί άμεσα σε ζημιά που προκαλεί άμεσα στην επιχείρηση ή στο επενδυτικό κοινό, οπότε εύλογα γεννιέται το ερώτημα, γιατί μια τέτοια συμπεριφορά που δεν προκαλεί άμεση βλάβη στους τρίτους είναι αξιόποινη;

Εύστοχη απάντηση στο ερώτημα αυτό έδωσε σε μια πρόσφατη απόφασή του το Τριμελές Πλημμελειοδικείο Αθηνών και αναφέρομαι σε απόφαση του Τριμελούς Πλημμελειοδικείου, για να δείξω ότι τα δικαστήρια, παρότι βρίσκονται μπροστά σε μια ύλη, την οποίαν δεν κατέχουν, όταν χρειάζεται δίνουν ουσιαστικές απαντήσεις. Αυτό είπε ότι ο νόμος προσδίδει αξιόποινο χαρακτήρα σε τέτοιου είδους συμπεριφορές, διότι παρότι δεν προκαλούν ζημιά σε τρίτους, πλήττουν ευθέως την αξιοπιστία της κεφαλαιαγοράς και του θεσμού του χρηματιστηρίου.

Και αυτό επειδή ο νόμος έχει αναγάγει το χρηματιστήριο και τη χρηματιστηριακή αγορά σε ένα σημαντικό θεσμό της εθνικής οικονομίας για τη χρηματοδότηση των μεγάλων επιχειρήσεων, που με τη σειρά τους στηρίζουν την εθνική οικονομία. Και γι' αυτό θα πρέπει να διασφαλίζεται η απρόσκοπτη και εύρυθμη λειτουργία αυτής της αγοράς, με βάση καθαρούς κανόνες και ίσες ευκαιρίες για όλους τους επενδυτές.

Μόνο εάν είναι εξασφαλισμένοι οι όροι διαφάνειας και ίσων ευκαιριών για τους επενδυτές θα εμπιστευόνται οι επενδυτές και θα συνεχίσουν να χρησιμοποιούν το χρηματιστήριο και με τον τρόπο αυτό θα ενισχύουν τη χρηματοδοτική του αποστολή.

Αναξιοπιστία των όρων λειτουργίας του χρηματιστηρίου συνεπάγεται αργά ή γρήγορα εγκατάλειψή του από τους επενδυτές.

Με την κρίση του, λοιπόν, αυτή το δικαστήριο αναγνώρισε την ανάγκη αξιοπιστίας της χρηματιστηριακής αγοράς και του θεσμού του χρηματιστηρίου, ακόμη και με την ποινικοποίηση συμπεριφορών που εκ πρώτης όψεως δεν φαίνονται αξιόποινες.

Επιπλέον, άγγιξε τον πυρήνα του σκοπού μου της εποπτείας της χρηματιστηριακής αγοράς.

Χρησιμοποιώντας τους όρους αξιοπιστία της λειτουργίας του χρηματιστηρίου, εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, ανάγκη προστασίας του επενδυτικού κοινού, στην ουσία ανέδειξε τους βασικούς παράγοντες που οριοθετούν τον κύριο σκοπό και τους ειδικότερους στόχους της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς από τα θεσμικά όργανα της πολιτείας.

Πράγματι, ο κύριος σκοπός της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς συνίσταται στη διαφύλαξη αυτής της αγοράς, έτσι ώστε να αποτελεί πόλο έλξης των κεφαλαίων με στόχο την ανάπτυξη και την ενίσχυση της ελληνικής οικονομίας.

Ειδικότεροι στόχοι που συντείνουν στην επίτευξη αυτού του σκοπού, όπως αυτοί προκύπτουν από πάρα πολλές διατάξεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, είναι η διασφάλιση της εύρυθμης και απρόσκοπτης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού.

Αυτοί οι στόχοι επιτυγχάνονται με τη λήψη κατάλληλων και νομοθετικών και κανονιστικών μέτρων, με τα οποία επιδιώκεται η διασφάλιση της αντικειμενικής και ανεπηρέαστης πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού, η διασφάλιση της διαφάνειας της λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών και η διασφάλιση της λειτουργίας των οικονομικά υγιών και άρτια οργανωμένων φορέων της κεφαλαιαγοράς για την αποτροπή του λεγόμενου συστημικού κινδύνου.

Ήδη, εντελώς πρόσφατα, ολοκληρώθηκε η ενσωμάτωση της δεύτερης γενιάς κοινοτικών Οδηγιών στο Ελληνικό Δίκαιο, που αντικατέστησαν σχεδόν στο σύνολό τους την πρώτη γενιά Οδηγιών.

Οι νόμοι που προέκυψαν είναι αυτοί που βλέπετε στον πίνακα και οι οποίοι στην ουσία έχουν αντικαταστήσει όλη τη νομοθεσία της τελευταίας δεκαετίας και ρυθμίζουν πλέον σχεδόν όλα τα ζητήματα της κεφαλαιαγοράς.

Η εποπτεία της εφαρμογής όλων αυτών των νομοθετημάτων και των κανονιστικών πράξεων που έχουν εκδοθεί ή θα εκδοθούν, έχει ανατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία ειδικά μετά τους νόμους 3152/2003 και 3371/2005, έχει αναχθεί στη μοναδική Εποπτική Αρχή της χρηματιστηριακής αγοράς και

έχει επιφορτιστεί με σοβαρό κανονιστικό και εποπτικό έργο.

Αλλά τι είναι αυτό που καθιστά τόσο αναγκαία την άσκηση συνεχούς και αυστηρής εποπτείας στη χρηματιστηριακή αγορά, προκειμένου να διασφαλί-
ζεται η αξιοπιστία της;

Η απάντηση στο ερώτημα αυτό θα πρέπει να αναζητηθεί στις ιδιαιτερότητες και ιδιομορφίες που χαρακτηρίζουν τον τρόπο λειτουργίας της χρηματιστηρι-
ακής αγοράς.

Η κύρια αποστολή της κεφαλαιαγοράς και ιδίως της χρηματιστηριακής αγο-
ράς είναι η παροχή δυνατότητας χρηματοδότησης των επιχειρήσεων πέρα από
τον παραδοσιακό τραπεζικό δανεισμό.

Η κεφαλαιαγορά διευκολύνει την προσέγγιση επιχειρήσεων και επενδυτών
προσφέροντας το πλαίσιο μέσα από το οποίο, αφενός η επιχείρηση θα ανα-
ζητήσει τον επενδυτή και αφετέρου ο επενδυτής θα βρει την επιχείρηση στην
οποία θα επενδύσει και βεβαίως εμπιστευθεί χρήματά του.

Στην πιο απλή του μορφή ο τρόπος με τον οποίο η επιχείρηση προσεγγίζει
έναν επενδυτή είναι η έκδοση συμμετοχών, τις οποίες προσφέρει με δημόσια
εγγραφή στον επενδυτή, στη συνέχεια η εταιρεία εισαγάγει αυτές τις μετοχές
στο χρηματιστήριο, έτσι ώστε ο επενδυτής να μπορεί να διαπραγματευτεί τις
μετοχές που έχει αποκτήσει, δηλαδή να μπορεί να τις πουλήσει ή να αγοράσει
άλλες.

Όλη αυτή η διαδικασία χαρακτηρίζεται από μια σειρά από ιδιαιτερότητες,
οι οποίες καθιστούν τη χρηματιστηριακή αγορά, ίσως περισσότερο από κάθε
άλλη αγορά, ιδιαίτερα ευάλωτη σε πιθανές άνομες παρεμβάσεις τρίτων, οι
οποίες μπορεί να πλήξουν την εύρυθμη λειτουργία της, τα συμφέροντα των
επενδυτών και την εν τέλει αξιοπιστία της.

Και είναι αυτές οι ιδιαιτερότητες, αυτής της αγοράς, οι οποίες αποτελούν
ίσως το σημαντικότερο λόγο, πέραν των όποιων άλλων οικονομικών ή νομικών
λόγων, που καθιστούν επιβεβλημένη την άσκηση εποπτείας στη χρηματιστη-
ριακή αγορά.

Η πρώτη και ίσως σημαντικότερη ιδιαιτερότητα είναι ότι η κατάθεση των
χρηματιστηριακών συναλλαγών γίνεται με ένα εντελώς ιδιότυπο και απρόσω-
πο τρόπο.

Στην αγορά αυτή δεν συναντιούνται οι συμβαλλόμενοι, δηλαδή πρόσωπα τα
οποία έρχονται στην αγορά για να ανταλλάξουν τις προσφορές τους και όπως
συνήθως γίνεται σε άλλες αγορές, αλλά συναντιούνται μόνο εντολές πώλησης
και αγοράς κοινών αξιών.

Οι εντολές αυτές εισάγονται στο αυτόματο ηλεκτρονικό σύστημα που λειτουργεί στο χρηματιστήριο, η σύναψη δε της συναλλαγής επέρχεται αυτόματα, όταν μια εντολή πώλησης με τη μικρότερη τιμή συναντηθεί με μια εντολή αγοράς με τη μεγαλύτερη τιμή.

Μόλις οι δύο αυτές αντίθετες εντολές συναντηθούν, ταυτίζονται και αυτόματα, μέσω του αυτόματου ηλεκτρονικού συστήματος, συνάπτεται η συναλλαγή της αγοραπωλησίας και καταχωρείται στο σύστημα.

Συνεπώς, στη διαδικασία αυτή η τιμή της μετοχής αποτελεί το μόνο και ίσως σημαντικότερο παράγοντα που επηρεάζει τη λήψη της επενδυτικής απόφασης.

Ο επενδυτής στέκεται απέναντι στην τιμή της μετοχής και με βάση αυτήν αποφασίζει εάν θα αγοράσει ή θα πουλήσει τη μετοχή.

Η τιμή τη στιγμή εκείνη ενσωματώνει όλες τις πληροφορίες που είναι γνωστές στην αγορά και αφορούν την οικονομική κατάσταση της εταιρείας, τις προσδοκίες και τις προβλέψεις για την εταιρεία, τις συγκυρίες, τη ζήτηση και την προσφορά της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά. Αποτελεί κατά κάποιον τρόπο την απεικόνιση όλων αυτών των πληροφοριών.

Εκείνο, λοιπόν, που πρέπει να διασφαλίζουν οι εποπτικές αρχές είναι ότι η τιμή αυτή, που εμφανίζεται στον πίνακα του χρηματιστηρίου, έχει διαμορφωθεί ελεύθερα, με βάση τους κανόνες προσφοράς και ζήτησης, τηρουμένων και των λοιπών διατάξεων της νομοθεσίας και ότι, επομένως, η πληροφόρηση που παρέχει υπό αυτή την έννοια η τιμή της μετοχής είναι αντικειμενική και ακριβής.

Αντίθετα, η Εποπτική Αρχή δεν νομιμοποιείται να επεμβαίνει, προκειμένου να καθοδηγήσει την τιμή της μετοχής προς την ορθή τιμή, υπολογίζοντας με κάποιο τρόπο αυτή την ορθή τιμή και προτρέποντας με ανακοινώσεις το επενδυτικό κοινό να μη συμμετέχει στις συναλλαγές αυτής της μετοχής.

Και αυτό, γιατί πουθενά στη νομοθεσία δεν προβλέπεται τέτοια δυνατότητα και υποχρέωση των Εποπτικών Αρχών, αλλά ούτε και από τα διδάγματα της επιστήμης και της κοινής πείρας προκύπτει η δυνατότητα να υπολογίζεται η ορθή τιμή και πολύ περισσότερο να ανακοινώνεται με κάποιο τρόπο, προκειμένου τάχα να προειδοποιείται και να προφυλάσσεται το επενδυτικό κοινό.

Το χρηματιστήριο είναι ο κατεξοχήν τόπος, όπου οι τιμές διαμορφώνονται και πρέπει να διαμορφώνονται ελεύθερα, υπό την επίδραση των δυνάμεων της προσφοράς και ζήτησης, καθήκον δε των Εποπτικών Αρχών είναι να επαγρυπνούν, ώστε να τηρούνται οι όροι της ελεύθερης και ανεπηρέαστης εκδήλωσης

προσφοράς και ζήτησης και διαμόρφωσης των τιμών με βάση αυτούς τους κανόνες της προσφοράς και ζήτησης.

Προς την κατεύθυνση αυτή ο Ν3340/2005, πρόσφατος, έχει απαγορέψει ρητά τη χειραγώγηση της μετοχής, της αγοράς, με την τεχνητή διαμόρφωση της τιμής ή της εμπορευσιμότητας χρηματοπιστωτικών μέσων και την κατάχρηση της προνομιακής πληροφόρησης.

Για τους παραβάτες δε αυτής της απαγόρευσης, έχει θεσπίσει αυστηρές διοικητικές και ποινικές κυρώσεις, θα τα ακούσετε από επόμενους ομιλητές.

Μια δεύτερη ιδιαιτερότητα αυτής της αγοράς είναι ότι οι μετοχές που θα αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματιστηριακή αγορά, θα πρέπει προηγουμένως να διατεθούν στους επενδυτές και στη συνέχεια να εισαχθούν σε αυτή.

Οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν για το επενδυτικό κοινό στη διαδικασία αυτή είναι προφανείς. Τα ερωτήματα που ανακύπτουν σε αυτήν τη διαδικασία είναι: Ποια είναι αυτή η εταιρεία; Ποια είναι αυτή η οικονομική της κατάσταση; Ποια είναι η προοπτική της; Ποιοι βρίσκονται πίσω από αυτήν ως μέτοχοι ή ως μέλη της διοίκησης; Ποια θα είναι η τιμή στην οποία θα πρέπει να αγοράσει το επενδυτικό κοινό τη μετοχή αυτή;

Είναι προφανές ότι απάντηση σε όλα αυτά τα ερωτήματα δεν μπορεί να δώσει μόνη της η εταιρεία, διότι η υποκειμενικότητά της αποτελεί σοβαρή απειλή για τα συμφέροντα των επενδυτών.

Η προστασία του επενδυτικού κοινού επιβάλλει τη λήψη μέτρων για την όσο το δυνατόν αντικειμενικότερη αξιολόγηση των παραπάνω ζητημάτων και την ακριβέστερη και πληρέστερη πληροφόρηση.

Στο πλαίσιο αυτό ο Ν3401/2005, και αυτός πρόσφατος, επιβάλλει στην εταιρεία, πριν από τη διενέργεια της δημόσιας εγγραφής και εισαγωγής της στο χρηματιστήριο, να συντάξει ενημερωτικό δελτίο.

Στόχος του ενημερωτικού δελτίου είναι να ενημερώσει το επενδυτικό κοινό για την εταιρεία και τη μετοχή που πρόκειται να διατεθεί και να εισαχθεί στο χρηματιστήριο.

Στη συνέχεια και για την πληρέστερη προστασία του επενδυτικού κοινού το ενημερωτικό δελτίο εγκρίνεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Στο στάδιο αυτό, δηλαδή, θεσπίζεται ένας διοικητικός έλεγχος από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ο οποίος έχει προληπτικό χαρακτήρα, αφού το ενημερωτικό δελτίο δεν δημοσιεύεται πριν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο διοικητικός έλεγχος αυτός αφορά στην τυπική πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου, υπό την έννοια ότι ελέγχεται εάν αυτό περιλαμβάνει όλες τις απαιτούμενες από το νόμο πληροφορίες. Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγεί άδεια στην εταιρεία για τη διενέργεια της δημόσιας εγγραφής.

Τέλος, για την εισαγωγή της μετοχής στο χρηματιστήριο απαιτείται άδεια από το χρηματιστήριο, το οποίο σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν3371/2005, ελέγχει εάν η εταιρεία πληροί τις προϋποθέσεις εισαγωγής της στο χρηματιστήριο.

Μια τρίτη ιδιαιτερότητα της χρηματιστηριακής αγοράς είναι ότι οι επενδυτές δεν συμμετέχουν οι ίδιοι απευθείας στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, αλλά συμμετέχουν μέσω ορισμένων προσώπων που διαμεσολαβούν για λογαριασμό τους στη διενέργεια των συναλλαγών.

Τα πρόσωπα αυτά είναι οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, οι γνωστές ΕΠΕΥ, στις οποίες περιλαμβάνονται και οι χρηματιστηριακές εταιρείες και οι ανώνυμες εταιρείες επενδυτικής διαμεσολάβησης, ΑΕΕΔ, είναι αυτές που αντικατέστησαν τις ΕΛΔΕ.

Οι ΕΠΕΥ λαμβάνουν και διαβιβάζουν ή εκτελούν τις εντολές των πελατών τους, έχουν στην κατοχή τους τα χρηματικά ποσά που τους παραδίδουν οι πελάτες, έχουν πρόσβαση στις κινητές τους αξίες, διαχειρίζονται το χαρτοφυλάκιο τους και γενικώς παρέχουν στους πελάτες τους τις επενδυτικές υπηρεσίες που προβλέπονται στο Ν3606/2007.

Αυτή η ιδιαιτερότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, με βάση την οποία οι συναλλαγές διενεργούνται με βάση τη διαμεσολάβηση τρίτων προσώπων, εμπεριέχει σημαντικούς κινδύνους τόσο για τα συμφέροντα των επενδυτών, όσο και για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.

Κατάχρηση της θέσης αυτών των εταιρειών με σκοπό την παράνομη ιδιοποίηση χρημάτων και χρηματοπιστωτικών μέσων των πελατών τους και μη τήρηση των επαγγελματικών υποχρεώσεών τους απέναντι στους πελάτες τους, μπορεί να βλάψουν τα συμφέροντα των πελατών.

Από την άλλη, μη αποτελεσματική οργάνωση και λειτουργία τους, μη επάρκεια των οικονομικών τους πόρων και μη κατάλληλη στελέχωσή τους, μπορεί να αποτελέσει απειλή για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και λόγω επέλευσης του λεγόμενου συστημικού κινδύνου, δηλαδή του κινδύνου κατάρρευσης της αγοράς λόγω αδυναμίας των ΕΠΕΥ να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους.

Προς την κατεύθυνση αυτή, λοιπόν, ο νέος νόμος, ο Ν3606/2007, σε συνδυασμό με το Ν3601/2007, προβλέπουν την άσκηση εποπτείας από την Επι-

τροπή Κεφαλαιαγοράς στις ΕΠΕΥ, τόσο κατά την έναρξη λειτουργίας τους, με τη μορφή χορήγησης άδειας λειτουργίας, αφού διαπιστώσουν ότι πληρούν τις προϋποθέσεις του νόμου, όσο και κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους, με τη διενέργεια ελέγχων, με τους οποίους αποβλέπουν στο να διαπιστώσουν εάν τηρούν τις προϋποθέσεις του νόμου και, εφόσον δεν τις τηρούν, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει κυρώσεις ή μπορεί να ανακαλέσει και την άδεια λειτουργίας τους.

Αντίστοιχες ρυθμίσεις περιέχει ο Ν3606/2007 και για τις ΑΕΕΔ. Οι ΑΕΕΔ έχουν περιορισμένο πεδίο δράσης, μπορεί να παρέχουν μόνο τις επενδυτικές υπηρεσίες, τις λήψεις και διαβιβάσεις εντολών και της παροχής επενδυτικών συμβουλών, δεν έχουν δικαίωμα να κατέχουν χρήματα και χρηματοπιστωτικά μέσα και για το λόγο αυτό και η εποπτεία που ασκείται σε αυτές τις εταιρείες είναι και αυτή περιορισμένης έκτασης.

Συγκεκριμένα, ο Ν3606 προβλέπει την άσκηση εποπτείας κατά την έναρξη λειτουργίας τους, όπου χορηγείται και σε αυτές άδεια λειτουργίας και στη συνέχεια κατά τη διάρκεια λειτουργίας τους ελέγχεται εάν τηρούν τους όρους λειτουργίας και εάν τηρούν κάποιους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς απέναντι στους πελάτες τους και σε περίπτωση που διαπιστώνονται παραβάσεις, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και πάλι επιβάλλει κυρώσεις και έχει τη δυνατότητα να ανακαλέσει την άδειά τους.

Μια παρόμοια με την προηγούμενη και τελευταία είναι η ιδιαιτερότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, με βάση την οποία παρέχεται η δυνατότητα στον επενδυτή, αντί να παρέχει ο ίδιος εντολές στις ΕΠΕΥ, για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών, και στις ΑΕΕΔ, να συμμετέχει σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο αποτελεί μια μορφή επένδυσης, στην οποία πολλοί επενδυτές συνενώνουν τα κεφάλαιά τους και δημιουργούν ένα μεγάλο κεφάλαιο, το οποίο ονομάζεται αμοιβαίο κεφάλαιο.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο το διαχειρίζεται μια εταιρεία που ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, γνωστή ως ΑΕΔΑΚ. Η ΑΕΔΑΚ είναι μια εταιρεία αποκλειστικού σκοπού που έχει ως σκοπό να επενδύει σε κινητές αξίες τα κεφάλαια που συγκεντρώνει από το κοινό με τη μορφή του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Εναλλακτικά, ο επενδυτής μπορεί να συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο μιας Ανώνυμης Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, ΑΕΕΧ, η οποία επενδύει τα διαθέσιμά της σε συγκεκριμένες επιτρεπόμενες από το νόμο επενδύσεις.

Αντί, λοιπόν, τις επενδύσεις αυτές να τις κάνει ο ίδιος ο επενδυτής, τις αναθέτει σε εταιρείες, οι οποίες έχουν την επαγγελματική εμπειρία να τις κάνουν καλύτερα. Οι ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΧ αποτελούν τους λεγόμενους θεσμικούς επενδυτές.

Και στις περιπτώσεις αυτές οι επενδυτές εμπιστεύονται τις αποταμιεύσεις τους στις εταιρείες αυτές και για λόγους προστασίας τους, αλλά και για λόγους εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς προκύπτει η ανάγκη εποπτείας αυτών των εταιρειών.

Η εποπτεία αυτών των εταιρειών προβλέπεται για μεν τις ΑΕΔΑΚ στο Ν3283/2004, για δε τις ΑΕΕΧ στο Ν3371/2005.

Σύμφωνα με αυτούς τους νόμους, η εποπτεία αυτή συνίσταται κατά το στάδιο έναρξης λειτουργίας στη χορήγηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς άδειας λειτουργίας, κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους συνίσταται στον έλεγχο της κεφαλαιακής τους επάρκειας, στην τήρηση των προβλεπόμενων από το νόμο όρων και περιορισμό της επενδυτικής τους πολιτικής και, επίσης, στη συμμόρφωσή τους προς τους κώδικες επαγγελματικής συμπεριφοράς απέναντι στους πελάτες και, εάν δεν τηρούν αυτά, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλει κυρώσεις ή ακόμα και να ανακαλέσει την άδειά τους.

Αυτές, λοιπόν, είναι οι πιο σημαντικές από τις πολλές ιδιαιτερότητες που χαρακτηρίζουν τη χρηματιστηριακή αγορά. Οι ιδιαιτερότητες αυτές αποτελούν το βασικότερο, μεταξύ άλλων, λόγο που καθιστά αναγκαία την άσκηση εποπτείας σε αυτήν και για το σκοπό αυτό ο νομοθέτης με τους παραπάνω κανόνες έχει θεσπίσει ένα θεσμικό πλαίσιο εποπτείας της αγοράς αυτής που αποβλέπει στην εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και στην προστασία του επενδυτικού κοινού, με απώτερο σκοπό τη διασφάλιση της αξιοπιστίας της, έτσι ώστε οι επενδυτές να την εμπιστεύονται και να συμμετέχουν σε αυτήν επενδύοντας τα κεφάλαιά τους προς όφελος της εθνικής οικονομίας.

Κλείνοντας, θα ήθελα να πω ότι η εποπτεία της χρηματιστηριακής αγοράς είναι ένα έργο σύνθετο, τεχνικά πολύπλοκο και γι' αυτό δύσκολο.

Η χρηματιστηριακή αγορά είναι μια αγορά που κινείται με ταχύτατους ρυθμούς, επηρεαζόμενη από πλήθος παραγόντων και γεγονότων που επιδρούν καθημερινά στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών.

Η νομοθεσία στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης και της διεθνοποίησης των αγορών μεταβάλλεται ραγδαία και δημιουργούνται τα πλείστα όσα ερμηνευτικά προβλήματα λόγω της πληθώρας και της πολυπλοκότητας των νομοθετημάτων.

Για να είναι αποτελεσματική, λοιπόν, η εποπτεία χρειάζεται εγρήγορση, συνεχή παρακολούθηση της εξέλιξης της νομοθεσίας, επιμόρφωση, αλλά και συνεργασία όλων των φορέων της κεφαλαιαγοράς.

Στο έργο αυτό πολύ σημαντική είναι και η συμβολή των Δικαστικών Αρχών, οι οποίες με τις κρίσεις τους και τις αποφάσεις τους ομογενοποιούν την ερμηνεία της νομοθεσίας και κατευθύνουν το έργο της εποπτείας.

Για να είναι όμως αποτελεσματική αυτή η βοήθεια, χρειάζεται και οι Δικαστικές Αρχές να γνωρίζουν τα ζητήματα της κεφαλαιαγοράς και να παρακολουθούν την εξέλιξη της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Έτσι θα είναι σε θέση να εκδίδουν ορθές αποφάσεις και με τον τρόπο αυτό να κατευθύνουν και να προάγουν το έργο της εποπτείας με απώτερο στόχο την αποτελεσματική θωράκιση της αγοράς και την ενίσχυση της αξιοπιστίας της, ώστε να καταστεί ένα αποτελεσματικό εργαλείο για την ενίσχυση της εθνικής οικονομίας.

Ένα βήμα προς την κατεύθυνση αυτή αποτελεί και το παρόν συνέδριο, το οποίο ελπίζω να αποτελέσει το έναυσμα και για άλλες παρόμοιες εκδηλώσεις.

Ευχαριστώ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κ. Νισυραίο για την πολύ περιεκτική παρουσίαση του νομικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς και δίνουμε το λόγο στον κ. Ιωάννη Ρόκα, καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

3.3 I. ΡΟΚΑΣ

Ο δικαστικός έλεγχος των χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Κυρίες και κύριοι, δύο λόγια για το ρόλο και τη σημασία της νομολογίας στο χώρο των χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Δηλαδή, και πέραν των χρηματιστηριακών.

Είναι γνωστό, νομίζω, σε όλους ότι η σημασία της προσφυγής στη Δικαιοσύνη δεν είναι μόνο η επίλυση των διαφορών, αλλά και η δημιουργία νομολογίας. Μερικές φορές η νομολογία είναι πολύ σημαντική και συμπληρωματική της νομοθεσίας και ιδιαίτερα στο χώρο των χρηματοοικονομικών συναλλαγών θα έλεγα ότι είναι ακόμα περισσότερο σημαντική η νομολογία στη δημιουργία κριτηρίων, για το λόγο που θα πούμε αμέσως πιο κάτω.

Ένα παράδειγμα, η νομολογία έκρινε πρόσφατα, σωστό ή όχι είναι άλλο θέμα, ότι η παραγραφή των αξιώσεων της ΑΧΕ κατά του πελάτη της είναι ετήσια, υπήρχε ένα κενό του νόμου και συνεπώς, ο πελάτης που δεν πλήρωσε το τίμημα των μετοχών που παρήγγειλε και η ΑΧΕ που είχε δικαίωμα να τις πουλήσει και να εισπράξει, να ικανοποιηθεί από το τίμημα, δεν ικανοποιήθηκε, γιατί είχε πέσει η τιμή, έπρεπε να ασκήσει την αγωγή εντός ενός έτους.

Θα έλεγα επίσης ότι η νομολογία αποτελεί μερικές φορές και κίνητρο για τη νομοθετική παρέμβαση. Έχω την εντύπωση ότι η ευθύνη του αναδόχου, το εάν ο ανάδοχος έχει αστική ευθύνη για τα στοιχεία που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο, αυτό σήμερα έχει καλυφθεί με το νόμο, αλλά πριν τη νομοθετική παρέμβαση είχαμε νομολογία του Πρωτοδικείου που δέχθηκε ότι πρέπει και ο ανάδοχος να έχει αστική ευθύνη για το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου του.

Στο Κοινοτικό Δίκαιο, επίσης, το Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, τη νομολογία του την έχουν ακολουθήσει Οδηγίες Κοινοτικές, σκέφτομαι αυτήν τη στιγμή τις Οδηγίες για την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών στο χρηματοοικονομικό τομέα που λέγεται ασφάλιση, που η Επιτροπή έσπευσε να εκδώσει Οδηγίες μετά από απόφαση του ΔΕΚ.

Υπάρχει μια φρασεολογία στην αγορά, την ακούω και εγώ, «Στις τράπεζες τα στελέχη, οι υπάλληλοι πρέπει να γνωρίζουν τον πελάτη». Για εμάς τους νομικούς αυτό, «to know your client», έχει και νομική αξία.

Η νομική αξία, έχω την εντύπωση, ότι είναι ότι η υποχρέωση του παροχέα επενδυτικών συμβουλών, γιατί και η τράπεζα κάνει επίσης επενδυτικές συμβουλές, έχει και αυτή δραστηριότητα, δεν εξαντλείται μόνο στην επιμέλεια, στην άκρατη επιμέλεια που πρέπει να δείχνει, αλλά πρέπει να υπεισέρχεται στη θέση του πελάτη, να αναγνωρίζει την προσωπική του θέση και να είναι σύμβουλος του.

Δεν είναι τόσο αυτονόητο ότι ο παροχέας επενδυτικών συμβουλών πρέπει να είναι και σύμβουλος. Και σας πληροφορώ ότι επίσης σε λίγο διάστημα θα έχουμε και κανονισμό που και στο χώρο της ιδιωτικής ασφάλισης θα υποχρεούνται ο ασφαλιστής και αυτός να παρέχει και συμβουλές.

Βλέπουμε, λοιπόν, μια γενικευμένη τάση. Πώς αυτό γεφυρώνεται με τη νομολογία; Νομίζω πως υπάρχει μια σχέση με τη νομολογία και μάλιστα με την Αγγλοσαξονικού Δικαίου νομολογία των τεστ που κάνει ο Άγγλος δικαστής, προκειμένου να καταλογίσει ευθύνη ή όχι στον παροχέα υπηρεσιών, αλλά και στον πωλητή προϊόντων.

Το τεστ, λοιπόν, της εύλογης προσδοκίας που πρέπει να έχει ο δέκτης των υπηρεσιών, δηλαδή ερχόμαστε στη θέση του δέκτη των υπηρεσιών, αυτό το

τεστ που κάνει ο Άγγλος δικαστής πολλά χρόνια, όπου φεύγει το υποκειμενικό στοιχείο που έχουμε στο Κοινοτικό Δίκαιο, όπου πρέπει ο παροχέας υπηρεσιών να μην έχει δόλο, να μην έχει βαριά αμέλεια, να μην έχει ελαφριά αμέλεια, το βάλουμε στην άκρη και ελαφριά αμέλεια να μην έχει, ευθύνεται, εάν ο δέκτης των υπηρεσιών αναγνωρίζει το δικαστήριο ότι ματαιώθηκαν οι εύλογες προσδοκίες του για μια ασφαλή ενημέρωση, εδώ στο χώρο των δικών μας των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Και αυτό έχει περάσει και στο Ελληνικό Δίκαιο, στο νόμο για την προστασία των καταναλωτών, μάλλον ίσως και όχι πολύ εύστοχη διάταξη του άρθρου 8, το οποίο λέει για την ευθύνη τον παρέχοντα τις υπηρεσίες, που χρησιμοποιεί πάλι ακριβώς αυτήν τη φράση και, βέβαια, στο Κοινοτικό Δίκαιο έχει περάσει τουλάχιστον με την Οδηγία για την ευθύνη για τα ανασφαλή προϊόντα.

Η σημασία της νομολογίας στο χώρο των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, η ιδιαίτερη σημασία, παντού είναι χρήσιμη η νομολογία, δεν υπάρχει αμφιβολία, οφείλεται και στη χρήση των χρηματοπιστωτικών, των χρηματοοικονομικών συναλλαγών γενικότερα.

Αυτή η ραγδαία εξέλιξη που είχαμε τα τελευταία δεκαπέντε χρόνια των χρηματοοικονομικών λεγόμενων προϊόντων, οι νέες μορφές συναλλαγών που δημιουργούνται με ομαδοποιημένα στερεότυπες συμβάσεις και ρυθμίσεις, η άρση των περιορισμών των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών που έχουμε από 1ης Νοεμβρίου με την Οδηγία MiFID, έχουμε μια συνεχή αύξηση προϊόντων, τα οποία αποτελούν συμβατικές σχέσεις. Μιλάμε για συμβάσεις.

Η χρηματιστηριακή αγορά, όπως ξέρετε, έχουμε την Αγορά Αξιών και την Αγορά Παραγώγων.

Η Αγορά Αξιών αναφέρεται σε αξίες, οι οποίες έχουν αξιογραφική καταγωγή πριν την αποϋλοποίησή τους, ενώ αυτό δεν συμβαίνει με την Αγορά των Παραγώγων.

Εντούτοις και εδώ έχουμε να κάνουμε με τίτλους, έχουμε, λοιπόν, και εδώ το στοιχείο της εμπορικότητας, έχουμε και εδώ εμπορεύσιμο αγαθό. Έχουμε, λοιπόν, εμπορεύσιμο αγαθό τόσο όταν το χρηματιστήριο λειτουργεί ως Χρηματιστήριο Αξιών, όσο και όταν λειτουργεί ως Χρηματιστήριο Παραγώγων.

Ο περιορισμένος αριθμός των αξιογράφων ισχύει ακόμα και σήμερα, αλλά, της εξέλιξης των αποϋλοποιημένων αξιογράφων, αγορά των κινητών των αξιών ισχύει και σήμερα, αυτό όμως δεν σημαίνει πως στην Αγορά Παραγώγων δεν έχουν και αυτά το χαρακτήρα των αξιογράφων στο ζήτημα ότι αποτελούν εμπορεύσιμες αξίες.

Τώρα, αυτά έχουν σχέση με το θέμα μας, το οποίο είναι η σημασία της νομολογίας και οι δαιδαλώδεις διαδρομές που πρέπει να ακολουθήσει η νομολογία στο χώρο αυτόν.

Θα εφαρμόσουμε διατάξεις περί αξιογράφων; Όχι πια. Δεν έχουμε, βέβαια, χρόνο να μιλήσουμε εδώ περισσότερο, απλώς ήθελα μια εικόνα της γέφυρας μεταξύ προ-απούλοποιημένης χρηματιστηριακής δραστηριότητας και μετά.

Ένα σημαντικό στοιχείο της χρηματιστηριακής νομοθεσίας είναι η μαζικότητα και η τυποποίηση. Βλέπουμε ότι ο κοινοτικός νομοθέτης και ο Έλληνας, βέβαια, νομοθέτης επιδιώκουν αυτό, συνεπώς η ερμηνεία και η εφαρμογή της νομοθεσίας πρέπει να γίνεται από την οπτική γωνία του να μην παρεμποδίζεται η μαζικότητα και η τυποποίηση. Αυτό είναι βούληση του νομοθέτη. Δυστυχώς, δεν έχω χρόνο για παράδειγμα επ' αυτού.

Στο χώρο των χρηματοοικονομικών προϊόντων, λέμε στην Ευρώπη έχουμε να κάνουμε με Legal products (νομικά προϊόντα). Γιατί το λέμε αυτό; Γιατί είναι αυτονόητο, είναι δημιουργήματα, στερεότυπα συμβατικών όρων ή και νομοθετικών ρυθμίσεων. Ο ανταγωνισμός των παροχών αυτών των προϊόντων είναι και ανταγωνισμός των καλύτερων συμβατικών όρων.

Προϊόντα τα οποία παράγει ο νόμος και προϊόντα τα οποία παράγει και η ιδιωτική βούληση και το χρηματιστήριο. Το τελευταίο είναι στα παράγωγα προϊόντα και τα υποπροϊόντα που παράγει η εφευρετικότητα στα πλαίσια των περιορισμών του ανταγωνισμού και των όρων της εμπορευσιμότητας.

Συνεπώς, η σημασία, υπενθυμίζουμε ότι αυτά είναι νομικά προϊόντα, είναι γιατί στην περίπτωση της παθολογίας, αυτό είναι έργο νομικό.

Θα μου πείτε η παθολογία των συμβάσεων πάντα νομικό έργο είναι; Δεν είναι στον ίδιο βαθμό. Και άλλα προϊόντα υπάρχουν, δεν είναι όλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, υπάρχουν και άλλοι τρόποι άρσης της παθολογίας. Εδώ στην άρση της παθολογίας έχει πρώτιστο ρόλο ο νομικός, συνεπώς και σε αμφισβήτηση ο δικαστής.

Η παράθεση παραδειγμάτων της νομολογίας μας, δεν θα αναφερθώ σε αυτή, γιατί δεν υπάρχει χρόνος, θα πω όμως ένα παράδειγμα από τη γερμανική νομολογία, ίσως την ξέρουμε λιγότερο.

Η αιτιώδης συνάφεια μεταξύ της χειραγώγησης της αγοράς και της ζημιάς που έπαθε ο επενδυτής. Άλλο είναι η ποινική ευθύνη λόγω της χειραγώγησης της αγοράς και άλλο είναι ο καταλογισμός υποχρέωσης προς αποζημίωση του αγοραστή των προϊόντων.

Ο Γερμανικός Άρειος Πάγος είπε ότι δεν αρκεί ότι η θεωρία του fraud of the

market, του Αμερικανικού Δίκαιου, δηλαδή της εξαπάτησης της αγοράς αρκεί και μόνο για να καταλογίζουμε υποχρέωση προς αποζημίωση, αλλά πρέπει συγκεκριμένη απόφαση που πήρε ο επενδυτής να οφείλεται σε αυτό και μόνο. Γιατί μπορεί να είναι και άλλοι παράγοντες, οι οποίοι τον οδήγησαν στην αγορά αυτών των προϊόντων.

Επίσης, θα ήθελα τελειώνοντας, αναγκαστικά, να σας πω τα εξής. Σε αυτόν τον νομοθετικό οργανισμό που έχουμε στην Ευρώπη και στην Ελλάδα, τον τελευταίο μήνα μάλιστα, διαβλέπουμε και την πολιτική βούληση του ανοίγματος των διασυννοριακών χρηματοοικονομικών συναλλαγών, η οποία κατάργησε εμπόδια, αλλά εισήγαγε το αναλυτικό αυτό και διαρκώς διογκούμενο νομοθετικό πλαίσιο.

Το εισήγαγε αυτό, όχι μόνο για να μη διακινδυνεύσει το χρηματοοικονομικό σύστημα, αλλά και για να παρασχεθεί ακόμη περισσότερη προστασία απ' ό,τι υπήρχε πριν το άνοιγμα.

Η νομοθετική, λοιπόν, βούληση των εύλογων συμφερόντων των συναλλασσομένων, ώστε να συμμετέχουν στο επιχειρείν, χωρίς να φέρουν και τους παραδοσιακούς κινδύνους που έχει ένας επιχειρηματίας, αυτό, κατά τη γνώμη μου, χαρακτηρίζει τις διατάξεις του Δικαίου των σύγχρονων χρηματοοικονομικών συναλλαγών και της Οδηγίας MiFID και δυο νομοθετημάτων των ελληνικών που ακολούθησαν.

Και εδώ αυτό σημαίνει αυξημένο ρόλο του δικαστικού ελέγχου των συναλλαγών. Δηλαδή, η βούληση του κοινοτικού νομοθέτη για πρόσθετη προστασία των συναλλασσομένων.

Η Ελληνική Οικονομία είναι μικρή, θα έλεγα ότι το ένδυμα αυτό, το νομοθετικό ένδυμα, είναι πολύ μεγάλο ρούχο για την Ελληνική Νομολογία, για την Ελλάδα και πόσο μάλλον για ακόμα μικρότερες κοινοτικές χώρες. Αυτό σημαίνει ότι ίσως να μην εφαρμοστούν όλες αυτές οι διατάξεις άμεσα στην Ελλάδα, είναι λίγο πάρα πολύ, αλλά αυτό είναι ένα συμπέρασμα, εάν θέλετε, ένα αποτέλεσμα του ότι είμαστε μια άκρη ενός μεγάλου οικονομικού οργανισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σε σχέση με τις μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομίες, το δείγμα της εφαρμογής αυτής της νομοθεσίας στην Ελλάδα είναι μικρό. Δυσκολεύει και τον Έλληνα δικαστή για την εφαρμογή του. Έχουμε όμως τη δυνατότητα να παραπέμψουμε στη νομολογία άλλων χωρών κοινοτικών και, τουλάχιστον, εδώ έχουμε ένα βοήθημα.

Δεν θα πρέπει να ξεχνάμε, λοιπόν, την κοινοτική καταγωγή αυτών των δια-

τάξεων και τη βούληση του νομοθέτη ότι η αρχή είναι το διακοινοτικό άνοιγμα των αγορών.

Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κ. Ρόκα για την αναλυτική του παρουσίαση και καλούμε στο βήμα τον κ. Κυριακόπουλο για να μας περιγράψει πώς βλέπει το έργο της Ελλάδας στη χρηματιστηριακή νομοθεσία και γενικότερα την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος.

3.4 Π. ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ

Τραπεζική εποπτεία – Η νέα προσέγγιση και οι προκλήσεις εφαρμογής στην πράξη

Καλημέρα και σας ευχαριστώ για την πρόσκληση να συνεισφέρω κατά το δυνατόν σε μια συζήτηση που, κατά την άποψή μας, συνδέεται απόλυτα με το διαμεσολαβητικό ρόλο των τραπεζών και πολλές φορές ο ρόλος της Τράπεζας της Ελλάδος αναδεικνύεται, θα έλεγα, με διάφορους τρόπους και μάλλον αποσπασματικά.

Θα πω πολύ περιληπτικά, βέβαια, αναφέρθηκαν πολλοί στους λόγους τους συστημικούς, λόγοι της εποπτείας των τραπεζών, οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η Τράπεζα της Ελλάδος ως Εποπτική Αρχή του τραπεζικού συστήματος, ορισμένα θέματα τα οποία αφορούν τη διασυνοριακή συνεργασία και ορισμένα ειδικότερα θέματα που πολλές φορές εμπίπτουν στην αρμοδιότητα των δικαστών, με τους οποίους έχουμε κάποιες συζητήσεις ή διευκρινίσεις.

Οι λόγοι της εποπτείας των τραπεζών πολύ συνοπτικά είναι ότι οι τράπεζες αντιπροσωπεύουν, σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις, δεν θέλω να μπω στη συζήτηση ποιος είναι πιο πολύ συστημικός κίνδυνος ή μεγαλύτερος, περισσότερο συστημικό κίνδυνο καθ' όσον είναι υποχρεωμένες οι τράπεζες και ειδικά οι σημαντικές, και εννιώ πολύ μεγάλες τράπεζες, που συμμετέχουν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, όπως και οι χρηματιστηριακές, μπορεί να έχουν κάποια αναταραχή μπορεί να έχει επίπτωση στην πραγματική οικονομία.

Η χρήση των επιστρεπτέων κεφαλαίων των τραπεζών, δηλαδή των καταθέσεων, σε ένα απελευθερωμένο από διοικητικούς περιορισμούς σύστημα υπόκειται σε πλήθος κινδύνων με την πιθανότητα τράπεζες να μην μπορούν να

απορροφήσουν τυχόν ζημιές των καταθετών, που, όπως ξέρετε, ζητάνε τα χρήματά τους σε πρώτη ζήτηση και αυτό είναι η διαφορά, ενδεχόμενα, από άλλες επιχειρήσεις.

Η εξέλιξη αυτή μπορεί να έχει συστημικές επιδεινώσεις στην πραγματική οικονομία.

Πρόσφατο παράδειγμα είναι ότι η κρίση που ξεκίνησε από το sub prime market στην Αμερική μεταδόθηκε σε όλες τις αγορές και, βεβαίως, οι μεγάλες τράπεζες άντεξαν τις ζημιές, αλλά θυμάμαι τις ουρές έξω από τη NORTHERN ROCK στο Ηνωμένο Βασίλειο, από τους καταθέτες για να πάρουν τα χρήματά τους.

Αυτό, βεβαίως, δεν μπορεί να συμβεί σε μια ασφαλιστική, λόγω του μακροπρόθεσμου χαρακτήρα των υποχρεώσεων των ασφαλιστικών εταιρειών.

Ένας δεύτερος λόγος είναι ότι το ευρύ αποταμιευτικό κοινό δεν διαθέτει την απαιτούμενη εξειδίκευση, κάτι αντίστοιχο, δηλαδή, με τις χρηματιστηριακές και με τα prospectus και όλα αυτά, για να αξιολογήσει τη φερεγγυότητα, τη ρευστότητα και εν τέλει την πιθανότητα επιστροφής ή μη επιστροφής των καταθετών, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των τραπεζών και των πελατών τους.

Κατά συνέπεια, επειδή η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του αποτελεί δημόσιο αγαθό, τα κράτη αναθέτουν την εποπτεία σε ανεξάρτητες αρχές, οι οποίες λογοδοτούν, βέβαια, και στο Κοινοβούλιο. Είναι η ίδια λογική, αυτή η οποία αναφέρθηκε προηγουμένως.

Να μπω λίγο συνοπτικά στους στόχους και στο περιεχόμενο μιας τραπεζικής εποπτείας ειδικότερα.

Σύμφωνα με τη νομοθεσία μας, αναφέρθηκαν κάποιοι νόμοι, ο Ν3601 είναι ο τελευταίος νόμος, είναι η σταθερότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά και η διαφάνεια των διαδικασιών και των συναλλαγών.

Για την επίτευξη του στόχου αυτού το περιεχόμενο της εποπτείας εκτείνεται από την παροχή άδειας λειτουργίας και τον έλεγχο της καταλληλότητας των προσώπων που διοικούν τις τράπεζες, στη διαρκή παρακολούθηση κατά τη διάρκεια της λειτουργίας τους, ως προς τη χρηστή και συνετή διαχείριση, αλλά και στην επιβολή κυρώσεων, ή διορθωτικών μέτρων που μπορεί να φτάσουν μέχρι και την ανάκληση της άδειας.

Ο γενικός αυτός στόχος εξειδικεύεται με τον έλεγχο της φερεγγυότητας, της ρευστότητας, της συγκέντρωσης κινδύνων, του κινδύνου χώρας και κυρίως,

πρόσφατα, με την απαίτηση καλής διοικητικής και λογιστικής οργάνωσης και των διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου, δηλαδή ουσιαστικά για ένα αποτελεσματικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης από πλευράς διαχείρισης των κινδύνων.

Οι κίνδυνοι, ο πιστωτικός, να μην αποπληρώσει ο πελάτης τα χρήματα, η ρευστότητα, το πρόσφατο παράδειγμα με το πρόβλημα της ρευστότητας, πρέπει να αξιολογούνται, όχι μόνο στατικά, αλλά και δυναμικά και σε ένα εύλογο χρονικό ορίζοντα, καθ' όσον όλοι οι κίνδυνοι έχουν δυναμικό χαρακτήρα μέσω της λειτουργίας των αγορών που έγινε εκτενής αναφορά προηγουμένως, όπως και απέδειξε, όπως είπα, η πρόσφατη κρίση και το κύριο χαρακτηριστικό της οποίας ήταν η απόλυτη συσχέτιση μεταξύ των διαφόρων κινδύνων.

Ο νέος νόμος που ενσωματώνει και κωδικοποιεί τη νομοθεσία που ίσχυε ήδη από το 1931, αν θυμάμαι καλά, ο Ν5076/1931, κωδικοποιεί όλη τη νομοθεσία, ενσωμάτωσε τις Οδηγίες, τις γνωστές Οδηγίες που περιλαμβάνουν το Πλαίσιο πλέον της Βασιλείας 2 και η σημαντικότερη προσαρμογή, θα έλεγα αλλαγή, είναι πλέον η φιλοσοφία διαχείρισης των κινδύνων.

Τι σημαίνει αυτό; Παραδοσιακά οι εποπτικές αρχές απαιτούσαν και απαιτούν, βεβαίως, από τις τράπεζες να αναλάβουν όσο το δυνατόν μικρότερους κινδύνους με το ίδιο επίπεδο κεφαλαίων. Αυτός είναι ο συντηρητικός τρόπος των εποπτών.

Αντίθετα, οι μέτοχοι των τραπεζών θέλουν τα ίδια κεφάλαια να αναλάβουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερους κινδύνους, ώστε να έχουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα.

Το καινούργιο Πλαίσιο της Βασιλείας, αυτούς τους δύο αντικρουόμενους στόχους προσπαθεί να τους εναρμονίσει, να τους συγκεράσει, να τους φέρει πλησιέστερα, αναγνωρίζοντας και το ρόλο της τράπεζας, με την έννοια του οικονομικού κεφαλαίου, αλλά και το ρόλο της εποπτείας, που είναι ένα αρκετά πολύπλοκο θέμα.

Και αυτό έγινε, γιατί στην ουσία και λόγω της παγκοσμιοποίησης, αλλά και απεδείχθη ότι ουσιαστικά το να έχεις απλώς πολλά κεφάλαια σε ένα δυναμικό και παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον δεν επαρκεί.

Απαιτείται κυρίως οργάνωση και τελικά η δυνατότητα των τραπεζών να μετρούν, να αξιολογούν και να εκτιμούν τελικά τον κίνδυνο, που είναι και ένα θέμα από τα κύρια ζητήματα της εποπτείας.

Τι σημαίνει αυτό; Για πρώτη φορά για ένα δάνειο, η τράπεζα δεν πρέπει να κρατάει 8 μονάδες κεφάλαιο, αυτό που λένε ο δείκτης της κεφαλαιακής

επάρκειας 8%, αλλά μπορεί να κρατάει από 0% μέχρι και 32% που είναι για τα hedge funds.

Δηλαδή έχουμε μια διαβάθμιση, εάν θέλετε, του κινδύνου με βάση την πιθανότητα ο κάθε πελάτης μετά από ένα εύλογο διάστημα, ας πούμε ενός έτους, να πτωχεύσει.

Να πω μια κουβέντα, επίσης, για το ρόλο της εποπτείας. Με βάση το καινούργιο πλαίσιο, αυτό που έχει πολλή σημασία, και είναι και θέμα του ανταγωνισμού, είναι ότι ο επόπτης βρίσκεται αναγκασμένος, όχι να έχει έναν τυποποιημένο κανόνα που να εφαρμόζουν όλες οι τράπεζες με τον ίδιο τρόπο, αλλά να ζητάει από κάθε τράπεζα διαφορετικά κεφάλαια, ανάλογα με τους κινδύνους που αναλαμβάνει.

Έτσι υπάρχει ένα θέμα, όσον αφορά την ισότητα των όρων ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών. Βεβαίως, έχουν τους μετόχους, είναι στο χρηματιστήριο και πρέπει να αποδώσουν και το ρόλο του επόπτη, ο οποίος θα πρέπει να αντιμετωπίζει τις τράπεζες ανάλογα με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και ερχόμαστε στο θέμα της επιβολής προβλέψεων.

Παραδείγματος χάρη, στην ελληνική αγορά οι προβλέψεις των ελληνικών τραπεζών είναι περίπου 0,49 του συνόλου του ενεργητικού, έναντι 0,18, που είναι στην Ευρώπη.

Εδώ απλώς έχω το παράδειγμα, ποιος είναι ο υπολογισμός του κινδύνου, που τελικά πρέπει να κρατάει 8% ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας η τράπεζα. Να το κάνω λιανά, για κάθε εκατό μονάδες που δίνει πρέπει να έχει οκτώ κεφάλαια. Είπαμε όμως ότι με τον καινούργιο νόμο η διαφοροποίηση στα hedge funds, παραδείγματος χάρη, φτάνουν μέχρι το 32%.

Στην ελληνική αγορά, θα σας δώσω μια ένδειξη, έτσι για να έχετε και μια ποσοτική διάσταση, ο δείκτης των ελληνικών τραπεζών σε επίπεδο Ομίλου είναι κοντά στο 11%, επειδή είχαμε τις συγχωνεύσεις στο εξωτερικό, ενώ σε ατομική βάση είναι περίπου κοντά στο 13%.

Έρχομαι τώρα σε ένα άλλο θέμα για την προστασία των καταναλωτών των τραπεζικών προϊόντων.

Η σταθερότητα ενός συστήματος δεν είναι πλήρης, εάν δεν συνοδεύεται με την ανάπτυξη του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Ως αναπόσπαστο τμήμα του θεσμικού πλαισίου και των υποδομών θεωρούμε την προστασία των καταναλωτών των τραπεζικών υπηρεσιών, που, όπως προανέφερα, δεν έχουν τη δυνατότητα να αξιολογήσουν τους κινδύνους που αναλαμβάνουν, όταν συναλλάσσονται με μια τράπεζα.

Ποιο είναι όμως το εύρος της αρμοδιότητας της Τράπεζας της Ελλάδος που έχει σε αυτόν τον τομέα;

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει αρμοδιότητα για τη διασφάλιση της διαφάνειας των διαδικασιών και των όρων των τραπεζικών συναλλαγών, όχι όμως και την ευρύτερη αρμοδιότητα της προστασίας των καταναλωτών, δηλαδή την έννοια της καταχρηστικότητας, που εσείς, βεβαίως, ως δικαστικοί λειτουργοί την ξέρετε καλύτερα από μένα, που είναι, βεβαίως, σε τελική ανάλυση, αρμοδιότητα του υπουργείου Ανάπτυξης και, επίσης, αρμοδιότητα των δικαστηρίων αυτών καθ' αυτών.

Το κόστος όμως που απαιτείται για κάθε πολίτη που προσφεύγει στα δικαστήρια είναι ένα από τα βασικά κριτήρια της δράσης μας στο πεδίο, βεβαίως, της αρμοδιότητάς μας, καθώς και οι αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, εάν δεν στηρίζονται στις αρμοδιότητές της, μπορούν να κριθούν παράνομες, κυρίως από το Συμβούλιο της Επικρατείας.

Στα πλαίσια της αρμοδιότητας αυτής έχουμε θεσπίσει πλήθος διατάξεων που αφορούν την αρμοδιότητα με τους όρους των συναλλαγών και τα λοιπά, αλλά πάντα για λόγους διαφάνειας.

Η αρμοδιότητα αυτή, επίσης, υπηρετεί δύο στόχους. Ο ένας στόχος είναι η ενίσχυση του ανταγωνισμού. Πρέπει να είναι κανείς πληροφορημένος για να μπορεί ο ανταγωνισμός να λειτουργήσει, αλλά υπάρχει και η υποχρέωση των τραπεζών να παρέχουν πλήρη ενημέρωση, ώστε να μπορεί να λειτουργήσει ο μηχανισμός, έξοδα, προμήθειες και τα λοιπά. Δεύτερον, και θα ήθελα να το υπογραμμίσω αυτό, την Εποπτική Αρχή της Τράπεζας της Ελλάδος την ενδιαφέρει πάρα πολύ η φήμη και αξιοπιστία των τραπεζών, λόγω των προβλημάτων ορισμένες φορές με τα θέματα διαφάνειας, γιατί η εμπιστοσύνη του κοινού προς τις τράπεζες αποτελεί το κύριο περιουσιακό στοιχείο.

Δηλαδή, οι τράπεζες στηρίζουν την εμπιστοσύνη. Βεβαίως, κατά πόσο ο στόχος αυτός επιτυγχάνεται ή όχι είναι ένα θέμα και θα έλεγα, μάλλον ένα θέμα για μεγάλη συζήτηση.

Να πω ότι όσον αφορά τη διαφάνεια, επειδή υπάρχει πολύ μεγάλη σύγχυση ορισμένες φορές, να διευκρινίσω ότι δεν έχουμε αρμοδιότητα πλέον για τον καθορισμό ανώτατου ορίου επιτοκίων ή προμηθειών, όπως πολλοί ακόμα πιστεύουν και αυτό γιατί η χώρα είναι πλέον μέλος της ζώνης του ευρώ, τα επιτόκια διαμορφώνονται από την ενιαία νομισματική πολιτική, από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στην οποία ο διοικητής μου, ο διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος συμμετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο και διαμορφώνουν τα επιτόκια,

στα πλαίσια της ανοικτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, όπως εξάλλου λέει η συνθήκη.

Τα καθοριζόμενα από την Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα αποτελούν οδηγό των επιτοκίων, με τα οποία οι τράπεζες, αφού λάβουν υπόψη τους παράγοντες όπως το κόστος, ο κίνδυνος και όλα αυτά, διαμορφώνουν τα επιτόκια στις αγορές και στα δάνεια.

Συνεπώς, η Τράπεζα της Ελλάδος, όπως και οι άλλες αρχές και οι άλλες κεντρικές τράπεζες, δεν έχουν αρμοδιότητα πλέον να παρεμβαίνουν διοικητικά και να καθορίζουν τα επιτόκια ή βεβαίως, όπως πολλές φορές ακούγεται, να προσδιορίζουν το εύλογο περιθώριο κέρδους. Κάθε τράπεζα διαμορφώνει τα επιτόκια δανεισμού, λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες ανταγωνισμού και τους παράγοντες τους οποίους προανέφερα.

Σημαντικός παράγων για εμάς, για την εποπτεία, είναι βεβαίως η τιμολόγηση του κινδύνου, για τους λόγους τους οποίους ανέφερα προηγουμένως.

Πάντως, με τους κανόνες διαφάνειας δεν εξαντλείται το θέμα της προστασίας των καταναλωτών, κατά την άποψή μας, όσο εκτεταμένη και τυποποιημένη να είναι η παροχή της πληροφόρησης.

Υπάρχει θέμα σίγουρα εκπαίδευσης των καταναλωτών, αλλά βεβαίως και ακόμα το πιο σημαντικό θέμα της εκπαίδευσης των πολιτών. Ενώ των παρόχων τραπεζικών προϊόντων, δηλαδή να υπάρχει ένα *miss-selling* αλλά να υπάρχει και ένα *miss-purchasing* σε αυτή την περίπτωση και, βεβαίως, είναι η εφαρμογή των υγιών αρχών ανταγωνισμού, υπάρχει ανεξάρτητη αρχή για τους κανόνες ανταγωνισμού.

Πάντως, απαιτείται μια συνεχής προσαρμογή. Η κουλτούρα και οι προτεραιότητες έχουν αλλάξει σημαντικά ως προς την προτεραιότητα που αποδίδεται στην προστασία των καταναλωτών από τα διοικητικά μέτρα του παρελθόντος.

Τα επιτόκια απελευθερώθηκαν στην Ελλάδα το 1987, στη ζώνη του ευρώ μπήκαμε το 2002, η καταναλωτική πίστη απελευθερώθηκε το 2003.

Μέχρι σήμερα έχουν γίνει σημαντικές αλλαγές που βεβαίως απέτρεψαν και τη μείωση των επιτοκίων, παρά τα προβλήματα που υπάρχουν.

Εδώ, θα ήθελα να σας πω ότι η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών, έχω κάποιους δείκτες της κερδοφορίας συγκριτικά με τις άλλες χώρες, δεν είναι μεγαλύτερη.

Απλώς έχω βάλει με κίτρινο τις χώρες οι οποίες έχουν και μεγαλύτερη κερδοφορία. Παραδείγματος χάρι, στον τελευταίο πίνακα, στην τελευταία γραμμή

φαίνονται και χώρες οι οποίες έχουν μεγαλύτερη κερδοφορία, αλλά βεβαίως, η διάρθρωση των κερδών, των εσόδων των ελληνικών τραπεζών έχει πολύ μεγάλο κομμάτι από τόκους.

Δηλαδή, περίπου το 70% των εσόδων λόγω της πιστωτικής επέκτασης, η καταναλωτική πίστη που έχουμε είναι περίπου στο 70%.

Εδώ έχω δώσει στο power point ένα διάγραμμα με τις διαφορές των επιτοκίων, έχει δημοσιευθεί και στο τελευταίο, και στην τελευταία ενδιάμεση έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος, όπου βλέπουμε στα στεγαστικά δάνεια είναι πολύ χαμηλότερο από το μέσο όρο, τα βλέπετε, νομίζω, και στον ανταγωνισμό και στο μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, γιατί υπάρχει πάρα πολύ ανταγωνισμός.

Δική μας άποψη, και ο διοικητής ο κ. Γκαργκάνας πολλές φορές έχει αναφερθεί σε αυτό, είναι πως δεν σημαίνει ότι όταν τα επιτόκια έχουν πάει στο 2,70, τιμολογούν σωστά οι τράπεζες τον κίνδυνο παρέχοντας δάνειο 120% της αξίας του ακινήτου με επιτόκιο κάτω από το 3% ή το 2,5%.

Χωρίς να μπω στη συζήτηση, απλώς θέλω να σας πω ότι υπάρχει και μια διάσταση από την πλευρά της εποπτείας.

Να πω λίγο για τις προκλήσεις. Πολύ συνοπτικά, γιατί είναι πάρα πολλά τα θέματα. Υπάρχει ένα θέμα επάρκειας στοιχείων στην ελληνική αγορά και αναφέρομαι πιο πολύ σε θέματα που έτσι κάπως εσείς ως δικαστικοί λειτουργοί εμπλέκεστε άμεσα ή έμμεσα πολλές φορές, η ελληνική οικονομία, ευτυχώς, δεν έχει περάσει έναν ολόκληρο οικονομικό κύκλο. Από το '90, '95 και μετά τρέχει το ΑΕΠ με 4,5%. Άρα δεν έχουμε στοιχεία για το τι θα γίνει από πλευράς φερεγγυότητας των πελατών, των τραπεζών στην καθοδική φάση του κύκλου.

Σε αυτό θα βοηθούσε ο Τειρεσίας, αλλά ο Τειρεσίας έχει κάποια προβλήματα στη συλλογή των στοιχείων, διότι απαιτούνται, τουλάχιστον, πέντε ετών στοιχεία συλλεκτικής ικανότητας για να μπορέσουν οι τράπεζες να υπολογίσουν ακριβώς την πιθανότητα πτώχευσης του πελάτη στον οικονομικό κύκλο.

Εδώ, κατά την άποψή μας, μια καλύτερη ισορροπία μεταξύ των απαιτήσεων της Αρχής Προσωπικών Δεδομένων, αλλά και των απαιτήσεων της οικονομικής και της συστημικής σταθερότητας, νομίζω ότι είναι επιθυμητή.

Ένα άλλο θέμα, που έχει γίνει πολύ συζήτηση τώρα τελευταία, είναι για τις εισπρακτικές εταιρείες. Βεβαίως δεν θέλω να ανοίξω τη συζήτηση, εάν έχετε κάποια ερωτήματα, η Τράπεζα της Ελλάδος ενδιαφέρεται οι τράπεζες να επισπράξουν τις απαιτήσεις τους, ώστε να μην έχουν μεγάλες επισφάλειες.

Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν διατηρούν την πρωτεύουσα ευ-

θύνη για τον τρόπο που χρησιμοποιούν, κάνουν out-sourcing σε εισπρακτικές εταιρείες για να εισπράξουν τα χρήματά τους, που απαγορεύεται χωρίς έγκριση να εισπράττουν.

Απλώς, υπάρχει ένα θέμα δεοντολογίας, ορισμένες περιπτώσεις, συγκεκριμένες καταγγελίες παρά τις ανακοινώσεις της Αρχής που είδα στον Τύπο, δεν έχουμε συγκεκριμένες καταγγελίες, σε ορισμένες περιπτώσεις τις ψάχνουμε, υπάρχει ένα θέμα πάλι της Αρχής Προσωπικών Δεδομένων, καθώς εάν η Τράπεζα της Ελλάδος, νομίζω ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το κάνει σε άλλες περιπτώσεις στην κατάκτηση αγοράς, ακούει μαγνητοφωνήσεις του πελάτη με τον χρηματιστηριακό εκπρόσωπο.

Εάν πάμε εμείς να ακούσουμε τη μαγνητοφώνηση που έκανε η εισπρακτική εταιρεία με τον πελάτη, τι του είπε, πώς τον εκβίασε, τον απείλησε, δεν έχουμε αυτήν τη δυνατότητα, δεδομένων των προβλημάτων, νομίζω, που υπάρχουν στα θέματα προσωπικών δεδομένων.

Θέλω να πω ότι ίσως σε αυτό το θέμα, επιτρέψτε μου μια προσωπική άποψη, ίσως η πολιτεία θα πρέπει να δει λίγο το θέμα της χρήσης αυτών των εταιρειών, η Τράπεζα της Ελλάδος δεν μπορεί να τις απαγορεύσει, παρά αφού έχουν την ευθύνη οι τράπεζες. Αλλά βεβαίως δεν εποπτεύουμε τις εταιρείες άμεσα.

Έχω ζητήσει, εάν προλάβω σε τρία με τέσσερα λεπτά, πολύ συνοπτικά, έχω ένα χάρτη με την παρουσία των ελληνικών τραπεζών στο εξωτερικό.

Όπως γνωρίζετε, οι ελληνικές τράπεζες έχουν αυτήν τη στιγμή πάνω από 2.000 υποκαταστήματα, από 500 καταστήματα που είχαν το 2002, έχουν πάνω από 2.000 καταστήματα στο εξωτερικό, αυτό σημαίνει ότι η Τράπεζα της Ελλάδος ως Εποπτική Αρχή έχει την ευθύνη και σε ατομικό επίπεδο αλλά και σε επίπεδο Ομίλου όλων, από τη Finance στην Τουρκία μέχρι την Post Bank, τώρα έχουμε και κάποια συμμετοχή σε Ουκρανία, Βουλγαρία, Αλβανία και τα λοιπά.

Απλώς είναι ένας χάρτης, το σημαντικό exposure των ελληνικών τραπεζών ανέρχεται γύρω στο 130% των κεφαλαίων στο εξωτερικό.

Εδώ να πω μόνο ότι οι προκλήσεις που έχουμε για τους Ομίλους και είναι και ένα θέμα, που θα ήθελα να το αναφέρω, επειδή εσείς όλοι οι δικαστές έχετε καλύτερη εικόνα γι' αυτό, ενώ για την αποτελεσματικότητα της εποπτείας απαιτείται εμείς, η Τράπεζα της Ελλάδος ή αντίστοιχα οι Γαλλικές Αρχές για τις Γαλλικές Τράπεζες που λειτουργούν εδώ, να έχουν την ευθύνη σε επίπεδο Ομίλου, δεν είναι δυνατόν να αφήσεις μεταφορά στοιχείων του ενεργητικού από τη θυγατρική στη μητρική, προκειμένου να σώσεις τη μητρική και να σώσεις,

κατά συνέπεια, όλο αυτόν τον όμιλο, γιατί στην ουσία οι εποπτικές αρχές θα καταλήξουν στα δικαστήρια.

Υπάρχει μια συζήτηση σε ευρωπαϊκό επίπεδο και αποτελεί αυταπάτη να νομίζουν πλέον οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας ότι από μόνες τους μπορούν να υπερασπίσουν τα συμφέροντα των τοπικών καταθετών, όταν πτωχεύσει ο Όμιλος. Είναι μια συζήτηση που έχουμε ανοίξει στην Κοινότητα και θα βγει κάποια Οδηγία, ίσως.

Να πω, επίσης, ότι στις χώρες όπου λειτουργούν οι ελληνικές τράπεζες, εδώ οι χώρες αυτές και κυρίως η Πολωνία και κάποιες άλλες, οι οποίες έχουν πολύ μεγάλη παρουσία ξένων τραπεζών, θέτουν θέμα δημοσίου συμφέροντος, με τη λογική ότι οι τράπεζες που λειτουργούν στη χώρα τους αποδέχονται καταθέσεις από ντόπιους, από τοπικό κοινό, ενώ στην ουσία η εποπτεία γίνεται και σε επίπεδο Ομίλου. Αυτό είναι ένα θέμα, το οποίο θα αντιμετωπιστεί. Υπάρχουν τεράστιες συζητήσεις για το *converges* των πρακτικών σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης αυτήν τη στιγμή.

Να πω κάτι για το ξέπλυμα βρώμικου χρήματος. Η Τράπεζα της Ελλάδος, βεβαίως, όπως και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν αποφασίζουν εάν ένας κάνει ξέπλυμα ή όχι, απλώς ελέγχουμε κατά πόσο οι τράπεζες τηρούν τις διαδικασίες, κάνουν αναφορά στην αρμόδια αρχή.

Να πω ότι υπάρχει, μετά την προσαρμογή, εάν θέλετε, από την αυστηροποίηση των υποχρεώσεων ως προς το ποια στοιχεία θα ζητούν οι τράπεζες από τους πολίτες, προκειμένου να φτιάξουν το προφίλ τους, υπάρχουν παράπονα ότι ζητάνε πάρα πολλά στοιχεία, βεβαίως και σε εμάς και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για τις αντίστοιχες χρηματιστηριακές. Ζητάνε στοιχεία για να κτίσουν ένα προφίλ του πελάτη, ώστε να δουν μετά οι συναλλαγές κατά πόσο ταιριάζουν με το προφίλ αυτό.

Σήμερα υπάρχει ένα γενικότερο θέμα και το λέω απλώς, δεν μπορώ να το σχολιάσω άλλο λόγω του χρόνου, υπάρχει ένα γενικότερο θέμα συντονισμού με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και γνωρίζουμε με την Κεφαλαιαγορά, με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ότι δεν μπορεί να έχουμε παράλληλες αρμοδιότητες για να γίνει ένας συντονισμός, ώστε να μειωθεί το διοικητικό κόστος της εποπτείας τόσο σε εθνικό, εάν θέλετε, επίπεδο, όσο και σε δημοσιονομικό.

Σας ευχαριστώ πάρα πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κ. Κυριακόπουλο για την πολύ διαφωτιστική του παρουσίαση. Παρακαλούμε τον κ. Γκόρτσο να προσέλθει στο βήμα για να ολοκληρωθεί η εικόνα μας πάνω στα θέματα της σημασιακής νομοθεσίας και να μας αναπτύξει πώς όλα αυτά, οι τελευταίες νομοθετικές πρωτοβουλίες που αναφέρθηκαν και από τους τρεις προηγούμενους ομιλητές, είναι αποτέλεσμα των εξελίξεων του Ευρωπαϊκού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς.

3.5 Χ. ΓΚΟΡΤΣΟΣ

Η επίδραση του Ευρωπαϊκού Τραπεζικού Δικαίου στη διαμόρφωση του Ελληνικού

Ευχαριστώ θερμά, ευχαριστώ ιδιαίτερα την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και προσωπικά τον κ. Χαραλάμπους για την πρόσκληση να συμμετάσχω σε αυτή την ενδιαφέρουσα διημερίδα. Θεωρώ ότι είναι μια εξαιρετικά καλή πρωτοβουλία και, πράγματι, πρέπει να συνεχιστεί και ήδη σκέφτομαι ότι στο χώρο των τραπεζικών συναλλαγών ίσως θα ήταν το εύλογο να είναι η επόμενη εκδήλωση.

Αυτός είναι, εξάλλου, ο λόγος που η Ένωση Τραπεζών υπήρξε χορηγός της συγκεκριμένης εκδήλωσης και ίσως να είναι ο διοργανωτής της επόμενης, αλλά αυτό θα το δούμε.

Ο λόγος για τον οποίον επέλεξα το θέμα της επίδρασης του Διεθνούς Δικαίου, του Ευρωπαϊκού Δικαίου στο Ελληνικό στο χώρο της κεφαλαιαγοράς είναι διότι, όπως θα δούμε και στο τέλος της όλης άσκησης, η επίδραση αυτή είναι καταλυτική.

Η συντριπτική πλειοψηφία των νομοθετημάτων, τα οποία σήμερα ισχύουν ως πηγές του Δικαίου της κεφαλαιαγοράς, έχουν κοινοτική προέλευση.

Και εάν ως Ευρωπαϊκό Δίκαιο, Ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς ορίσουμε το υποσύνολο των κανόνων του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου μέσα από το οποίον επιδιώκονται συγκεκριμένοι πολιτικοί στόχοι στο χώρο της κεφαλαιαγοράς και θυμηθούμε ότι το Ευρωπαϊκό Οικονομικό Δίκαιο είναι Δημόσιο Δίκαιο, με την έννοια ότι δεν περιλαμβάνει ούτε το Ιδιωτικό Δίκαιο των ενδοκοινοτικών συναλλαγών, ούτε το Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο ούτε τη λέξη *metecatoria*, τότε καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι βρισκόμαστε σε ένα πεδίο Δημοσίου Δικαίου.

Και εκείνο το οποίο θα προσπαθήσω να κάνω στα επόμενα δεκαπέντε λεπτά,

είναι να δούμε γιατί υπάρχουν κανόνες ευρωπαϊκοί, στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Ποια είναι η διαδικασία, με την οποία εκδίδονται αυτοί οι κανόνες; Γιατί τα τελευταία χρόνια έχει σχεδόν αλλάξει ο τρόπος παραγωγής των κανόνων από αυτό το οποίο παραδοσιακά γνωρίζουμε ως νομοπαρασκευαστική διαδικασία σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Και θα καταλήξω με πηγές και την ενσωμάτωση.

Είναι αδύνατον να παρουσιαστούν όλα, αλλά οι σημειώσεις οι οποίες θα υπάρχουν διαθέσιμες στο Διαδίκτυο μας δίδουν μια πλήρη χαρτογράφηση τόσο των Οδηγιών, όσο και στο τέλος ένας πίνακας απόλυτης αντιστοίχισης του κοινοτικού Δικαίου προς το ελληνικό.

Όπως είπα προηγουμένως, το Ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς είναι ένα υποσύνολο του Ευρωπαϊκού Χρηματοπιστωτικού Δικαίου και το Ευρωπαϊκό Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο είναι ένα υποσύνολο του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Δικαίου.

Ο στόχος είναι η επίτευξη της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης σε κοινοτικό επίπεδο. Και τι σημαίνει χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση; Χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση είναι η διαδικασία μέσα από την οποία τα χρηματοπιστωτικά συστήματα, δηλαδή βασικά τα τραπεζικά συστήματα, τα συστήματα πληρωμών, οι κεφαλαιαγορές, οι ασφαλιστικές αγορές, έρχονται τόσο κοντά, ώστε να επιτυγχάνονται συγκεκριμένα αιτήματα πολιτικής.

Ποια είναι τα αιτήματα πολιτικής; Γιατί υπάρχει ρυθμιστική παρέμβαση στο χώρο της κεφαλαιαγοράς σε κοινοτικό επίπεδο;

Εδώ, εάν μιλούσα με όρους Ευρωπαϊκού Δικαίου, θα έλεγα ότι έχουμε δύο αιτήματα. Το ένα είναι η λεγόμενη αρνητική ολοκλήρωση και το δεύτερο είναι η θετική ολοκλήρωση.

Αρνητική ολοκλήρωση εννοείται η κατάργηση περιορισμών στην ελευθερία εγκατάστασης, στην ελευθερία παροχής υπηρεσιών και στην κίνηση κεφαλαίων. Και αυτό έχει σχεδόν επιτευχθεί τόσο στον τραπεζικό τομέα, όσο και στο χώρο της κεφαλαιαγοράς, αλλά και στο χώρο των ασφαλιστικών και των αμοιβαίων κεφαλαίων, υπάρχει ελευθερία εγκατάστασης και ελευθερία παροχής υπηρεσιών βάσει της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης.

Τι σημαίνει αυτό; Σημαίνει ότι μια ελληνική χρηματοπιστωτική εταιρεία ή μια ελληνική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να εγκαθίσταται σε άλλη χώρα, χωρίς να απαιτείται άδεια από τις αρχές της χώρας υποδοχής. Το ίδιο ισχύει και για τις κοινότητες στην Ελλάδα. Αυτό έχει κατοχυρωθεί πλέον και είναι ο βασικός άξονας, στον οποίο κινείται η ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση.

Αυτό όμως δεν φτάνει. Όταν έχεις απελευθέρωση, χρειάζεσαι πολιτικές. Πο-

λιτικές οι οποίες να οδηγούν σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερη εναρμόνιση, αυτό είναι το κοινοτικό ζητούμενο, εναρμόνιση των κανόνων βάσει των οποίων γίνεται η ρυθμιστική παρέμβαση στις κεφαλαιαγορές.

Και αυτό γίνεται στην Ευρώπη, οι περισσότερες κοινοτικές Οδηγίες αφορούν αυτό, δεν αφορούν το πρώτο, το πρώτο είναι πέντε διατάξεις, το περισσότερο είναι οι κανόνες οι οποίοι έχουν καθιερωθεί στο πλαίσιο της θετικής ολοκλήρωσης, ούτως ώστε να επιτευχθούν συγκεκριμένα αιτήματα πολιτικής.

Ποια είναι αυτά τα αιτήματα πολιτικής; Είναι τρία.

Το πρώτο είναι η σταθερότητα των κεφαλαιαγορών. Αναφέρθηκε προηγουμένως ο κ. Κυριακόπουλος και πολύ ορθά, έτσι όπως το είδα, στο αίτημα για διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Και εκεί ανέφερε ότι στον τραπεζικό τομέα υπάρχει ο κίνδυνος του spill over, δηλαδή να πτωχεύσει μια τράπεζα και αυτό να συμπαρασύρει και κάποιες άλλες. Ο συστημικός κίνδυνος, ο οποίος στην κεφαλαιαγορά δεν είναι τόσο έντονος.

Εάν έπεφτε έξω μια χρηματιστηριακή εταιρεία, εάν ετίθετο σε διαδικασία εκκαθάρισης, δεν σημαίνει ότι θα μπορούσε να δημιουργήσει τις ίδιες αλυσιδωτές αντιδράσεις, όπως συμβαίνει στις τράπεζες. Αυτό είναι μια συζήτηση, την οποία, αν μη τι άλλο, η θεωρία την έχει επιλύσει.

Σε κάθε περίπτωση, όμως, οι κανόνες οι οποίοι καθιερώνονται για τα πιστωτικά ιδρύματα, έστω και για λόγους ανταγωνιστικής ισότητας, καθιερώνονται κατά τον ίδιο τρόπο και για τις χρηματιστηριακές εταιρείες. Ακριβώς για να διασφαλιστεί ένα επίπεδο σταθερότητας της αγοράς.

Άρα οι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίοι ισχύουν για τις χρηματιστηριακές εταιρείες, είναι παρεμφερείς εκείνων που ισχύουν και για τις τράπεζες, μολονότι οι τράπεζες και οι χρηματιστηριακές εταιρείες δεν εκτίθενται ακριβώς στους ίδιους κινδύνους.

Η τράπεζα κολυμπάει στον πιστωτικό κίνδυνο, διότι έχει πάρα πολλές απαιτήσεις. Η χρηματιστηριακή δεν έχει τόσες πολλές απαιτήσεις, έχει περισσότερους κινδύνους αγοράς ή ορισμένους κινδύνους ρευστότητας, πάλι διαφορετικούς από την τράπεζα.

Πάντως, σε κάθε περίπτωση υπάρχει Κοινοτικό Δίκαιο, άρα και Ελληνικό, το οποίο έχει ως στόχο τη διασφάλιση της σταθερότητας των κεφαλαιαγορών, θα έλεγα, στην ίδια έκταση, με την ίδια μορφή, με τους ίδιους κανόνες που ισχύει και για τον τραπεζικό χώρο.

Το βαρύ πυροβολικό, εάν μπορώ να το πω έτσι, το κύριο βάρος της κοινοτικής νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά είναι οι διατάξεις που αποσκοπούν

στη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας των κεφαλαιαγορών. Αυτό είναι το μεγάλο κομμάτι. Και τι εννοούμε αποτελεσματικότητα των αγορών; Εννοούμε δύο πράγματα, πρώτον να διοδεύονται τα δανειακά κεφάλαια σε εκείνους τους αρνητικούς αποταμιευτές, οι οποίοι θα αποδώσουν τη μεγαλύτερη αξία και, δεύτερον, την προστασία των επενδυτών.

Μια κουβέντα εδώ. Η προστασία των επενδυτών δεν ταυτίζεται, μολονότι έχει την ίδια σχεδόν δικαιολογητική βάση, με την προστασία του καταναλωτή. Άλλο η προστασία του καταναλωτή, άλλο η προστασία του επενδυτή.

Η προστασία του επενδυτή είναι: προστατεύω τον επενδυτή που έχει αγοράσει μετοχές και ομολογίες μιας εισηγμένης εταιρείας. Η προστασία του καταναλωτή είναι: προστατεύω τον καταναλωτή έναντι του προμηθευτή που του παρέχει υπηρεσίες ή αγαθά.

Να φέρω ένα παράδειγμα. Αγοράζω μέσω της Εθνικής Χρηματιστηριακής μετοχές της Εθνικής Τράπεζας. Πρέπει να προστατευτώ ως μέτοχος, ως επενδυτής έναντι της Εθνικής Τράπεζας και ως καταναλωτής για τη σύμβαση που καταρτίζω με την Εθνική Χρηματιστηριακή. Είναι δύο διαφορετικά πράγματα.

Το Δίκαιο της προστασίας του επενδυτή έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα σε κοινοτικό επίπεδο, διότι με το άνοιγμα των αγορών, αναφέρθηκε και προηγουμένως, και κυρίως με την εισαγωγή του ευρώ, οι όροι συναλλαγών μεταξύ των χρηματιστηρίων έχουν γίνει πιο ομοιόμορφοι και οι αγορές έχουν γίνει πιο βαθιές.

Με ποια έννοια; Πριν από την εισαγωγή του ευρώ, υπήρχαν 14, 15, πόσες είναι οι χώρες, 17 αύριο, χρηματιστήρια στα οποία γινόταν η διαπραγμάτευση μετοχών, οι οποίες ενείχαν τον κίνδυνο που ενείχαν, αλλά ταυτόχρονα ήταν και σε διαφορετικό νόμισμα.

Πλέον, σε αυτές τις 15 αγορές το στοιχείο του συναλλαγματικού κινδύνου έχει εξαλειφθεί. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η επένδυση σε μια ελληνική τράπεζα εισηγμένη στο χρηματιστήριο και σε μια γαλλική διαφοροποιείται με βάση ορισμένα στοιχεία, αλλά είναι στο ίδιο νόμισμα.

Και μάλιστα, εάν βάλουμε και τη ρυθμιστική παρέμβαση του γεγονότος ότι ακολουθούν και οι δύο τα ίδια λογιστικά πρότυπα, η συγκρισιμότητα ανάμεσα στις δύο αυτές μετοχές είναι σήμερα ακόμα μεγαλύτερη.

Τέλος, υπάρχει ένα τρίτο αίτημα ρυθμιστικής παρέμβασης, που είναι η διασφάλιση των επενδυτών σε περίπτωση περιέλευσης μιας επιχείρησης επενδύσεων σε κατάσταση αφερεγγυότητας.

Είναι ο λόγος για τον οποίο υπάρχει το συνεγγυητικό για τις χρηματιστηριακές εταιρείες, ούτως ώστε, εάν μια χρηματιστηριακή περιέλθει σε κατάσταση

αφερεγγυότητας, ανασταλεί η λειτουργία της και υπάρχουν οι απαιτήσεις των πελατών έναντι αυτής της χρηματιστηριακής, είτε για να τους δώσει τίτλους, τους οποίους έχει στην κατοχή της και προφανώς τους έχει κλέψει, είτε τους οφείλει ρευστά, να υπάρχει ένα σύστημα το οποίο να έχει τη δυνατότητα μέχρι ενός ορισμένου σημείου να δώσει αποζημίωση.

Για την ικανοποίηση αυτών των τεσσάρων αιτημάτων πολιτικής υφίσταται το Ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, το οποίο περιέχεται μέσα σε συγκεκριμένες διατάξεις.

Δύο σημεία, τα οποία θέλω να τονίσω για το Ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς και ένα, το οποίο είναι εκτός διαφανειών.

Το Ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς δεν επιδρά με τον ίδιο τρόπο σε όλες τις χώρες. Υπάρχουν χώρες στις οποίες οι ευρωπαϊκοί κανόνες έχουν πολύ μεγαλύτερη επίδραση από ό,τι σε άλλες. Γιατί; Διότι το Ευρωπαϊκό Δίκαιο πολλές φορές, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας, καθιερώνει νέο κανόνα, ενώ στην περίπτωση οικονομικά πιο ανεπτυγμένων χωρών και χωρών οι οποίες έχουν μεγαλύτερο βάθος στις αγορές τους, όπως για παράδειγμα το Ηνωμένο Βασίλειο ή η Γερμανία, αλλά ειδικά το Ηνωμένο Βασίλειο, οι κανόνες αυτοί υφίστανται ήδη και απλώς τροποποιούνται στο βαθμό και στην έκταση που υπάρχει η εναρμόνιση.

Στην περίπτωση της MiFID έχουμε ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα. Αυτό το οποίο λέμε η βέλτιστη εκτέλεση εντολών, όλοι οι κανόνες για την προστασία του επενδυτή. Οι κανόνες αυτοί υφίστανται στο Βρετανικό Δίκαιο, δεν είναι καινούργιοι, δεν είναι novel για τους Βρετανούς. Για εμάς οι περισσότεροι είναι καινούργιοι. Γιατί; Γιατί ο βαθμός εξέλιξης εκεί των συστημάτων είναι μεγαλύτερος. Εκεί που διαφοροποιείται το Βρετανικό Δίκαιο είναι ότι επέρχεται ο ελάχιστος παρονομαστής.

Βασικές αρχές που διέπουν σήμερα το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς το ευρωπαϊκό, όπως και το τραπεζικό, όπως και το ασφαλιστικό, είναι, πρώτον, η αρχή της αποκεντρωμένης διαχείρισης.

Το γεγονός, δηλαδή, ότι συνεχίζουμε να έχουμε εθνικές εποπτικές αρχές. Υπάρχουν ευρωπαϊκά Fora, στα οποία συμμετέχουν όλοι οι επόπτες, ο κ. Κυριακόπουλος μαζί με τους ομολόγους του συμμετέχουν σε ένα φορέα ευρωπαϊκό, Committee of European Banking Supervisors, CEBS, στην οποία εκπροσωπούνται και παράγουν ένα πάρα πολύ σημαντικό έργο. Η αρμοδιότητα όμως της εποπτείας του τραπεζικού συστήματος έχει παραμείνει σε εθνικό επίπεδο, σε αντίθεση με την άσκηση της νομισματικής πολιτικής.

Η Κεντρική Τράπεζα, η νομισματική και συναλλαγματική πολιτική έχει εκχωρηθεί στην Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα, αλλά η εποπτεία των τραπεζών έχει παραμείνει εθνική αρμοδιότητα. Όπως εθνική αρμοδιότητα έχει παραμείνει και η εποπτεία των κεφαλαιαγορών και των επιχειρήσεων, οι οποίες λειτουργούν στις κεφαλαιαγορές.

Το δεύτερο είναι η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης. Το είπα προηγουμένως.

Το τρίτο είναι η αρχή της άσκησης της εποπτείας σε ενοποιημένη βάση. Το ανέφερε προηγουμένως ο κ. Κυριακόπουλος, ότι δεν μας ενδιαφέρει τόσο η επιχείρηση, μας ενδιαφέρει ο Όμιλος μέσα στον οποίο λειτουργούν οι επιμέρους επιχειρήσεις και αυτό για την Ελλάδα έχει πολύ μεγάλη σημασία, διότι έχουμε σημαντικούς Ομίλους ουσιαστικά γύρω από τις τράπεζες, αλλά εν μέρει γύρω και από τις ασφαλιστικές εταιρείες.

Και, επίσης, η αρχή της διασυνοριακής συνεργασίας των Εθνικών Εποπτικών Αρχών, η οποία είναι ουσιαστικά εκείνο το κομμάτι, το οποίο συμπληρώνει την έλλειψη Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών. Αλλά Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές δεν έχουμε ή, τουλάχιστον, δεν έχουμε ακόμα.

Ένα δεύτερο στοιχείο του Ευρωπαϊκού Δικαίου είναι ότι βασιζόμαστε σε ελάχιστη εναρμόνιση, το οποίο σημαίνει ότι υπάρχει περιθώριο στον εθνικό νομοθέτη να επιβάλει αυστηρότερες ρυθμίσεις κάτω από τα όρια όμως τα οποία θέτει πλέον η συνεργασία των Εποπτικών Αρχών στο πλαίσιο της CEBS, της CESR και της AOPS, των τριών φορέων που λειτουργούν σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και η αρχή της μερικής εναρμόνισης.

Αυτό σημαίνει ότι δεν έχουμε ρύθμιση ευρωπαϊκή σε όλα τα αντικείμενα του Δικαίου, κατεξοχήν δεν έχουμε ρύθμιση στο Ιδιωτικό Δίκαιο, αλλά και πάλι το Ευρωπαϊκό Δίκαιο δεν ρυθμίζει το σύνολο του θεματικού πεδίου στο οποίο αναφέρεται, αλλά ορισμένα στοιχεία αυτού.

Να φέρω ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα, οι κοινοτικές Οδηγίες δεν μας λένε στο συνεγγυητικό ποιος πρέπει να διοικεί το συνεγγυητικό, μας λένε ότι πρέπει ο κάθε επενδυτής να παίρνει €30.000. Από εκεί και πέρα, εάν αυτό θα το διοικεί το χρηματιστήριο, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή ένας άλλος φορέας, είναι απόλυτη αρμοδιότητα του εθνικού νομοθέτη.

Είπα πριν ότι, και σιγά-σιγά ολοκληρώνω, είπα πριν ότι υπάρχουν αυτήν τη στιγμή σε ευρωπαϊκό επίπεδο διάφορες διαδικασίες έκδοσης νομικών πράξεων.

Εάν κάποιος είχε σταματήσει να διαβάσει το Ευρωπαϊκό Δίκαιο το 1990, σή-

μερα δεν θα καταλάβαινε τι γίνεται. Γιατί; Διότι, όταν διδασκόσουν το 1990 Ευρωπαϊκό Δίκαιο, μάθαινες ότι υπάρχουν βασικές νομικές πράξεις. Υπάρχουν οι Οδηγίες και οι Κανονισμοί βάσει των οποίων διαμορφώνεται το Ευρωπαϊκό Οικονομικό Δίκαιο. Τότε ήταν γνωστό, για κάποιον που διάβαζε λίγο πιο καλά τη συνθήκη, ότι υπάρχει και η δυνατότητα έκδοσης εκτελεστικών μέτρων από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Αλλά η χρήση που γινόταν αυτής της δυνατότητας ήταν πάρα πολύ περιορισμένη. Αυτό έγινε περισσότερο από τα μέσα και από τα τέλη της δεκαετίας του '90.

Εκτελεστικά μέτρα τι; Ας το φανταστούμε σαν μια υπουργική απόφαση στο Εθνικό Δίκαιο, η οποία εκδίδεται κατ' εξουσιοδότηση του νόμου. Εάν ο Ευρωπαϊκός Νόμος, αδόκιμο, είναι η βασική νομική πράξη, η κοινοτική Οδηγία που εκδίδει το Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο, στο χώρο της κεφαλαιαγοράς όλες οι οδηγίες εκδίδονται με τη συναπόφαση, τότε τα εκτελεστικά μέτρα της Επιτροπής είναι τα εκτελεστικά μέτρα της διοίκησης, τα οποία δεν εκδίδονται, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δηλαδή, στις αναλογίες του.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν εκδίδει αυτά τα μέτρα μόνη αλλά επικουρείται από μια άλλη Επιτροπή, η οποία αποτελείται από μέρη, από εκπροσώπους των εθνικών κρατών-μελών και γι' αυτό η διαδικασία έκδοσης εκτελεστικών μέτρων καλείται Επιτροπολογία. Επιτροπολογία, όχι από την Commission, από την Επιτροπή η οποία βοηθά, επικουρεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Από το 2004, όμως, και μετά μάθαμε ότι υπάρχει και μια τρίτη κατηγορία μέτρων, τα οποία είναι το ήπιο Ευρωπαϊκό Δίκαιο και είναι οι συστάσεις και οι κατευθυντήριες γραμμές, τις οποίες εκδίδει η Επιτροπή αυτή, το Committee of European Security Regulators και το Committee of European Banking Supervisors. Αρα έχουμε τρία επίπεδα παραγωγής κανόνων.

- Έχουμε τις βασικές νομικές πράξεις.
- Έχουμε τα εκτελεστικά μέτρα.
- Και έχουμε και τις συστάσεις και τις κατευθυντήριες γραμμές των Fora, των Εποπτικών Αρχών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, οι οποίες συνιστούν, δεν το αμφισβητεί αυτό κανένας, ήπιο Ευρωπαϊκό Δίκαιο κατά αντιστοιχία του ήπιου Διεθνούς Δικαίου που παρακολουθούμε από την Επιτροπή της Βασιλείας ή την IOSCO.

Δεν έχουν οι κανόνες αυτοί νομική δεσμευτικότητα, αλλά δημιουργούν μια πρακτική, την οποία ακολουθούν στη συνέχεια οι εποπτικές αρχές που συμμετέχουν σε αυτά τα Fora.

Σε ό,τι αφορά τα εκτελεστικά μέτρα, η ιστορία στο χρηματοπιστωτικό το-

μέα δεν τελειώνει στη βασική διαδικασία Επιτροπολογίας, αλλά υπάρχει μια ειδική διαδικασία Επιτροπολογίας που λέγεται διαδικασία Lamfalussy και στην οποία οι φορείς όπου συμμετέχουν η CEBS και η CESR παίζουν έναν πάρα πολύ μεγάλο ρόλο.

Έχω την εντύπωση ότι, εάν πω περισσότερα επάνω σε αυτό, κινδυνεύουμε να μείνουμε μέχρι το μεσημέρι. Έχω δυο λεπτά. Σε αυτά τα δυο λεπτά, λοιπόν, θα μπορούσα να πω ότι υπάρχει μια απόλυτη αντιστοίχιση του Κοινοτικού Δικαίου στο Ελληνικό.

Μια ιδιαιτερότητα, εγώ πιστεύω ότι η ελληνική οικονομία έχει ένα κομμάτι το οποίο είναι πάρα πολύ ισχυρό και αυτό είναι το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και η κεφαλαιαγορά και το τραπεζικό σύστημα.

Ένας από τους λόγους που είναι ισχυρά και ένας από τους λόγους για τους οποίους έχει γίνει μια, θα έλεγα, «βελούδινη επανάσταση» κατά τη διάρκεια των τελευταίων 20 ετών, ένας μετασχηματισμός υγιής του χρηματοπιστωτικού συστήματος από ένα διοικητικά καθοριζόμενο σε ένα ελεύθερο σύστημα, το οποίο υπόκειται σε έντονη ρυθμιστική παρέμβαση, πιστεύω ότι είναι και το γεγονός ότι στο χώρο μας, στο χώρο του Χρηματοπιστωτικού Δικαίου, δεν υπήρξε καθυστέρηση στην ενσωμάτωση Οδηγιών.

Δεν έχουμε ούτε μία Οδηγία, η οποία να μην έχει υιοθετηθεί και δεν υπάρχει και καμία Οδηγία, η οποία να μην ενσωματώθηκε με χρονική υστέρηση 2, 3, 4 το πολύ μηνών.

Είναι ένας λόγος, για τον οποίο πιστεύω ότι η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ακολουθήθηκε από μια σοβαρή θωράκιση, σύμφωνα με διεθνή πρότυπα και είναι ίσως ο λόγος για τον οποίο και οι ελληνικές τράπεζες και άλλες επιχειρήσεις είχαν τη δυνατότητα με βάση την Ελλάδα να αναπτύξουν αυτή την έντονη δραστηριότητα, την οποία είδαμε στο εξωτερικό προηγουμένως.

Εδώ, σε έναν πίνακα, ο οποίος είναι πολλές σελίδες και τον οποίο σίγουρα δεν θα διαβάσω, βλέπουμε το απόλυτο της αντιστοίχισης. Για κάθε κοινοτική Οδηγία υπάρχει και μια εθνική πράξη. Εάν γυρίσω πίσω, απλώς για λόγους προσοχής, οι βασικές νομικές πράξεις στο Τραπεζικό Δίκαιο ενσωματώνονται είτε με νόμους είτε με προεδρικά διατάγματα είτε και με πράξεις του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

Στο χώρο της κεφαλαιαγοράς δεν συμβαίνει κάτι τέτοιο, εκδίδονται πάντοτε με νόμους.

Τα εκτελεστικά μέτρα εκδίδονται είτε με πράξεις του διοικητή της Τράπεζας

της Ελλάδος είτε, στην περίπτωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Άρα, όταν βλέπουμε απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία αφορά ενσωμάτωση κοινοτικής Οδηγίας, πρόκειται για τα εκτελεστικά μέτρα, τα οποία τι είναι; Είναι η εξειδίκευση των διατάξεων της βασικής νομικής πράξης σύμφωνα με τις διατάξεις της βασικής νομικής πράξης.

Έχοντας αυτά κατά νου πιστεύω ότι έχουμε μια πληρέστερη εικόνα αυτής της επίδρασης, η οποία υφίσταται από το κοινοτικό Δίκαιο, η οποία είναι διπλή.

Το πρώτο είναι ότι υπάρχει νομοθετική παραγωγή, η οποία επηρεάζει σαφώς το Ελληνικό Δίκαιο, αυτό είναι το ένα κομμάτι, το οποίο ευρωπαϊκό εν μέρει επηρεάζεται και από το διεθνές, αλλά αυτό παρέλειψα να το αναφέρω στην παρουσίασή μου, διότι δεν είχαμε το χρόνο και το δεύτερο πολύ σημαντικό είναι το κομμάτι της διεθνούς συνεργασίας, η οποία πραγματώνεται πλέον σε ευρωπαϊκά Fora.

Η CEBS και η CESR, αυτά τα Fora των Εποπτικών Αρχών, παίζουν πλέον έναν πολύ μεγάλο ρόλο στη διαμόρφωση πολιτικών, στην ελαχιστοποίηση των αποκλίσεων που προκύπτουν στη νομοθεσία, διότι οι Οδηγίες είναι ελάχιστης εναρμόνισης.

Οι αρχές αυτές έχουν τρεις αρμοδιότητες. Τα τρία C, όπως ονομάζονται, Consultation, Cooperation και Convergence. Η δουλειά τους είναι να δίνουν κατευθύνσεις στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με τις Οδηγίες, ας πούμε την αλήθεια, οι επόπτες γράφουν τις Οδηγίες στο συγκεκριμένο χώρο και η Επιτροπή στη συνέχεια απλώς ραφινάρει πολιτικά, αυτή είναι η πραγματικότητα και αυτό ομολόγησε η διαδικασία Lamfalussy, συνεργάζονται για να ανταλλάσσουν πληροφορίες, το χρειάζονται στο πλαίσιο της εποπτείας, κυρίως σε διασυνοριακό επίπεδο.

Και, τρίτον, κάνουν σύγκλιση των Κανόνων βγάζοντας τις πράξεις του Επιπέδου 3, για να αποφεύγεται η ανομοιόμορφη εφαρμογή των Κανόνων σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Σας ευχαριστώ και καλό απόγευμα.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κ. Γκόρτσο για την πολύ συνοπτική και περιεκτική παρουσίασή του. Θα ήθελα να ρωτήσω τον κ. Χαραλάμπους εάν έχουμε τη δυνατότητα να προχωρήσουμε στη διατύπωση κάποιων ερωτημάτων.

3.6 Συνεδρία 3 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: *Δυνατότητα για ερωτήματα, έχουμε πολύ λίγο χρόνο. Θα πάρουμε μια ή δυο ερωτήσεις. Η κυρία έχει δυο ερωτήσεις.*

Κα ΣΥΝΕΔΡΟΣ: *Ευχαριστώ. Θα μου συγχωρήσετε το ενδεχόμενο να μην έχω αντιληφθεί καλά όσα είπατε, λόγω της άγνοιάς μου γενικώς περί αυτών.*

Εάν η Τράπεζα της Ελλάδος δεν μπορεί να επηρεάσει τη διαμόρφωση των επιτοκίων των τραπεζών, διότι υπάρχουν κατευθυντήριες κοινοτικές γραμμές, τις οποίες πρέπει να ακολουθήσουμε, πώς δικαιολογείτε τη διαφορά στα επιτόκια των ελληνικών τραπεζών σε σχέση με τις ευρωπαϊκές τράπεζες, τουλάχιστον όσα εμείς εδώ μαθαίνουμε από όσα μέσα έχουμε στη διάθεσή μας;

Αναφέρομαι στο μεγάλο άνοιγμα των επιτοκίων καταθέσεων και ανάληψης και εάν αυτό γίνεται με βάση την τιμολόγηση κινδύνου που είπατε, μπορείτε να αναφέρετε έναν κίνδυνο χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς;

Ευχαριστώ.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: *Ο κύριος Κυριακόπουλος και ο κύριος Γκόρτσος.*

Κος ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: *Αυτό πράγματι είναι ένα από τα σημαντικά θέματα, στις εφημερίδες το βλέπουμε καθημερινά. Βεβαίως, πρέπει να έχουμε υπόψη μας τα εξής, ότι διαμορφώνουν οι κεντρικές τράπεζες τα επιτόκια, αλλά δεν τα καθορίζουν όπως γινόταν μέχρι το 1987, όπου τι συνέβαινε; Είχαμε επιτόκια τότε 18%, 20% για στεγαστικά και 16% για καταθέσεις.*

Αλλά οι Έλληνες που μπορούσαν να πάρουν ένα καταναλωτικό δάνειο, ένα στεγαστικό, δεν υπήρχαν τότε. Γιατί για να πας στο νοσοκομείο στο Λονδίνο, επειδή είμαι χρόνια στην τράπεζα, έκανες ή ψεύτικη δήλωση ή ψεύτικο τιμολόγιο, γιατί δίνανε δάνεια μόνο για νοσοκομεία και για τα σπίτια δίνανε το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο για τους δημόσιους υπαλλήλους ή το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

Η ελεύθερη αγορά αναπόφευκτα θέτει πάρα πολλά θέματα, όπως προσπάθησα να πω. Το ένα θέμα είναι του κινδύνου. Ένα θέμα το κατά πόσο λειτουργεί ο ανταγωνισμός. Στα στεγαστικά δάνεια λειτουργεί ο ανταγωνισμός, γιατί εκεί έχουμε τα επιτόκια που είναι κάτω από την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στα καταναλωτικά, ίσως, δεν λειτουργεί ο ανταγωνισμός, αλλά εκεί όμως θα πρέπει να δούμε δύο πράγματα. Κατ' αρχάς, το επιτόκιο δανεισμού των ελληνι-

κών τραπεζών που είναι λίγο μεγαλύτερο, οι επισφάλειες και αυτό τι σημαίνει; Ότι εάν η Τράπεζα της Ελλάδος, ως Εποπτική Αρχή, θα μπορούσε να πει και το είπαμε με έναν τρόπο, παρότι δεν έχουμε αρμοδιότητα, ότι δεν θα δίνετε δάνεια σε πελάτες των οποίων το εισόδημα, οι δόσεις τους και το κεφάλαιο δεν υπερβαίνουν το 30% με 40% του εισοδήματός τους.

Αυτό όμως η ελληνική πολιτεία δεν μας το είπε, δεν είπε στην Τράπεζα της Ελλάδος, στον διοικητή, «βάλ' το πλαφόν». Δώσαμε μια κατεύθυνση στις τράπεζες μέσω της διαχείρισης κίνδυνων. Δεν ήρθε κανένα Κοινοβούλιο να πει βάλε τον κανόνα και εκεί, τα πράγματα θα ήταν πιο ξεκάθαρα και ενδεχόμενα οι κίνδυνοι θα ήταν μικρότεροι.

Να σας πω, οι καθυστερήσεις στα καταναλωτικά δάνεια είναι γύρω στο 6,7%, που σημαίνει κάθε μονάδα που δίνεις, κάθε 100 μονάδες 6,7 δεν επιστρέφονται.

Αυτό σημαίνει τιμολόγηση. Δεν θέλω όμως να πω ότι το 6,7, εάν θέλετε, γιατί αυτό το 6,7 μπορεί να γίνεται καθυστερημένο, αλλά από αυτό κάτι εισπράττει η τράπεζα. Στα ελεύθερα και στις κάρτες δεν εισπράττουν και πολλά πράγματα, γιατί δεν έχουν καμία εξασφάλιση.

Δεν θέλω να πω ότι πράγματι τα επιτόκια που έχουμε στις κάρτες ή στα άλλα είναι πράγματι, είναι με βάση τον κίνδυνο, με βάση το κόστος, με βάση τον Καρνονισμό.

Όμως είναι κάποιοι παράγοντες που πραγματικά και εγώ χαίρομαι που τα δικαστήρια πολλές φορές ζήτάνε από τις τράπεζες τους καταχρηστικούς όρους, να τους καταργήσουν. Το έχουμε πει και εμείς.

Όμως τα επιτόκια είναι λίγο δύσκολα. Δεν νομίζω κανένα δικαστήριο ούτε κανέναν επόπτη μπορεί να τιμολογήσει το μακροπρόθεσμο κίνδυνο μιας τράπεζας, εάν η οικονομία από το 4% πάει στο 3% ή στο 2,8%, γιατί εμείς κανονικά, δυστυχώς, έτσι πρέπει να λειτουργούμε. Δεν θα περιμένουμε να συμβεί το κακό, όπως στην Αμερική. Το *sub prime*, τι έγινε;

Μακρηγορώ, αλλά επειδή είναι κρίσιμο, στην Αμερική τι έγινε; Το *sub prime* τι σημαίνει; Οι πελάτες οι οποίοι δεν πληρούν τα κριτήρια. Αυτό σημαίνει. Τι έγινε τελικά; Τους δώσανε δάνεια, δεν μπόρεσαν να τα αποπληρώσουν, οι τράπεζες που είχαν δανειστεί για να στηρίζουν τέτοια δάνεια γράψανε ζημιές.

Θέλω να πω ότι τα πράγματα, πράγματι εγώ καταλαβαίνω και εάν θέλετε και τη γνώμη μου, δεν ξέρω ο κ. Γκόρτσος, στον καταναλωτικό, επειδή δεν υπάρχει η διασυννοριακή λειτουργία, εγώ ή εσείς δεν μπορώ να πάω στη Γαλλία ή στη Φιλανδία, που είναι πολύ χαμηλά τα επιτόκια, να πάρω ένα καταναλωτικό, γιατί δεν θα μου δώσει κανείς. Και η Φιλανδία που εμφανίζει να έχει χαμηλά επιτόκια,

τα παίρνουν με άλλους τρόπους οι τράπεζες, από το *portfolio management* που κάνουν στους Φιλανδούς που έχουν πολύ μεγάλα εισοδήματα να διαχειριστούν.

Να κλείσω εδώ.

Κα ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Μια διευκρίνιση. Αναφέρατε δυο αριθμούς, 0,49 για τις τράπεζες της Ελλάδας και έναν άλλο αριθμό. Αυτό ισχύει και για τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Αυτό είναι σε βάρους των ελληνικών τραπεζών;

Κος ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: Υπάρχει και ένας άλλος δείκτης, στον οποίο το κόστος του προσωπικού στις ελληνικές τράπεζες είναι 1,43, δεν θέλω να δικαιολογήσω, απλώς θέλω να πω ότι είναι κάποιοι παράγοντες. Εγώ ξεκαθάρισα τη θέση μου, ο ανταγωνισμός θέλει ενίσχυση. 1,43 στις ελληνικές τράπεζες, 0,80 στις ευρωπαϊκές.

Το 0,49 στο σύνολο του ενεργητικού αντιστοιχεί σε μεγαλύτερες επισφάλειες των ελληνικών τραπεζών που είναι αναγκασμένες, επειδή και η Τράπεζα της Ελλάδος πιέζει, ο κ. διοικητής βγαίνει κάθε τόσο και λέει προς την κατεύθυνση αυτή, να κάνουμε μεγαλύτερες προβλέψεις για να καλύψουν τις ενδεχόμενες επισφάλειες. Αυτό σημαίνει.

Βεβαίως, άμα δείτε όμως από την άλλη μεριά, η κάλυψη των επισφαλών απαιτήσεων στις ελληνικές τράπεζες είναι γύρω στο 63%, που είναι περίπου το ίδιο με τις ευρωπαϊκές. Όμως αυτό σημαίνει ότι γράφουν προβλέψεις.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Παρακαλώ! Εάν ο κ. Γκόρτσος θέλει να προσθέσει κάτι.

Κος ΓΚΟΡΤΣΟΣ: Εάν μου επιτρέπετε, να προσθέσω στο συλλογισμό του κ. Κυριακόπουλου, κατ' αρχάς πράγματι, όταν μιλάμε για επιτόκια, πρέπει να κάνουμε τη διαφοροποίηση στις διάφορες κατηγορίες προϊόντων, διότι για παράδειγμα στα επιχειρηματικά δάνεια αυτήν τη στιγμή, τα επιτόκια είναι τόσο χαμηλά, ώστε στην πραγματικότητα δεν υπάρχει κανένα περιθώριο κερδοφορίας.

Στα στεγαστικά δάνεια φαίνεται, εάν πάρει κανείς το μεσοσταθμικό κόστος των τραπεζών, ότι σε ορισμένες περιπτώσεις κινούνται χαμηλότερα, το επιτόκιο για τον πρώτο χρόνο είναι χαμηλότερο από το κόστος και πράγματι ένα θέμα γεννάται σχετικά με την καταναλωτική πίστη.

Εάν μου επιτρέπετε, σε επίπεδο αρχών δύο πράγματα.

Πρώτον, η τράπεζα, μολονότι η παραδοσιακή της λειτουργία είναι να δέχεται τις καταθέσεις του κοινού, δεν χρηματοδοτείται μόνο από τις καταθέσεις του κοινού. Υπάρχουν και άλλοι παράγοντες, τουλάχιστον.

Ο πρώτος είναι οι καταθέσεις του ευρέως κοινού.

Ο δεύτερος είναι ο δανεισμός που έχει από τη διατραπεζική αγορά, γιατί πάρα πολλές τράπεζες για να επεκταθούν δανείζονται από άλλες τράπεζες.

Και, τρίτον, το κόστος του δανεισμού από ομόλογα που εκδίδουν οι τράπεζες, εναλλακτικό του διατραπεζικού δανεισμού, για να έχουν τη δυνατότητα να επεκτείνουν τη δραστηριότητά τους.

Υπάρχουν ελληνικές τράπεζες, οι οποίες έχουν πολύ μεγάλο κομμάτι λαϊκής αποταμίευσης και άλλες που έχουν πολύ μικρό κομμάτι λαϊκής αποταμίευσης. Γιατί; Γιατί άλλη είναι η καταθετική βάση σε μεγαλύτερες τράπεζες και άλλη σε μικρότερες.

Άρα, όταν διαμορφώνει μια τράπεζα την τιμολογιακή της πολιτική, η οποία θα δανείσει, δεν λαμβάνει υπόψη το *escart* στατικά που παίρνει ο καταθέτης αυτό που δίνει, αλλά παίρνει το μεσοσταθμικό της κόστος.

Αυτό, νομίζω, είναι ένα βασικό λάθος, το οποίο γίνεται στην επιχειρηματολογία, το αντιλαμβάνομαι ότι έτσι περνάει στο ευρύ κοινό, αλλά δεν είναι έτσι.

Δηλαδή, εάν η τράπεζα δίνει 1% στον καταθέτη και αυτό είναι το 60% και παίρνει 40% από τη διατραπεζική αγορά, στη διατραπεζική αγορά δανείζεται σήμερα με το βασικό επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, στην πραγματικότητα με ένα *mark up*, το οποίο είναι το *euribor*, άρα με 4,30, 4,35, ανάλογα με τη διάρκεια και σε αυτό παίρνει και ένα *primi* δικής της επικινδυνότητας.

Άρα, για το 40% των καταθέσεων της δεν έχει επιτόκιο 4%, έχει επιτόκιο 5% και αυτό διαμορφώνει το μεσοσταθμικό της κόστος, βάσει του οποίου δανείζει. Ένα στοιχείο αυτό.

Δεύτερον. Σε ό,τι αφορά τα καταναλωτικά δάνεια και γενικά, γιατί υπάρχει αυτή η ψαλίδα, κατ' αρχάς τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα, θα βγάλουμε ως Ένωση Τραπεζών τον επόμενο μήνα μια μελέτη, η οποία θα έχει πλήρη στοιχεία πάνω σ' αυτό και θα φροντίσω να το λάβετε όλοι σας, τα επιτόκια καταθέσεων στην Ελλάδα σε όλες τις διάρκειες, για όλα τα προϊόντα, για όλους, ιδιώτες, επιχειρήσεις, είναι τα υψηλότερα στην Ευρώπη, από τα υψηλότερα στην Ευρώπη, με εξαίρεση μία κατηγορία. Μόνο σε μια κατηγορία έχουμε χαμηλότερα επιτόκια καταθέσεων και αυτά είναι τα *over-night*, στις επιχειρήσεις, γιατί στην πραγματικότητα είναι φύλαχτρα.

Όταν πηγαίνει ο Βερόπουλος και καταθέτει τα χρήματά του το βράδυ στο κατάστημα, στην πραγματικότητα δεν είναι κατάθεση, είναι φύλαχτρα για να μην τον κλέψουν στο μαγαζί του. Η μόνη κατηγορία στην οποία υπάρχουν υψηλότερα επιτόκια.

Τα επιτόκια τώρα χορηγήσεων, πώς διαμορφώνονται; Τα επιτόκια χορηγήσεων πρώτον διαμορφώνονται με βάση το μεσοσταθμικό κόστος της τράπεζας, το οποίο είπαμε ότι δεν είναι αυτό το οποίο φαίνεται ότι είναι τα επιτόκια των καταθέσεων.

Δεύτερον. Οι τράπεζες οι ελληνικές κουβαλάνε την επικινδυνότητα του ελληνικού χρέους, δηλαδή του Ελληνικού Δημοσίου.

Η Ελλάδα έχει υψηλότερο χρέος από ό,τι έχει η Γερμανία και το Λουξεμβούργο και η Φιλανδία και αυτό αντανακλάται στις αγορές. Σε κάποιο βαθμό, κ. Κυριακόπουλε, επιτρέψτε μου μισό λεπτό, σε κάποιο βαθμό αυτό αντανακλάται.

Δεν είναι δυνατόν να έχεις μια χώρα, η οποία έχει rating μιας μορφής, και μια χώρα, η οποία έχει χαμηλότερο rating, και να μη χτυπάει αυτό πάνω στα επιτόκιά της. Αλλά έχουμε και αυτό το στοιχείο.

Το τρίτο στοιχείο το οποίο, κατά τη γνώμη μου, διαφοροποιεί και δικαιολογεί ακόμα και εδώ είναι ένα νομικό ζήτημα, νομίζω ότι το ανέφερε, παρεμπιπτόντως, προηγουμένως ο κ. Κυριακόπουλος, είναι το εξής. Στην ελληνική αγορά ακόμα δεν έχουμε επαρκή βάση συμπεριφοράς των πελατών.

Η «λευκή λίστα» της Τειρεσίας είναι ημιτελής. Και είναι ημιτελής, διότι με βάση απόφαση της Αρχής Προστασίας Προσωπικών Δεδομένων, για να μπορούμε να συγκεντρώσουμε στοιχεία ως τραπεζικό σύστημα, χρειάζεται η συναίνεση του δανειολήπτη.

Όταν αυτή δεν δίδεται και αυτό αφορά κατεξοχήν παλαιότερα στοιχεία, δεν υπάρχει η δυνατότητα να δημιουργήσεις ένα πλήρες προφίλ επικινδυνότητας του πελάτη, για να μπορέσεις να οδηγηθείς σε εξατομικευμένη τιμολόγηση στην έκταση που θα θέλαμε να το κάνουμε.

Γιατί σήμερα όλο και περισσότερο ορισμένες τράπεζες, με τη μεταφορά υπολοίπων, δίνουν στοχευμένα επιτόκια; Στοχευμένα εννοώ διαφοροποιημένα ανάλογα με τον πελάτη. Γιατί το κάνουν αυτό; Διότι γνωρίζουν πλέον, ο Γκόρτσος, όχι μόνο πώς συμπεριφέρεται στην τράπεζά τους, αλλά πώς συμπεριφέρεται στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος.

Εάν η «λευκή λίστα» της εταιρείας Τειρεσίας μπορέσει να συμπληρωθεί με στοιχεία και αρθεί αυτή η απόφαση της Αρχής Προσωπικών Δεδομένων, είτε νομοθετικά είτε με πράξεις του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, δεν ξέρω, είτε η ίδια αλλάξει την απόφασή της, η δυνατότητα ακριβέστερης τιμολόγησης θα γίνει ακόμα μεγαλύτερη.

Αυτά στο πλαίσιο μιας συζήτησης, η οποία έχει πάρα πολλές διαστάσεις, αλλά ειλικρινά εκείνο το οποίο πρέπει να αποφύγουμε σαν εικόνα είναι του *ecart* κα-

ταθέσεων και χορηγήσεων. Δεν είναι αυτό που διαμορφώνει την επιτοκιακή πολιτική. Είναι λάθος βάση.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Ο κύριος Φράγκος και μετά η κυρία Παγώνη.

Κος ΦΡΑΓΚΟΣ: Μια ερώτηση προς την Τράπεζα της Ελλάδος. Ακούμε συχνά για παρατυπίες τραπεζών και πρόστιμα. Ποια είναι η λογική να μη δημοσιοποιούνται οι παραβάτες; Ως καταναλωτής δεν με προστατεύει το ότι βάζετε πρόστιμα. Εγώ θέλω να ξέρω ποιος είναι ο παραβάτης για να τον αποφύγω.

Κος ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: Να σας πω τι σας προστατεύει. Σας προστατεύει η προληπτική εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος, ότι ως καταθέτης δεν έχετε χάσει τα λεφτά και δεν έχετε σταθεί σε ουρά.

Πάμε στο άλλο θέμα τώρα. Δεν έχετε σταθεί σε ουρά να πάρετε τις καταθέσεις σας, όπως στη NORTHERN ROCK. Αυτό, νομίζω, είναι κάτι που δεν το ξέρουμε, ο κόσμος θεωρεί ότι τα χρήματά του είναι προστατευμένα από τον Θεό. Δεν είναι, δυστυχώς, έτσι και ελπίζω να μη συμβεί ποτέ στην Ελλάδα κάποιος να χάσει τα λεφτά του από τις καταθέσεις.

Πάμε τώρα στο θέμα της διαφάνειας. Πράγματι, υπάρχει ένα πρόβλημα εκεί και είμαστε οι πρώτοι που το αναγνωρίζουμε. Τι γίνεται όμως; Μέχρι τώρα έχει επικρατήσει ότι η έννοια της συστημικής σταθερότητας είναι πολύ πιο σημαντική από το να μάθετε εσείς ότι η Εθνική, παραδείγματος χάρι, ή δέκα τράπεζες πήραν 10.000, 20.000, 30.000 δραχμές πρόστιμο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το κάνει, υπάρχουν και κάποια προβλήματα, που έχουμε συζητήσει και με την Κεφαλαιαγορά, το να μπει ένα πρόστιμο στην τράπεζα €2.000, σε σύγκριση με μια χρηματιστηριακή, δεν νομίζω ότι ο καταναλωτής χάνει τίποτα. Και εάν σας πω εγώ αύριο ότι όλες οι τράπεζες έχουν πρόστιμα, τι θα κερδίσετε; Πού θα πάτε;

Να πω όμως κάτι άλλο. Ο καινούργιος ο νόμος, ο 3601, προκειμένου να υπάρξει μια ισότιμη μεταχείριση μεταξύ χρηματιστηριακών, γιατί υπάρχουν και θέματα ανταγωνισμού και κάτι το οποίο αναγνωρίζω, είπε ότι έχουμε την ίδια διατύπωση και το χαιρέτισε και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, στο βαθμό που δεν θίγεται ή εσείς τα ξέρετε καλύτερα, γιατί εγώ δεν μπορώ να τα ερμηνεύσω νομικά, η υπέρμετρη ζημιά στην τράπεζα ή θέματα συστημικής σταθερότητας, εκεί η Τράπεζα της Ελλάδος υποχρεούται να τα δημοσιεύσει.

Και να κλείσω λέγοντας το εξής: στη μεγάλη συζήτηση, αν την παρακολου-

θήσατε, που έγινε στο κλείσιμο της τράπεζας ή εν πάση περιπτώσει, στη χρηματοδότηση που έδωσε ή δεν έδωσε η Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας, ένα θέμα που ανέκυψε ήταν πόσο διάφανη θα έπρεπε να είναι για τα μέτρα που πήρανε η αγορά.

Να σας πω, όμως, ότι είναι τόσο πολύπλοκα τα πράγματα και εάν υπάρχει, εάν θέλετε κάποια, σε ορισμένα θέματα, κάποια παρερμηνεία, ίσως έχουμε δυσμενέστερα αποτελέσματα στους καταθέτες, από ό,τι θα είχαμε, ενδεχόμενα, εάν γινότουσαν κάποιες συναλλαγές σε κλειστές πόρτες, γιατί αυτό που τους ενδιαφέρει τελικά είναι οι καταθέτες να μη χάσουν τα λεφτά.

Συμφωνώ, κατά συνέπεια, ότι υπάρχει πράγματι ένα θέμα, αλλά δεν νομίζω ότι είναι τόσο σημαντικό και ο καινούργιος ο νόμος το έχει λύσει.

Και από εδώ και πέρα, στο βαθμό που δεν θίγει τη σταθερότητα ή γιατί οι τράπεζες μπορεί να μας πάνε και στο Συμβούλιο Επικρατείας, υπέρμετρα, εάν θέλετε, διότι όταν έχεις μια ποινή μιας τράπεζας για ένα money laundering, εμένα με πήραν τηλέφωνο, επειδή μιλάω για τους καταναλωτές, από τις τράπεζες και με ρωτούσαν, όταν βγάλαμε τις ποινές για το money laundering, και είπανε αυτό γράψανε οι εφημερίδες, «Οι τράπεζες διενεργούν money laundering», ενώ εμείς δεν βάλαμε ποινή επειδή κάνουν οι τράπεζες money laundering, αλλά επειδή δεν έχουν τις διαδικασίες ώστε οι υπάλληλοί τους να κάνουν αναφορά στο φορέα, που είναι θέμα σημαντικό, γιατί άμα δεν κάνεις αναφορά, δεν κάνουμε τίποτα.

Κος ΓΚΟΡΤΣΟΣ: Ουσιαστικά επαναλαμβάνοντας αυτό το οποίο ανέφερε και τώρα και προηγουμένως ο κ. Κυριακόπουλος, πρέπει να διευκρινίσουμε το εξής. Η διοικητική οργάνωση της εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα βασιζέται σε πάρα πολλές αρχές.

Υπάρχει η αίσθηση ότι η Τράπεζα της Ελλάδος είναι αρμόδια για να εποπτεύει θέματα που αφορούν την προστασία του καταναλωτή, το money laundering. Αυτό δεν ισχύει. Αρμόδια αρχή στην Ελλάδα για θέματα προστασίας καταναλωτών είναι η Γενική Γραμματεία Καταναλωτή του υπουργείου Ανάπτυξης.

Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει συγκεκριμένη αρμοδιότητα, βάσει του άρθρου 55^Α, του καταστατικού της για τη διαφάνεια των συναλλαγών.

Άρα, ένα μικρό υποσύνολο των διατάξεων του δικαίου της προστασίας του καταναλωτή των τραπεζικών και εν γένει των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών υπάγεται στην Τράπεζα της Ελλάδος, το υπόλοιπο συνεχίζει να είναι στη Γενική Γραμματεία, καλώς ή κακώς. Μπορεί να έπρεπε να είναι στην Τράπεζα της Ελλάδος, αλλά αυτήν τη στιγμή με την ισχύουσα νομοθεσία εκεί είναι.

Δεύτερον, για το θέμα του *money laundering* και πάλι αρμόδια αρχή είναι η αρχή του άρθρου 7, του νόμου για το *money laundering*. Η Τράπεζα της Ελλάδος έχει πολύ συγκεκριμένες αρμοδιότητες πάνω σε αυτό το συγκεκριμένο θέμα.

Υπάρχει, έχω την εντύπωση, μια σύγχυση σε ό,τι αφορά το θέμα.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Παρακαλώ.

Κα ΠΑΓΩΝΗ: Η ερώτησή μου είναι συναφής με την προηγούμενη. Μας είπατε ότι στην Κεφαλαιαγορά δραστηριοποιούνται από τη μια ΕΠΕΥ και οι πρώην ΕΔΕ παρέχοντας επενδυτικές υπηρεσίες, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και από την άλλη τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν αντίστοιχες υπηρεσίες, οι ΕΠΕΥ εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, τα πιστωτικά ιδρύματα από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Όταν εγώ ως επενδυτής και διευκρινίζω ότι δεν είμαι δικαστικός, αποφασίσω να συνεργαστώ με ένα πιστωτικό ίδρυμα για να επενδύσω στο χρηματιστήριο, δεν αισθάνομαι αυτή την ασφάλεια, σε ποια αρχή θα απευθυνθώ για να προστατευτώ, από τη στιγμή που ο κ. Κυριακόπουλος ρητά μας είπε ότι, να το διαβάσω ακριβώς όπως το ανέφερε, «αρμοδιότητα της Τράπεζας της Ελλάδος είναι η διασφάλιση της διαφάνειας, όχι όμως για την ευρύτερη αρμοδιότητα της προστασίας των καταναλωτών και του ελέγχου της καταχρηστικότητας»;

Έτσι αισθάνομαι μια ανασφάλεια, μια σύγχυση ως επενδυτής. Ο κ. Γκόρτσος μόλις μας ανέφερε ότι αρμόδια δεν είναι η Τράπεζα της Ελλάδος αλλά η Γενική Γραμματεία του υπουργείου Ανάπτυξης, κάνοντας μια πολύ μικρή ανάγνωση της MiFID, της καινούργιας Οδηγίας, η οποία δεν έχει πρακτικά εφαρμοστεί, μιας και ισχύει από την 1/11, όπως μας είπατε.

Είδα ότι τις κυρώσεις τις επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είτε τις αρμοδιότητες τις επενδυτικές τις παρέχει χρηματιστηριακή εταιρεία, είτε πιστωτικό ίδρυμα. Εδώ βλέπω πολλές πιστωτικές αρχές. Τι ισχύει λοιπόν;

Κος ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: Εάν μου επιτρέψετε να πω κάτι σε αυτό, γιατί πράγματι είναι ένα από τα θέματα. Να τα ξεκαθαρίσω, γιατί εμείς μέχρι τώρα λέγαμε για τη διαφάνεια των τραπεζικών συναλλαγών και όχι επενδυτικών υπηρεσιών, γιατί ανέκαθεν υπάρχει μια, εάν θέλετε, συνεργασία με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επειδή οι αγορές στις κεφαλαιαγορές λειτουργούν με οριζόντιο τρόπο, δεν μπορεί άλλα να λέμε εμείς για τις μετοχές και άλλα να λέει η κεφαλαιαγορά.

Ως επενδυτής, λοιπόν, σε μετοχές να είστε σίγουροι ότι υπάρχει οριζόντιο και δεν υπάρχουν δύο αρχές. Είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η Τράπεζα της Ελλάδος απλώς έχει την αρμοδιότητα των κινδύνων όλων των τραπεζών, τα συστήματα εσωτερικής οργάνωσης, το *compliance* (συμμόρφωση), πρέπει να είναι υποχρεωμένος ο *compliance officer* να φτιάχνει τις διαδικασίες, ώστε να παρέχεται πλήρης πληροφόρηση με βάση τις διατάξεις της MiFID, αλλά έχουμε για λόγους, εάν θέλετε, συνεργίας και για λόγους μείωσης του διοικητικού κόστους, οριζόντιο χαρακτήρα ως προς τη διαφάνεια για τα επενδυτικά. Δεν λέω για τα δάνεια, είναι κάτι ξεχωριστό. Ή οι καταθέτες.

Άρα οι κανόνες της MiFID εποπτεύονται από την κεφαλαιαγορά, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει τους κατάλληλους ανθρώπους, ώστε να πληρούν τις διατάξεις της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς.

Κος ΓΚΟΡΤΣΟΣ: Να προσθέσω μια κουβέντα μόνο, λίγο πιο *conceptual*. Αυτό το οποίο θίξατε ως θέμα, είναι το μεγάλο θέμα το οποίο συζητείται σε πανευρωπαϊκό επίπεδο και να σας πω γιατί. Διότι δεν υπάρχουν ούτε δυο χώρες στην Ευρώπη που να έχουν την ίδια μορφή σε ό,τι αφορά τη διοικητική οργάνωση της εποπτείας. Υπάρχουν χώρες, σαν την Ελλάδα, που έχουν επιλέξει, και είναι οι περισσότερες, αυτό το οποίο ονομάζεται «τομεακή προσέγγιση» στην εποπτεία. Μια αρχή εποπτεύει τις τράπεζες, μια τις κεφαλαιαγορές και μια τις ασφαλιστικές.

Η Εποπτική Αρχή των τραπεζών μπορεί να είναι η Κεντρική Τράπεζα, μπορεί να είναι εκτός Κεντρικής Τράπεζας. Στη Γαλλία, για παράδειγμα, είναι η *Commission Banker*. Στο κομμάτι των επενδυτικών υπηρεσιών, εκεί γεννάται το εύλογο ερώτημα. Πού θα πάει; Σε αυτόν που εποπτεύει τις αγορές ή τις τράπεζες;

Γι' αυτό ορισμένες άλλες χώρες έχουν επιλέξει τη λεγόμενη προσέγγιση της ενοποίησης των αρχών και έχουν μια ενιαία αρχή, αυτός είναι ένας τρόπος, χωρίς αυτό να είναι πανάκεια, γιατί και αυτοί έχουν προβλήματα, και έχουν μια Εποπτική Αρχή. Όπως έκανε η Βρετανία το FSA, όπως έχει κάνει η Γερμανία την BAFIN, όπως έχει κάνει η Αυστρία και άλλες χώρες.

Και υπάρχει και μια τρίτη προσέγγιση, που έχει ακολουθήσει η Ολλανδία, η οποία έχει κάνει τη λεγόμενη «λειτουργική προσέγγιση». Δηλαδή, τι εποπτεύω; Αποτελεσματικότητα της αγοράς. Μια αρχή. Τι εποπτεύω; Την επιχείρηση για τις υπηρεσίες που παρέχει. Άλλη αρχή. Και έχει σπάσει τις αρχές κατ' αυτόν τον τρόπο.

Δεν υπάρχει ένα ομοιόμορφο μοντέλο και εκ των πραγμάτων σε όλες τις πε-

ριπτώσεις, σε όλες τις προσεγγίσεις παρατηρούνται κάποια κενά λόγω του γεγονότος ότι οι τράπεζες επιτελούν πλέον ένα διπλό ρόλο. Την παραδοσιακή διαμεσολάβηση, καταθέσεις-χορηγήσεις και ταυτόχρονα παρέχουν και επενδυτικές υπηρεσίες, κάτι το οποίο πριν από μερικά χρόνια δεν ίσχυε.

Οι τράπεζες πριν από μερικά χρόνια τη μόνη επενδυτική υπηρεσία την οποία παρείχαν ήταν η αναδοχή τίτλων. Μόνο το *underwriting* (αναδοχή). Τώρα πλέον, βάσει κοινοτικής Οδηγίας, βάσει της 9322 και επειδή υιοθετήθηκε σε όλη την Ευρώπη το γερμανικό μοντέλο του AL FINANCE, έχουμε τις τράπεζες να μπορούν *in-house* (εσωτερικά) να παρέχουν το σύνολο των κυρίων επενδυτικών υπηρεσιών. Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος και άλλες τράπεζες, οι οποίες είναι οι ίδιες μέλη του χρηματιστηρίου.

Αυτό έχει δημιουργήσει έναν κίνδυνο ο οποίος υπάρχει σε πανευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά δεν έχει μεγάλο πρόβλημα.

Κος ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: Να προσθέσω όμως σε αυτό, γιατί το επισήμανες στο τέλος της ομιλίας μας, γνωρίζουμε ότι αυτά που επικαλούνται οι τράπεζες για το διοικητικό κόστος είναι η αρχή, και γι' αυτό η συνεργασία είναι σε απόλυτο βαθμό, για να μειώσουμε και το διοικητικό κόστος.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Κοιτάξτε να δείτε. Θα δεχτώ ακόμα μία ερώτηση. Εάν θέλετε να πείτε κάτι. Στη συνέχεια, όταν θα έρθουμε πίσω. Ερώτηση από εσάς και μία από την κυρία.

Κα ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Είναι μια ερώτηση για τον κ. Νισυραίο και για τον κ. Κυριακόπουλο. Προέρχεται από την εμπειρία στη δικαστηριακή πρακτική και είναι στο Εφετείο των Αθηνών και στο Δικαστήριο του Αρείου Πάγου τώρα.

Είναι η σχέση μεταξύ ασφαλιστικών εταιρειών, οι οποίες έχουν το χαρακτήρα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου μέσω θυγατρικής εταιρείας. Ασφαλιστική εταιρεία, δηλαδή, συνιστά η θυγατρική εταιρεία για τη διαχείριση αμοιβαίου κεφαλαίου και έχουμε εμπλοκή προσώπων συνδεδεμένων με την ασφαλιστική εταιρεία, τα οποία εμφανίζονται στη συνέχεια ως συνεργάτες ΑΕΔΑΚ.

Από τις διαφορές που δημιουργήθηκαν εκεί μέσα, δημιουργούνται πάμπολλα θέματα σε σχέση με την έννοια της προσθήσεως, η οποία δεν νομίζω ότι προέρχεται από το γεγονός ότι δεν υπήρξε μια ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των ασφαλιστικών εταιρειών και των ΑΕΔΑΚ που είναι θυγατρικές εταιρείες των ασφαλιστικών εταιρειών.

Στο πλαίσιο ελέγχου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Τράπεζας της Ελλάδος, υπάρχει πρόβλεψη να ρυθμιστούν αυτές οι σχέσεις; Διότι φθάνουν μέχρι το δικαστήριο του Αρείου Πάγου και διερωτώνται εκεί, εάν ήταν προστιθείς της ασφαλιστικής εταιρείας, εάν ήταν προστιθείς της ΑΕΔΑΚ.

Και στη συνέχεια θα ήθελα να ρωτήσω το εξής. Για ποιον λόγο από την ώρα που εμφανίζεται η ΑΕΔΑΚ, ο διαχειριστής αμοιβαίου κεφαλαίου, να μεσολαβεί η ασφαλιστική εταιρεία ως μητρική εταιρεία και γιατί αυτός ο καταμερισμός αρμοδιοτήτων στην κυκλοφορία του αμοιβαίου κεφαλαίου, γεγονός που επιτρέπει σε ορισμένα πρόσωπα, να τους αποκαλέσω απατεώνες, με τη συμμετοχή τους στο κύκλωμα αυτό, να ζημιώνουν τρίτους, οι οποίοι στη συνέχεια καταφεύγουν στα δικαστήρια με αδυναμία, πολλές φορές, να προσδιορίσουν το φορέα που είχε το αμοιβαίο κεφάλαιο και το πρόσωπο με το οποίο συνδεόταν ο απατεώνας αυτός;
Ευχαριστώ.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Ο κύριος Ρόκας θα απαντήσει.

Κος ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ: Επειδή απευθυνθήκατε σε εμένα, η Τράπεζα της Ελλάδος δεν έχει καμία εμπλοκή με το θέμα.

Κος ΡΟΚΑΣ: Θα έλεγα ότι είναι περισσότερο ασφαλιστικό θέμα, έχετε απόλυτο δίκιο ότι υπάρχει ένα κενό εδώ. Και το κενό αρχίζει από το εξής. Οι ασφαλιστικές εταιρείες πουλάνε μεταξύ των άλλων, ο κλάδος 3 της Ασφάλειας Ζωής είναι ασφάλεια ζωής συνδεδεμένος με επενδύσεις. Αυτές οι επενδύσεις είναι εσωτερικό αμοιβαίο κεφάλαιο. Εσωτερικό μεταβλητό κεφάλαιο ή μπορεί να είναι και αμοιβαίο κεφάλαιο. Συνεπώς, κάνουμε ακριβώς το ίδιο αυτό που κάνουν οι ΑΕΔΑΚ. Επιτρέπεται αυτό. Επενδύουν, δηλαδή, τα ασφαλιστρα σε αμοιβαίο. Ή δικό τους κλειστό ή άλλο αμοιβαίο, άλλης εταιρείας.

Συγχρόνως, υπάρχει και η δαιδαλώδης νομοθεσία των ΑΕΔΑΚ, της χρηματοοικονομικής. Εκεί υπάρχει μια απόφαση κοινή της Τράπεζας της Ελλάδος και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία καθορίζει τις προϋποθέσεις αυτών που πρέπει να έχουν τα πρόσωπα, τα στελέχη, που πουλάνε τα αμοιβαία.

Είπατε για την πρόσθεση, γι' αυτό πάω στο θέμα της πρόσθεσης. Σε αυτούς που πουλάνε ή διαθέτουν αμοιβαία κεφάλαια.

Εάν, λοιπόν, δείτε αυτές τις προϋποθέσεις και πώς εφαρμόζονται στην πράξη, γιατί εδώ περνάνε εξετάσεις και μαθήματα, τι μαθαίνουν και πρέπει να ξέρουν αυτοί που έρχονται σε επαφή με τους πελάτες πουλώντας αμοιβαία.

Κος...:

(ομιλία μακριά από το μικρόφωνο)

Κος ΡΟΚΑΣ: Δεν πήγα εκεί, θα σας πω αμέσως. Δεν φτάσαμε ακόμα εκεί, μισό λεπτό. Και τις προϋποθέσεις που πρέπει να έχουν οι ασφαλιστικοί σύμβουλοι, τώρα πάμε αλλού, οι οποίοι, ασφαλιστικοί σύμβουλοι, διαμεσολαβούντες στην ιδιωτική ασφάλιση, πωλούν τα ασφαλιστήρια, μεταξύ των οποίων ασφαλιστήρια ζωής του κλάδου 3, δηλαδή εκείνα που συνδέονται με επενδύσεις, δηλαδή που πουλάνε επίσης αμοιβαία κεφάλαια, θα δείτε μεγάλη διαφορά.

Εκεί, λοιπόν, υπάρχει ένα κενό, το έχουμε πει από το 2002 αυτό, η πολιτεία δεν έχει κάνει τίποτα σε αυτό, υπάρχει η νομοθεσία μόνο η οποία προσπαθεί, συγγνώμη για τη λέξη «προσπαθεί», εν πάση περιπτώσει θα δείτε που επιτρέπεται να πω αυτό, ότι αυτοί οι ασφαλιστικοί σύμβουλοι δεν δεσμεύουν την εταιρεία, δεν δεσμεύουν την ασφαλιστική εταιρεία, αλλά η νομολογία έχει πει ότι θα κοιτάξω τη συγκεκριμένη περίπτωση.

Εάν αυτός ενεργούσε ως προστιθείς, ας λέει ο νόμος έτσι, θα κοιτάξουμε στην πραγματικότητα πώς ενήργησε ο συγκεκριμένος διαμεσολαβών. Και έχουμε εδώ νομολογία που καταλογίζει ευθύνη στην ασφαλιστική εταιρεία για τις πράξεις του διαμεσολαβούντα αυτού του ασφαλιστικού συμβούλου, παρ' όλο που λέει ότι δεν δεσμεύει την εταιρεία.

Ωραία, το λέει ο νόμος ότι δεν δεσμεύει, αλλά όμως έχουμε τη συγκεκριμένη περίπτωση έχει τέτοια εξουσιοδότηση και έτσι ενήργησε και έτσι δημιούργησε εντύπωση στους τρίτους ότι τη δεσμεύει.

Εν πάση περιπτώσει, το θέμα αυτό είναι ανοικτό, καλά το θέτετε και μακάρι να γίνει κάποιος συντονισμός εδώ.

Κος ΚΑΒΟΥΡΟΠΟΥΛΟΣ: Συγγνώμη, υπάρχει συγκεκριμένη απάντηση για το θέμα που θέσατε. Υπάρχει κανονιστική απόφαση της αγοράς του Κώδικα Δεοντολογίας για τις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, σύμφωνα με την οποία με την βη Αρχή υπάρχει απόλυτη ευθύνη της ΑΕΔΑΚ για οποιαδήποτε πράξη ή παράλειψη των προσώπων τα οποία χρησιμοποιεί στο δίκτυο διάθεσης των προϊόντων της. Και στην προτελευταία συνεδρίαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τιμώρησε το Διοικητικό Συμβούλιο τράπεζα, η οποία ενεργούσε ως αντιπρόσωπος, είχε διαθέσει το δίκτυό της για τη διάθεση των προϊόντων των αμοιβαίων κεφαλαίων της ΑΕΔΑΚ, διότι δεν τήρησε αυτήν τη διάταξη. Της καταλόγισε ευθύνη και την τιμώρησε.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Ο κύριος Καβουρόπουλος είναι και μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Έχουμε μια παρέμβαση, θέλετε να την κάνετε; Σας παρακαλώ, η κυρία.

Κα ΑΠΟΣΤΟΛΙΔΟΥ: Θα προσπαθήσω να είμαι σύντομη. Θέλω να αναφερθώ σε δύο θέματα. Το πρώτο ζήτημα που ετέθη και αφορούσε την ύπαρξη ή όχι ενός ενιαίου regulator στην Ελλάδα, όπως καλύφθηκε και από τον κ. Κυριακόπουλο και από τον κ. Γκόρτσο στις παρεμβάσεις τους, θα ήθελα να πω ότι, όπως είπαμε και χθες, ένδεκα από τις ευρωπαϊκές Οδηγίες προβλέπουν ρητά υποχρέωση συνεργασίας των Εποπτικών Αρχών μεταξύ τους.

Αυτή η συνεργασία τονίζεται και μέσα από διμερή πρωτόκολλα συνεργασίας, που έχουμε ήδη με την Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να μπορούμε να ασκήσουμε το εποπτικό μας καθήκον. Αυτό είναι το ένα θέμα.

Το δεύτερο, στο οποίο θα ήθελα να αναφερθώ, έχει να κάνει με το θέμα της αρχής του να γνωρίζουμε τον πελάτη. «To know your customer principle», όπως το λένε στα Αγγλικά. Θα ήθελα να ενημερώσω τους δικαστικούς λειτουργούς, που κυρίως είναι το ακροατήριό μας σήμερα εδώ, ότι ο Παγκόσμιος Οργανισμός των Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς έχει εκδώσει από 2004 μια έκθεση με αρχές για την ταυτότητα του πελάτη και τη γνώση του beneficial owner.

Θα μου συγχωρήσετε τη χρήση των αγγλικών όρων, αλλά θέλω να επισημάνω ότι δεν ήταν τυχαίο ότι ο Παγκόσμιος Οργανισμός εξέδωσε μια σειρά αρχών για το client identification και beneficial ownership, αλλά ήθελε να τονίσει πόσο μεγάλη σημασία έχει οι δικοί μας εποπτευόμενοι φορείς να γνωρίζουν πολύ καλά το προφίλ του πελάτη τους, ώστε να αποτρέπονται και περιπτώσεις ξηπλύματος χρήματος και χρήσεις κεφαλαίων για εγκληματικές ενέργειες. Και ακόμα και τρομοκρατικές ενέργειες, όπως ξέρετε και αυτό το έναυσμα δόθηκε και ξεκίνησε όλη αυτή η πρωτοβουλία μετά από τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου.

Δίνουμε, λοιπόν, ως Εποπτική Αρχή ιδιαίτερη έμφαση σε αυτό το κομμάτι, βεβαίως η αρχή η οποία είναι αρμόδια για να παρακολουθεί τα θέματα ξηπλύματος χρήματος, είναι η αρχή η γνωστή του άρθρου 7.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Ευχαριστώ τους κυρίους εισηγητές.

4. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 4

Εποπτεία και Κυρώσεις



Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Επειδή σε αυτήν τη συνεδρία, συντονιστής είναι ο κ. Κυριτσάκης, σε σας που έρχεστε σύντομα στην αίθουσα, θέλω να σας αφιερώσω μια μαντινάδα.

*Ποιος είδε τα άστρα του ουρανού
ποιος τα έχει μετρημένα
να του φωνάξω να σε δει
να βάλει ακόμα ένα.*

4.1 Δ. ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ (Συντονιστής)

Και λέω:

*Ευχαριστώ σε φίλε μου
δεν σε είχα πληρωμένο
μα έπραξες ευγενικά
ως είσαι μαθημένος.*

Θα πω ότι είμαστε στην ευχάριστη θέση σήμερα να βρίσκεται κοντά μας και ο πρόεδρος του Δικηγορικού Συλλόγου της Κορίνθου, ο κύριος Δημήτρης Οικονομόδης. Θα παρακαλέσω να καθίσετε στην πρώτη θέση, κύριε Οικονομόδη. Είναι από τους εκλεκτούς προέδρους των Δικηγορικών Συλλόγων που πάντα στήριξε τα αιτήματά μας και στο θέμα της επιθεώρησης και γενικότερα σε άλλα θέματα που υπήρχαν διαφοροποιήσεις συναδέλφων του, ο ίδιος ξέρει, ζει, βιώνει και αποδέχεται και γνωρίζει την προσφορά και τον αγώνα των δικαστών.

Ο χρόνος είναι πάρα πολύ περιορισμένος. Θα ευχαριστήσω τους κυρίους του πάνελ αυτήν τη στιγμή, τον κ. Κωνσταντινίδη, τον κ. Ασπρογέρακα, την κυρία Georgina Philirrou, τον κ. Γιώργο Γιαννούλη τον συνάδελφο τον αεροπαγίτη και τον κ. Χαράλαμπο Λακαφώση. Η παράκλησή μου θερμή προς όλους να είμαστε όσο το δυνατόν σύντομοτεροι για να μπορέσουν να υποβληθούν ερωτήσεις. Από ό,τι είδατε πολλά ακούγονται περισσότερο στις παρεμβάσεις και εμπεδώνονται αυτά τα οποία λέτε.

Σας ευχαριστώ πολύ. Παρακαλώ τον κ. Κωνσταντινίδη, ο οποίος είναι καθηγητής της Νομικής Σχολής του Δημοκρίτειου Πανεπιστημίου Θράκης, να μας μιλήσει για το απόρρητο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Παρακαλώ τον κ. Κωνσταντινίδη να ανεβεί στο βήμα.

4.2 Α. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ

Το απόρρητο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Ευχαριστώ πολύ, κύριε πρόεδρε. Με το άρθρο 14 του Ν2561/1998, το οποίο έχει τίτλο «Θέματα απορρήτου», προστέθηκαν στο άρθρο 76 του Ν1969/1991 οι νέες παράγραφοι 12, 13, 14 και 15.

Οι εν λόγω διατάξεις τέθηκαν προκειμένου αφενός μεν να μην μπορεί να ενταχθεί κανενός είδους απόρρητο έναντι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την παροχή σε αυτήν των στοιχείων που είναι αναγκαία για την άσκηση των κατά τις κείμενες διατάξεις αρμοδιοτήτων της, αφετέρου για να θεσπιστεί επαγγελματικό απόρρητο των προσώπων που ασκούν ή έχουν ασκήσει δραστηριότητα για λογαριασμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, δηλαδή απαγόρευση ως προς τη χορήγηση σε οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο και σε οποιαδήποτε δημόσια αρχή των παραπάνω στοιχείων.

Η διάταξη του άρθρου 76, παράγραφος 12 του Ν1969/1991 κατά την οποία εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, εταιρείες λήψης και διαβίβασης εντολών, ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και τα λοιπά, οφείλουν μη δικαιούμενες να επικαλεστούν το επαγγελματικό ή άλλο απόρρητο, να παρέχουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα ευρισκόμενα στην κατοχή τους έγγραφα και λοιπά στοιχεία και πληροφορίες που είναι αναγκαία για την άσκηση των κατά τις κείμενες διατάξεις αρμοδιοτήτων της. Με τη διατύπωση της, λοιπόν, αυτή η διάταξη καταλαμβάνει κάθε περίπτωση που τα αναφερόμενα σε αυτή φυσικά και νομικά πρόσωπα υποχρεούνται να παρέχουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έγγραφα, στοιχεία και πληροφορίες για την άσκηση των αρμοδιοτήτων τους.

Καταλαμβάνει, δηλαδή, και τις περιπτώσεις που τα ως άνω πρόσωπα υποχρεούνται ήδη από άλλες διατάξεις νόμου να παρέχουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τα εν λόγω στοιχεία, μη δυνάμενα πλέον να εντάξουν κανενός είδους απόρρητο έναντι αυτής.

Περαιτέρω, με τη διάταξη της παραγράφου 13, εδάφιο Α, του άρθρου 76, του Ν1969/1991, θεσπίζεται απαγόρευση για τα πρόσωπα που ασκούν ή άσκησαν

δραστηριότητα για λογαριασμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να γνωστοποιούν σε οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο και σε οποιαδήποτε δημόσια αρχή τις πληροφορίες ή στοιχεία, τα οποία της παρέχονται από τους φορείς της κεφαλαιαγοράς κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της.

Βεβαίως, υπάρχει και άρση αυτής της απαγόρευσης σε ορισμένες περιπτώσεις που είναι πολύ σημαντικές, όσον αφορά την πρακτική σημασία τους.

Και ειδικότερα, η απαγόρευση αυτή αίρεται:

Πρώτον, όταν τα παραπάνω στοιχεία υποβάλλονται ή το περιεχόμενο αυτών γνωστοποιείται στις αρμόδιες για την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπηρεσίες του υπουργείου Εθνικής Οικονομίας.

Δεύτερον, όταν τα παραπάνω στοιχεία αναφέρονται στη διοικητική πράξη και κάθε άλλο έγγραφο της διαδικασίας επιβολής διοικητικών κυρώσεων από το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τρίτον, όταν πρόκειται για την υποβολή, υποστήριξη ή αντίκρουση ενώπιον των δικαστηρίων αιτήσεων ενδίκων μέσων και ενδίκων βοηθημάτων, υπέρ ή κατά διοικητικών πράξεων του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Και αυτή η περίπτωση εμφανίζεται συχνά στη δικαστηριακή πρακτική.

Τέταρτη περίπτωση είναι όταν πρόκειται για την αναφορά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις αρμόδιες εισαγγελικές και δικαστικές αρχές τυχόν αξιόποινων πράξεων. Και εδώ πάλι αυτή η περίπτωση συμβαίνει συχνά, διότι πολύ συχνά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κάνει αυτή την αναφορά για αξιόποινες πράξεις που εμπίπτουν στην αντίληψή της.

Πέμπτον, για την ανακοίνωση με συγκεντρωτική μορφή των πιο πάνω στοιχείων και πληροφοριών, εφόσον δεν προκύπτει η ταυτότητα των προσώπων, στα οποία αναφέρονται.

Έκτον, για την ανταλλαγή πληροφοριών με εποπτικές και γενικά αρμόδιες αρχές άλλων κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς επίσης και τρίτων κρατών, εφόσον έχει ληφθεί η επαρκής μέριμνα για την τήρηση του επαγγελματικού απορρήτου από τις αρμόδιες αρχές των κρατών-μελών.

Έβδομον, για την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ μελών των νόμιμων διοικητικών οργάνων και διευθύνσεων, καθώς και του λοιπού προσωπικού της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα πλαίσια των καθηκόντων της.

Τέλος, η περίπτωση αυτή, που είναι σε όλους μας γνωστή και βέβαια στους δικαστές, μετά από ειδικά αιτιολογημένο βούλευμα του αρμόδιου Δικαστικού Συμβουλίου κατά τη διάρκεια ανάκρισης, προανάκρισης ή προκαταρκτικής εξέ-

τασης, ύστερα από σχετικό αίτημα του εισαγγελέα ή του ανακριτή ή μετά από απόφαση του δικαστηρίου ενώπιον του οποίου εκκρεμεί η υπόθεση, εφόσον η παροχή αυτών είναι απολύτως αναγκαία για τη διαπίστωση και την τιμωρία πλημμελήματος ή κακουργήματος. Αυτή η περίπτωση είναι πάρα πολύ γνωστή στους δικαστές, όταν οι ανακριτές διενεργούν την κύρια ανάκριση, οι τακτικοί ανακριτές και έχουν διάφορες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, οπότε ζητούν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διάφορα στοιχεία, τα οποία είναι απαραίτητα για τη διενέργεια της ανάκρισης, οπότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κινεί αυτήν τη διαδικασία ή επίσης και ο ανακριτής.

Στην παράγραφο 3 του άρθρου 76 του Ν1969/1991, ωστόσο δεν προσδιορίζονται τα απόρρητα στοιχεία. Ποια είναι αυτά τα απόρρητα στοιχεία; Γίνεται όμως δεκτό ότι κυρίως εννοούνται η έκθεση ελέγχου, την οποίαν βέβαια κάνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, και όλα τα σχετικά έγγραφα, τα οποία τη συνοδεύουν, δηλαδή εκείνα στα οποία αυτή αναφέρεται και τη στηρίζουν, καθώς και ό,τι προσκομίζεται από τον εποπτευόμενο.

Κάτι άλλο. Μιλάμε για απόρρητο, τι είναι αυτή η έννοια του απορρήτου; Προσδιορίζεται κάπου; Όχι. Αυτή η έννοια του απορρήτου δεν καθορίζεται ούτε στο άρθρο 371 του Ποινικού μας Κώδικα, που έχουμε την κλασική διάταξη για την παραβίαση επαγγελματικής εχεμύθειας, στο οποίο παραπέμπει ευθέως η παράγραφος 14 του άρθρου 76 του 1969/1991, για την περίπτωση παραβίασης του απορρήτου Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από πρόσωπα που ασκούν ή έχουν ασκήσει δραστηριότητα για λογαριασμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Θέλω, λοιπόν, να πω με αυτό ότι πρέπει κάπως να προσδιορίσουμε την έννοια του απορρήτου. Η οποία δεν προσδιορίζεται πουθενά.

Ωστόσο, τόσο από την ελληνική και την αλλοδαπή θεωρία γίνεται δεκτό ότι απόρρητο είναι κάποιο γεγονός, δεν πρόκειται, δηλαδή, για κάποιες κρίσεις, αλλά για κάποιο γεγονός, που σύμφωνα με το συμφέρον ή την αντίστοιχη βούληση ορισμένου ή ορισμένων προσώπων, δεν πρέπει να κοινοποιηθεί σε τρίτους.

Με άλλα λόγια, για να χαρακτηριστεί ένα γεγονός ως απόρρητο, πρέπει να συντρέχουν δύο στοιχεία. Τόσο το αντικειμενικό όσο και το υποκειμενικό.

Το αντικειμενικό στοιχείο υπάρχει όταν το γεγονός είναι γνωστό μόνο σε ένα πρόσωπο ή σε περιορισμένο κύκλο προσώπων. Ανάλογα με τον κύκλο των προσώπων στον οποίον ανήκουν ορισμένα πρόσωπα, διακρίνουμε το εμπορικό απόρρητο, το ηθικό, το δικηγορικό, το ιατρικό και τα λοιπά.

Παράλληλα, όμως, απαιτείται και το υποκειμενικό στοιχείο, δηλαδή η επι-

θυμία και το ενδιαφέρον μυστικότητας. Και τα δύο, λοιπόν, αυτά στοιχεία είναι απαραίτητα για να δώσουν σε ένα γεγονός το χαρακτήρα του απορρήτου.

Τέτοιο απόρρητο είναι και το απόρρητο της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς, του άρθρου 76, παράγραφος 13, του Ν1969/1991.

Τώρα, μιλάμε για παραβίαση του απορρήτου. Προφανώς εννοούμε ανακοίνωση του απορρήτου ή, εάν θέλετε, φανέρωσή του, που δεν είναι τίποτα άλλο από μια γνωστοποίηση αυτού του απορρήτου σε τρίτον που δεν γνωρίζει ή δεν γνωρίζει με βεβαιότητα.

Η φανέρωσή του μπορεί να γίνει και με παράλειψη, εάν σκεφτείτε ότι εναποτίθεται ο φάκελος, φέρ' ειπείν σε κάποιο γραφείο που το επισκέπτεται ο οποιοσδήποτε.

Δεν αποτελεί όμως φανέρωση του απορρήτου η επιστημονική ανακοίνωση, φέρ' ειπείν, εφόσον γίνεται γενικά και αφηρημένα και δεν μπορεί να διαγνωστεί το πρόσωπο του εποπτευομένου.

Η φανέρωση μπορεί να γίνει και μετά την παύση άσκησης του επαγγέλματος του υπαιτίου, αρκεί να πληροφορήθηκε το γεγονός κατά το χρόνο κατά τον οποίον αυτός ασκούσε το επάγγελμα.

Τώρα, αναφορικά με τις ανωτέρω περιπτώσεις άρσης του απορρήτου της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς που σας προανέφερα, επισημαίνεται και πάλι ότι αυτή που προβλέπεται στο εδάφιο β, της παραγράφου 13, του άρθρου 76 του Ν1969/1991, είναι η πιο συχνή και ειδικότερα με τη διάταξη αυτή θεσπίζονται δύο διακριτές περιπτώσεις κάμψης της γενικής απαγόρευσης γνωστοποίησης στοιχείων.

Η πρώτη αφορά στις διοικητικές πράξεις επιβολής διοικητικών κυρώσεων. Στο δεύτερο εδάφιο της ως άνω περίπτωσης β, ορίζεται ότι οι διοικητικές αυτές πράξεις είναι ελεύθερα ανακοινώσιμες, χωρίς κανέναν περιορισμό ως προς τους αποδέκτες της ανακοίνωσης.

Αντίθετα, μάλιστα, η σαφής λεκτική διατύπωση ότι οι διοικητικές αυτές πράξεις είναι ελεύθερα ανακοινώσιμες, καθιστά απολύτως σαφές ότι δεν εισαγάγεται κανενός είδους περιορισμός.

Σε αυτή την περίπτωση η ατομική διοικητική πράξη επιβολής διοικητικών κυρώσεων, αφότου αυτή εκδοθεί, είναι ελεύθερα ανακοινώσιμη σε οποιονδήποτε τρίτο επικαλείται και αποδεικνύει εύλογο ενδιαφέρον.

Η δεύτερη περίπτωση, όμως, που αφορά στα έγγραφα και στοιχεία της διαδικασίας επιβολής διοικητικών κυρώσεων, γίνεται δεκτό ότι κατ' αντιδιαστολή και εφόσον η διαδικασία επιβολής διοικητικών κυρώσεων προηγείται χρονικά

της έκδοσης των σχετικών διοικητικών πράξεων, γίνεται, λοιπόν, δεκτό ότι τα έγγραφα και στοιχεία της διαδικασίας επιβολής διοικητικών κυρώσεων δεν είναι ελεύθερα ανακοινώσιμα σε όλους.

Σε αυτή την περίπτωση απαιτείται ειδικό και ορισμένο έννομο συμφέρον του διοικουμένου, προκειμένου να λάβει γνώση των σχετικών στοιχείων και εγγράφων, το οποίο υφίσταται μόνο στην περίπτωση κατά την οποία αυτός καλείται να ασκήσει το δικαίωμα προηγούμενης ακρόασης.

Για την πρώτη περίπτωση η ανωτέρω θέση ενισχύεται έτι περαιτέρω και από τη νομοθετική ρύθμιση που εισήγαγε ο Ν3340/2005. Για τις παραβάσεις του Ν3340/2005 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να χορηγεί αντίγραφο των διοικητικών εγγράφων, ως εν προκειμένω της σχετικής έκθεσης ελέγχου και των εν αυτή εγγράφων, ως προς τους διοικουμένους, κατά ρητή *ad hoc* πρόβλεψη.

Να μην σας κουράσω με το κείμενο του 23, παράγραφος 4 του 3340, αυτό είναι όμως το νόημα. Εν προκειμένω, πρέπει να επισημανθεί ότι η ρύθμιση του ως άνω άρθρου αφορά στις παραβάσεις των ως άνω νόμων. Όμως, στην πραγματικότητα η ρύθμιση αυτή αποτελεί ειδικότερη εφαρμογή της γενικής επιταγής της προσήκουσας άσκησης του δικαιώματος της προηγούμενης ακρόασης, ενόψει της άρσης του απορρήτου, ειδικά ως προς τον διοικούμενο, που καλείται να κάνει χρήση του δικαιώματος της προηγούμενης ακρόασης.

Επομένως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να χορηγεί αντίγραφο της έκθεσης ελέγχου και των σε αυτή αναφερόμενων εγγράφων στον εποπτευόμενο, ύστερα από τη χορήγηση σε αυτόν του δικαιώματος της προηγούμενης ακρόασης και πριν από την επιβολή της διοικητικής κύρωσης, όπως προκύπτει για τις διατάξεις του άρθρου 20 του Συντάγματος, των άρθρων 5 και 6 το Ν2690/99, το άρθρο 76, παράγραφοι 12, 13 του Ν1969/91 και του άρθρου 23, παράγραφος 4, του Ν3340/2005.

Περαιτέρω, όπως προανέφερα, συμβαίνει συχνά στη δικαστηριακή πρακτική και η περίπτωση που το απόρρητο αίρεται, όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συντάσσει αναφορά σε αρμόδιες εισαγγελικές και δικαστικές αρχές, όταν πρόκειται για αναφορά τυχόν αξιόποινων πράξεων.

Πάντως, εκτός της ανωτέρω περίπτωσης του άρθρου 73, παράγραφος 13, του Ν1969/91, θεσπίζεται όμοια απαγόρευση, ανακοίνωση των απόρρητων στοιχείων που κατέχει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και από άλλες διατάξεις νόμων.

Μια τέτοια υπάρχει στο άρθρο 43, παράγραφος 2, του Ν3283/2004 για τα αμοιβαία κεφάλαια.

Επίσης, στο άρθρο 24, παράγραφος 1 του Ν3556/2007, που είναι σχετικός με τη διαφάνεια πληροφόρησης σχετικά με εκδότες κινητών αξιών εισαχθεισών προς διαπραγμάτευση.

Επίσης, στο άρθρο 63, παράγραφος 1, του Ν3606/2007, που αφορά στην προστασία από χειραγώγηση και κατάχρηση προνομιακής πληροφόρησης.

Ακόμη, σύμφωνα με την παράγραφο 17 του άρθρου 22, του Ν3340/2005, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στην οποία η Τράπεζα της Ελλάδος παρέχει τα ζητούμενα στοιχεία, υποχρεούται να τα χρησιμοποιεί αποκλειστικώς για την άσκηση των εποπτικών της αρμοδιοτήτων, τηρουμένων ιδίως των διατάξεων των παραγράφων 12 και 13 του άρθρου 76, του Ν1969/91, του άρθρου 5 του Ν2396/96, του άρθρου 43 του Ν3283/2004 και του άρθρου 26 του παρόντος νόμου.

Τέλος, στην παράγραφο 14, του άρθρου 76 του Ν1969/91, ορίζεται ότι η παραβίαση του επαγγελματικού απορρήτου από πρόσωπα που ασκούν ή έχουν ασκήσει δραστηριότητα για λογαριασμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τιμωρείται κατά τις διατάξεις του άρθρου 371 του Ποινικού μας Κώδικα.

Επίσης, σύμφωνα με αυτές τις διατάξεις τιμωρείται και οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο κοινοποιήσει τα απόρρητα αυτά στοιχεία που έχουν επιβληθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με οποιονδήποτε τρόπο και εάν έλαβε γνώση τούτο.

Είναι σε όλους γνωστό ότι η διάταξη του άρθρου 371 του Ποινικού μας Κώδικα προστατεύει κυρίως τη σφαίρα των απορρήτων των κατ' ιδίαν προσώπων και παράλληλα το συμφέρον της ολότητας στην εχεμύθεια εκείνων που ασκούν επαγγέλματα που εξυπηρετούν τις ανάγκες της υγείας, νομικής αρωγής και τα λοιπά.

Επομένως, τούτο σημαίνει ότι από πλευράς ουσιαστικού Ποινικού Δικαίου, η παραβίαση του απορρήτου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από τα ανωτέρω πρόσωπα τιμωρείται, όπως η παραβίαση του καθήκοντος εχεμύθειας του δικηγόρου, του γιατρού, του συμβολαιογράφου, του κληρικού και τα λοιπά.

Αυτό είναι σωστό, γιατί και στην περίπτωση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς προστατεύεται το επαγγελματικό απόρρητο και διαφυλάσσεται η εχεμύθεια της ιδιότητας ή επαγγέλματος των προσώπων που ασκούν ή έχουν ασκήσει δραστηριότητα για λογαριασμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Αναφορικά με την υποκειμενική υπόσταση του εγκλήματος της παραβίασης της επαγγελματικής εχεμύθειας, απαιτείται δόλος, αρκεί όμως και ενδεχόμενος.

Ο δόλος που απαιτείται πρέπει να περιλαμβάνει τη γνώση ότι πρόκειται για απόρρητο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ότι δεν έχει ο δράστης το δικαίωμα να το φανερώσει, καθώς και θέληση φανέρωσης του απορρήτου.

Δεν απαιτείται και η πρόθεση ή επέλευση βλάβης, είναι δε αδιάφορα τα κίνητρα της παραβίασης του απορρήτου.

Εάν βέβαια ο δράστης πιστεύει ότι το ανακοινούμενο δεν είναι απόρρητο πλέον, τότε τελεί σε πραγματική πλάνη, σύμφωνα με τη γενική διάταξη του άρθρου 30 του Ποινικού μας κώδικα. Ενώ εάν πιστεύει ότι δεν δεσμευόταν νομικά από το απόρρητο, τότε υπάρχει νομική πλάνη.

Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κ. καθηγητή που σε σύντομο χρόνο κατάφερε να μας προσδιορίσει τόσο την έννοια του απορρήτου, τις περιπτώσεις εξαιρέσεως του απορρήτου αλλά και τις υποχρεώσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη διαφύλαξη των απόρρητων στοιχείων, τα οποία της παραδίδονται με τις προϋποθέσεις του νόμου. Το λόγο έχει ο κ. Δημήτριος Ασπρογέρακας, ο Αντιεισαγγελέας Εφετών.

4.3 Δ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑΣ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εν δράσει, στην πρόσληψη και καταστολή του χρηματιστηριακού εγκλήματος

Κύριε πρόεδρε, ο κύριος καθηγητής μας έβαλε ένα πρόβλημα με το χρόνο, γιατί τα είπε σύντομα, τα είπε περιεκτικά και θα πρέπει και εμείς τώρα, ως εκπρόσωποι μιας άλλης αρχής, να είμαστε εξίσου σύντομοι.

Ξεκινώντας, λοιπόν, το κείμενο της εισηγήσεως, όπως ανακοινώθηκε από την Οργανωτική Επιτροπή, ως «Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εν δράσει, στην πρόσληψη και καταστολή του χρηματιστηριακού εγκλήματος», θα πρέπει να πει κανείς ξεκινώντας ότι η εποπτεία της αγοράς είναι εκείνη που συντελεί στη λειτουργία της με αξιοπιστία και διαφάνεια.

Πιστεύω ότι αυτές οι δύο λέξεις είναι ικανές να αποδώσουν εκείνο που κανείς περιμένει από μια αγορά η οποία θα λειτουργεί κάτω από συνθήκες εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού σε αυτήν.

Η εποπτεία όμως για να ασκηθεί χρειάζεται και εποπτικές αρχές. Το ελληνικό μοντέλο, θα έλεγε κανείς, της εποπτείας είναι εκείνο που στηρίζεται στη διάσπαση των αρχών. Τρεις, λοιπόν, είναι οι αρχές της εποπτείας της αγοράς.

- Όσον αφορά την τραπεζική αγορά είναι η Τράπεζα της Ελλάδος.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

- Όσον αφορά την κεφαλαιαγορά είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Όσον αφορά την ασφάλεια αγοράς είναι η Επιτροπή Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης.

Ισχυρή η κρατική παρέμβαση, όπως προκύπτει από αυτό, αλλά η παρέμβαση αυτή μέσω των Εποπτικών Αρχών συμβάλλει στη λειτουργία της αγοράς με εντιμότητα, με καθαρότητα, έτσι ώστε να ενισχύεται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην αγορά, να προστατεύεται αυτό το επενδυτικό κοινό και να μειώνονται τα οικονομικά εγκλήματα.

Ο Ν3152/2003 καθιέρωσε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως την κύρια Εποπτική Αρχή της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου. Παρέχει δε σε αυτήν αρμοδιότητες κανονιστικού εποπτικού και ελεγκτικού χαρακτήρα για ένα ευρύ φάσμα ζητημάτων και την ενισχύει με δυναμικές εξουσίες.

Σε ό,τι αφορά τις αρμοδιότητες των εντεταλμένων οργάνων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η ανωτέρω διάταξη καθορίζει και περιγράφει τη διαδικασία ελέγχου, αναγνωρίζοντας ένα δικαίωμα πρόσβασης σε έγγραφα, βιβλία και άλλα στοιχεία που τηρούνται σε οποιαδήποτε μορφή, έγγραφη, ηλεκτρονική, μαγνητική ή άλλη, στην επαγγελματική κατάσταση των προσώπων που διαμεσολαβούν κατ'επάγγελμα στην κατάρτιση συναλλαγών ή εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, τη δυνατότητα λήψεως αντιγράφων και, σε περίπτωση άρνησης, τη δυνατότητα κατάσχεσης.

Τη συστηματική αναζήτηση πληροφοριών από οποιοδήποτε πρόσωπο, την παραλαβή στοιχείων για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις, αντίγραφα ηχογραφημένων συνδιαλέξεων και αρχείων διακίνησης δεδομένων.

Επιπροσθέτως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να λαμβάνει μαρτυρικές καταθέσεις, να λαμβάνει στοιχεία για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και για αρχεία διακίνησης δεδομένων από τους παρόχους τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών.

Ήδη από την 1/11/2007 τέθηκε σε ισχύ η διάταξη του άρθρου 84, του Ν3606/2007, με την οποία προστέθηκε μετά την παράγραφο 1, του άρθρου 4 του Ν2225/94, είναι ο βασικός νόμος για την άρση του απορρήτου, παράγραφος 1Α, που ορίζει ότι η άρση του απορρήτου είναι επίσης επιτρεπτή για τη διακρίβωση παραβάσεων των άρθρων 3, 7, 29 και 30 του Ν3340/2005.

Εδώ, λοιπόν, στο σημείο αυτό θα πρέπει να σας γνωστοποιήσω ότι οι διατάξεις των άρθρων 3 έως 7 είναι εκείνες που αφορούν τη χειραγώγηση και την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών και οι διατάξεις των άρθρων 29 και 30, είναι οι ποινικές διατάξεις της χειραγώγησης και της εκμετάλλευσης των εμπιστευτικών πληροφοριών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επίσης, με απόφαση της Εκτελεστικής Επιτροπής μπορεί να ζητήσει την άρση του απορρήτου, εάν υποβάλλει την απόφασή της αυτή στον Εισαγγελέα Εφετών ή στον ανακριτή, οι οποίοι την υποβάλλουν στο Συμβούλιο των Εφετών.

Επίσης, η Εκτελεστική Επιτροπή εξουσιοδοτεί έναν υπάλληλο του ειδικού επιστημονικού προσωπικού της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και έναν δημόσιο υπάλληλο ως γραμματέα, οι οποίοι προβαίνουν στη λήψη των μαρτυρικών καταθέσεων.

Ωστόσο, η άσκηση των οριζόμενων στην παράγραφο 1 αρμοδιοτήτων από τα εντεταλμένα όργανα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από τη σχετική έγγραφη εντολή του γενικού διευθυντή ή του προϊσταμένου της καθ' ύλην αρμόδιας διεύθυνσης, ενώ οι έλεγχοι, που είπαμε παραπάνω, δηλαδή η λήψη πληροφοριών και οι κατασχέσεις πραγματοποιούνται σε οποιοδήποτε για το ελεγχόμενο πρόσωπο εργάσιμη ώρα.

Κατά κανόνα η κίνηση των ελεγκτικών μηχανισμών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς γίνεται μετά τη γνωστοποίηση ύποπτων συναλλαγών, προσώπων νομικών ή φυσικών που διενεργούν σε επαγγελματική βάση συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα.

Απαιτείται η ύπαρξη επαρκών ενδείξεων ότι η ύποπτη συναλλαγή ενδέχεται να συνιστά κατάχρηση της αγοράς, δηλαδή να υπάρχουν βάσιμοι λόγοι ότι η συναλλαγή μπορεί να συνιστά χειραγώγηση της αγοράς ή εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών.

Ορισμένες συναλλαγές μπορεί να μην προκαλούν αυτές καθ' εαυτές υποψίες, ενδέχεται ωστόσο να παρέχουν ενδείξεις πιθανής κατάχρησης της αγοράς, εάν εξεταστούν σε συνάρτηση με άλλες συναλλαγές, συμπεριφορές ή πληροφορίες.

Κάθε φορέας οργανωμένης εποπτείας αποβλέπει στην αποδοτικότητα των μέσων δράσης και στην αποτελεσματικότητα των μεθόδων πρόληψης και καταστολής.

Είναι όμως διακριτή η φύση της εξουσίας ελέγχου, όπως διαγράφεται στο άρθρο 22 του Ν3340/2005;

Στη συγκεκριμένη περίπτωση η κατανόηση της νομοθετικής βούλησης είναι δυσχερής. Η δε εφαρμογή της διάταξης δημιουργεί περισσότερα προβλήματα από όσα επιλύει.

Στον τομέα της κρατικής δράσης, ενίοτε, οι διοικητικοί υπάλληλοι βρίσκονται αντιμέτωποι με την προσπάθεια απόκρυψης στοιχείων, τα οποία είναι απαραίτητα για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους.

Η διεξαγωγή έρευνας στις περιπτώσεις αυτές είναι αναγκαία, αφού η διοικητική δράση έχει ελεγκτικό χαρακτήρα και μπορεί να καταλήξει σε αποτελέσματα δυσμενή για τον ελεγχόμενο.

Στο πλαίσιο, λοιπόν, αυτών των ελέγχων οι έρευνες εξυπηρετούν αντικειμενικά δύο σκοπούς. Τον επιδιωκόμενο διοικητικό σκοπό και, δεύτερον, την ποινική διαδικασία για το αντίστοιχο έγκλημα, αφού πιθανά ευρήματά τους μπορεί να χρησιμεύσουν στην τελευταία που είτε έχει αρχίσει είτε θα κινηθεί λόγω ακριβώς των ευρημάτων αυτών.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την ύπαρξη δικαστικής έρευνας είναι οι εύλογες υπόνοιες τέλεσης εγκλήματος και ως σκοπός επιβεβαίωσης των υπονοιών αυτών στο πλαίσιο της ποινικής διαδικασίας.

Με αφετηρία, λοιπόν, τις σκέψεις αυτές μπορούμε να διαγνώσουμε εάν η προβλεπόμενη διαδικασία του άρθρου 22 του Ν3340/2005 εμπεριέχει τη διενέργεια ανακριτικών πράξεων ή περιλαμβάνει επαχθή διοικητικά μέτρα.

Ελέγχους ορίζει η σχετική διάταξη, δηλαδή ενέργειες με έντονα διοικητικό χαρακτήρα, όμως η πραγματικότητα είναι διαφορετική.

Πρόκειται για έρευνες του άρθρου 253 του Κώδικα Ποινικής Δικονομίας, διότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τα εντεταλμένα όργανά της έχουν δικαίωμα:

- Πρώτον, να προβαίνουν σε κατασχέσεις.
- Δεύτερον, να παραβιάζουν ποινικώς προστατευόμενα απόρρητα και ευαίσθητα προσωπικά δεδομένα.
- Τρίτον, να λαμβάνουν ανωμοτί καταθέσεις.
- Τέταρτον, να ζητούν την άμεση και αποτελεσματική συνδρομή της υπηρεσίας ειδικών ελέγχων και των αστυνομικών αρχών.

Π' αυτό και η έρευνα σε επαγγελματική εγκατάσταση του ελεγχόμενου προσώπου, για να είναι νόμιμη πρέπει να γίνεται παρουσία του εκπροσώπου της δικαστικής εξουσίας κατά το άρθρο 9, παράγραφος 1 του Συντάγματος.

Ο περιορισμός της πραγματοποίησης του ελέγχου σε οποιαδήποτε για το ελεγχόμενο πρόσωπο εργάσιμη ώρα, δεν αναιρεί τα ανωτέρω, δεδομένου ότι και η επαγγελματική εγκατάσταση αποτελεί κατοικία και απολαύει της προστασίας του άρθρου 9, παράγραφος 1 του Συντάγματος. Τα δε δημόσια όργανα δεν έχουν το δικαίωμα ελεύθερης εισόδου σε αυτήν.

Εάν ο περιορισμός υποδηλώνει ότι τις εργάσιμες ώρες οι επαγγελματικές εγκαταστάσεις είναι ανοικτές στο κοινό και συνεπώς δεν απολαμβάνουν της προστασίας του οικιακού ασύλου, τότε η υπόθεση του ενδεχομένου ότι μειώνεται

η αξία της έρευνας και συρρικνώνεται ο σκοπός της στερείται, μάλλον, νομοθετικού ερείσματος.

Η δε κατάσχεση των χρήσιμων για τον έλεγχο στοιχείων, υλοποιείται ευχερώς, ενώ είναι αμφίβολο εάν χωρίς την εξουσία έρευνας μπορεί να εντοπιστούν τα στοιχεία και να κατασχεθούν.

Δεν είναι σπάνιο, άλλωστε, κατά τη διάρκεια της κατάσχεσης ψηφιακών στοιχείων, να λαμβάνει χώρα παραβίαση απόρρητων ή ευαίσθητων προσωπικών δεδομένων τρίτων και αμέτοχων προσώπων, επειδή έτυχε να συμπεριλαμβάνονται στον κατασχόμενο υλικό φορέα.

Το άδικο αυτής της παραβίασης δεν αίρεται ούτε διευκρινίζεται εάν η παραλαβή των στοιχείων για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και αρχείων διακίνησης δεδομένων από παρόχους τηλεφωνικών υπηρεσιών, περιορίζεται στο προσήκον μέτρο, δηλαδή περιλαμβάνει εκείνα που η παραβίασή τους είναι απολύτως αναγκαία για τη διακρίβωση του εγκλήματος.

Η σειρά της διαδικασίας με την καθιέρωση του δικαιώματος πρόσβασης αντιστρέφεται. Για να υπάρξει πρόσβαση, δηλαδή η προσέγγιση των στοιχείων αυτών που τηρούνται στην επαγγελματική εγκατάσταση του ελεγχόμενου, δεν μπορεί εξαρχής να θεωρείται δεδομένη η συναίνεση ή ακόμη και η συγκατάθεσή του, για να διαβεί ο ελεγκτής της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς την πύλη εισόδου της επαγγελματικής εγκατάστασης.

Πώς θα υλοποιηθεί η εντολή ελέγχου σε περίπτωση άρνησης εισόδου στην επαγγελματική εγκατάσταση;

Μια υποχρέωση ορίζεται προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την παροχή πληροφοριών και μάλιστα, στην αληθινή τους μορφή, να μην είναι, δηλαδή, ψευδείς, εν γνώσει ψευδείς ή να μην αποκρύπτονται οι αληθείς. Αλλά και παραχώρησης στοιχείων για τηλεφωνικές συνδιαλέξεις και αρχεία διακίνησης δεδομένων.

Αυτή η παραβίαση είναι διοικητική παράβαση και τιμωρείται με πρόστιμο. Έτσι όμως παραχωρείται ένα είδος προβαδίσματος στον ελεγχόμενο, ο οποίος μπορεί να παράσχει, αφού επεξεργαστεί πληροφορίες, όχι στην πρωτογενή τους μορφή, αλλά παραλλαγμένες. Στοιχεία που ο ίδιος επιθυμεί να εμφανίσει αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο της επιβολής ενός προστίμου που θα έχει μικρή συνέπεια για αυτόν ή την επαγγελματική του δραστηριότητα. Πλην, όμως, θα προξενήσει σύγχυση και θα συσκοτίσει την έρευνα.

Η έρευνα για τη συλλογή των αναγκαίων και ικανών στοιχείων που θα αποτελέσουν το αρχικό ουσιώδες αποδεικτικό υλικό για τη σύνταξη μηνυτήριας

αναφοράς, με την οποία καταγγέλλεται η τέλεση αξιόποινης πράξης, είναι ενέργεια με αμιγώς δικονομικό χαρακτήρα, ανήκει στο χώρο των ελεγκτικών αρμοδιοτήτων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και συντελεί στην εξακρίβωση τέλεσης χρηματιστηριακών εγκλημάτων.

Είναι γνωστό ότι η σύνταξη μηνυτήριας αναφοράς με την οποία καταγγέλλεται αξιόποινη πράξη υπερβαίνει κατά πολύ τα όρια ενός απλού διαβιβαστικού εγγράφου ή ενός πορίσματος. Αποτελεί τη σύνθεση της κρίσιμης αποδεικτικής ύλης, ως επακόλουθο της αξιολόγησης και εκτίμησης όλων των στοιχείων που η έρευνα συνεισέφερε, εκείνων που είναι επαρκή και απαραίτητα για τη στοιχειοθέτηση της αντικειμενικής υπόστασης του εγκλήματος.

Η επεξεργασία του υλικού πρέπει να γίνεται από έμπειρα και καταρτισμένα στελέχη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με εξειδικευμένη γνώση, ώστε το αποτέλεσμα της εργασίας τους να διακρίνεται από αξιοπιστία, ακρίβεια και πληρότητα.

Η αποτροπή και ο άμεσος εντοπισμός περιπτώσεων κατάχρησης της αγοράς και η ενδελεχής διερεύνηση των βάσιμων υποψιών ή περιπτώσεων, για τις οποίες υπάρχει η εύλογη υπόνοια ότι γίνεται κατάχρηση της αγοράς, είναι μια εμφανής πτυχή των ελεγκτικών αρμοδιοτήτων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Στη συνέχεια θα μιλήσουμε για τη δικαστική διερεύνηση των χρηματιστηριακών εγκλημάτων.

Η διαδικασία διερεύνησης των καταγγελιών τελέσεως των αξιόποινων πράξεων των άρθρων 29 και 30, όπως προείπαμε, ακολουθεί την οδό της προκαταρκτικής εξέτασεως με τη διαφορά ότι διενεργεί αυτήν ο Εισαγγελέας Εφετών είτε ο ίδιος είτε προανακριτικός υπάλληλος υπό την εποπτεία και την καθοδήγησή του.

Υποστηρίζω την άποψη ότι για τα εντεταλμένα όργανα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έπρεπε η νομοθετική πρόβλεψη να είναι ξεκάθαρη, ότι δηλαδή έχουν αρμοδιότητες και καθήκοντα ειδικών προανακριτικών υπαλλήλων και όχι κρυμμένη σε νοθευμένη και ψευδεπίγραφη διάταξη. Εάν αυτό συνέβαινε, τότε επιλύεται και το ζήτημα της ανάθεσης της προκαταρκτικής εξέτασης από τον Εισαγγελέα Εφετών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εννοείται στο αρμόδιο τμήμα των ελεγκτών ή των εντεταλμένων οργάνων.

Ενόψει του ότι κατά τη διάρκεια της νέας προκαταρκτικής εξέτασης, που είναι μια αναβαθμισμένη δικαστική διαδικασία και εννοώ της προκαταρκτικής εξέτασης που διενεργείται μετά την εφαρμογή του Ν3160, επιτρέπεται και η διεξαγωγή ερευνών.

Τότε είναι σαφές ότι η διενέργεια της προκαταρκτικής εξέτασης από εξειδικευμένα πρόσωπα, με εμπειρία, κατάρτιση και γνώση του αντικειμένου τους, με ενημέρωση για πρακτικές και συμπεριφορές της αγοράς, αλλά κυρίως με εξοικείωση σε όρους και έννοιες προσαρμοσμένες στην εποπτεία της αγοράς για την πρόληψη και καταστολή των χρηματιστηριακών εγκλημάτων, αυτή λοιπόν η προκαταρκτική εξέταση θα επιτύχανε τους στόχους της στην ολόπλευρη διερεύνηση της ουσιαστικής βασιμότητας της καταγγελίας.

Πρακτικά είναι δυο άλλα ζητήματα. Μπορεί ο Εισαγγελέας Εφετών όταν ο ίδιος ενεργεί προκαταρκτική εξέταση να ζητήσει στοιχεία από τη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την ερευνούμενη υπόθεση; Μπορεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να διαβιβάσει τα στοιχεία που παρέλαβε από την Τράπεζα της Ελλάδος, για παράδειγμα, μετά την άρση του τραπεζικού απορρήτου και να χορηγήσει, επίσης, στοιχεία προερχόμενα εκ της άρσεως του τηλεφωνικού απορρήτου για την ερευνούμενη υπόθεση;

Στα ανωτέρω δυο ερωτήματα αρμόζει η καταφατική απάντηση, διότι η νόμιμη άρση του απορρήτου έναντι της Εποπτικής Αρχής σημαίνει ότι εάν και εφόσον η χρησιμοποίηση των στοιχείων αυτών είναι αναγκαία για τη σύνθεση της κρίσιμης αποδεικτικής ύλης, τότε η περαιτέρω χορήγησή τους στην Εισαγγελική Αρχή ή η παράθεσή τους ως συνημμένα, για παράδειγμα, μιας μηνυτήριας αναφοράς, δεν επενεργεί αρνητικά στη δικαστική διαδικασία, ούτε συνεπάγεται κάποιου είδους ακυρότητα.

Πολλώ δε μάλλον, εμφανιζόμενη ως μια έκφανση της άσκησης των εποπτικών δραστηριοτήτων, βρίσκεται σε αρμονία με τις διατάξεις των παραγράφων 2B και 17, του Ν3340/2005.

Εντύπωση επίσης προκαλεί η διατύπωση στη διάταξη του άρθρου 31, ότι δηλαδή μετά την πρόσκληση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να λάβει γνώση της δικογραφίας σε περίπτωση που διενεργείται προκαταρκτική εξέταση για τις αξιόποινες πράξεις των άρθρων 29 και 30, εφόσον επιθυμεί να υποβάλει έκθεση με τις απόψεις της για όλες τις καταγγελλόμενες πράξεις που διερευνώνται.

Έχω την άποψη ότι η χρήση του ρήματος «επιθυμώ» σε διάταξη ποινικής δικονομικής φύσεως είναι λανθασμένη και ανεργάτιστη.

Δηλαδή, όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λάβει γνώση ότι διερευνάται η αξιόποινη πράξη της κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών ή της χειραγώγησης της αγοράς, μπορεί να υπάρχει έστω μια πιθανότητα η έκθεση των απόψεών της να είναι ανάλογη με την επιθυμία της ή να εξαρτάται από αυτήν;

Αντιθέτως, είναι καθήκον και υποχρέωσή της όχι μόνο να εκφράσει τις από-

ψεις της, αλλά και να συμβάλει στην ουσιαστική διερεύνηση του εγκλήματος με τα μέσα και τους ελεγκτικούς μηχανισμούς που διαθέτει.

Λίγα λόγια, τελειώνοντας, θα σας πω για τα εγκλήματα των άρθρων 29 και 30 του Ν3340/2005. Το άρθρο 29 περιλαμβάνει τις ποινικής φύσεως διατάξεις για την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.

Απαγορεύεται, κατ' αρχάς, πριν προχωρήσω και θα μου επιτρέψετε, κύριε πρόεδρε, εάν έχω, ένα; Είπα να θέσω προς διαπραγμάτευση την εισήγηση, αλλά το πνευματικό μου τέκνο δεν είναι για τέτοιες συναλλαγές, γι' αυτό.

Εάν έχω, λοιπόν, ένα λεπτό.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Είστε στο αντικείμενο των συναλλαγών, οπότε νομίζω, Ναι.

Δ. ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑΣ

Θα πρέπει, κατ' αρχάς, να σας πω ότι εδώ στο Ν3340 υπάρχουν δυο ειδών κανόνες. Υπάρχει ο πρωταρχικός κανόνας, όπου δηλαδή εκεί καθορίζεται τι ακριβώς είναι η χειραγώγηση της αγοράς, τι είναι η εκμετάλλευση των εμπιστευτικών πληροφοριών, ποιες είναι αυτές οι εμπιστευτικές πληροφορίες και υπάρχουν και οι κυρωτικοί κανόνες των άρθρων 29 και 30.

Θα ήθελα να είχα το χρόνο, δεν τον έχω. Εάν δείτε όμως αυτές τις διατάξεις του νόμου, θα βρείτε πως είναι ορισμένες συμπεριφορές για τις οποίες υπάρχει η ποινική κύρωση.

Οι άλλες συμπεριφορές είτε είναι διοικητικού χαρακτήρα και τιμωρούνται με πρόστιμο, όπως για παράδειγμα η ανακοίνωση των πληροφοριών που δεν τιμωρείται ποινικά, όπως είναι η εντολή για τη συναλλαγή, η διαδικασία, δηλαδή, της εντολής προς συναλλαγή, η οποία δεν τιμωρείται ποινικά, έχει όμως ένα πολύ ευρύ φάσμα εφαρμογής η διάταξη αυτή, γιατί απαγορεύει σε συγκεκριμένες κατηγορίες προσώπων, που βρίσκονται κοντά στον πυρήνα λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων, να χρησιμοποιούν τις πληροφορίες για να αποκτήσουν ή να διαθέσουν για λογαριασμό τους ή για λογαριασμό τρίτων, χρηματοπιστωτικά μέσα, στα οποία αφορούν οι πληροφορίες αυτές. Διοικητικά στελέχη, διευθυντικά ή εποπτικά όργανα του εκδότη και λοιπά πρόσωπα.

Εκείνο όμως που παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον είναι ότι, ενώ στη διάταξη της παραγράφου 3, η εφαρμογή της απαγόρευσης στηρίζεται στην

πλήρωση της αντικειμενικής υποστάσεως της παραβατικής συμπεριφοράς, δεδομένου ότι έχει απαλειφθεί το στοιχείο της εν γνώσει εκμετάλλευσης, δημιουργώντας ως προς τα πρόσωπα στα οποία αναφέρεται ένα μαχητό τεκμήριο γνώσης του προνομιακού χαρακτήρα των πληροφοριών, το ανωτέρω στοιχείο επαναφέρεται στη διάταξη του άρθρου 29 με τη δικαιολογία ότι η διάταξη αυτή καταλαμβάνει, εκτός από τα ανωτέρω πρόσωπα και άλλα πρόσωπα, έτσι ώστε να καταλήγει στην τιμωρία της εν γνώσει χρησιμοποίησης προνομιακών πληροφοριών που αποκτήθηκαν συμπτωματικά ή τυχαία.

Ο συνδυετικός ιστός της διάταξης απαιτεί την εν γνώσει χρησιμοποίηση προνομιακών πληροφοριών, παρά την καθιερωμένη αντικειμενική ευθύνη του κατόχου αυτής, την ύπαρξη αιτιώδους σχέσεων μεταξύ της απόκτησης ή της διάθεσης άμεσα ή έμμεσα χρηματοπιστωτικών μέσων που είναι ο εγγύτατος και άμεσος στόχος, προσδιοριστικός για την κατεύθυνση της βούλησης του δράστη, αλλά και την απόδειξη σκοπού απόκτησης περιουσιακού οφέλους.

Επίσης και δυο λόγια για τη διάταξη του άρθρου 30. Η χειραγώγηση διά μέσου των συναλλαγών έχει ως αντικειμενική υπόσταση του εγκλήματος να πραγματοποιούνται συναλλαγές με την εν γνώσει χρησιμοποίηση παραπλανητικών μεθόδων ή απατηλών μέσων, την εν γνώσει διάδοση διά των μέσων μαζικής ενημέρωσης ή του Διαδικτύου ή οποιουδήποτε άλλου τρόπου παραπλανητικών ή ψευδών πληροφοριών, ειδήσεων ή φημών, με σκοπό την τεχνητή διαμόρφωση της τιμής ή της εμπορευσιμότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου για να αποκτήσει ο δράστης ή τρίτος περιουσιακό όφελος.

Κύριε πρόεδρε, κυρίες και κύριοι, είναι εκτός των προθέσεων της εισηγήσεως αυτής η άσκηση των ελεγκτικών αρμοδιοτήτων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να γίνεται με αστυνομικούς κανόνες ή κριτήρια δράσης.

Ωστόσο, για να καταστεί αποτελεσματική η καταστολή των εγκληματικών δραστηριοτήτων στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα, δεν είναι επαρκής η εποπτεία τήρησης των διατάξεων του Ν3340/2005.

Θεωρώ αναγκαία τη σύσταση μιας νέας διεύθυνσης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με αποκλειστική ενασχόληση την πρόληψη και καταστολή των χρηματιστηριακών εγκλημάτων, οι υπάλληλοι της οποίας να έχουν την ιδιότητα των ειδικών προανακριτικών υπαλλήλων. Επιτυγχάνεται με τη βελτίωση του ήδη υπάρχοντος νομοθετικού πλαισίου.

Με αυτήν τη βελτίωση προσδιορίζονται και τα πλαίσια των αρμοδιοτήτων της Εποπτικής Αρχής στον ευαίσθητο αλλά καθοριστικό για την ποιοτική εξέλιξη της ποινικής δίκης τομέα της προδικασίας. Ένα πεδίο όπου οι θεμιτές δικο-

νομικές προσβολές των ατομικών δικαιωμάτων μπορεί εύκολα να μετατραπούν σε δικονομικές ακυρότητες και αποδεικτικές απαγορεύσεις.

Σας ευχαριστώ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κ. Ασπρογέρακα, ο οποίος μας έδωσε σε σχετικά σύντομο χρόνο μια περιγραφή τόσο του ρόλου, της μορφής του ρόλου, του ελεγκτικού ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τη δυνατότητα παρέμβασης ακόμα και με κατασχέσεις των απαραίτητων στοιχείων για τον έλεγχο της αξιοπιστίας και της διαφάνειας, την απευθείας κατάσχεση προσωπικών δεδομένων, εάν χρειαστεί, τους προβληματισμούς που δικαιολόγησε με ποιες προϋποθέσεις μπορεί να δικαιολογηθεί η έρευνα, όταν αντιλέγει ο καθ' ου αυτή και, επίσης, μας έδωσε μια περιγραφή των στοιχείων της αντικειμενικής υποστάσεως του εγκλήματος της χειραγώγησης, αυτού του βασικού αδικήματος, το οποίο πολλές φορές παραπλανεί το κοινό.

Τώρα το λόγο έχει η φίλη μας, Ελληνίδα στην καταγωγή, που γεννήθηκε στην Αγγλία, η κυρία Georgina Philiprou, που είναι μέλος της ομάδας της Οικονομικής Υπηρεσίας της Μεγάλης Βρετανίας.

4.4 G. PHILIPPOU

Η προσέγγιση της FSA στην αντιμετώπιση κατάχρησης αγοράς και η αλληλεπίδραση με τις δικαστικές αρχές στο Ηνωμένο Βασίλειο

Ευχαριστώ. Καλημέρα. Θα ήθελα να αρχίσω με ένα ευχαριστώ και ένα συγνώμη. Ευχαριστώ που με καλέσατε σε αυτό το πολύ ενδιαφέρον συνέδριο και σε αυτό το υπέροχο ξενοδοχείο και συγνώμη που δεν μπορώ να μιλήσω στα Ελληνικά, γιατί δεν ξέρω, στα Ελληνικά, την ορολογία, δεν ξέρω πώς λέγεται, παραδείγματος χάρη, η κατάχρηση αγοράς.

Θα ξεκινήσω, λοιπόν, δίνοντάς σας μια ιδέα για το πώς αντιμετωπίζουμε την κατάχρηση αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο και θα μιλήσω λίγο για τις δικαστικές και για τις άλλες αρχές, οι οποίες εμπλέκονται στην καταπολέμηση της κατάχρησης της αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Θα ήθελα λίγο να σας μιλήσω για την επιτροπή FSA και για το τμήμα στο οποίο εργαζομαι στην FSA. Η FSA είναι μια σχετικά καινούργια οργάνωση, γεννήθηκε το 2001 με το νόμο περί χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και αγορών,

το 2000. Αυτή ήταν η μαία, εάν θέλετε, γιατί η FSA είναι παλαιότερη, πρόκειται για επανενσάρκωση εννέα προηγούμενων ρυθμιστικών αρχών στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Η κεντρική ιδέα ήταν να συγκεντρωθούν σε έναν τόπο όλες οι ρυθμιστικές αρχές για όλες τις αγορές, όλες τις συναλλαγές και όλες τις επενδύσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μια αρχή που θα ήταν ανεξάρτητη από την κυβέρνηση, αλλά θα λογοδοτεί στην κυβέρνηση και συγκεκριμένα στο υπουργείο Οικονομικών.

Αυτή τη στιγμή έχουμε περίπου 2.750 εργαζομένους οι οποίοι ασχολούνται με περίπου 30.000 επιχειρήσεις. Ωστόσο, το περιεργο των δραστηριοτήτων μας στην FSA, αναπτυσσόμαστε πάρα πολύ γρήγορα και θα έχουμε 40.000 επιχειρήσεις, όταν θα γυρίσω τη Δευτέρα στη δουλειά μου.

Τα πρόσφατα γεγονότα στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου πραγματικά δοκιμάζουν την ιδέα εάν είναι καλό να έχουμε μόνο μια ρυθμιστική αρχή, γι' αυτό θέλω να ακούσω το τι θα πει ο Rory Conway αργότερα για το θέμα αυτό.

Και θέλω να εξηγήσω τους στόχους της FSA. Αυτοί καθορίζονται στο νόμο περί χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αγορών του 2000.

Ο στόχος μας σε σχέση με τις αγορές είναι ότι θα πρέπει να είναι «καθαρές και τακτικές» και δύο από τους στόχους τους νομικούς που βλέπετε εδώ αντικατοπτρίζουν ακριβώς αυτό το θέμα. Διατήρηση της εμπιστοσύνης στις χρηματοπιστωτικές αγορές και μείωση στην έκταση στην οποία οι επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για το χρηματικό ή το οικονομικό έγκλημα.

Ο νόμος μας λέει πώς θα πρέπει να επιτύχουμε αυτούς τους διά νόμου στόχους μας. Ορίζει τις αρχές της καλής ρύθμισης. Δηλαδή, θα πρέπει να χρησιμοποιούμε αποτελεσματικά τους πόρους μας, αλλά ιδιαίτερα στην περίπτωση της κατάχρησης αγοράς υπάρχει και το γεγονός ότι θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη μας και την ανταγωνιστικότητα και τη διεθνή φύση των αγορών.

Ουσιαστικά, δηλαδή, δεν θα πρέπει να φτιάχνουμε κανόνες ή αρχές ή δομές, οι οποίες περιορίζουν την ανταγωνιστικότητα ή το διεθνή χαρακτήρα.

Λίγα λόγια για το τι κάνουμε. Οι εταιρείες τις οποίες επιβλέπουμε παίρνουν άδειες από εμάς, δηλαδή σύμφωνα με το νόμο κανένας δεν μπορεί να ασκεί επενδυτική δραστηριότητα παρά μόνο εάν έχει ειδική άδεια.

Αυτό σημαίνει ότι κατά την αδειοδότηση θεωρούμε ότι οι επιχειρήσεις πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια που αφορούν τους πόρους τους και εξετάζουμε εάν είναι κατάλληλες για επενδυτική δραστηριότητα στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Αντίθετα τώρα και οι ίδιες οι εταιρείες θα πρέπει να δεχτούν την επίβλεψη από εμάς. Τα βασικά χαρακτηριστικά του τρόπου με τον οποίον επιβλέπουμε και επιβάλλουμε το νόμο είναι οι βάσεις κινδύνου. Δεν έχουμε, δηλαδή, το ίδιο επίπεδο εποπτείας για όλες τις επιχειρήσεις και δεν μπορούμε να πούμε ότι για κάθε παράβαση κατευθείαν θα υπάρχει διερεύνηση. Και φυσικά, όλες οι έρευνες δεν θα καταλήξουν τελικά στο δικαστήριο. Αυτό νομίζω ότι θεωρούμε όταν λέω ότι βασιζόμαστε στον κίνδυνο, στην επικινδυνότητα.

Επίσης, βασιζόμαστε σε κάποιες αρχές και μετά λεπτομερείς κανόνες για την εφαρμογή των αρχών αυτών και θα επανέλθω σε αυτό σε λίγο.

Κάποια πράγματα για μας τώρα. Κάνουμε τεράστιο έργο, αλλά στην ουσία είμαστε μόνο το 8% του προϋπολογισμού της FSA. Και, επομένως, θα έλεγα ότι δεν είμαστε μια ρυθμιστική αρχή που έχει ένα μεγάλο τμήμα επιβολής του νόμου ή κάποιες άλλες αρχές που επεμβαίνουν σε όλες τις παραβάσεις.

Το προσωπικό μας έχει περίπου 250 άτομα στο τμήμα εφαρμογής του νόμου, περίπου 40 από αυτά δουλεύουν και για άλλα τμήματα, μάλλον αυτά τα 40 ειδικεύονται σε θέματα κατάχρησης αγοράς, εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών και άλλα θέματα που σχετίζονται και με τις αγορές χονδρικής.

Ο τρόπος που συνήθως εργαζόμαστε είναι ο εξής: οι συνάδελφοι στην εποπτεία της αγοράς μπορεί να εντοπίσουν από δικές τους παρατηρήσεις ή επειδή τηρείται κατάλληλη συμπεριφορά, αλλά μπορεί να υπάρχουν και κάποιες από τις άλλες αρχές, οι οποίες παρεμβαίνουν, είναι αυτές που βλέπετε στη διαφάνεια. Ωστόσο, πολλές από τις έρευνές μας σε περίπτωση κατάχρησης της αγοράς δεν αφορούν συγκεκριμένες επιχειρήσεις ή άτομα και εάν το κάνουν αυτό, ενδεχομένως να υπάρχει κάποια συμπεριφορά, η οποία είναι κάτι σοβαρότερο από παράβαση κάποιας αρχής ή είναι καλύτερα να αντιμετωπιστεί σύμφωνα με το καινούργιο καθεστώς περί κατάχρησης αγοράς.

Ο κώδικας συμπεριφορών στην αγορά, σύμφωνα με το FSA, έχει δημιουργήσει αυτό το νέο καθεστώς, το οποίο εισήχθη επειδή αναγνωρίσαμε το γεγονός ότι το Λονδίνο θα πρέπει να θεωρείται μια καθαρή και ομαλή αγορά και επίσης αναγνωρίζουμε ότι μέχρι τώρα με το νόμο για την εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών δεν είχαμε τα κατάλληλα αποτελέσματα.

Το καθεστώς για την κατάχρηση αγοράς αφορά τους πάντες, με άδεια είτε όχι, οι οποίοι διαπραγματεύονται στις αγορές και αυτό το κάνουν βάσει πληροφοριών που δεν είναι ευρέως διαθέσιμες ή που δίνουν ψευδή ή παραπλανητική εντύπωση για την τιμή ή την αξία επενδύσεων ή προκαλούν στρέβλωση του ανταγωνισμού στην αγορά των επενδύσεων.

Υπάρχει κάποια συζήτηση γι' αυτό το καινούργιο καθεστώς, γιατί παρ' όλο που είναι διοικητικό καθεστώς, είναι οιονεί καθεστώς Αστικού ή ακόμα και Ποινικού Δικαίου.

Το διοικητικό δικαστήριο περί χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών έχει αποφανθεί. Είχαμε δύο υποθέσεις, υπόθεση Davidson και υπόθεση Parker. Η απόφαση του δικαστηρίου και στις δύο υποθέσεις ήταν ότι, επειδή κάποιος έχει παραβεί τον κώδικα συμπεριφοράς στην αγορά, αυτό είναι πολύ σοβαρό και μπορεί να οδηγήσει σε πρόστιμο άνευ ορίων.

Έτσι, κυρίως ως προς τη συλλογή των δεδομένων, θα πρέπει να θεωρείται ότι υπάγεται σε ένα καθεστώς οιονεί Αστικού Δικαίου ή και οιονεί Ποινικού Δικαίου.

Αυτό για μας σημαίνει ότι το δικαστήριο στην ουσία βλέπει ότι υπάρχει μια κλιμάκωση στα στοιχεία. Δηλαδή, όσο πιο σοβαρή είναι η λάθος συμπεριφορά που έχουμε να διερευνήσουμε, τόσο περισσότερο έχουμε και το βάρος της αποδείξεως. Δηλαδή, στην αρχή μπορούν να αρκούν κάποιες υποψίες ή πρέπει να είναι πέραν πάσης αμφιβολίας, όπως συμβαίνει μερικές φορές και στο Ποινικό Δίκαιο.

Φυσικά, υπάρχει και το ποινικό καθεστώς, το Ποινικό Δίκαιο για μας, το οποίο μπορούμε να χρησιμοποιούμε σε τέσσερις τομείς, δηλαδή είμαστε και διωκτική αρχή και ρυθμιστική αρχή.

Ωστόσο, δεν λειτουργούμε ως διωκτική αρχή ελαφρά τη καρδία, η δίωξη θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τον Κώδικα περί Εισαγγελιών του Ηνωμένου Βασιλείου. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να υπάρχουν δύο δοκιμασίες (tests). Πρώτον, η δοκιμασία των τεκμηρίων, πρέπει να υπάρχει τουλάχιστον πενήντα τοις εκατό πιθανότητα καταδίκης, εάν η υπόθεση φτάσει στο δικαστήριο. Δεύτερον, η δοκιμασία περί δημοσίου συμφέροντος, δηλαδή θα πρέπει να είναι προς όφελος του δημόσιου συμφέροντος η δίωξη.

Αυτό που κυρίως μας εμποδίζει εδώ είναι ο έλεγχος περί τεκμηρίων και θα επανέλθω σε αυτό αργότερα. Τώρα θα σας πω λίγα λόγια για τις δικαστικές και τις άλλες αρχές με τις οποίες πρέπει να συνεργαστούμε.

Σύμφωνα με το νόμο μπορούμε να επιβάλουμε πρόστιμα για παράβαση κανόνων και αρχών και συμπεριφοράς που δεν συνάδει με τον κώδικα συμπεριφοράς στην αγορά.

Επίσης, ο νόμος λέει ότι πρέπει να υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ ατόμων που κάνουν την έρευνα και ατόμων που θα αποφασίσουν εάν υπάρχει παράβαση ή όχι. Επομένως, το Enforcement Division παίρνει εντολές για να αναλά-

βει δράση και τις υποβάλλει στην Επιτροπή Ρυθμιστικών Αποφάσεων που είναι τμήμα της FSA τελείως διαφορετικό από το Enforcement Division.

Αυτό το τμήμα θα αποφασίσει εάν θα πρέπει να υπάρξουν προειδοποιητικά σημειώματα (δικαιώματα) ή και αποφάσεις που θα σταλούν στο άτομο, το οποίο αφορά η έρευνα, εάν υπάρχει, βέβαια, κάποια βάση γι' αυτό.

Η Επιτροπή αυτή δεν είναι δικαστήριο, ωστόσο μπορεί να συνέρχεται εάν το ζητήσουμε είτε εμείς είτε κάνει ακροάσεις και συνεντεύξεις. Υπάρχουν και δικηγόροι, αλλά οποιαδήποτε επικοινωνία μεταξύ του Enforcement Division και της Επιτροπής θα πρέπει να ανακοινώνεται στην άλλη πλευρά για λόγους διαφάνειας.

Ωστόσο, είναι σημαντικό να σημειώσουμε ότι οι περισσότερες υποθέσεις που αφορούν παραβάσεις των κανόνων και των αρχών μας και οι περισσότερες υποθέσεις κατάχρησης αγοράς, όπου υπάρχει παράβαση του κώδικα δεοντολογίας στην αγορά, συνήθως ρυθμίζονται πριν φτάσουν σε αυτή την Επιτροπή. Έχουμε στην ουσία ένα καινούργιο σύστημα μείωσης προστίμων, που μειώνει τα πρόστιμα σε οποιονδήποτε προχωρήσει σε εξωδικαστική διευθέτηση μαζί μας.

Βλέπουμε και πάλι, εδώ υπάρχει μια κλιμάκωση, η μεγαλύτερη μείωση του προστίμου είναι 30% για τη λεγόμενη πρώιμη διευθέτηση.

Η Regulatory Decisions Committee (RDC) έχει επίσης κάποιο ρόλο να διαπραγματευθεί σε περίπτωση που θα ακολουθήσει μια αστική ή ποινική διαδικασία. Σε αυτή την περίπτωση, αυτή η Επιτροπή αποφασίζει εάν μπορούμε να προχωρήσουμε σε δικαστική διένεξη. Αυτός είναι ο ρόλος, λοιπόν, αυτής της Επιτροπής RDC.

Επίσης υπάρχει και το δικαστήριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αγορών. Όποιος θέλει να προσβάλει τις αποφάσεις μας, με οποιονδήποτε τρόπο, μια απόφαση είτε για κατάχρηση αγοράς είτε για την παράβαση των κανόνων, μπορεί να καταφύγει σε αυτό το διοικητικό δικαστήριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αγορών.

Ένα τμήμα του υπουργείου Δικαιοσύνης υπάγεται εκεί, δεν έχει καμία σχέση με την FSA. Θα ακούσουν την υπόθεση από την αρχή, θα δουν όλα τα τεκμήρια και τα στοιχεία από την αρχή, θα κάνουν εξέταση μαρτύρων, υπόπτων και τα λοιπά. Εν πολλοίς είναι σαν δικαστική αρχή.

Το αποτέλεσμα είναι να υπάρξει κάποια κατευθυντήρια γραμμή, η οποία θα είναι μια Οδηγία προς εμάς είτε να κάνουμε κάτι είτε να μην κάνουμε κάτι. Είτε, δηλαδή, να επιβάλουμε το πρόστιμο είτε όχι.

Η εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών είναι παράβαση στο Ηνωμένο Βασίλειο από το 1980, πριν δηλαδή να γίνει αρμοδιότητα της FSA. Με την παράβαση αυτή υπονομεύεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών, καταστρέφονται οι επιχειρήσεις και οι μέτοχοι και είναι και ανήθικο. Ωστόσο υπάρχουν κάποιοι που θεωρούν ότι η εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών είναι ένα έγκλημα χωρίς θύμα και κάποιοι με αυτήν τη λογική ίσως να δίκασαν αυτές τις υποθέσεις.

Οι υποθέσεις είναι χρονοβόρες και περίπλοκες και πάντα υπάρχει πρόβλημα να υπάρχουν ανεξάρτητοι και εμπειρογνώμονες μάρτυρες, με λίγα λόγια αυτές οι υποθέσεις δεν είναι πάρα πολύ φιλικές και για το δικαστήριο αλλά και για τους ενόρκους. Γι' αυτό έχουμε και αυτό το καινούργιο καθεστώς.

Ωστόσο, εντάξει, υπάρχει μια βελτίωση με αυτό το καθεστώς, αλλά δεν μπορεί να ανταποκριθεί σε όλες τις επιθυμίες μας. Για παράδειγμα, έχουμε να κάνουμε μόνο με συναλλαγές προϊόντων που είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο.

Επίσης και πάλι θεωρούμε ότι υπάρχει αυτή η θεωρία του εγκλήματος χωρίς θύμα και γι' αυτό δεν παίρνουμε πάρα πολλές πληροφορίες.

Μια τελευταία έρευνα έδειξε ότι μπορεί να υπάρχουν τέτοιες περιπτώσεις ύποπτων συναλλαγών πριν από είκοσι πέντε τοις εκατό των ανακοινώσεων. Δηλαδή, πάλι έχουμε πρόβλημα συγκέντρωσης τεκμηρίων, όπως είχαμε και με το προηγούμενο καθεστώς.

Έχουμε μεγάλο βάρος αποδείξεων, σχεδόν σαν να ήταν ποινική υπόθεση, είναι δύσκολο να έχουμε αποχρώσεις ενδείξεις, είναι δύσκολο να εντοπίσουμε το δεσμό αυτού που έδωσε την εμπιστευτική πληροφορία και αυτού που έκανε τη συναλλαγή. Επομένως, ποτέ δεν βρίσκουμε αυτό το όπλο που καπνίζει.

Ωστόσο, ελπίζω να μην ακούγομαι πάρα πολύ πεσιμίστρια, υπάρχουν πάρα πολλές προκλήσεις, αλλά καταφέραμε να κάνουμε πολλά με αυτό το καινούργιο καθεστώς από το 2001. Υπήρχαν υποθέσεις κατά 16 ατόμων και δέκα εταιρειών.

Τα πρόστιμα για τα άτομα ήταν από 750.000 λίρες κατά του Philippe Jaber, διευθύνοντα συμβούλου της Hedge Fund Partners, ο οποίος τον Αύγουστο του 2006 προχώρησε σε εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών για μια συμφωνία που θα έκανε. Ως αποτέλεσμα του επιβλήθηκε πρόστιμο 750.000 λίρες. Ένα μικρό πρόστιμο 1.000 λίρες επιβλήθηκε στον Michael Davis, λογιστή της Berkeley Morgan Group, από τον Ιούλιο του 2004 φαίνεται ότι χρησιμοποίησε τις πληροφορίες που ανακοίνωσε ο πρόεδρος για θετικά αποτελέσματα.

Το μεγαλύτερο πρόστιμο ήταν 17 εκατ. λίρες που επιβλήθηκε κατά της Shell, που για χρόνια δεν ανακοίνωνε τα πραγματικά της αποθέματα.

Συνεχίζουμε να αναλαμβάνουμε δράση κατά παραβάσεων των αρχών μας, είχαμε την υπόθεση κατά της Citi Group το 2005 με πρόστιμο 14 εκατομμύρια λίρες για παράβαση δύο αρχών μας και πού και πού φτάνουμε και στα ποινικά δικαστήρια, τελευταία, σε σχέση με την υπόθεση κατά των Rigby και Baley, που ήταν ο πρόεδρος και Chief Executive και οικονομικός διευθυντής της AIT, που είπαν ψέματα για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας και οι ποινές ήταν 9 μήνες και 18 μήνες φυλάκιση με αναστολή.

Αυτό ήταν το παρελθόν και το παρόν. Ποιο είναι το μέλλον όμως στο Ηνωμένο Βασίλειο;

Στην FSA θα αρχίσουμε να δανειζόμαστε τεχνικές και από άλλες ρυθμιστικές αρχές, όπως την ECC στις Ηνωμένες Πολιτείες, κοιτάμε εάν θα μπορούμε ακόμα να δίνουμε και ασυλία σε αυτούς που μας δίνουν πληροφορίες ή μείωση ποινών.

Επίσης, θα έχουμε περισσότερες περιπτώσεις κατά ανώτατων στελεχών της διοίκησης, θα λάβουμε υπόψη περιπτώσεις συστημικής κατάχρησης πληροφοριών, όπου υπάρχουν, δηλαδή, ολόκληρες ομάδες ανθρώπων που εκμεταλλεύονται εμπιστευτικές πληροφορίες. Θα δουλεύουμε πιο γρήγορα σε συνεργασία με τους διάφορους κλάδους και με την αγορά, για να καταλάβουν τι ρόλο πρέπει να διαδραματίσουν, προκειμένου να κρατήσουμε τις αγορές καθαρές και τακτικές και θα συνεργαστούμε περισσότερο με τους άλλους συναδέλφους μας μέσα στα πλαίσια της FSA, έτσι ώστε να δρούμε γρήγορα, αποτελεσματικά και επιθετικά, εάν χρειάζεται.

Με λίγα λόγια σας περιέγραψα μια πολύπλευρη στρατηγική για την αντιμετώπιση της κατάχρησης της αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η FSA θα δρα περισσότερο και εκ των προτέρων και εκ των υστέρων.

Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Να ευχαριστήσουμε την κυρία Georgina Philiprou. Θα πρέπει να πω ότι θα μπορούσαμε να την ακούγαμε επί ώρες, αλλά έχει μια ευθύνη ο πατριώτης της, ο κύριος Χαραλάμπους, ο οποίος μας φόρτωσε το πρόγραμμα με τόσες εισηγήσεις, που δυστυχώς, δεν επιτρέπεται να επεκταθούμε περισσότερο.

Μας περιέγραψε, λοιπόν, η κυρία Philiprou την πολύπλευρη δραστηριότητα

της υπηρεσίας, στην οποία εργάζεται στην Αγγλία. Πιστεύω οι παρατηρήσεις, οι υποδείξεις, οι επισημάνσεις, θα μπορεί να είναι ως ένα σημείο χρήσιμες και για τη δική μας χώρα, το δικό μας ελεγκτικό μηχανισμό και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Μας είπε, επίσης, τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζουν τις παραβατικές συμπεριφορές με τη μείωση του προστίμου μέχρι 30% κατά περίπτωση, ίσως έχουμε και εμείς ένα τέτοιο ανάλογο μέτρο εδώ.

Σε κάθε περίπτωση είναι χρήσιμο να ακούμε το τι ισχύει σε άλλες χώρες, που έχουν μια παράδοση περισσότερη και μια ανεπτυγμένη οικονομία πολύ υψηλότερη από τη δική μας.

Ευχαριστούμε την κυρία Φιλίππου, που ήρθε από την Αγγλία να μας μιλήσει και γι' αυτό της χαρίσαμε και λίγα λεπτά παραπάνω και τώρα αυτά τα λεπτά θα μας τα δώσει από τη μεριά του κ. Γιαννούλης, ο αρεοπαγίτης συνάδελφός μου, ο οποίος θα μας μιλήσει για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως διαχρονικό ρυθμιστή της εύρυθμης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αξιών.

Παρακαλώ, ο κ. Γιαννούλης να λάβει το λόγο.

Ευχαριστώ.

4.5 Γ. ΓΙΑΝΝΟΥΛΗΣ

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως διαχρονικός ρυθμιστής της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματιστηριακών αξιών

Τις μέρες αυτές συμπληρώθηκαν 40 χρόνια από τότε που ο κοινός Έλληνας νομοθέτης διέγινωσε την ανάγκη να δημιουργήσει ένα όργανο που εποπτεύει τη λειτουργία του Χρηματιστηρίου Αξιών. Έτσι με το άρθρο 12 του αναγκαστικού νόμου 148/1967 Περί μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς, συστήθηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Μια Επιτροπή που εποπτευόταν από τον υπουργό Συντονισμού, δεν είχε όμως νομική προσωπικότητα. Σκοπός της σύστασης της πρώτης αυτής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ήταν η ανάθεση σε αυτήν της ευθύνης να παρακολουθεί άγρυπνα την ομαλή πορεία των χρηματιστηριακών συναλλαγών για την προστασία των συμφερόντων, ιδίως των μικρών αποταμιευτών. Παράλληλα, όμως, ο νομοθέτης ανέθεσε σε αυτήν και γνωμοδοτικό έργο, ως όργανο υπεύθυνο να εισηγείται στις αρμόδιες αρχές τη λήψη των απαιτούμενων μέτρων για την ομαλή πορεία και ανάπτυξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Ακολούθησε μετά την πάροδο 20 ετών η αντικατάσταση της διατάξεως αυ-

τής με το άρθρο 35 του Ν1806/1988, με την οποία η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υπήχθη στο υπουργείο Οικονομικών. Συνέχισε να λειτουργεί με τις αρμοδιότητες που είχε ως τότε, μέχρις ότου να συσταθεί νέα Επιτροπή, όπως οριζόταν στη διάταξη αυτή.

Η σύσταση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου εποπτευόμενου από τον υπουργό Εθνικής Οικονομίας με έδρα την πόλη των Αθηνών, έγινε για πρώτη φορά με το άρθρο 76 του Ν1969/1991, όπως αυτό αντικαταστάθηκε στη συνέχεια με το άρθρο 9 του Ν2166/1993 και με αυτό καθορίστηκαν και οι αρμοδιότητές της.

Κατά την εισηγητική έκθεση του νόμου αυτού, σκοπός της θέσπισης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ήταν η εποπτεία της Κεφαλαιαγοράς, με τρόπο ώστε να λειτουργεί αυτή με τρόπο διαφανή και να εξασφαλίζεται συγχρόνως η εφαρμογή των κανόνων του ελεύθερου ανταγωνισμού και άρα και η προστασία των επενδυτών.

Με τη διάταξη αυτή, λοιπόν, του άρθρου 76 του Ν1969/1991, ανατέθηκε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο γενικός έλεγχος της εφαρμογής των διατάξεων περί κεφαλαιαγοράς, ενώ στην παράγραφο 3 αυτού προβλέφθηκε, του ίδιου άρθρου, ότι στην Επιτροπή αυτή Κεφαλαιαγοράς στο νέο νομικό πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου περιέρχονταν και όλες οι αρμοδιότητες που είχε έως τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ωστόσο, με τη διάταξη αυτή αλλά και με άλλες διατάξεις που περιέχονταν στον ίδιο νόμο, αλλά και σε μεγάλο αριθμό νεότερων νόμων, πολλοί από τους οποίους αναφέρθηκαν από τους προηγούμενους ομιλητές μέχρι να φτάσουμε στο Ν3161 και πολλοί από τους οποίους, για να μην πω οι περισσότεροι με ειδικές ρυθμίσεις και λεπτομερειακές, ψηφίστηκαν και τέθηκε σε ισχύ μετά την προκληθείσα από τη χρηματιστηριακή εταιρεία Δέλτα μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση και ανατέθηκε, λοιπόν, στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαχρονικά πλήθος σημαντικών αρμοδιοτήτων που είναι σχετικές με την εποπτεία και τον έλεγχο της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, σπουδαιότερες από τις οποίες είναι οι εξής:

- Με το άρθρο 76 του Ν1969/91 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει την εξουσία να καθορίζει με αποφάσεις τις περιπτώσεις επιβολής τακτικών ή έκτακτων ελέγχων.
- Τη διαδικασία και τα όργανα διεξαγωγής των ελέγχων.
- Να υποχρεώνει τα ελεγχόμενα φυσικά ή νομικά πρόσωπα να υποβάλουν τα αναγκαία στοιχεία για την άσκηση του ελέγχου.

Τα κατά την προηγούμενη παράγραφο όργανά της δικαιούνται να ελέγχουν

στο πλαίσιο εφαρμογής των διατάξεων του νόμου αυτού τα βιβλία και στοιχεία των επιχειρήσεων, οι οποίες είχαν τεθεί με διάταξη νόμου υπό τον έλεγχο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και των επιχειρήσεων των οποίων συγκεκριμένη αρμοδιότητα προϋπέθετε άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τρίτον, των επιχειρήσεων οι οποίες παρέχουν στο κοινό υπηρεσίες συμβούλου επενδύσεων.

Με το άρθρο 78 του ίδιου νόμου, όπως το άρθρο αυτό τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε στη συνέχεια με το άρθρο 26 του Ν3340/2005, ανατέθηκαν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πολλές και σημαντικές αρμοδιότητες όπως:

- Να εκδίδει πράξεις κανονιστικού χαρακτήρα, όπου προβλέπεται από το νόμο, όπως επί θεμάτων σχετικών με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ανώνυμων χρηματιστηριακών εταιρειών, των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, των ανώνυμων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων επί καθορισμού νέων χρηματιστηριακών πραγμάτων και χρηματιστηριακών συναλλαγών.
- Να χορηγεί και να ανακαλεί άδειες ανώνυμων χρηματιστηριακών εταιρειών, εταιρειών επενδύσεων, ανώνυμων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και να τηρεί το μητρώο των εταιρειών αυτών.
- Να αποφασίζει επί της εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στις περιπτώσεις των άρθρων 3, επόμενα, του ΠΔ350/85.
- Να προβαίνει σε αναστολή διαπραγματεύσεως μετοχών, σε διαγραφή, να διορίζει χρηματιστηριακούς εκπροσώπους και χρηματιστές.
- Να γνωμοδοτεί προς τον υπουργό Εθνικής Οικονομίας επί θεμάτων κεφαλαιαγοράς.
- Να διενεργεί ελέγχους σε εταιρείες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες, σε συμβούλους χρηματιστηριακών επενδύσεων και σε άλλες σχετικές εταιρείες.
- Σχετικά με την εφαρμογή των διατάξεων της κείμενης νομοθεσίας, η ίδια δε να ελέγχει την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας από τα στελέχη αυτών των εταιρειών και να προβαίνει σε κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές.
- Να επιλαμβάνεται των περιπτώσεων που συνδέονται με την εκμετάλλευση εσωτερικών πληροφοριών, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις, αρμοδιότητα η οποία, μετά το άρθρο 32, παράγραφος 3 του Ν3340/2005 περιλαμβάνει τις περιπτώσεις που συνδέονται με την κατάχρηση αγοράς, την κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας και τη χειραγώγηση της αγοράς.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

- Να ρυθμίζει κάθε θέμα που έχει σχέση με την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς.
- Να εποπτεύει την τήρηση των διατάξεων του παρόντος νόμου και να αναζητεί κάθε πληροφορία αναγκαία για την άσκηση του έργου της.
- Να συνεργάζεται με αρμόδιες αρχές για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, καθώς και με τις αντίστοιχες αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών-μελών των ευρωπαϊκών κοινοτήτων, ενημερώνοντας σχετικά αυτές, διαβιβάζοντας και λαμβάνοντας από αυτές αλλά και την Επιτροπή Ευρωπαϊκών και Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς χρήσιμες πληροφορίες.

Με το άρθρο 4 του Ν1806/88 παρασχέθηκε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η εξουσία να χορηγεί άδεια λειτουργίας για να εκδοθεί η άδεια σύστασης ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας, η οποία άδεια να απαριθμεί τις κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες, τις οποίες δικαιούνταν να παρέχει η εταιρεία.

- Να χορηγεί όμοια άδεια κάτω από τις προϋποθέσεις της προηγούμενης παραγράφου για τη μετατροπή ανώνυμης εταιρείας σε χρηματιστηριακή.
- Να χορηγεί άδεια για την εγκατάσταση και τη λειτουργία στην Ελλάδα αλλοδαπής χρηματιστηριακής εταιρείας, που δεν εδρεύει σε κράτος-μέλος της Ε.Ε.
- Να αποφασίζει για την παύση μέλους διοίκησης της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας, εάν δεν συντρέχει το πρόσωπό του η αναφερθείσα αξιοπιστία.
- Να ανακαλεί την άδεια λειτουργίας της ανώνυμης χρηματιστηριακής εταιρείας στις περιπτώσεις: α) Που η χρηματιστηριακή εταιρεία δεν πληροί τις κατά νόμο προϋποθέσεις για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων. β) Εάν η χρηματιστηριακή αυτή εταιρεία έχει υποπέσει σε σοβαρές και επανειλημμένες παραβάσεις διατάξεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας που καθιστούν τη λειτουργία της επικίνδυνη για τους επενδυτές για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Κατά το άρθρο 11, παράγραφος 2 του ΠΔ350/85 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορούσε να αποφασίζει αυτεπαγγέλτως ή μετά από εισήγηση της διοικούσας Επιτροπής του Χρηματιστηρίου Αθηνών τη διαγραφή μιας κινητής αξίας από το χρηματιστήριο, όταν είχε την πεποίθηση ότι λόγω ειδικών συνθηκών η ομαλή και κανονική αγορά αυτής της κινητής αξίας, δεν ήταν δυνατόν να διατηρηθεί.

Κατά το άρθρο 2, παράγραφος 5 του αναγκαστικού νόμου 148/67, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποφασίζει τη διαγραφή της εταιρείας από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και στις εξής περιπτώσεις: α) Που η εταιρεία έχει καθαρή αρνητική θέση κατά τις δύο τελευταίες χρήσεις. β) Εάν η εταιρεία παραλείπει να ενημερώνει εγκαίρως στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για οποιοδήποτε γεγονός, το οποίο ως εκ της φύσεώς του μπορεί να επηρεάσει την τιμή των μετοχών της εταιρείας στην αγορά.

Κατά το άρθρο 4, του Ν2324/95, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύει ως προς τα χρηματιστηριακά θέματα το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το οποίο ως Α.Ε. απολαύει οικονομικής αυτονομίας υπό την εποπτεία του υπουργού Εθνικής Οικονομίας.

Η εποπτεία αυτή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς επί του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών εκτείνεται και στην εν γένει παρακολούθηση της τήρησης από αυτό της ισχύουσας χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Κατά δε το άρθρο 17, παράγραφος 1, εδάφιο α, του ίδιου νόμου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της, ύστερα από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μπορεί να ορίζει ανώτατα όρια ημερήσιας διακυμάνσεως των τιμών των εισηγμένων στην κύρια και στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Μετοχών.

Κατά το άρθρο 14 του ΠΔ51/1992, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει αρμοδιότητα επιβολής προστίμων σε κάθε Φυσικό ή Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου ή Ιδιωτικού Δικαίου που αποκτά ή εκχωρεί ορισμένο ποσοστό δικαιώματος ψήφου σε εταιρεία εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Εξουσία απομάκρυνσης του προσώπου από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας ή από τη θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου.

Κατά δε το άρθρο 72, παράγραφος 2, του Ν1969/91, όπως ίσχυε μέχρι την κατάργησή του από το άρθρο 32, παράγραφος 1Β του Ν3340/2005, η Επιτροπή αυτή είχε αρμοδιότητα επιβολής προστίμου ύψους έως 100 εκατ. δραχμών στα μέλη Διοικητικών Συμβουλίων εταιρειών που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αξιών, καθώς και στους αναδόχους εκδόσεων και στους χρηματοοικονομικούς συμβούλους επιχειρήσεων, όταν δημοσίευαν με οποιονδήποτε τρόπο ανακριβείς ή παραπλανητικές πληροφορίες, οι οποίες από τη φύση τους μπορούσαν να προκαλέσουν ζημιά στους επενδυτές.

Κατά το άρθρο 11 του ΠΔ53/1992, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε περιπτώσεις παραβάσεως των διατάξεων των άρθρων 3, παράγραφοι 1 και 2, 4 και 5 αυτού, εκτός των κυρώσεων που προέβλεπε ο Ν1806/88, μπορούσε να επιβάλει

και πρόστιμο ίσο με το πενταπλάσιο του οφέλους που απεκόμισε ο εκμεταλλευόμενος εμπιστευτικές πληροφορίες.

Μετά τη ρητή και στο σύνολο κατάργησή του, του ΠΔ αυτού με το άρθρο 32, παράγραφος 1, του Ν3340/2005, με το μεν άρθρο 23 του τελευταίου νόμου προβλέφθηκε η επιβολή προστίμων €10.000 έως 2 εκατ. ευρώ και €3.000 έως €500.000 κατά περίπτωση και άλλων διοικητικών κυρώσεων, σε εκείνους που παραβαίνουν την απαγόρευση κατάχρησης της αγοράς, την υποχρέωση λήψης προληπτικών μέτρων και την υποχρέωση συνδρομής της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε διενεργούμενους από αυτήν ελέγχους κατά τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 3 έως 5, 7, 10 έως 18 και 22 του Ν3340/2005.

Με το άρθρο δε 24, του ίδιου νόμου, 3340/2005, παρασχέθηκε η δυνατότητα λήψεως συγκεκριμένων μέτρων, ανεξάρτητα από την επιβολή διοικητικών προστίμων, ευχέρεια που προσδίδει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μεγαλύτερη ευελιξία στην αντιμετώπιση συμπεριφορών και πρακτικών που συνιστούν τις εκτεθείσες παραβάσεις του νόμου τούτου.

Με βάση όλα αυτά, όσα εκτέθηκαν, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει ρόλο κανονιστικού, εποπτικού, προληπτικού και κατασταλτικού χαρακτήρα, θέση που συμπορεύεται και με τη βούληση του ιστορικού νομοθέτη.

Όπως είπαμε και πιο πάνω ο σκοπός της θέσπισης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του Ν1969/91 ήταν η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς για να λειτουργεί αυτή κατά τρόπο διαφανή και να εξασφαλίζεται συγχρόνως η εφαρμογή των κανόνων του ελεύθερου ανταγωνισμού και συνακολούθως και η προστασία των επενδυτών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι πρωτίστως επιφορτισμένη με την εποπτεία και την πρόληψη. Οι ρόλοι της δε αυτοί επιτυγχάνονται κυρίως με τους εκτεθέντες εποπτικούς και προληπτικούς ελέγχους, τους οποίους έχει υπό το νόμο την εξουσία να διενεργεί, αλλά και με τις παρασχεθείσες με το άρθρο 22 του Ν3340/2005 ανακριτικές αρμοδιότητες, όπως η πρόσβαση σε έγγραφα, βιβλία και άλλα στοιχεία που τηρούνται στην επαγγελματική εγκατάσταση προσώπων που διαμεσολαβούν στις συναλλαγές.

Την λήψη πληροφοριών από οποιαδήποτε πρόσωπα, τη λήψη ανωμοτί μαρτυρικών καταθέσεων, στοιχείων τηλεφωνικών συνδιαλέξεων, τη διενέργεια ελέγχων και κατασχέσεων, αλλά και τη δυνατότητα που της παρασχέθηκε ακόμα να ζητάει την άρση του τραπεζικού απορρήτου για την άσκηση των εποπτικών της αρμοδιοτήτων.

Παράλληλα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει καθήκον και υποχρέωση όχι

μόνο να εποπτεύει αλλά και να ενεργεί στις εταιρείες που αναφέρονται στο άρθρο 78, περίπτωση Δ, του Ν1961/91, προληπτικούς ελέγχους, επισταμένους ελέγχους, αυστηρούς και έγκυρους, που θα προλαμβάνουν πράξεις και θα συμβάλουν στην πρόληψη πράξεων, τις οποίες προβλέπουν οι διατάξεις του άρθρου 29 και 30 του Ν3340/2005, που αντικατέστησαν τις ισχύουσες έως τότε διατάξεις των άρθρων 30 του Ν1806/98, 34 του Ν3632/28 και 72, παράγραφος 1 και 73 του Ν1969/91.

Ο πολλαπλός αυτός ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συναγόταν αβίαστα από τις παλαιότερες διατάξεις, αυτές που αναφέραμε, να μην επανερχόμαστε πάλι, κατέστη όμως πιο σαφής και πιο εναργής με τις διατάξεις των άρθρων 1 έως 13 του Ν2836/2000 και 22 έως 28 του Ν3340/2005.

Σημειωτέον ότι και κατά την IOSCO, Διεθνή Οργάνωση όπου μετέχουν οι εθνικές εποπτεύουσες αρχές, στην οποία αναφέρθηκαν οι προλαλήσαντες, οι βασικές επιδιώξεις και οι σκοποί της εποπτείας και της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες.

1. Πρόκειται για την προστασία του επενδυτικού κοινού και άρα του καθ'έκαστου επενδυτή.

2. Για τη διασφάλιση της λειτουργίας της αγοράς κατά τρόπο δίκαιο, αποτελεσματικό και διαφανή.

3. Για τη μείωση των κινδύνων γενικής κατάρρευσης της αγοράς.

Όπως δε προσφυνώς έχει λεχθεί, οι επιδιώξεις αυτές δεν υπάρχουν ανεξάρτητα η μία από την άλλη, στην ουσία αποτελούν διαφορετικές όψεις του ίδιου νομίσματος, καθώς και τα συμφέροντα των επενδυτών προστατεύονται αποκλειστικά μόνο σε δίκαιες, διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές και αντίστοιχα τα μέτρα που λαμβάνονται για την προστασία των επενδυτών της προάγουν την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και τη διαφάνεια των συναλλαγών, ενώ ταυτόχρονα προσφέρουν προστασία από συστημικούς κινδύνους.

Συμπερασματικά. Ο νομοθέτης με το γενικό έλεγχο της εφαρμογής των διατάξεων περί κεφαλαιαγοράς αλλά και των προβλεπόμενων στη χρηματοπιστηριακή νομοθεσία παράνομων και ποινικώς κολάσιμων πράξεων, παρέσχε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελεγκτική αρμοδιότητα, ως μέσο καταστολής αλλά και ως μέσο πρόληψης.

Τούτο δε, διότι μόνο με τον εποπτικό και τον προληπτικό, τον έγκαιρο και τον ενδελεχή έλεγχο παρέχεται η έγκαιρη και προσήκουσα προστασία των επενδυτών. Διαφορετικά, θα καταλήγαμε στο λεγόμενο από αρχαιοτάτων χρόνων «Φτάσαμε κατόπιν εορτής, κατόπιν εορτής ήκομεν», το οποίο μόνο ως πα-

ράδειγμα απρονοησίας και αβελτηρίας χρησιμεύει. Όμως, ο νομοθέτης οφείλει να προνοεί, να έρχεται αρωγός έγκαιρα και όχι κατόπιν εορτής και οφείλουμε να δεχτούμε, με βάση και τις εμπειρίες της καθημερινότητας του Χρηματιστηρίου Αξιών, ότι ήδη με τις συνεχείς παρεμβάσεις του κινείται προσφυώς προς τη σωστή κατεύθυνση.

Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κ. Γιαννούλη που μας έδωσε μια ιστορική εικόνα στη λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Περιέγραψε το ρόλο και την αποστολή της. Σε αυτή την περίπτωση θα ήθελα να πω ότι τα κείμενα τα σημερινά των ομιλιών θα πρέπει να αποτελέσουν, συγκεντρωμένα σε έναν τόμο, υλικό, το οποίο θα μελετήσουμε στις ανύπαρκτες ώρεςσχόλης, δηλαδή ανάπαυσης, μαζί με το νομοθετικό πλαίσιο, το οποίο υπάρχει και το οποίο θα είναι στο τέλος, για να μπορέσουμε να το παρακολουθούμε.

Επίσης, ότι μια ομάδα συναδέλφων, τους οποίους ενδιαφέρει άμεσα το θέμα, τους ενδιαφέρουν τα οικονομικά αυτά θέματα, θα μπορεί να έχει μια πρόσθετη συνάντηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μαζί με συναδέλφους άλλων ενώσεων, για να αποτελέσουν τον πυρήνα, κατά κάποιο τρόπο, της όποιας περαιτέρω εξειδίκευσης σε αυτά τα θέματα.

Όσοι, λοιπόν, θελήσετε να έχετε συμμετοχή, μπορείτε να το δηλώσετε στην Ένωσή μας, για να αποτελέσετε τον πυρήνα του ενδιαφέροντος προς αυτόν τον τομέα.

Ευχαριστώ και πάλι και παρακαλώ τον κ. Λακαφώση, είναι ο Εισαγγελέας Πρωτοδικών, τον κ. Χαράλαμπο Λακαφώση, να μας μιλήσει συμπληρωματικά για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την υπηρεσιακή ευθύνη κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της.

Παρακαλώ τον κ. Λακαφώση να πάρει το λόγο.

4.6 Χ. ΛΑΚΑΦΩΣΗΣ

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υπηρεσιακή ευθύνη, δικαστικός έλεγχος

Ευχαριστώ, κύριε πρόεδρε. Θα συρρικνώσω το περιεχόμενο της εισήγησης, διότι οι εξαιρετικές εισηγήσεις των προηγούμενων ομιλητών με κάλυψαν σε αρκετά σημεία.

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, η ελληνική πολιτεία έχει αναθέσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μια εξαιρετικής σημασίας αποστολή. Τη διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς, τον περιορισμό των κινδύνων που ανακύπτουν κατά τη λειτουργία της και την προστασία του επενδυτικού κοινού μέσω της προώθησης της διαφάνειας.

Η αποστολή της καθίσταται περισσότερο σημαντική στους καιρούς που διανύουμε, εάν λάβει κανείς υπόψη, ότι η εποπτεία της διενέργειας συναλλαγών μέσα σε ένα έντονα ανταγωνιστικό παγκόσμιο μηχανισμό οικονομικών πληροφοριών, απαιτεί ολοένα και πιο επιτακτικά ένα εποπτικό σύστημα τέτοιο, που να διασφαλίζει κατά το δυνατόν ότι η αγορά κεφαλαίου λειτουργεί υπό συνθήκες αξιοπιστίας, φερεγγυότητας και διαφάνειας.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο δυσχερές και πολυποίκιλο έργο, που της ανατέθηκε, έχει ισχυρούς αντιπάλους. Ο πιο σημαντικός εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι διαρκώς αυξανόμενοι μηχανισμοί οικονομικής αλλοτρίωσης επιχειρούν σταθερά να ακυρώσουν τον υγιή ανταγωνισμό και τη φερεγγυότητα της αγοράς κεφαλαίου, επιπροσθέτως δε να ματαιώσουν τη λειτουργία των διαδικασιών διαφάνειας.

Είναι, βέβαια, γεγονός ότι ουδέποτε υπήρξε κεφαλαιαγορά, η οποία να χαρακτηρίζεται από ιδανικές συνθήκες λειτουργίας, δηλαδή από απόλυτη διαφάνεια, φερεγγυότητα, τιμιότητα και αξιοπιστία.

Στη σύγχρονη όμως οικονομική ζωή στις μέρες που διανύουμε τα φαινόμενα αναξιπιστίας που δημιουργούν οι ισχυρότατοι μηχανισμοί οικονομικής αλλοτρίωσης, επιβάλλουν ακόμα πιο ισχυρές διαδικασίες εποπτείας ελέγχου και παρέμβασης με στόχο την καταπολέμηση των φαινομένων αθέμιτης κερδοσκοπίας, την προστασία των επενδυτών και εν τέλει την ενίσχυση του γενικότερου συμφέροντος.

Υπό το πρίσμα των ανωτέρω επισημάνσεων καθίσταται σαφής η σπουδαιότητα της Επιτροπής, της ρυθμιστικής λειτουργίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως υψηλού επιπέδου Εποπτικής Αρχής των παραγόντων της αγοράς και των συμφερόντων που αναπτύσσονται μεταξύ των επιχειρήσεων που προσφεύγουν στο κοινό για τη χρηματοδότησή τους, των επιχειρήσεων που παρέχουν διαμεσολαβητικές, επενδυτικές υπηρεσίες και των επενδυτών, ιδιωτών και θεσμικών, οι οποίοι και καταλαμβάνουν κυρίαρχο ρόλο στη χρηματιστηριακή αγορά.

Για τη νομική φύση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μάλλον για την πορεία της, για τη σύστασή της, ο κ. Γιαννούλης έκανε μια εκτενή αναφορά, δεν θα επαναλάβω, απλώς να σημειώσω, επίσης και θα επισημάνω το μεγάλο χρονικό

διάστημα που μεσολάβησε μέχρι ο Έλληνας νομοθέτης από τα έντονα στοιχεία διοικητικού παρεμβατισμού στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, όπως αυτά τα αναγνώριζε με τις διατάξεις της σύστασης της Επιτροπής, να καταλήξει, να αποφασίσει, να δώσει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αυτό που πραγματικά της άξιζε, δηλαδή σπουδαίες κανονιστικές αρμοδιότητες, σπουδαίες ελεγκτικές, κατασταλτικές και εποπτικές αρμοδιότητες.

Επιπροσθέτως, να επισημάνω ότι με το άρθρο 22 του Ν3371/2005, προβλέφθηκε ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τυγχάνει ένα Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου με ίδιους πόρους, αλλά λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος, απολαύει λειτουργικής ανεξαρτησίας και διοικητικής αυτοτέλειας, ενώ τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της απολαύουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους προσωπικής και λειτουργικής ανεξαρτησίας, δεσμευόμενα μόνο από το νόμο και τη συνείδησή τους και δεν εκπροσωπούν τους φορείς που τους πρότειναν.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναγνωρίζεται ως ένα Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου αλλά στην πραγματικότητα έχει και έντονα στοιχεία ομοιότητας με τις ανεξάρτητες αρχές.

Επιγραμματικά τα επισημαίνω. Αυτά τα στοιχεία είναι εκείνα που ισχύουν και για τις ανεξάρτητες αρχές, όπως η χαλαρή διοικητική εποπτεία, το νέο καθεστώς προσωπικής λειτουργικής ανεξαρτησίας των μελών της, ο τρόπος διορισμού τους, η ορισμένη διάρκεια της θητείας τους, το καθεστώς ασυμβιβάστων αλλά και η αυστηρή επιλογή των μελών από πρόσωπα αναγνωρισμένου κύρους που διαθέτουν ειδικές γνώσεις σε θέματα κεφαλαιαγοράς, η υποχρέωση υποβολής της σε κοινοβουλευτικό έλεγχο, η σύνταξη και υποβολή στη Βουλή ετήσιας έκθεσης και η υποχρέωση εμφάνισης του Διοικητικού της Συμβουλίου ενώπιον της Διαρκούς Κοινοβουλευτικής Επιτροπής, ή της Μόνιμης Επιτροπής Θεσμών και Διαφάνειας, προς παροχή εξηγήσεων.

Πάντως, ανεξαρτήτως της νομικής φύσεως της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μάλλον, ανεξαρτήτως των κοινών στοιχείων, για να είμαι πιο ακριβής με τις ανεξάρτητες αρχές, η νομική της φύση στο μέτρο που αφορά στο ουσιαστικό Ποινικό Δίκαιο, καθιστά τα στελέχη της υπαλλήλους, σύμφωνα με το άρθρο 13, εδάφιο Α, του Ποινικού Κώδικα, δηλαδή πρόσωπα στα οποία έχει νόμιμα ανατεθεί η άσκηση υπηρεσίας Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου ήτοι υπηρεσίας που εμπίπτει στους επιδιωκόμενους από το νομικό πρόσωπο σκοπούς και τελεί σε σχέση εξάρτησης και υποταγής προς αυτούς.

Η αναγνώριση της ιδιότητας του υπαλλήλου στα μέλη Διοίκησης και στην

Εκτελεστική Επιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αυτομάτως προσδιορίζει το χαρακτήρα των καθηκόντων τους ως υπηρεσιακών κατά το Ποινικό Δίκαιο, είτε αυτά τους έχουν ανατεθεί με το νόμο είτε ενυπάρχουν στη φύση της υπηρεσίας τους και υποδηλώνει την αντίστοιχη ευθύνη που ενδεχομένως ανακύπτει κατά την άσκησή τους, δηλαδή κατά την εκπλήρωση του υπηρεσιακού τους έργου.

Ειδικότερα η υπηρεσιακή, κατά το Ποινικό πάντοτε Δίκαιο, ευθύνη των οργάνων της Επιτροπής τελεί σε αιτιώδη συνάφεια με το καθήκον Διοικητικής Εποπτείας που της έχει ανατεθεί, τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά.

Καθήκον, δηλαδή, που επικεντρώνεται στην παρακολούθηση της ομαλής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και περιλαμβάνει αφενός μεν όπως είπε και ο κ. Παννούλης προηγουμένως τη διενέργεια προληπτικών ελέγχων, προκειμένου να επιτυγχάνεται η συμμόρφωση των παραγόντων της αγοράς στους ισχύοντες κανόνες και αφετέρου τη διενέργεια κατασταλτικών ελέγχων, κυρίως μέσω της επιβολής κυρώσεων.

Η Επιτροπή δεν έχει απλώς αρμοδιότητα αλλά έχει υπηρεσιακό καθήκον εποπτείας σε μια σειρά νομικά και φυσικά πρόσωπα, τα οποία προσδιορίζει η ίδια η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς, λόγου χάριν, ενδεικτικά θα αναφέρω, δεν θα τα αναφέρω όλα όσα έχω καταγράψει, στις εκδότριες εταιρείες που έχουν κινητές αξίες εισηγμένες στην οργανωμένη αγορά, στους φορείς χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης, δηλαδή στις ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες, στις ανώνυμες εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, στις ανώνυμες εταιρείες επενδυτικής διαμεσολάβησης και σε άλλα νομικά πρόσωπα και, βεβαίως, στα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων των ανωτέρω φορέων.

Η ιδρυόμενη υπηρεσιακή ευθύνη, υποχρέωση και ευθύνη για τη Διοικητική Εποπτεία υλοποιείται μέσω της παρακολούθησης εφαρμογής των κανόνων Δικαίου που διέπουν την κεφαλαιαγορά, αλλά και εκείνων που άπτονται της κανονιστικής αρμοδιότητας της Επιτροπής, στα πλαίσια άσκησης δημόσιας εξουσίας μεταξύ δε αυτών και εκείνων που παράγονται με τους κώδικες συμπεριφοράς υποχρεωτικής εφαρμογής.

Η αρμοδιότητα και αντιστοίχως το ιδρυόμενο υπηρεσιακό καθήκον για προληπτική εποπτεία περιλαμβάνει την αυστηρή εποπτεία της τήρησης των νόμων, κανονισμών και εγκυκλίων, που αποτελούν το Ελληνικό και Ευρωπαϊκό Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, τον έλεγχο της τήρησης των όρων καταλληλότητας και διαφάνειας που προβλέπει ο νόμος για την παροχή αδειών και εγκρίσεων σε

μεσολαβητές για την εισαγωγή εταιρειών στο χρηματιστήριο, τον έλεγχο της τήρησης των εσωτερικών κανονισμών λειτουργίας των εταιρειών με εισηγμένες στο χρηματιστήριο κινητές αξίες και ένα σωρό άλλες αρμοδιότητες.

Ο δεύτερος σημαντικός άξονας υπηρεσιακών καθηκόντων της Επιτροπής, είναι εκείνος που συνδέεται με την εξουσία για υποβολή κυρώσεων. Η κατασταλτική εξουσία της θεμελιώθηκε με το άρθρο 78 του Ν1969/91, δυνάμει του οποίου χορηγήθηκε σε αυτήν η γενική αρμοδιότητα επιβολής των προβλεπόμενων κυρώσεων και πειθαρχικών ποινών.

Η ανωτέρω αρμοδιότητα εξειδικεύεται στις επιμέρους διατάξεις της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, όπου κατά περίπτωση προσδιορίζονται οι διοικητικές κυρώσεις, λόγου χάριν, επίπληξη, χρηματικό πρόστιμο, αναστολή λειτουργίας, ανάκληση άδειας λειτουργίας, διαγραφή κινητών αξιών ενίοτε, που άλλοτε η Επιτροπή δεσμεύεται σε περίπτωση διαπίστωσης παραβάσεων να επιβάλει και άλλοτε της αναγνωρίζεται διακριτική ευχέρεια επιβολής και οι οποίες φέρουν το χαρακτήρα εκτελεστών ατομικών, διοικητικών πράξεων.

Η κατασταλτική αρμοδιότητα της Επιτροπής ενισχύθηκε με το Ν3340/2005, η ψήφιση του οποίου στόχευε στην προσαρμογή της νομοθεσίας προς αντίστοιχη Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, δηλαδή για τις πράξεις κατάχρησης της αγοράς.

Με το άρθρο 21 του νόμου αυτού, έχει ανατεθεί στην Επιτροπή η γενική αρμοδιότητα και το αντίστοιχο υπηρεσιακό της καθήκον, για την εποπτεία της εφαρμογής του, αφενός μεν για τον έλεγχο των παραβατικών συμπεριφορών που συνίσταται στην καταχρηστική άμεση ή έμμεση αξιοποίηση συγκεκριμένων πληροφοριών προνομιακού χαρακτήρα στη χρηματιστηριακή αγορά ως προς τις οποίες ο δράστης έχει προβάδισμα γνώσης έναντι των ανύποπτων επενδυτών και σκοπό προσπορισμού σε ίδιον ή σε άλλον σημαντικού περιουσιακού οφέλους και αφετέρου για τον έλεγχο παραβατικών συμπεριφορών που σχετίζονται με ζητήματα χειραγώγησης της αγοράς, δηλαδή για συμπεριφορές που αφορούν είτε σε συναλλαγές με τις οποίες δίδονται είτε είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου ή με τις οποίες διαμορφώνεται η τιμή αυτή σε μη κανονικό ή τεχνητό επίπεδο και δεύτερον, σε συναλλαγές που συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή άλλο τέχνασμα ή ακόμα και σε περίπτωση πρακτικών διάδοσης πληροφοριών οι οποίες δίδουν ή είναι πιθανόν να δώσουν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως αποκλειστικά αρμόδια Εποπτική Αρχή για την επιβολή των διοικητικών προστίμων και την καταστολή των περιπτώσεων κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, καλείται, κατ' αρχήν να προσδιορίσει πότε μια πληροφορία συγκεντρώνει τα χαρακτηριστικά της προνομιακής πληροφορίας, όπως αυτά καταγράφονται στο νόμο.

Ενδεικτικά θα αναφέρω για να μην τα αναφέρω όλα, εάν έχει χαρακτήρα συγκεκριμένο, εάν συντρέχουν τα στοιχεία υποχρέωσης γνωστοποίησης γεγονότων, για τα οποία δεν υπάρχει αντικειμενική δυνατότητα να πληροφορηθεί ο επενδυτής ή ευχερώς να έχει πρόσβαση σε αυτά και ούτω καθεξής.

Ουσιώδες στοιχείο σε αυτό το σημείο του εποπτικού ρόλου της Εποπτικής Κεφαλαιαγοράς και ουσιώδες στοιχείο της υπηρεσιακής της ευθύνης είναι η διάγνωση του βαθμού ευχέρειας με την οποία κάθε ύποπτο πρόσωπο έχει πρόσβαση στις προνομιακές πληροφορίες, καθώς αυτά τα πρόσωπα βρίσκονται εγγύτερα, βρίσκονται κοντά στον πυρήνα λήψης των επιχειρηματικών αποφάσεων, συνεπώς και εγγύτερα στην πηγή από την οποία εκπορεύονται προνομιακές πληροφορίες και τα οποία πρόσωπα, βεβαίως, απαγορεύεται να τις χρησιμοποιούν για την απόκτηση ή διάθεση των χρηματοπιστωτικών μέσων.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι, το έθιξε με πολύ ορθό τρόπο ο κ. Ασπρογέρακας στην εισήγησή του, η ανωτέρω απαγόρευση στηρίζεται στην πλήρωση της αντικειμενικής υπόστασης της παραβατικής συμπεριφοράς και όχι στο υποκειμενικό στοιχείο.

Δημιουργείται, δηλαδή, για την Επιτροπή στα πλαίσια της άσκησης αυτών των υπηρεσιακών καθηκόντων ένα μαχητό τεκμήριο γνώσης υπέρ των προσώπων που κατέχουν τέτοιες πληροφορίες.

Δηλαδή, προσώπων που τις κατέχουν είτε λόγω της ιδιότητός τους ως μελών Διοικητικών Συμβουλίων, Διευθυντικών ή Εποπτικών οργάνων του εκδότη είτε λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη είτε λόγω της πρόσβασης που έχουν στις πληροφορίες αυτές κατά την άσκηση της εργασίας ή του επαγγέλματός τους ή των καθηκόντων τους, αλλά ακόμα και λόγω των εγκληματικών δραστηριοτήτων που αναπτύσσουν.

Αντίστοιχες, λοιπόν αρμοδιότητες και υπηρεσιακά καθήκοντα ιδρύονται για την Επιτροπή αναφορικά και με την αντιμετώπιση της χειραγώγησης της αγοράς, είτε μέσω της διενέργειας συναλλαγών είτε μέσω της διασποράς ψευδών ειδήσεων.

Η ίδια η Επιτροπή έχει καθορίσει τον τρόπο με τον οποίο ασκεί τα υπηρεσιακά της καθήκοντα με μια απόφαση στις 12/7/2005, με την οποία καθορίστηκαν

κατά τρόπο μη εξαντλητικό τα κριτήρια που η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη προκειμένου να εξετάσει εάν οι συναλλαγές ή οι εντολές για τη διενέργεια συναλλαγών συνιστούν χειραγώγηση.

Και τα κριτήρια αυτά διαφοροποιούνται ανάλογα, δεν θα σας κουράσω με την απαρίθμηση, για να διευκολύνω το χρόνο, ανάλογα με τις περιπτώσεις που έχουμε συναλλαγές, οι οποίες συνιστούν παραπλανητικές μεθοδεύσεις και ανάλογα με τις συναλλαγές, με τις οποίες συναλλαγές δίδονται, είναι πιθανόν ότι θα δοθούν ψευδείς ή παραπλανητικές ενδείξεις για την προσφορά, τη ζήτηση ή την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου.

Σημειώνεται στο σημείο αυτό ότι η βούληση του κοινοτικού νομοθέτη που αποτυπώνεται στις διατάξεις του Ν3340/2005 σχετικά με τη χειραγώγηση, απαλείφει το υποκειμενικό στοιχείο από τις σχετικές απαγορεύσεις και υιοθετεί την άποψη ότι κεντρικό στοιχείο της ευθύνης, την οποία πρέπει και έχει υπηρεσιακό καθήκον να αναζητάει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, είναι το αποτέλεσμα των συναλλαγών και όχι η πρόθεση του χειραγωγού.

Σύμφωνα με μια πολύ ωραία έκφραση την οποία πήρα από ένα σύγγραμμα, συμπερασματικά μπορεί να πει κανείς ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει συμπεριφορές και όχι προθέσεις ή σκοπούς.

Σε περίπτωση, λοιπόν, διαπίστωσης των σχετικών παραβάσεων, η Επιτροπή πέρα από τις ποινικές κυρώσεις για τις οποίες έκανε εκτενή αναφορά ο κ. Ασπρογέρακας, ιδρύεται αρμοδιότητά της και συνάμα υπηρεσιακό καθήκον της να ενεργοποιήσει τις διοικητικές κυρώσεις, οι οποίες προβλέπονται στις διάφορες νομοθεσίες, στις διάφορες διατάξεις της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς.

Η κατασταλτική λειτουργία της Επιτροπής εμφανίζεται άλλοτε με τη μορφή δεσμευτικής για αυτήν επιβολής διοικητικού προστίμου και άλλοτε, για την επιμέτρηση του οποίου, όταν επιβάλλεται, λαμβάνονται υπόψη ενδεικτικά η αξία των παράνομων συναλλαγών, το τυχόν επιτευχθέν οικονομικό όφελος, η επίπτωση της παράβασης στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και στη διάχυση ορθής και έγκυρης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό, ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά το στάδιο της διερεύνησης ελέγχου και έρευνας από την τελευταία, οι ανάγκες της ειδικής και γενικής πρόληψης και η τυχόν καθ' υποτροπή τέλεση των παραβάσεων.

Σημαντική όμως κατασταλτική αρμοδιότητα και αντίστοιχη ευθύνη της Επιτροπής, η οποία και μπορεί να ελεγχθεί για υπέρβαση των άκρων ορίων της διακριτικής της ευχέρειας, όπως και κατά το παρελθόν έχουν σχηματιστεί αντίστοιχες ποινικές δικογραφίες, είναι η επιβολή των προστίμων, πέραν της επι-

βολής των προστίμων η διακριτική ευχέρεια που έχει να αναστείλει προσωρινά και για περίοδο που δεν μπορεί να υπερβεί το έτος, τη λειτουργία εν μέρει ή εν όλω νομικών προσώπων ή και να απαγορεύσει την άσκηση επαγγελματικής δραστηριότητας από φυσικά πρόσωπα που πιστοποιούνται ή αδειοδοτούνται από αυτήν.

Οι πρόσθετες αυτές κυρωτικές της αρμοδιότητες και ταυτόχρονα υπηρεσιακά καθήκοντα πρέπει να ασκούνται όμως, όταν συντρέχουν παράγοντες που επαυξάνουν την επικινδυνότητα των παραβατικών συμπεριφορών, όπως ο κίνδυνος που ενέχει η παράβαση για πρόκληση ζημιών στους επενδυτές, τυχόν υποτροπή της παράβασης και της εν γένει νομοθεσίας για την κεφαλαιαγορά, η κατοχή από τον παραβάτη μεγάλων ποσοστών της εταιρείας, της οποίας οι μετοχές εισάγονται ή έχουν εισαχθεί και ούτω καθεξής.

Αντίστοιχη, λοιπόν, κυρωτική λειτουργία προβλέπεται και κατά τις διατάξεις του Ν3556/2007, η ψήφιση του οποίου στοχεύει στην ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και στην αποτελεσματικότητα της αγοράς και εισάγονται με αυτόν ρυθμίσεις που αφορούν στην έγκαιρη δημοσιοποίηση ακριβών και περιεκτικών πληροφοριών σχετικά με τους εκδότες κινητών αξιών.

Ο νόμος αυτός ψηφίστηκε, προκειμένου να επιτευχθεί ομοίως η εναρμόνισή μας με αντίστοιχη κοινοτική Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Ιδρύεται με βάση το νόμο αυτόν υπηρεσιακό καθήκον της Επιτροπής να εποπτεύσει την τήρηση των υποχρεώσεων περιοδικής και διαρκούς πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.

Σε περίπτωση πάλι παραβίασης των σχετικών διατάξεων για ζητήματα πληροφόρησης του κοινού και των αποφάσεων που εκδίδονται κατά εξουσιοδότηση αυτού, η Επιτροπή έχει δυναμική ευχέρεια να επιβάλει αυτοτελώς στον εκδότη ή στα μέλη του Συμβουλίου, στα διευθυντικά στελέχη του εκδότη, στον εσωτερικό ελεγκτή και στους εξωτερικούς ελεγκτές επίπληξη ή πρόστιμο μέχρι 1 εκατ. ευρώ, αλλά η επιβολή αυτών των προστίμων δεν γίνεται αδιάκριτα.

Ο νόμος ο ίδιος προσδιορίζει τα κριτήρια με βάση τα οποία γίνεται η επιβολή, όπως είναι η επίπτωση της παράβασης στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και στη διάθεση ορθής και έγκυρης πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό, ο βαθμός συνεργασίας με την Επιτροπή και κατά το στάδιο της διερεύνησης και ελέγχου έρευνας από την τελευταία, η ανάγκη της ειδικής και γενικής πρόληψης, η τυχόν καθ' υποτροπή τέλεση παραβάσεων του νόμου.

Ολοκληρώνω πολύ σύντομα την εισήγησή μου, και πριν τον πρόλογο να κάνω μια επισήμανση στην εξαιρετικής σημασίας διακριτική ευχέρεια που ανα-

γνωρίζει ο νόμος στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε σχέση με την, ανεξάρτητα βέβαια από την επιβολή των ανωτέρω κυρώσεων, επικουρική εφαρμογή της διατάξεως που προβλέπει τη διαγραφή κινητών αξιών, σύμφωνα με το άρθρο 17, παράγραφος 3, του Ν3371/2005.

Η διαγραφή αυτή των κινητών αξιών έχει ως αποτέλεσμα την πλήρη και οριστική άρση της δυνατότητας διαπραγμάτευσής τους και την οριστική διαγραφή τους από τον κατάλογο κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης.

Αποτελεί έσχατο κυρωτικό μέτρο που η Επιτροπή έχει μεν τη διακριτική ευχέρεια και ενδεχομένως και το υπηρεσιακό καθήκον εντός των ευλόγων ορίων του, να επιβάλει, όταν κρίνει ότι λόγω ειδικών συνθηκών δεν διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία ή όταν το επιβάλει η προστασία των επενδυτών.

Προκειμένου να αποφασιστεί η λήψη του ανωτέρω μέτρου, θα πρέπει να σχηματιστεί η πεποίθηση αφενός ότι η αγορά της συγκεκριμένης αξίας δεν λειτουργεί ομαλά και αφετέρου ότι η κατάσταση αυτή δεν είναι παροδική αλλά μόνιμη.

Και για την άσκηση της εν λόγω διακριτικής ευχέρειας, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, βεβαίως, η αρχή της αναλογικότητας που επιβάλει στη διοίκηση τη λήψη του λιγότερου επαχθούς μέτρου, εφόσον αυτό αρκεί για την εξασφάλιση του προστατευόμενου συμφέροντος.

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, για τη σπουδαιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως δημόσιας εποπτικής και ρυθμιστικής αρχής της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, έχει γίνει ήδη λόγος. Αυτό που θα πρέπει να σημειωθεί είναι ότι οι προσδοκίες, οι ελπίδες και οι επιδιώξεις των πολυάριθμων προσώπων που συμμετέχουν στην ελληνική αγορά κεφαλαίου, όπως εξάλλου και στις αντίστοιχες διεθνείς, απαιτούν αποτελεσματικές παρεμβάσεις ώστε να αποφεύγεται η καλλιέργεια συνθηκών αδιαφάνειας, να αναδεικνύεται η επαρκής και έγκαιρη πληροφόρηση ως δημόσιο αγαθό και να απομακρύνονται όσοι επιδιώκουν το αθέμιτο κέρδος μέσα από τη χειραγώγηση της αγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πρέπει καθημερινά να διασφαλίζει με το έργο της ότι οι πληροφορίες, στις οποίες οι επενδυτές βασίζονται τις επιλογές τους, διακρίνονται για την πληρότητα και την πιστότητά τους.

Η Ελληνική Δικαιοσύνη υπό τους όρους που το Σύνταγμα και οι νόμοι της επιφυλάσσουν είναι αλληλέγγυα με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο δύσκολο αλλά και σπουδαίο έργο καταπολέμησης των μηχανισμών οικονομικής αλλοτρίωσης που επιχειρούν να ακυρώσουν τον υγιή ανταγωνισμό και τη φε-

ρεγγυότητα της αγοράς κεφαλαίου και να ματαιώσουν τη λειτουργία των διαδικασιών διαφάνειας.

Είναι επίσης αλληλέγγυα με την Επιτροπή και αποφασισμένη να διώξει και να τιμωρήσει εκείνους που επιδιώκουν να αποκτήσουν παράνομο περιουσιακό όφελος σε βάρος των ανύποπτων επενδυτών.

Ταυτόχρονα, όμως, είναι και έτοιμη να ελέγξει, να αξιολογήσει και να εκτιμήσει τη λειτουργία της ίδιας της Επιτροπής κατά την άσκηση των υπηρεσιακών καθηκόντων της, τόσο στα πλαίσια του ελέγχου που είναι υποχρεωμένη να διενεργεί, προκειμένου να επιτυγχάνεται η συμμόρφωση των παραγόντων της αγοράς στους ισχύοντες κανόνες, όσο και στα πλαίσια άσκησης των κατασταλτικών της αρμοδιοτήτων και καθηκόντων που υπό τους ειδικότερους όρους της νομοθεσίας είναι υποχρεωμένη να ασκεί.

Εξάλλου η δικαστική προστασία και η ανεξαρτησία της Δικαιοσύνης αποτελούν θεσμική εγγύηση ότι καμία εξουσία δεν ασκείται ανεξέλεγκτα.

Σας ευχαριστώ θερμά για την προσοχή σας.

4.7 Συνεδρία 4 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστούμε τον κ. Λακαφώση για την περιεκτική πράγματι παρουσίαση του πολυποίκιλου ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και τις πρωτοβουλίες που υπέδειξε και πρέπει να δοθούν στην Επιτροπή επ' αγαθώ της εύρυθμης λειτουργίας του μηχανισμού.

Μας μίλησε για το μαχητό τεκμήριο γνώσης των προσώπων, τα οποία αναμιγνύονται, και για την αντιμετώπιση των δυο θεμάτων, τόσο της χειραγώγησης όσο και της παραπλανητικής πληροφόρησης.

Θα παρακαλέσω, εάν υπάρχουν ερωτήσεις. Είναι πάρα πολλές, επειδή, ναι. Τρεις. Μέχρι τρεις τώρα και μετά τις επόμενες. Τέσσερις. Παρακαλώ τον κύριο Χρυσικό, ο κύριος Μπρακουμάτσος και ο κύριος Τριανταφυλλάκης τρεις και η κυρία Σταθμή.

Κος ΧΡΥΣΙΚΟΣ: Η ερώτησή μου απευθύνεται και στους τρεις ομιλητές, βέβαια είναι μια ερώτηση που ενδεχομένως θα ανοίξει ένα πεδίο εκτεταμένο, αλλά επειδή πρόκειται για συνέδριο δικαστών, πρώτα απ' όλα, επειδή άκουσα ότι έχει χαρακτήρα ατομικής εκτέλεσης διοικητικής πράξεως η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εάν προσβάλλεται επιτρεπτά στο Συμβούλιο Επικρατείας.

Από εκεί και πέρα, εάν από την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με

την ιδιότητα του Νομικού Προσώπου Δημοσίου Δικαίου, δημιουργείται ευθύνη από το 105, 106 του εισαγωγικού νόμου ΑΚ, εάν οι διαφορές αυτές, επειδή αφορούν Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, άγονται ενώπιον του Συμβουλίου Επικρατείας ή ενδεχομένως στα διοικητικά δικαστήρια, εάν υπάρχει περίπτωση προσφυγής στα πολιτικά δικαστήρια, στο πλαίσιο του 914 σε συνδυασμό με το 71ΑΚ για την ευθύνη την ατομική των εκπροσωπούντων το νομικό πρόσωπο και στη συνέχεια, εάν υπάρχει δυνατότητα προσφυγής στη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων ενώπιον των πολιτικών δικαστηρίων σε περίπτωση κατά την οποία υπάρχουν αποφάσεις οι οποίες θίγουν, ενδεχομένως, ατομικά συμφέροντα.

Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Κύριε Χρυσικέ, πραγματικά πιστεύω ότι για να δοθεί απάντηση πρέπει να υπάρχει αρκετός χρόνος. Ποιος θέλει να απαντήσει, παρακαλώ, από το πάνελ εδώ;

Κος ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ: Οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εφόσον επιβάλλουν κυρώσεις, είναι ατομικές διοικητικές πράξεις εκτελεστές, προσβάλλονταν μέχρι πρόσφατα στο Συμβούλιο Επικρατείας, ήδη όμως με αυτές τις οποίες επιβάλλεται χρηματικό πρόστιμο.

(...)

Για το κατά πόσο εφαρμόζονται εδώ το 105 του εισαγωγικού νόμου του κώδικα, πρέπει να σας πω ότι υπάρχει ήδη μια απόφαση διοικητικού πρωτοδικείου που έχει επιδικάσει αποζημίωση για παραλείψεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αυτή έχει αχθεί ενώπιον του διοικητικού εφετείου, το οποίο έχει βγάλει μια προδικαστική απόφαση και θα συζητήσει ξανά σε δεύτερο βαθμό την εξέλιξη αυτής της υπόθεσης, επομένως μέχρι αυτήν τη στιγμή δεν έχουμε απάντηση, δεν έχουμε τελεσίδικη απόφαση που να απαντά στο ερώτημα εάν όντως πρέπει ή δεν πρέπει να ζητείται αποζημίωση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για παραλείψεις της.

Η απάντηση η δική μας ως Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι ότι δεν πρέπει, διότι υπάρχει το συνεγγυητικό, το οποίο εγγυάται την καταβολή αποζημιώσεων μέχρι €30.000 για όλες τις περιπτώσεις όπου κάποιος χάνουν τα χρήματά τους από επενδυτικές υπηρεσίες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστώ, κ. καθηγητά. Να πω το εξής: επειδή πράγματι είναι ενδιαφέροντα τα θέματα, με πληροφορεί ο κ. Γιάγκος ότι θα γίνει κατά το Μάρτιο ένα συνέδριο στην Αθήνα, τον Απρίλιο, οπότε θα υπάρξει μια δυνατότητα

εκτενέστερης αναφοράς στα επιμέρους θέματα, που πράγματι προβληματίζουν και δημιουργούν πολλούς προβληματισμούς και χρήζουν περαιτέρω διευκρινίσεων. Γι' αυτό θα παρακαλέσω, εάν υπάρχει κάτι που αφορά το παρόν πάνελ, για να μη γενικεύουμε και ξαναγυρίζουμε πάλι στα ίδια.

Κος ΜΠΡΑΚΟΥΜΑΤΣΟΣ: Το παρόν πάνελ και ένα λεπτό. Κύριε πρόεδρε, όπως σε κάθε νομοθέτημα παρατηρείται το εξής, ότι αγνοείται συστηματικά όταν στο νομοθέτημα αυτό περιέρονται διατάξεις ουσιαστικού και δικονομικού Ποινικού Δικαίου, ότι αυτό είναι ένα υποσύστημα αυτού που λέμε Ποινική Δικαιοσύνη.

Με τις παρεμβάσεις που γίνονται, γίνονται ρωγμές και θα γίνω σαφής. Συντάσσομαι με τον κ. Ασπρογέρακα, ο οποίος είπε ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προσιδιάζει προς προανακριτική αρχή. Αυτό όμως είναι μια ερμηνευτική προσέγγιση και τίποτα περισσότερο, με την οποία συντάσσομαι και εγώ και προσέξτε να δείτε. Επειδή είναι ερμηνευτική προσέγγιση διερωτάται η κατάσχεση που προβλέπεται, δεν κάνω ερώτηση, επισήμανση, η κατάσχεση που προβλέπεται με τις διατάξεις του Κώδικα Διοικητικής Δικονομίας εάν υπάρχει ακυρότητα, πώς θα προσβληθούν; Με τον Κώδικα Διοικητικής Δικονομίας ή με τον Κώδικα Ποινικής Δικονομίας; Εάν υπάρχουν άλλες ακυρότητες, πώς θα προσβληθούν;

Τελειώνω. Η ανάθεση της προκαταρκτικής εξέτασης στον Εισαγγελέα Εφετών είναι το μεγάλο παράδοξο. Έχουμε δυο όργανα, τον Εισαγγελέα Εφετών, ο οποίος διατάζει προκαταρκτική εξέταση και μπορεί να την αρχειοθετεί και άλλο όργανο να διώκει την πράξη. Και τρίτον, επιλέγεται ο Ν663/77 για την υπαγωγή των υποθέσεων στο Τριμελές Εφετείο Κακουρηγημάτων και δυστυχώς για μια ακόμη φορά η εξαίρεση γίνεται ο κανόνας.

Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Η κυρία.

Κα ΔΡΙΣΤΑ: Λέγομαι Ανθή Δριστά, είμαι η διευθύντρια της Διεύθυνσης Συναλλαγών και Παρακολούθησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και επειδή άκουσα σήμερα να γίνεται λόγος πολύς για τις αρμοδιότητες της Επιτροπής σχετικά με το εάν και κατά πόσο είμαστε ανακριτική αρχή, όπως πολύ καλά γνωρίζετε εσείς, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μια διοικητική αρχή, ουσιαστικά οι νέες αρμοδιότητες που εισαγάγει ο Ν3340 για την κατάχρηση της αγοράς, μας δίνει τη δυνατότητα, μας δίνει επιπλέον εργαλεία για να στοιχειοθετήσουμε τη χειραγώγηση ή την κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.

Δεν κάνω ερώτηση, απλά θέλω να δώσω μια απάντηση στον τρόπο που λειτουργούμε. Συγγνώμη, κύριε πρόεδρε, έχετε δίκιο, συγγνώμη κ. Ασπρογέρακα, απλά επειδή κλείσατε την παρουσία σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ερώτηση εάν έχετε.

Κα ΔΡΙΤΣΑ: Ήθελα να απαντήσω στον κ. Ασπρογέρακα.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Όχι απάντηση. Ο κ. Τριανταφυλλάκης.

Κος ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗΣ: Απευθύνομαι πρωτίστως προς τον κ. Ασπρογέρακα και τους άλλους εισαγγελείς. Πιστεύετε ότι με τη διαμόρφωση της διατάξεως του άρθρου 30 και τα τρία στοιχεία της υποκειμενικής υποστάσεως τα οποία περιέχει, με σκοπό να διαμορφώσει τεχνητά την τιμή, πρώτο στοιχείο υποκειμενικής υποστάσεως, προκειμένου να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος, δεύτερο στοιχείο υποκειμενικής υποστάσεως, χρησιμοποιεί εν γνώσει παραπλανητικές μεθοδεύσεις ή απατηλά μέσα, ότι θα μπορεί να είναι τελεσφόρα και αποτελεσματική και δραστική η παρεχόμενη, ως πούμε, δικαστική προστασία;

Και το επισημαίνω αυτό, κ. εισαγγελέα, ενόψει του ότι ανάλογες εμπειρίες που υπάρχουν από άλλες χώρες, αναφέρομαι στη Γερμανία πρωτίστως, όπου υπήρχε μια διάταξη το '88, θα μας τα πει ίσως και η κυρία Schierhorn, όπου είχε περίπου την ίδια ακριβώς διαμόρφωση ο νόμος τους, είχαν καταλήξει στο να μην τον εφαρμόζουν καθόλου. Τα τρία αυτά στοιχεία ή δυο, όσα είναι της υποκειμενικής υποστάσεως, ιδιαίτερα το στοιχείο προκειμένου να αποκτήσει ο ίδιος ή τρίτος παράνομο περιουσιακό όφελος ή περιουσιακό όφελος, το οποίο κολλάει βέβαια προς το 386, είχε καταστήσει τελείως ανεφάρμοστο το γερμανικό νόμο, που οδήγησε τελικώς στην τροποποίηση.

Το επισημαίνω αυτό, διότι το κρίσιμο εδώ αγαθό, εδώ μιλάμε για μεγαλοαπάτη, δεν μιλάμε για απάτη σε επίπεδο ενός ατόμου, είναι η κακή διαμόρφωση, η εσφαλμένη διαμόρφωση των τιμών στο χρηματιστήριο.

Σε αυτό το στοιχείο το να αποδείξεις εάν αυτός που το έκανε είχε ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος είναι πιάσε το αυγό και κούρεψ' το, δεν βρίσκεις πουθενά άκρη και, επομένως, δεν χρειάζεται.

Μήπως θα ήταν υπό αυτή την έννοια πολύ προτιμότερη μια διάταξη, η οποία θα προσήγγιζε και κάπως και το γερμανικό σύστημα εν προκειμένω, όπου θα αρκούσε η με σκοπό, εν γνώσει, ίσως και με πρόθεση κιόλας και ενδεχόμενο δόλο, η

εν γνώσει χρήση παραπλανητικών μέσων, τα οποία επενεργούν, διότι το στοιχείο της επενέργειας είναι έγκλημα αποτελέσματος, τα οποία επενεργούν στη διαμόρφωση της τιμής, ακόμη και με την *conditius sine qua non*;

Αυτή θα ήταν η πληρέστερη ίσως διαμόρφωση για μια αποτελεσματική ποινική καταστολή της μεγαλοαπάτης.

Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ο κ. Ασπρογέρακας έχει το λόγο. Εν συντομία, παρακαλώ, οι απαντήσεις.

Κος ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑΣ: Έχετε δίκιο σε όσα είπατε. Και εγώ, διαβάζοντας τη σχετική διάταξη κατέληξα ακριβώς στο ίδιο συμπέρασμα, πώς θα εφαρμοστεί. Το πρόβλημα το μεγάλο, θα έλεγε κανείς εμπόδιο, είναι αυτή η εν γνώσει, αυτό το στοιχείο δεν θα μπορέσει κανείς να το ξεπεράσει. Ενόψει του γεγονότος ότι πρόκειται περί στοιχείου της αντικειμενικής υπόστασης του εγκλήματος.

Εάν και εφόσον το στοιχείο αυτό δεν υφίσταται, δεν θα υφίσταται και η αντίστοιχη παράβαση. Εάν είχα το χρόνο να διαβάσω και το υπόλοιπο κομμάτι της εισήγησής μου, αφενός θα ήταν πιο ολοκληρωμένη και θα σας έδινε την εξής απάντηση στο ερώτημά σας.

Τα αδικήματα αυτά είναι γεμάτα αποδεικτικές δυσχέρειες και για μας, για τον εισαγγελέα ή τον προανακριτικό ή τον υπάλληλο, το ζήτημα της συλλογής του αποδεικτικού υλικού και της απόδειξης κυρίως, μιας απόδειξης που στη συγκεκριμένη περίπτωση ποτέ δεν θα υπάρξει, οδηγεί ακριβώς και τη δική μου σκέψη να συστοιχείται με τη δική σας και να αναμένει την περίπτωση όπου θα δούμε πλέον εφαρμοσμένο το άρθρο 29 ή το άρθρο 30. Το 30 είναι χειρότερο από το 29.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Κύριε εισαγγελέα, αυτήν τη συμπλήρωση την περιμένουμε στα πρακτικά, τα οποία θα μας δοθούν και θα έχουμε μια εικόνα πραγματικά πλήρους αιτιολογίας της σκέψεως, την οποία διατυπώσατε. Ορίστε, παρακαλώ, ο κύριος.

Κος ΤΣΟΥΤΣΑΝΗΣ: Τσουτσάνης λέγομαι. Θα ήθελα να ρωτήσω τον κ. Λακαφώση σχετικά με τις παραβάσεις των υπαλλήλων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Είπατε ότι εφόσον είναι δημόσιοι υπάλληλοι, υπόκεινται στις παραβάσεις, θεωρούνται δημόσιοι υπάλληλοι και υπόκεινται στις παραβάσεις της παράβασης καθήκοντος.

Η άποψή σας είναι ότι οι παραβάσεις βρίσκονται και στην αμέλεια και στο δόλο; Πού βρίσκονται; Και το λέω αυτό, διότι σε άλλες χώρες, κάνω μια αντιδιαστολή, σε άλλες χώρες είναι σε ειδικές και εξαιρετικές περιπτώσεις μόνο.

Κος ΛΑΚΑΦΩΣΗΣ: Με πολύ σύντομο τρόπο θα σας απαντήσω. Κατ' αρχάς στο ελληνικό Ποινικό Ουσιαστικό Δίκαιο η παράβαση καθήκοντος διώκεται μόνο εκ δόλου τελεσθείσα, δεν έχουμε, δηλαδή, αναζήτηση αμέλειας, προβλεπόμενη ποινική κύρωση σε τέτοιες περιπτώσεις.

Αφορμή για τα όσα εξέθεσα για την υπηρεσιακή ευθύνη, στην πραγματικότητα η υπηρεσιακή ευθύνη είναι η άσκηση των αρμοδιοτήτων της, ήταν ποινικές δικογραφίες, οι οποίες στο παρελθόν έχουν σχηματιστεί και έχουν ταλαιπωρήσει την Ελληνική Δικαιοσύνη, στις οποίες έχει κυρίως αποδοθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η μη εφαρμογή των κανόνων της νομοθεσίας, αλλά στα πλαίσια μη άσκησης της διακριτικής της ευχέρειας.

Αυτό αποτέλεσε αφορμή, γιατί στη σκέψη μου για να μιλήσω για τις περιπτώσεις και με την ευκαιρία, κύριε πρόεδρε, μέσα σε δέκα δευτερόλεπτα να επισημάνω, γιατί το είχα πολύ μεγάλο προβληματισμό και από το παρελθόν, ότι στην πραγματικότητα όταν ο Έλληνας δικαστής, ο Έλληνας ποινικός δικαστής αξιολογεί μια περίπτωση ελεγχόμενης παραβίασης, ενδεχομένως, καθήκοντος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στην πραγματικότητα πρέπει να κάνει το ρόλο της, να μπει στο ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για να ελέγξει την υπέρβαση των ακραίων ορίων της διακριτικής της ευχέρειας και αυτό είναι που δημιουργεί το μεγάλο πρόβλημα κατά την ενασχόληση με αυτές τις δικογραφίες.

Να αξιολογήσει αυτό που θα αξιολογούσε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να το ενσωματώσει. Και εδώ πρέπει να ομολογήσω και εγώ ως Έλληνας εισαγγελέας, την πενιχρή γνώση που υπάρχει σχετικά με τα ζητήματα του χρηματιστηριακού εγκλήματος και γενικότερα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αλλά και την αναγκαιότητα επιτέλους η πολιτεία να αντιληφθεί ότι για να είναι αλληλέγγυα η Δικαιοσύνη με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στα ζητήματα αξιολόγησης αυτών των περιπτώσεων ή και αντίθετα, απέναντι στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, όταν πιστεύει ότι δεν ασκεί σωστά τα καθήκοντά της, είναι να ενισχύσει με εξειδικευμένους δικαστές και εισαγγελείς την Ελληνική Δικαιοσύνη, ούτως ώστε να μπορούμε με νηφαλιότητα και με περισσότερη προσοχή και αξιοπιστία να ασκούμε τα καθήκοντά μας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστώ, κύριε Λακαφώση.

Κος ΤΣΟΥΤΣΑΝΗΣ: Ευχαριστώ πάρα πολύ τον κ. εισαγγελέα γι' αυτά που είπε, διότι προέτρεξε σε αυτά που θα κάνω εισήγηση στο επόμενο πάνελ, στο θέμα αυτό των εξειδικευμένων δικαστών.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Λέω ότι θα μπορέσει να αποτελέσει μια αφετηρία του προβληματισμού γενικότερα το παρόν συνέδριο και τα υπόλοιπα που θα ακολουθήσουν, για να μπει το πράγμα στο σωστό δρόμο. Ο κ. Δράκος, παρακαλώ, μια ερώτηση.

Κος ΔΡΑΚΟΣ: Η ερώτησή μου απευθύνεται στην κυρία Φιλίππου. Είχατε εννέα ρυθμιστικές αρχές που συγχωνεύτηκαν σε μία. Εμείς έχουμε τρεις, να τις συγχωνεύσουμε σε μία; Και ποια είναι τα ισχυρά σημεία αυτής της συγχώνευσης 9 σε 1 και ποιες είναι οι αδυναμίες;

Κα ΦΙΛΙΠΠΟΥ: Ξέρετε, υπολόγιζα ότι θα μου κάνατε αυτή την ερώτηση. Στο Ηνωμένο Βασίλειο δοκιμάσαμε και τα δύο μοντέλα και το μοντέλο με πολλές ρυθμιστικές αρχές, που ρυθμίζουν διαφορετικά κομμάτια της αγοράς και τώρα έχουμε το μοντέλο του ενιαίου ρυθμιστή. Δεν ξέρω ποιο είναι καλύτερο, δεν έχουν γίνει κάποιες έρευνες για να δούμε ποιο είναι το αποτέλεσμα στην αγορά, όταν έχεις πολλές ρυθμιστικές αρχές ή μόνο μία. Θα ήθελα απλώς να πω ότι νομίζω ότι και τα δύο μοντέλα μπορούν να λειτουργήσουν, εάν υπάρχει καλή συνεργασία και καλή επικοινωνία. Εάν αυτή η συνεργασία και η επικοινωνία είναι σε διεθνές επίπεδο ή και σε εθνικό. Εάν δούμε με την κρίση που έγινε στα στεγαστικά δάνεια υψηλού ρίσκου, η κρίση δεν αφορούσε το μοντέλο, αφορούσε την επικοινωνία και αυτό που έγινε και το ποιος έκανε τι.

Εάν τα καταφέρουμε καλά σε αυτό το κομμάτι, και τα δύο μοντέλα μπορούν να τα καταφέρουν.

Παρουσίαση Χρηματιστηριακής Μηχανογραφικής Εφαρμογής



ΚΥΡΙΑΚΟΣ ΚΥΡΙΑΚΟΥ

Καλησπέρα σας. Θα σας κάνουμε ένα παράδειγμα αγοράς μετοχών και γενικότερα πώς γίνεται η αναγνώριση του πελάτη, όταν πάρει τηλέφωνο σε μια χρηματιστηριακή εταιρεία.

Εδώ έχουμε επιλέξει έναν πελάτη οποίος έχει διάφορους υπολογαριασμούς. Στην πρώτη οθόνη μπορούμε να δούμε το χρηματικό υπόλοιπο του πελάτη, το όνομά του, την ταυτότητά του και κάποια βασικά στοιχεία που είναι η μερίδα ΣΑΤ και ο λογαριασμός ΣΑΤ και, πατώντας το κουμπί χαρτοφυλάκιο, μπορούμε να δούμε τη θέση που έχει ο πελάτης αναλυτικά σε κάθε τίτλο, δηλαδή σε κάθε μετοχή.

Η δεσμευμένη ποσότητα είναι εάν έχουν δοθεί σήμερα εντολές στο χρηματιστήριο, έτσι ώστε να μην μπορούν να δοθούν ξανά οι ίδιες εντολές και να υπερβούν την ποσότητα αυτή, η μέση τιμή κτήσης, το κόστος που έχει και η αποτίμησή του.

Εάν το σύστημα είναι συνδεδεμένο με κάποιο feed provider που μπορεί να παίρνει real time τιμές, στο real time χαρτοφυλάκιο μπορούμε να δούμε την τωρινή αποτίμηση που έχει ο πελάτης, δηλαδή με real time τιμές αυτήν τη στιγμή που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και όχι τη χθεσινή που μας προτείνει το πρόγραμμα που είναι από το προηγούμενο κλείσιμο.

Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Με λίγα λόγια, θα παρατηρήσετε ότι δίνει το υπόλοιπο του πελάτη, πόσο έχει υπόλοιπο και μπορεί κάθε μέρα να του αποτιμήσει τις μετοχές του, το portfolio του, με τις τρέχουσες τιμές. Προχωρήστε.

Κ. ΚΥΡΙΑΚΟΥ

Ο πελάτης, όταν θέλει να δώσει μια εντολή αγοράς, ο αντικριστής βλέπει στο αυτόματο σύστημα συναλλαγών που υπάρχει στο χρηματιστήριο μια παρόμοια

με αυτήν οθόνη, δεν είναι ακριβώς ίδια, να βάλουμε ενδεικτικά έναν τίτλο, την Εθνική, στη θέση αγοραστές και πωλητές βλέπετε τις πέντε καλύτερες τιμές της αγοράς και τις πέντε καλύτερες τιμές πώλησης, αναλυτικά πόσα κομμάτια αγοράζουν σε ποια τιμή και το σύστημά του δείχνει το limit up και το limit down που έχει η μετοχή, που βασίζεται στο προηγούμενο κλείσιμο.

Βάζοντας την ποσότητα, εάν θέλουμε να αγοράσουμε 100 μετοχές, βάζουμε ένα όριο ενδεικτικά €90, η εντολή μας είναι ημερήσια, δηλαδή δεν θέλουμε να έχει διάρκεια παραπάνω από μία ημέρα, συνήθως η πρακτική είναι να βάζουμε ημερήσιες εντολές μέσα στο σύστημα, υπάρχουν και εντολές με όριο και εντολές σε κάποια διάρκεια, αλλά δεν συνηθίζεται και όταν πατήσουμε «καταχώριση», μας ειδοποιεί το σύστημα ότι θα πραγματοποιήσουμε την αγορά.

Αυτομάτως δεσμεύεται και το χρηματικό υπόλοιπο της εντολής από τα διαθέσιμα χρήματα που έχει ο πελάτης στην εταιρεία, δηλαδή οι χρηματιστηριακές εταιρείες, επειδή δεν γνωρίζουν εάν θα γίνει εντολή τώρα ή εάν θα γίνει σε λίγο, για να είναι εξασφαλισμένες δεσμεύουν τα χρήματα του πελάτη, όχι όλα, μόνο το ποσό που αφορά την πράξη αυτή από το υπόλοιπό του.

Πίσω από αυτό το πρόγραμμα υπάρχουν διάφοροι μηχανισμοί security, που έχουν οι χρηματιστηριακές εταιρείες, που βάζουν αντίστοιχα φίλτρα στους πελάτες τους και συνήθως της ΑΕΕΔ που το χρησιμοποιούν το πρόγραμμα αυτό, έτσι ώστε να μην μπορούν να αγοράσουν μετοχές παραπάνω από το χρηματικό υπόλοιπο ή να μην μπορούν να πουλήσουν μετοχές που δεν έχουν ή δεν έχουν τη θέση που θέλουν. Δηλαδή, εάν θέλουν να πουλήσουν μετοχές της ALPHA που έχουν μόνο 200, δεν μπορούν να εισαγάγουν εντολή για 300.

Όταν γίνει η εντολή, όταν πραγματοποιηθεί ολόκληρη η συναλλαγή στο χρηματιστήριο, δηλαδή αν κάποιος θέλει να αγοράσει 100 μετοχές της Εθνικής και ολοκληρωθεί η εντολή, με βάση την καινούργια νομοθεσία είναι υποχρεωμένοι να στέλνουν ενημέρωση στον πελάτη, μέσω σταθερού μέσου, που ορίζεται ότι αυτό είναι ή το e-mail ή το φαξ.

Πρόσφατα με μια εγκύκλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μπορούν να στέλνουν και sms οι χρηματιστηριακές εταιρείες.

Αυτό προβλέπει την εξασφάλιση του επενδυτή ότι θα μπορεί να αποθηκεύσει τα στοιχεία αυτά που του παρέχει η χρηματιστηριακή εταιρεία και να τα αναπαραγάγει σε κάποια στιγμή στο μέλλον.

Το προπινακίδιο που στέλνουν έχει περίπου αυτήν τη μορφή και έτσι μπορεί να ενημερωθεί ο πελάτης ανά πάσα στιγμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης τι συναλλαγές έχει πραγματοποιήσει.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Στο τέλος της ημέρας θα του σταλεί μια αναλυτική κατάσταση των συναλλαγών που έχει πραγματοποιήσει, με το υπόλοιπό του, τα χρήματά του, τι διαθέσιμα έχει στην εταιρεία, τι ενδεχόμενα έχει σε γeros διαθέσιμα και το χαρτοφυλάκιό του.

Κος...

(ομιλία μακριά από το μικρόφωνο)

Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Το ερώτημα αυτό ισχύει και για το margin account;

Κ. ΚΥΡΙΑΚΟΥ

Δεν άκουσα το ερώτημα.

Κος...

(ομιλία μακριά από το μικρόφωνο)

Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Πρέπει να σας πω, το margin account, για να καταλάβετε, είναι ουσιαστικά, εάν δεν έχεις χρήματα μπορείς να πας να δανειστείς.

Κος...

Το υπόλοιπο που κοιτάει η χρηματιστηριακή για τον πελάτη της ή και όταν ο πελάτης έχει σύμβαση margin account με τη χρηματιστηριακή...

Κ. ΚΥΡΙΑΚΟΥ

Είναι διαφορετικός λογαριασμός ο margin account από αυτό που σας έδειξα πριν. Το χαρτοφυλάκιο που μπορείτε να δείτε στην οθόνη είναι το χαρτοφυλάκιο του margin που έχει μια αποτίμηση, μια σταθμισμένη αποτίμηση, μπορούμε

να βάλουμε ειδικά βάρη ανά μετοχή, που μπορεί να έχει ένα ποσοστό στη διασπορά και μια βαρύτητα, ανάλογα πόσο μεγάλη διασπορά έχει το χαρτοφυλάκιο του πελάτη σε μετοχές, μπορούμε να βάλουμε την αντίστοιχη βαρύτητα. Είναι διαφορετικοί οι κανονισμοί που ισχύουν στην περίπτωση του margin ή της λεγόμενης βραχυπρόθεσμης πίστωσης.

5. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 5

Εποπτεία Εταιρειών Χρηματιστηριακής Διαμεσολάβησης



5.1 Α. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ (Συντονιστής)

Εισαγωγή

Στην 3η συνεδρίαση σήμερα που έχει ως αντικείμενο «Την εποπτεία εταιρειών χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης», είναι κοντά μας η κυρία Ηλιάνα Λάνη, ο κύριος Νικόλαος Τσουτσάνης, ο κύριος Ιωάννης Τέντες και ο κύριος Rory Conway. Αρχίζουμε με την κυρία Ηλιάνα Λάνη, νομικό, που είναι στο Τμήμα Χορήγησης Αδειών και Εποπτείας ΑΧΕ, ΕΠΕΥ και ΑΕΛΔΕ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

5.2 Η. ΛΑΝΗ

Διαδικασία χορήγησης και ανάκλησης άδειας εταιρειών επενδυτικών υπηρεσιών

Καλησπέρα σας. Κατανοώ το δύσκολο της ώρας. Στα επόμενα δέκα λεπτά θα σας μιλήσω για τη διαδικασία χορήγησης και ανάκλησης άδειας λειτουργίας των ανώνυμων εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή αλλιώς ΑΕΠΕΥ.

Το θέμα σας παρουσιάζεται γιατί οι ΑΕΠΕΥ αποτελούν σημαντικό παράγοντα της κεφαλαιαγοράς. Μιλώντας με αριθμούς, σήμερα δραστηριοποιούνται πάνω από 70 ΑΕΠΕΥ, εξυπηρετώντας χιλιάδες επενδυτές.

Με την εφαρμογή του Ν3606/2007, ο οποίος ενσωμάτωσε την εξαιρετικά σημαντική για μας Οδηγία της MiFID, επήλθαν σημαντικές αλλαγές στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Ως προς τη χορήγηση και ανάκληση της άδειας λειτουργίας ΑΕΠΕΥ το σημερινό θεσμικό πλαίσιο δεν διαφοροποιείται σημαντικά από το προϊσχύον. Εφεξής όλες οι εταιρείες φέρουν στην επωνυμία τους τον όρο ΑΕΠΕΥ, καταργώντας τους όρους ΑΧΕ και ΑΧΕΠΕΥ.

Προκειμένου να αδειοδοτηθεί μια ΑΕΠΕΥ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, οφείλει να διαθέτει την καταστατική της έδρα και την κεντρική της διοίκηση στην Ελλάδα. Το μετοχικό κεφάλαιο ορίζεται σε ενάμισι εκατομμύριο ευρώ,

αλλά μπορεί να κυμανθεί ανάλογα με τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχει η ΑΕΠΕΥ. Ενώ απαραίτητη προϋπόθεση είναι η συμμετοχή της σε σύστημα αποζημίωσης επενδυτών.

Κατά την αδειοδότηση τώρα αξιολογείται η οργανωτική της επάρκεια, δηλαδή το κατά πόσο διαθέτει ορθολογική, διοικητική οργάνωση, μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου των πράξεων των οργάνων της, καθώς και τις κατάλληλες διαδικασίες, ώστε να είναι σε θέση να παρέχει τις επενδυτικές υπηρεσίες για τις οποίες αιτείται την αδειοδότηση.

Το νέο νομοθετικό πλαίσιο προβλέπει για την προστασία των επενδυτών, αυξημένες οργανωτικές απαιτήσεις με υποχρέωση τακτικής αξιολόγησης των συστημάτων και διαδικασιών και σαφή διαχωρισμό των αρμοδιοτήτων.

Κατ' εξουσιοδότηση του νόμου έχουν εκδοθεί κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που ρυθμίζουν τις οργανωτικές υποχρεώσεις και την αξιολόγηση της καταλληλότητας των προσώπων που διευθύνουν τις δραστηριότητες στις ΑΕΠΕΥ, καθώς και των μετόχων της.

Τα τελευταία δέκα χρόνια έχει ανακληθεί η άδεια λειτουργίας σε 25 ΑΕΠΕΥ. Οι λόγοι για τους οποίους ανακαλείται είναι ορισμένοι και αυτοτελείς. Έτσι ο πρώτος λόγος ανάκλησης είναι όταν η ΑΕΠΕΥ δεν κάνει χρήση της άδειας εντός δώδεκα μηνών από την ημερομηνία χορήγησης ή δεν παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες για συνεχόμενο διάστημα έξι μηνών.

Ο επόμενος λόγος εισήχθη με το νέο νομοθετικό πλαίσιο και αφορά την απόκτηση άδειας με αθέμιτα μέσα. Λόγω της πρόσφατης εφαρμογής του δεν υπάρχουν σχετικές περιπτώσεις ανάκλησης.

Ο επόμενος λόγος είναι από τους πλέον συχνούς και αφορά την περίπτωση κατά την οποία η εταιρεία δεν πληροί τις προϋποθέσεις με βάση τις οποίες έλαβε την άδεια λειτουργίας της. Δηλαδή, εδώ εξετάζεται πρωτίστως η οργανωτική της επάρκεια.

Άλλη περίπτωση είναι όταν η εταιρεία δεν πληροί τις προϋποθέσεις για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων της.

Για να μη σας κουράσω με οικονομικά στοιχεία, απλά σας αναφέρω ότι για κάθε εταιρεία εξαγάγεται ένας συνολικός συντελεστής κεφαλαιακής επάρκειας, ο οποίος δεν μπορεί να κατέλθει του 8%.

Τέλος, η άδεια ανακαλείται, όταν διαπιστωθεί ότι η εταιρεία έχει υποπέσει σε σοβαρές και επανειλημμένες παραβάσεις της νομοθεσίας της Κεφαλαιαγοράς.

Στην πλειονότητα των περιπτώσεων που έχει ανακληθεί η άδεια λειτουργίας της εταιρείας, ήταν γιατί είχαν διαπιστωθεί είτε ελλείψεις ως προς την οργανω-

τική της επάρκεια, είτε είχαν διαπιστωθεί παραβάσεις σοβαρές και επανειλημμένες.

Ποια διαδικασία, τώρα, ακολουθείται; Θα σας αναφέρω συνοπτικά τα βασικά στάδια.

Κατόπιν ελέγχου που διενεργείται συντάσσεται από την αρμόδια διεύθυνση εισήγηση στην οποία περιλαμβάνονται τα ευρήματα του ελέγχου που στοιχειοθετούν τους λόγους ανάκλησης.

Δεδομένης της αυτοτέλειας των λόγων, αρκεί η στοιχειοθέτηση της συνδρομής ενός μόνο λόγου, από αυτούς που αναφέρθηκαν προηγουμένως, προκειμένου η διεύθυνση να εισηγηθεί τη θέση της εταιρείας σε διαδικασία ανάκλησης.

Η σχετική εισήγηση υποβάλλεται στο Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, το οποίο και αποφασίζει. Η απόφαση αυτή περιβάλλεται από το απόρρητο που υποχρεούται να τηρεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δεν δημοσιοποιείται παρά κοινοποιείται μόνο στην ενδιαφερόμενη ΑΕΠΕΥ.

Ουσιαστικά, δηλαδή, επέχει τη θέση χορήγησης δικαιώματος προηγούμενης ακρόασης, καθώς με την κοινοποίησή της γνωστοποιούνται στην εταιρεία οι τυχόν ελλείψεις και παραβάσεις που διαπιστώθηκαν και καλείται η εταιρεία εντός, τουλάχιστον, δέκα ημερών να λάβει τα κατάλληλα μέτρα για την άρση των διαπιστώσεων.

Για τους λόγους αυτούς θέλω να επισημάνω ότι η απόφαση αυτή αποτελεί προπαρασκευαστική πράξη και ως εκ τούτου στερείται εκτελεστότητας.

Πώς ανακαλείται, τώρα, η άδεια λειτουργίας; Η ΑΕΠΕΥ γνωστοποιεί τις απόψεις της και τα μέτρα που έχει λάβει, τα οποία και αξιολογούνται από την αρμόδια διεύθυνση και συντάσσεται νέα εισήγηση προς το Διοικητικό Συμβούλιο.

Κατά τη λήψη της απόφασης περί ανάκλησης ή μη, εξετάζεται επιπρόσθετα κατά πόσο η συνέχιση της λειτουργίας της εταιρείας είναι επικίνδυνη για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και τα συμφέροντα των επενδυτών.

Σε περίπτωση που κριθούν επαρκή τα μέτρα που έλαβε η εταιρεία και η συνέχιση της λειτουργίας της δεν αξιολογηθεί επικίνδυνη, τότε αίρεται η διαδικασία ανάκλησης και επιβάλλονται κυρώσεις, ουσιαστικά, δηλαδή, χρηματικά πρόστιμα για τις επιμέρους διαπιστωθείσες παραβάσεις.

Άλλως ανακαλείται η άδεια λειτουργίας, η εταιρεία τίθεται σε εκκαθάριση, όχι όμως σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν2190/1920, αλλά σύμφωνα με το άρθρο 22 του Ν3606 και ορίζεται επόπτης εκκαθάρισης.

Η απόφαση αυτή είναι οριστική, είναι εκτελεστή ατομική διοικητική πράξη και μπορεί να προσβληθεί με αίτηση ακύρωσης ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών εντός 60 ημερών από την κοινοποίησή της. Ενώ μπορεί να ζητηθεί και η αναστολή της εκτέλεσής της.

Μάλιστα, πρόσφατα, και για πρώτη φορά ίσως, εκδόθηκε απόφαση, η οποία έκανε και δεκτή αίτηση αναστολής εταιρείας για την οποία είχε ανακληθεί η άδεια λειτουργίας της.

Συνοψίζοντας θα ήθελα να επισημάνω ότι η διαδικασία χορήγησης και ανάκλησης άδειας λειτουργίας ΑΕΠΕΥ, ρυθμίζεται από ένα σαφές νομοθετικό πλαίσιο που αποβλέπει στην προστασία του δημόσιου συμφέροντος και ειδικότερα στην προστασία του επενδυτικού κοινού και στην εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Ελπίζω να σας φάνηκαν χρήσιμα τα όσα αναφέρθηκαν. Σας ευχαριστώ πολύ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ την κυρία Ηλιάνα Λάνη για την περιεκτική εισήγησή της σχετικά με τις προϋποθέσεις χορήγησης και ανάκλησης αδειών και εποπτείας. Μας περιέγραψε το νομικό πλαίσιο που προβλέπεται από το Ν3606/2007 και προχωράμε αμέσως στη συνέχεια, στον συνάδελφο κ. Νικόλαο Τσουτσάνη.

5.3 Ν. ΤΣΟΥΤΣΑΝΗΣ

Συνεχείς υποχρεώσεις εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών

Εγώ να μην πω καλησπέρα σας, να πω καλημέρα σας, όπως λένε και οι Γάλλοι που συνεχίζουν το καλημέρα μέχρι το βράδυ, για να συνεχίσουμε. Κατ' αρχάς ήθελα να ευχαριστήσω την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που μου έκανε την τιμή να μου ζητήσει να είμαι ομιλητής σε αυτό το συνέδριο και να προσπαθήσω και εγώ να βάλω ένα λιθαράκι σε αυτό το συνέδριο και στους προβληματισμούς, οι οποίοι θα πρέπει να βγουν από αυτό, για την περαιτέρω πορεία.

Όταν με πήρε στο τηλέφωνο ο κ. Χαραλάμπους, ο αντιπρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και έχων το γενικό πρόσταγμα, για να μου πει το θέμα το οποίο μου ανέθεσε να αναπτύξω, σκέφτηκα μήπως το θέμα αυτό τελικά είναι λίγο ξερό: «Διαρκείς ενημερώσεις των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών».

Μελετώντας όμως το θέμα, είδα ότι μέσα από εκεί δημιουργήθηκαν πάρα πολλά θέματα, ώστε να μου δοθεί η ευκαιρία να αναπτύξω σε δικαστές διάφορα θέματα που προέκυψαν από το θέμα της ενημέρωσης και να φτάσω και σε κάποια πρόταση σχετικά με το τι θα πρέπει να γίνει στο μέλλον σε σχέση με τους δικαστές, οι οποίοι θα ασχολούνται με τέτοια θέματα.

Με τον πρόσφατο νόμο, τον 3606/2007, και τις εκτελεστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1 έως 7, της 1ης Νοεμβρίου του 2007, με τις οποίες μεταφέρθηκαν στο Ελληνικό Δίκαιο με το νόμο και τις αποφάσεις η Οδηγία και η εκτελεστική Οδηγία της Commission, σχετικά με τη MiFID, ολοκληρώθηκε το πενταετές action plan που είχε εκπονήσει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Commission, από το 2000-2005, σχετικά με το ενιαίο χρηματιστήριο και την ενιαία νομοθεσία στο χώρο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Οι οποίες μεταφέρθηκαν στο Ελληνικό Δίκαιο, όπως σας ανέφερε ο κ. Νισυραίος το πρώι, με τους νόμους που είπε και ο κ. Γκόρτσος με τις αντιστοιχίες των Οδηγιών και των νόμων στα πλαίσια αυτών των Οδηγιών.

Με αυτό λοιπόν, όμως, με αυτήν τη μεταφορά και την ολοκλήρωση, δημιουργήθηκε ένα καινούργιο Δίκαιο, το οποίο είναι καθαρά κοινοτικό και το οποίο έχει και πολλούς όρους καινούργιους, όρους που προέρχονται από την αγορά, όρους τους οποίους δεν μπορεί να βρεις στο Ελληνικό Δίκαιο.

Άρα, δηλαδή, αυτό μόνο του δείχνει ότι θα δημιουργείται μια νέα κατάσταση στο θέμα του χώρου της κεφαλαιαγοράς, του χώρου των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, η οποία αυτή νέα κατάσταση έχει σχέση τόσο με τους επόπτες, οι οποίοι όμως είναι πιο εξειδικευμένοι, αλλά έχει σχέση και με τους δικαστές, οι οποίοι θα κληθούν να εκδικάσουν υποθέσεις που θα προέρχονται από αυτό.

Μία από τις καινοτομίες που επιφέρει η MiFID είναι και οι ενημερώσεις που απαιτεί προς τους επενδυτές. Η MiFID θεσπίστηκε λέγοντας ότι η MiFID θεσπίζει την προστασία, την καλύτερη προστασία του επενδυτή. Αυτός είναι και ο σκοπός της δημιουργίας της και της ψήφισής της.

Μεταξύ αυτών, λοιπόν, επιβάλλει συνεχείς υποχρεώσεις από τις ΕΠΕΥ προς τους επενδυτές. Μεταξύ των άλλων πολλών υποχρεώσεων, επιβάλλει ότι μετά την εκτέλεση της εντολής, αμέσως μάλιστα λέει, οφείλει η ΕΠΕΥ με σταθερό μέσο να ενημερώσει τον επενδυτή για τα ουσιώδη στοιχεία της εντολής του που εκτελέστηκε. Χωρίς καμία βραδύτητα, χωρίς υπαίτια βραδύτητα, το συντομότερο δυνατόν χρόνο και όχι αργότερα από την επόμενη εργάσιμη ημέρα να του στείλει το πινακίδιο.

Αντιλαμβάνεστε, λοιπόν, ότι το πρόβλημα το οποίο δημιουργείται από αυτήν

την υποχρέωση, πέραν των άλλων υποχρεώσεων, οι οποίες είναι ένας κατάλογος αρκετά μεγάλος, που έχει σχέση με τις χρεώσεις, πληροφορίες για τις χρεώσεις, πληροφόρηση για τα χρηματοοικονομικά μέσα, την περιγραφή και τη φύση των κινδύνων, πληροφόρηση για τις παροχές που παρέχει η ΕΠΕΥ, ενημέρωση για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου, ενημέρωση της ζημιάς που υπερβαίνει το προκαθορισμένο όριο εφόσον... υποχρέωση, ενημέρωση για την κατάσταση των περιουσιακών στοιχείων των πελατών, τουλάχιστον, μία φορά το χρόνο, πληροφορία για την πολιτική εκτέλεση εντολών, πληροφόρηση για τυχόν αντιπαροχές, πληροφόρηση για την εξέταση παραπόνων και τα λοιπά και τα λοιπά, όλο πληροφόρηση.

Το ερώτημα το οποίο προκύπτει από όλα αυτά είναι ένα και μόνο. Ωραία η πληροφόρηση, έγινε πληροφόρηση, όταν θα έρθει το θέμα στο δικαστήριο από κάποιον κακόπιστο ή καλόπιστο επενδυτή, εγώ θα δεχτώ και τον καλόπιστο, παρ' όλο που η δικαστηριακή μου, πολύ μεγάλη δικαστηριακή μου εμπειρία δείχνει ότι οι κακόπιστοι επενδυτές είναι αυτοί οι οποίοι τελικά καταφεύγουν στα δικαστήρια και προσπαθούν να επιτύχουν κάτι το οποίο ξέρουν εκ των προτέρων ότι δεν δικαιούνται, διότι μεταθέτουν το βάρος της ζημιάς από την επενδυτική τους απόφαση, τη μεταφέρουν στις εποπτικές αρχές και εν συνεχεία στα δικαστήρια και θα πω, γιατί έχω και αποφάσεις τις οποίες θα διαβάσω πάρα πολύ σύντομα, ένα κομμάτι του σκεπτικού τους, που δείχνει πως ορισμένοι δικαστές σκέφτονται πάρα πολύ σωστά και λογικά και αντιμετωπίζουν τον επενδυτή όχι γενικώς, ότι έχουν ταχθεί να εξυπηρετούν τον κάθε επενδυτή, μάλλον να διασφαλίζουν τον επενδυτή, αλλά να τον αντιμετωπίζουν ad hoc στη συγκεκριμένη περίπτωση και αυτή είναι η σωστή αντιμετώπιση, γιατί υπήρξαν και αποφάσεις που έχουν κάνει λάθη.

Αυτός, λοιπόν, ο επενδυτής πήρε την ενημέρωση, το ερώτημα είναι, αυτή την ενημέρωση πώς αποδεικνύει η χρηματιστηριακή εταιρεία ότι την παρέλαβε ο επενδυτής;

Εδώ, κύριοι σύνεδροι δικαστές, είναι το μεγάλο πρόβλημα. Διότι δεν μπορεί σήμερα με τα σύγχρονα μέσα που υπάρχουν, βεβαίως, εάν έχει e-mail και φαξ που δέχεται ότι είναι σταθερό μέσο, το πρόβλημα είναι απλό και το sms, όταν όμως σταθερό μέσο και κύριο μέσο θεωρεί το ένχαρτο μέσο, η πληροφόρηση που θα του στείλει με το ταχυδρομείο, δεν έχει κανένα στοιχείο στα χέρια της η ΕΠΕΥ ότι ο επενδυτής παρέλαβε αυτό.

Αυτό, λοιπόν, το πράγμα είναι αυτό ακριβώς το σημείο, είναι αυτό που έχει δημιουργήσει πάρα πολλές δικαστικές διενέξεις και πολλά δικαστήρια είπαν

«Απόδειξέ μου, κυρία ΕΠΕΥ, ότι τα έστειλα».

Η απάντηση είναι ότι εγώ, όπως με υποχρέωνε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προηγουμένως, με την προηγούμενη απόφασή της κάθε μήνα να στέλνω την κίνηση του χαρτοφυλακίου, όλες οι χρηματιστηριακές ή οι περισσότερες χρησιμοποιούν εταιρείες ειδικές και μάλιστα την Inform-ΛΥΚΟΣ, η οποία είναι και εισηγμένη στο χρηματιστήριο, η οποία κάνει τη λεγόμενη ομαδική αποστολή.

Υπάρχουν συστήματα από τα λογισμικά προγράμματα των χρηματιστηριακών εταιρειών, αυτομάτως πάνε οι κινήσεις οι μηνιαίες στην εταιρεία ΛΥΚΟΣ με ηλεκτρονικό μέσο, η εταιρεία ΛΥΚΟΣ έχοντας πάρει από τις εταιρείες έντυπα τα εκτυπώνει και τα αποστέλλει με ομαδική αποστολή προς κάθε πόλη όπου είναι η διεύθυνση του επενδυτή.

Υπήρξαν περιπτώσεις, κύριοι δικαστές, που κακόπιστοι επενδυτές, ενώ γνώριζαν όλη την κίνηση του χαρτοφυλακίου και έπαιρναν τις ενημερώσεις και δεν μπορούσε να γίνει διαφορετικά, διότι οι ενημερώσεις αφορούσαν 350 επενδυτές στην ίδια πόλη, όταν όλοι και οι 350 έγιναν με την ίδια διαδικασία, κανείς άλλος δεν διαμαρτυρήθηκε, ο συγκεκριμένος επενδυτής ήρθε να πει στο δικαστήριο ότι εγώ δεν το πήρα, όταν έπεσε η μετοχή και ήθελε να πει ότι εγώ δεν έδωσα ποτέ την εντολή και δεν πήρα την ενημέρωσή.

Υπήρξαν δικαστές που είπαν, δικαστήρια που είπαν ότι όχι κύριε, δεν μπορεί να γνώριζες, να έκανες συναλλαγές και εν συνεχεία να τις αμφισβητείς. Υπήρξαν όμως ατυχώς και δικαστήρια και μάλιστα και ποινικά δικαστήρια και ανακριτές και έβαλαν και επέβαλαν και περιοριστικά μέτρα, λέγοντας ότι δεν αποδεικνύεται ότι παρέλαβε την επιστολή ο επενδυτής.

Καμία απόδειξη δεν μπορεί να υπάρχει, κύριοι σύνεδροι, όταν η επιστολή πηγαίνει με το ταχυδρομείο. Δεν μπορεί η επιστολή να πάει διαφορετικά εκτός από το ταχυδρομείο, διότι εάν πάει με συστημένη επιστολή το κόστος είναι τεράστιο και, εν πάση περιπτώσει, δεν μπορεί να γίνει.

Θέλω να πω, δηλαδή, ότι το πρόβλημα των ενημερώσεων να μεν το προβλέπει η MiFID, να μεν υπάρχει, έχει όμως ένα πρόβλημα στο πώς θα αποδειχθεί.

Το πώς θα αποδειχθεί εγώ θεωρώ, λοιπόν, ότι είναι θέμα του πώς ένας δικαστής, ένα δικαστήριο αντιλαμβάνεται τη χρηματιστηριακή αγορά και τις συνθήκες με τις οποίες γίνεται.

Θα σας διαβάσω πολύ σύντομα μια απόφαση του Εφετείου, η οποία απέρριψε αγωγή και έκανε δεκτή την έφεση και ανέτρεψε την πρωτόδικη απόφαση που είχε κάνει δεκτή την αγωγή του επενδυτή, λέγοντας πάρα πολύ καλά και δείχνει το πώς οι δικαστές αυτοί αντιμετώπισαν το πρόβλημα, θα σας διαβάσω

ακριβώς για να σας πω πώς με απλές σκέψεις ένας, που βεβαίως θα πρέπει να έχει και μια γνώση της αγοράς, είπε λοιπόν.

Αμφισβήτησε μόνο από την αρχή, η εφεσίβλητη, και εξακολουθεί να αμφισβητεί από το σύνολο των εγγραφών τέσσερις αγοραπωλησίες μετοχών, υποστηρίζοντας ότι αυτές έγιναν χωρίς την εντολή της, ενώ τις υπόλοιπες τις αποδέχεται.

Οι ισχυρισμοί της όμως αυτοί είναι αβάσιμοι. Κατ' αρχάς πρέπει να σημειωθεί ότι οι εντολές αγοραπωλησίας των επενδυτών προς τους χρηματιστές είναι προφορικές, θα είναι πολύ εύκολο ο επενδυτής εκ των υστέρων να αρνηθεί τη συγκεκριμένη εντολή, ιδιαίτερα εάν η σχετική εντολή ήταν ζημιογόνα, όπως συνέβη εδώ με τις πιο πάνω αμφισβητούμενες εντολές, προκειμένου να μετακυλίσει το βάρος της αποτυχημένης επενδυτικής επιλογής του στη χρηματιστηριακή εταιρεία.

Τούτο προκύπτει πέρα από το γεγονός ότι αυτές επιλέχθηκαν με κριτήριο το ζημιογόνο και μη κερδοφόρο αποτέλεσμά της και από την κατάθεση του μάρτυρα που βεβαίωσε ότι η εφεσίβλητη ενημερώθηκε για την κίνηση του λογαριασμού της από το γεγονός ότι η εφεσίβλητη ισχυρίζεται ότι το διάστημα αυτό έγιναν συναλλαγές, ενώ μετά τις συναλλαγές αυτές κατέβαλε 5.000.000 και 1.500.000 αντίστοιχα από πραγματοποιηθείσες άλλες συναλλαγές, πράγμα που αποδεικνύει ότι η ίδια γνώριζε και είχε αποδεχθεί το χρηματικό της υπόλοιπο.

Έσφαλε συνεπώς η εγκαλουμένη και απέρριψε την αγωγή.

Βλέπετε όμως ότι έπρεπε να βρεθεί κάποιος, το Εφετείο να μπορέσει να κρίνει την υπόθεση με την απλή λογική και λέγοντας ότι δεν μπορείς να επιλέγεις μόνο τις ζημιογόνες και όταν η κίνηση του λογαριασμού σου έχει χρεωστικό υπόλοιπο και πας και καταβάλεις τα χρήματα, σημαίνει ότι έχεις αναγνωρίσει τις προηγούμενες κινήσεις και δεν μπορείς εκ των υστέρων να λες, επειδή χάινεις, ότι αυτές δεν προήλθαν από εμένα.

Με όλα αυτά, λοιπόν, που είπα, θέλω να φτάσω στο, για μένα, κρίσιμο θέμα του τι μπορεί να γίνει στο χώρο της Δικαιοσύνης σχετικά με το αντικείμενο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, το οποίο, όπως σας είπα, έχει πλέον εξειδικευτεί πάρα πολύ.

Θα ήθελα λοιπόν, πολύ σύντομα να πω το εξής: από το 1997 που για πρώτη φορά τα δικαστήρια απασχολήθηκαν ουσιαστικά με θέματα χρηματιστηριακά, η εμπειρία μου και η πείρα λέει τα εξής: υπήρξαν δικαστές οι οποίοι ενετρώφισαν στο θέμα που δεν το γνώριζαν, το έμαθαν πάρα πολύ γρήγορα και ενετόπισαν και τα χρηματιστηριακά αδικήματα και τις παραβάσεις και τις διαφορές,

δεν θέλω, αλλά αισθάνομαι ότι πρέπει να πω ότι αυτός είναι ο τότε ανακριτής στην υπόθεση Δέλτα, ο κ. Γκανιάτσος, ο οποίος πράγματι έκανε μια καταπληκτική δουλειά, δυστυχώς όμως ο κ. Γκανιάτσος ήταν σχεδόν μόνος του, γιατί υπήρξαν και κάποιοι άλλοι οι οποίοι δεν αντελήφθησαν το πώς λειτουργεί η αγορά, με αποτέλεσμα βουλεύματα, εφέσεις, αναιρέσεις, επιστροφές χαθήκανε και δεν καταδικάστηκε κανείς για τα χρηματιστηριακά αδικήματα που είναι πλημμελήματα και το κακούργημα το οποίο, το μόνο το οποίο παρεπέμφθη τελικώς προέκυψε ότι δεν ήταν κακούργημα και συνεπώς για μία κρίση η οποία απασχόλησε την κυβέρνηση, έγινε πράξη νομοθετικού περιεχομένου και το χρηματιστήριο έκλεισε για τρεις μέρες, δεν καταδικάστηκε κανείς και δεν πλήρωσε κανείς τίποτα.

Δεύτερο θέμα. Ένα θέμα ήταν το θέμα του πινακιδίου. Δεν είχαν αντιληφθεί οι δικαστές τι σημαίνει πινακίδιο. Νόμιζαν ότι με το πινακίδιο που εκδίδουν οι χρηματιστηριακές εταιρείες έχει καταβάλει και ο πελάτης τα χρήματα, αφορούσε, κάνοντας το λάθος ότι η αγορά είναι τοις μετρητοίς. Η αγορά τοις μετρητοίς είναι συναλλαγή και δεν είναι ότι εγώ δίνω τα λεφτά εκ των προτέρων για να κάνω τη συναλλαγή, διότι τέτοιο πράγμα δεν το προέβλεπε ο νόμος. Έπρεπε να βγουν διαταγές πληρωμής, να γίνουν κατασχέσεις και να φτάσει μια υπόθεση με ανακοπή, όπου στο Εφετείο, εγώ με τον παριστάμενο τον κ. Τσιμπανούλη σε μια υπόθεση καταφέραμε να πείσουμε το Εφετείο, για πρώτη φορά, ότι το πινακίδιο δεν αποτελεί απόδειξη πληρωμής. Η εισήγησή μου είναι ότι θεωρώ απαραίτητο να δημιουργηθεί νέο τμήμα στα δικαστήρια, ποινικό και αστικό, από δικαστές εξειδικευμένους. Δικαστές οι οποίοι κατά την άποψή μου θα πρέπει, όπως και όλοι οι δικαστές, να είναι σε συνεχή ενημέρωση και επιμόρφωση.

Εγώ ασχολούμαι με το χρηματιστηριακό χώρο και τη νομοθεσία και μετέχοντας σε πολλές Νομοπαρασκευαστικές Επιτροπές από το 1990 μέχρι σήμερα, 18 χρόνια και παρ' όλα ταύτα αισθάνομαι και πάντα φοβάμαι ότι δεν γνωρίζω το Δίκαιο, παρ' όλο που το γνωρίζω σφαιρικά.

Πόσο μάλλον ένας δικαστής, ο οποίος θα υποχρεωθεί παίρνοντας μία υπόθεση ευσυνειδήτα και γι' αυτό ξεκάθαρα λέω ότι οι περισσότεροι δικαστές το παλεύουν το θέμα, παρ' όλο που δεν το γνωρίζουν και τελικώς οδηγούνται σε ορθές αποφάσεις. Εν τούτοις όμως, αντί να γίνεται αυτό και να γίνονται ήρωες, καλύτερο θα είναι να είναι εξειδικευμένοι δικαστές.

Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κύριο Τσουτσάνη, και περνάμε στον κύριο Τέντε τον αρεοπαγίτη, ο οποίος θα μας μιλήσει για τις έννομες σχέσεις εταιρείας με πελάτες και τις νομολογιακές εξελίξεις. Παρακαλώ, κύριε Τέντε.

5.4 I. TENTES

Έννομες σχέσεις εταιρείας με πελάτες

Ευχαριστώ, κύριε πρόεδρε. Κυρίες και κύριοι, σκοπός της σημερινής εισηγήσεώς μου είναι η παρουσίαση των νομολογιακών εξελίξεων των δύο ή τριών τελευταίων ετών, σε θέματα χρηματιστηριακού Δικαίου, που απασχόλησαν ιδιαίτερα και εν πολλοίς δίχασαν τη νομολογία των πολιτικών δικαστηρίων.

Και καθώς οι περισσότερες διαφορές που φθάνουν ενώπιον των δικαστηρίων αναγάζονται στις σχέσεις μεταξύ των χρηματιστηριακών εταιρειών αφενός και των πελατών τους αφετέρου, θα αναφερθώ ακριβώς στις σχέσεις αυτές.

Το χρηματιστηριακό Δίκαιο ή διορθώτερο είναι να γίνεται λόγος για Δίκαιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και Δίκαιο κεφαλαιαγοράς, μεταβάλλεται με τέτοιους ρυθμούς και, αντιστοίχως, η κίνηση των υποθέσεων στα ελληνικά δικαστήρια είναι τόσο βραδεία, ώστε κατά ανάγκη οι νομολογιακές αυτές εξελίξεις αναφέρονται σε έννοιες ή θέματα που ή ήδη έχουν υποστεί σημαντικές τροποποιήσεις ή βρίσκονται σε τροχιά αλλαγής. Έτσι φαίνονται οι εξελίξεις παρωχημένες, οι παρουσιάσή τους ωστόσο, αν και αφήνει την αίσθηση της προσωρινότητας, δεν είναι μάταιη. Διότι δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι σχετικές υποθέσεις αναγάζονται στη γνωστή περίοδο της χρηματιστηριακής κρίσεως στο 1999-2000, που είχε τραυματικές κοινωνικές και οικονομικές συνέπειες ή στην επακολουθήσασα μεταβατική περίοδο που δημιούργησε διαφορές, με τις οποίες θα απασχολείται για καιρό ακόμα η Ελληνική Δικαιοσύνη.

Θα υπάρξουν επομένως υποθέσεις για την κρίση των οποίων η νομολογία αυτή θα έχει την αξία της. Οι ραγδαίες αλλαγές στον ευρύτερο χώρο του Δικαίου που αναφέρεται στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, κυρίως υπό την επίδραση του Δικαίου της Ευρωπαϊκής Ενώσεως, ανατρέπουν δεδομένα και δείχνουν άλλες κατευθύνσεις στα επιμέρους ζητήματα και τους θεσμούς που είχαν διαμορφωθεί γύρω από τη στενότερη έννοια των χρηματιστηριακών συναλλαγών.

Προβάλλονται αντιστοίχως αιτήματα για αποκλίσεις από το γράμμα του νό-

μου και εγκατάλειψη παγιωμένων αντιλήψεων. Πώς αντιδρά η νομολογία στις προκλήσεις αυτές;

Είναι πολλά και ενδιαφέροντα τα θέματα, στα οποία θα μπορούσα να αναφερθώ, αλλά κατ' ανάγκην, για να είμαι στοιχειωδώς συνεπής στο χρόνο που μου διατίθεται, θα επιλέξω ορισμένα μόνο, αυτά που περισσότερο αμφισβητήθηκαν και έρχομαι πρώτα στο γνωστό ζήτημα της παραγραφής των απαιτήσεων από χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Προσφάτως με το κύρος της ολομέλειας του Αρείου Πάγου, λύθηκε νομολογιακά ένα ζήτημα που είχε διχάσει τόσο τη θεωρία, όσο και τη νομολογία των Ελληνικών Δικαστηρίων. Πρόκειται για το γνωστό ζήτημα του χρόνου παραγραφής των αξιώσεων που απορρέουν από σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας ή εντολής. Ζήτημα που αφορά ίσως συχνότερα την προβολή αξιώσεων εκ μέρους των χρηματιστηριακών εταιρειών, για την απόδοση των δαπανηθέντων, αλλά όχι σπανίως και αξιώσεις επενδυτών, που είχαν προκαταβάλει στις εταιρείες αυτές χρηματικά ποσά για την εκτέλεση μελλοντικών εντολών.

Το γράμμα του νόμου θα μου επιτρέψετε να πω ότι είναι υπέρ της ενιαυσίας παραγραφής, κατ' εφαρμογή του άρθρου 15 παράγραφος 6 του νόμου 3632/1928, που ορίζει ότι πάσα αξίωση πηγάζουσα εκ χρηματιστηριακής συναλλαγής, παραγράφεται μετά πάροδο έτους από της λήξεως του έτους, καθώς συνήφθει η συναλλαγή.

Η σύντομη αυτή ενιαύσια παραγραφή, επομένως, αφορά κατά το γράμμα του νόμου τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, συνεπώς κομβικό είναι το ερώτημα ποιο είναι το εύρος της έννοιας της χρηματιστηριακής συναλλαγής.

Στο άρθρο 15, παράγραφος 1, ορίζεται ότι χρηματιστηριακές συναλλαγές εν τη εννοία του παρόντος νόμου, είναι αι δικαιοπραξίαι χρηματιστηριακώς συναπτόμενες και έχουσα αντικείμενο χρηματιστηριακά πράγματα.

Το άρθρο δε 20, παράγραφος 1 του νόμου 1806/1988, απαριθμεί τις συναλλαγές που ο νόμος θεωρεί χρηματιστηριακές, ορίζοντας ως τέτοιες, 1ον την πώληση τοις μετρητοίς, η οποία καταρτίζεται σύμφωνα με τον οριζόμενο, και λοιπά, 2ον την πώληση με ειδικές συμφωνίες και λοιπά και 3ον κάθε δικαιοπραξία συναφή σχετιζόμενη, έλεγε ο νόμος του 28, με τη διενέργεια και την εκτέλεση των παραπάνω συμβάσεων, πρόκειται για τις παρεπόμενες συμβάσεις.

Και τίθενται τα ερωτήματα: 1ον αν χρηματιστηριακές συμβάσεις κατά το άρθρο 15-1 είναι αυτές που ορίζονται στο άρθρο 20-1 του νόμου του 1988 και 2ον αν η χρηματιστηριακή παραγγελία υπάγεται σε μία από τις παραπάνω περιπτώσεις.

Είναι σαφές ότι η πλησιέστερη προς το γράμμα του νόμου απάντηση είναι η θετική και στα δύο σκέλη του ερωτήματος, διότι αφενός μεν το άρθρο 20 ρητώς και αδιαστίκτως χαρακτηρίζει ως χρηματιστηριακές τις συμβάσεις που είναι συναφείς. Συναφείς με την πώληση των μετοχών, αφετέρου δε είναι προφανές ότι η χρηματιστηριακή παραγγελία ως αμέσως σχετιζόμενη, εν όψει του περιεχομένου της με τη σύμβαση πωλήσεων μετοχών, είναι συναφής. Οι σκέψεις αυτές οδηγούν στην παραδοχή της ενιαίας παραγραφής.

Κατά της ενιαίας παραγραφής προβλήθηκαν τελολογικά επιχειρήματα που επικαλούνται αφενός τη φύση της συμβάσεως χρηματιστηριακής παραγγελίας και αφετέρου τις νομοθετικές εξελίξεις του εσωτερικού Δικαίου, όπως μάλιστα αυτές διαμορφώθηκαν υπό την επίδραση του κοινοτικού Δικαίου.

Και πρώτον τίθεται το ερώτημα, αν μετά την εισαγωγή δικαίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών υπό ευρύτερη έννοια, στις οποίες σύμφωνα με τη φύση της μπορεί να καταταχθεί και η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, είναι σκόπιμο να εξακολουθεί να αντιμετωπίζεται η σύμβαση αυτή ως υποτελής των κύριων χρηματιστηριακών συναλλαγών ή αν θα έπρεπε να απεγκλωβιστεί και να ενταχθεί στη γενικότερη προβληματική της παραγραφής αξιώσεων από σχέσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Επισημαίνεται περαιτέρω ότι η εμμονή στην εφαρμογή στις εν λόγω σχέσεις βραχυχρόνιας παραγραφής, που προβλέπεται από το νόμο του 28 για τις κύριες χρηματιστηριακές συναλλαγές, που παρέχονται αποκλειστικά στο Χρηματιστήριο Αθηνών, θα επέφερε αδικαιολόγητη διαφοροποίηση της αντιμετώπισης εξ απόψεως παραγραφής σχέσεων, που θα δημιουργούνταν υπό όμοιας φύσεως συμβάσεις και ειδικότερα συμβάσεις χρηματιστηριακής παραγγελίας, με αντικείμενο την πώληση ή αγορά μετοχών εισηγμένων σε χρηματιστήρια χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Δεδομένου ότι τη δυνατότητα αυτή την προβλέπει πλέον χωρίς περιορισμούς η Οδηγία 2004/39 της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Παρατηρείται, τέλος, ότι η εξέταση του χρόνου παραγραφής υπό το πρίσμα της ανάγκης ταχύτατης εκκαθάρισεως των συναλλαγών, αποτελεί παρωχημένη αντίληψη, αφού η προστασία της αγοράς επιδιώκεται ήδη με άλλους μηχανισμούς.

Ο Άρειος Πάγος με την 28 του 2007 απόφασης της Ολομέλειάς του μένοντας κοντά στο γράμμα του νόμου, δέχτηκε ότι η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας υπόκειται στην ετήσια παραγραφή. Η πλειοψηφία της αποφάσεως τονίζει την ειδικότητα των διατάξεων που προαναφέρθηκαν σε σχέση με τις διατάξεις περί εντολής και ιδιαίτερος υπογραμμίζει την ειδικότητα της διατάξεως

του άρθρου 16, καθώς και τον παρακολουθηματικό χαρακτήρα της συμβάσεως παραγγελίας σε σχέση με την κύρια χρηματιστηριακή συναλλαγή, λόγω του οποίου θα αποτελούσε ανεπίτρεπτη διάσπαση του χρηματιστηριακού Δικαίου, όπως λέει η απόφαση, η εφαρμογή διαφορετικού χρόνου παραγραφής.

Τέλος η απόφαση αναζητεί έρεισμα για τη θέση της αυτή, στην αιτιολογική έκθεση του νόμου 3632 του 28, κατά την οποία οι δίκες μεταξύ χρηματιστών και πελατών από χρηματιστηριακές συναλλαγές πρέπει, λόγω της φύσεως αυτών, να τερματίζονται το ταχύτερο και λοιπά.

Θα έλεγα ότι η λύση που έδωσε η Ολομέλεια εμφανίζεται ως δογματικά ορθότερη, ενώ τα επιχειρήματα της αντίθετης απόψεως, στο μέτρο που αντλούνται από σκέψεις σχετικές με θεσμικές εξελίξεις που επιβάλλουν τελολογικό αναπροσανατολισμό, έχουν μάλλον δικαιοπολιτική αξία.

Η ανάπτυξη της έννοιας των επενδυτικών υπηρεσιών και η ένταξη στην ευρύτερη αυτή έννοια της συμβάσεως παραγγελίας, δεν είναι ικανή να εξαλείψει τη συνάφειά της με την κύρια χρηματιστηριακή συναλλαγή.

Στην περίπτωση περαιτέρω συμβάσεων χρηματιστηριακής παραγγελίας που αφορούν χρηματιστηριακές συναλλαγές σε χρηματιστήρια χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αν μεν εφαρμοστέο είναι το Ελληνικό Δίκαιο, υπάρχει δυνατότητα ενδεχομένως ανάλογης εφαρμογής των διατάξεων που έχουν θεσπιστεί για τις συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Για την αποφυγή δηλαδή της διαφορετικής αντιμετώπισης.

Αν δε εφαρμοστέο είναι το Αλλοδαπό Δίκαιο, θα πρόκειται για ένα πρόβλημα εγγενές του ιδιωτικού Διεθνούς Δικαίου. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και σε άλλες έννομες σχέσεις που λόγω της εφαρμογής κανόνων ιδιωτικού Διεθνούς Δικαίου ρυθμίζονται διαφορετικά.

Και έρχομαι τώρα σε ένα δεύτερο θέμα, στο θέμα το επίσης γνωστό, της αποδείξεως των συμβάσεων χρηματιστηριακής παραγγελίας. Το ζήτημα της αποδείξεως της εντολής έχει απασχολήσει τα τελευταία έτη ιδιαίτερα και έχει διχάσει τη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων.

Το νομοθετικό πλαίσιο έχει ως ακολούθως: 1ον πρέπει να μνημονευθεί το άρθρο 12, παράγραφος 5 του νόμου του 28, κατά το οποίο η εντολή προς χρηματιστή για να ενεργήσει νόμιμη χρηματιστηριακή συναλλαγή για λογαριασμό του, μπορεί να αποδεικνύεται από έγγραφο σημείωμα που φέρει την υπογραφή του εντολέα.

Από τη διάταξη αυτή η νομολογία συναγάγει ότι η απόδειξη της καταρτίσεως της συμβάσεως παραγγελίας από τον χρηματιστή, με έγγραφη υπογεγραμ-

μένη από τον εντολέα πελάτη, είναι δυνητική και η άποψη αυτή, ανεξάρτητα από την υιοθετούμενη αιτιολογία, φαίνεται να επικρατεί νομολογιακώς.

Παρά το ότι μέχρι τις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, επικρατούσε η γνώμη ότι η σύσταση της χρηματιστηριακής παραγγελίας υπόκειται σε έγγραφο αποδεικτικό τύπου.

Μεγαλύτερο ενδιαφέρον συγκεντρώνει ωστόσο η διάταξη του άρθρου 27/2 του νόμου 1806/1988. Εδώ η αμφισβήτηση για την έννοια και την εμβέλεια της έχει κορυφωθεί και αναμένεται να λυθεί με απόφαση της Ολομέλειας του Αρείου Πάγου, στην οποία έχει παραπεμφθεί το ζήτημα.

Κατά τη διάταξη αυτή, η οποία διατηρήθηκε και μετά την αντικατάσταση του άρθρου 27 του νόμου 1806 του 88, με το άρθρο 59 του νόμου 2533 του 97. Μέλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή άλλης ΕΠΕΥ, που συμμετέχει στο Χρηματιστήριο Αθηνών, δεν δικαιούται να επικαλεστεί χρηματιστηριακή συναλλαγή, η οποία δεν αποδεικνύεται από τα κατά νόμο τηρούμενα βιβλία, στα οποία πρέπει να καταγράφονται και οι εντολές.

Εξάλλου η απόφαση του υπουργείου Εθνικής Οικονομίας 6280 του 89, με την οποία ορίζονται τα βιβλία και τα παραστατικά που πρέπει να τηρούν τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, προέβλεπε ότι τα μέλη του χρηματιστηρίου τηρούν τριπλότυπα βιβλιάρια εντολών, στα οποία καταχωρούν τις εντολές που δέχονται από τους πελάτες τους και ότι το πρώτο απόκομμα του τριπλότυπου το αποδίδουν στον εντολέα και το δεύτερο το ρίπτουν σε ειδικά σφραγισμένες κάλπες του χρηματιστηρίου.

Με την 86 του 96 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ορίστηκε ότι οι ΕΠΕΥ οφείλουν να καταγράφουν με πλήρη στοιχεία τις εντολές που λαμβάνουν, στο πλαίσιο των παρεχομένων επενδυτικών υπηρεσιών με τη χρήση πολύτυπων βιβλιαρίων και λοιπά και ακολουθούν ορισμοί σχετικά με τα βιβλία.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Κύριε Τέντε, τελειώνετε γιατί δεν θα προλάβουμε. Αν είναι εύκολο, συνοψίστε τα κάπως.

Κος Ι. ΤΕΝΤΕΣ

Έχω την εντύπωση ότι η μεταχείριση σε αυτό το πάνελ είναι διαφορετική.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Έτυχε να είμαι εγώ τώρα. Δεν υπάρχει πρόθεση να σας αδικήσω.

Κος Ι. ΤΕΝΤΕΣ

Κάντε μου τη χάρη να εξαντλήσω αυτό το θέμα και μετά. Δεν θα έρθω στο 3ο θέμα, το οποίο έχω προγραμματίσει. Κατά μία άποψη που υποστηρίζεται ισχυρώς, οι διατάξεις που προαναφέρθηκαν δεν κολλούν την απόδειξη της χρηματιστηριακής εντολής εκ μέρους των ΕΠΕΥ. Τα επιχειρήματά της συνοψίζονται στα ακόλουθα. Ο νομοθέτης, λέει, δεν θα προέβλεπε δυνητική έγγραφη απόδειξη κατά τα ανωτέρω, αν είχε σκοπό να καθιερώσει έγγραφο αποδεικτού τύπου αμφιμερώς και γενικώς. 2ον η υπουργική απόφαση η 6280 έχει καταργηθεί εθιμικώς από το '92, όταν εισήχθη το αυτόματο σύστημα ηλεκτρονικών συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οπότε και εξέλειπε η ΙΡΑΤΣΙΟ που είχε οδηγήσει τον νομοθέτη στη θέσπιση τριπλοτύπων βιβλιαρίων.

Επίσης, 3ο η ίδια η υπουργική απόφαση καταργήθηκε έστω και εμμέσως από το άρθρο 8, παράγραφος 2 του νόμου του 96, που εισήγαγε την υποχρέωση τηρήσεως βιβλίων για την οποία αναφερθήκαμε.

4ον, ο νόμος 2396/1996 καθορίζει τη λειτουργία των ΑΕΛΔΕ και τα πλαίσια συνεργασίας τους με τις ΑΧΕ, σε κανένα όμως σημείο δεν ρυθμίζει τη διαδικασία καταγραφής των εντολών ήτοι δεν προβλέπει το γραπτό τύπο για τη χορήγηση των εντολών από τους επενδυτές.

Αυτό επίσης λέγεται ή συνάγεται από την τελολογία των διατάξεων της υπουργικής απόφασης του 6280, αφού η απόφαση αυτή εισήχθη ως κανόνας προληπτικής εποπτείας των μελών του χρηματιστηρίου, ειδικώς προσαρμοσμένος στα κατά την έκδοσή του δεδομένα.

Η αλλαγή όμως αυτών των δεδομένων με την κατάργηση της κάλπης και με την εισαγωγή του αυτόματου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών, στερήσε από τη διάταξη αυτή κάθε λόγο υπάρξεως. Την άποψη αυτή ακολούθησε η απόφαση 1012 του 07 του πρώτου τμήματος του Αρείου Πάγου, καθώς και η πλειοψηφία της αποφάσεως 1858 του 07 του ίδιου τμήματος.

Υποστηρίζεται ωστόσο και διαφορετική γνώμη, η οποία δεν είναι πρόθυμη να απομακρυνθεί από το γράμμα των διατάξεων που προαναφέρθηκαν και ιδίως από το άρθρο 27/2. Ο νόμος ορίζοντας ρητώς ότι οι ΕΠΕΥ δεν δικαιούνται να επικαλεστούν γενικώς, άρα και έναντι των πελατών τους συναλλαγές.

Άρα και χρηματιστηριακές εντολές, αν δεν αποδεικνύονται από τα κατά νόμο τηρούμενα βιβλία, τάση ως προϋπόθεση για την απόδειξή τους, με κάθε αποδεικτικό μέσο και με μάρτυρες, την καταγραφή τους στα κατά νόμο τηρούμενα βιβλία, όποια και να είναι αυτά. Είτε είναι τα τριπλότυπα βιβλία που προβλέπει η υπουργική απόφαση 6280, είτε άλλα.

Η άποψη αυτή που καταγράφεται στη μείζονα σκέψη του Αρείου Πάγου του 10 του 06 και στη μειοψηφία της 1858 του 07, πέραν του γράμματος του νόμου επικαλείται προς ενίσχυσή της τη σκέψη ότι η διάταξη του άρθρου 27/2 θεσπίστηκε όχι μόνο για τη διασφάλιση της διαφάνειας των χρηματιστηριακών συναλλαγών, αλλά και την εμπέδωση της εμπιστοσύνης στο σύστημα εκτελέσεως των χρηματιστηριακών συναλλαγών, καθώς και την κατοχύρωση των συμφερόντων των συμβαλλομένων και ειδικότερα του συμφέροντος του εντολέως, για πιστή εκτέλεση της εντολής του.

Ήδη, όπως είπαμε, το θέμα εκκρεμεί στην Ολομέλεια του Αρείου Πάγου, όπου θα γίνει η στάθμιση των εκατέρωθεν επιχειρημάτων, εν τω μεταξύ όμως είχαμε νομοθετικές εξελίξεις. Ο νεαρός νόμος 3606/2007 έχει καταργήσει το επίμαχο άρθρο 27, δείχνοντας έτσι τις νομοθετικές τάσεις και ίσως εκεί προσφέρει ένα εκ των υστέρων επιχειρήματα στη γνώμη, που τάσσεται υπέρ της απόλυτης και αμφοτέρωθεν διά παντός μέσου αποδείξεως της συμβάσεως χρηματιστηριακής παραγγελίας.

Την ίδια στιγμή όμως διευκολύνει και την αντίθετη υπέρ των αποδεικτικών περιορισμών άποψη, επιβεβαιώνοντας τη βασιμότητα του προαναφερόμενου τελλολογικού επιχειρήματος, αφού εντάσσει τις σχετικές για την τήρηση βιβλίων και στοιχείων προβλέψεις σε άρθρο που έχει ως τίτλο: «Διατάξεις για την προστασία των επενδυτών».

Αφήνω άλλα θέματα, τα οποία είναι εξίσου ενδιαφέροντα, και έρχομαι στα συμπεράσματα, κυρίες και κύριοι, από τις περιπτώσεις στις οποίες αναφερθήκαμε. Διακρίνεται στη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων η προσπάθεια, πρώτον, να κατανοήσει οικονομικούς θεσμούς που μέχρι τώρα δεν την είχαν απασχολήσει, τουλάχιστον με τη σημερινή συχνότητα.

Και, δεύτερον, να βρει τη χρυσή τομή μεταξύ της ανάγκης ασφάλειας του Δικαίου και της ανάγκης να ακολουθήσει δρόμους που ανταποκρίνονται στις ραγδαίες εξελίξεις των χρηματοπιστωτικών θεσμών.

Αυτά θα έλεγα πως είναι τα χαρακτηριστικά μιας μεταβατικής νομολογιακής περιόδου, η οποία όμως πριν ακόμα ωριμάσει και ολοκληρωθεί, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι κλείνει με την έκδοση του νέου νόμου. Του νόμου

3606/2007 που σύντομα τα ελληνικά δικαστήρια θα κληθούν και πάλι να ερμηνεύσουν και να εφαρμόσουν. Στο Οικονομικό Δίκαιο, περισσότερο από κάθε άλλο κλάδο Δικαίου, είναι αναγκαίο να γνωρίζει ο ερμηνευτής το υπόβαθρο των εννόμων σχέσεων, τις οποίες καλείται να κρίνει.

Ειδικότερα στην περίπτωση του Χρηματιστηριακού Δικαίου ή του Δικαίου πλέον της κεφαλαιαγοράς, να γνωρίζει πώς λειτουργεί η αγορά αυτή και πώς διαμορφώνονται τα συμφέροντα που κινούνται μέσα σε αυτή.

Γι' αυτό είναι πραγματικά αξιέπαινη η πρωτοβουλία για την οργάνωση του συνεδρίου αυτού. Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πάρα πολύ τον αρεοπαγίτη κύριο Τέντε για την πολύ ενδιαφέρουσα εισήγησή του και ιδιαίτερα για τις αναφορές του στη νομολογία των δικαστηρίων μας, που ήταν πραγματικά πολύ χρήσιμες για εμάς.

Παρακαλώ τον κύριο Conway, ο οποίος είναι μέλος της Νομοθετικής Επιτροπής για τη χρηματιστηριακή νομοθεσία, να συνεχίσει.

5.5 R. CONWAY

Η κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου και η έλλειψη της ρευστότητας – Νομικές συνέπειες για τις κεντρικές τράπεζες

Ευχαριστώ, κύριε πρόεδρε, καλησπέρα σας κυρίες και κύριοι. Είναι μεγάλη μου χαρά που βρίσκομαι εδώ σήμερα εκ μέρους της Νομοθετικής Επιτροπής των Χρηματοοικονομικών Αγορών της Τράπεζας της Αγγλίας.

Η Επιτροπή αποτελείται από δικηγόρους που επιλέγονται από τα κύρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του CITY του Λονδίνου. Ο ρόλος της είναι να εντοπίσει νομικώς ενδιαφέροντα ζητήματα, από όλα τα ζητήματα της Κεφαλαιαγοράς και να εξετάζει πώς θα πρέπει να επιλύονται τα ζητήματα αυτά.

Η Επιτροπή στεγάζεται και στηρίζεται από την Τράπεζα της Αγγλίας, αλλά είναι απόλυτα ανεξάρτητος φορέας. Στο πλαίσιο της συστημικής σταθερότητας που είναι η μόνη άποψη για την οποία είναι υπεύθυνη η Τράπεζα της Αγγλίας, θα μιλήσω λίγο για την κρίση των sub-primes και την έλλειψη της ρευστότητας.

Η κρίση αυτή ακόμη δεν έχει τελειώσει και μάλιστα οδηγεί, πιστεύω, σε ευρύτερες συνέπειες στο Ηνωμένο Βασίλειο και απειλεί τη βιωσιμότητα μικρών και μεσαίων χρηματοπιστωτικών οργανώσεων.

Διάφορα νομικά ζητήματα προκύπτουν σε σχέση με τους τύπους των αντιδράσεων που μπορούμε να έχουμε και θα σας δώσω κάποιες υποδείξεις προς αυτό.

Η κρίση αφορά πολλές από τις σημαντικές αγορές του κόσμου, προέρχεται δε από τις Ηνωμένες Πολιτείες, από τα στεγαστικά δάνεια. Τα στεγαστικά δάνεια χρησιμοποιήθηκαν ως ασφάλεια για την εύρεση δανείων και πόρων.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο μερικές τράπεζες προτίμησαν και αυτές αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης, μέσω δανείων παρά μέσω καταθέσεων και το έκαναν αυτό για να δώσουν δάνεια στην αγορά των μικροεπενδυτών. Στη συνέχεια αυτό το χρέος άλλαξε πολλές φορές ως πακέτο, καθώς διαπραγματευότανε στις παγκόσμιες αγορές, μέχρι που έφτασε σε ένα σημείο που δεν μπορούν να εντοπιστούν αυτά τα πάγια στοιχεία, τα οποία υποστηρίζουν το δάνειο.

Το γεγονός ότι υπάρχουν πολλές επισφαλείς απαιτήσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες ήταν ιδιαίτερος ζημιόγono, γιατί οι κάτοχοι των αξιογράφων δεν μπορούσαν να είναι βέβαιοι πόσο επισφαλείς ήταν οι απαιτήσεις τους και αυτό φυσικά, όπως ξέρετε, η αβεβαιότητα οδηγεί σε έλλειψη ρευστότητας.

Τα πράγματα περιεπλόκησαν ακόμα περισσότερο, γιατί την εποχή εκείνη οι περίοδοι ισχύος των αξιογράφων ήταν πολύ βραχύτερες από τις περιόδους ισχύος των στεγαστικών δανείων.

Σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει σε άλλες χώρες, η Τράπεζα της Αγγλίας στην αρχή αρνήθηκε να βοηθήσει στη ρευστότητα στις αγορές. Η NORTHERN ROC P.L.C. είναι μία αγγλική τράπεζα που είχε μεγάλη έκθεση στα στεγαστικά δάνεια των Ηνωμένων Πολιτειών, γιατί είχε απομακρυνθεί από τις καταθέσεις και είχε προσανατολιστεί προς την έκδοση εμπορικών χρεογράφων πριν από ένα χρόνο.

Στις αρχές του Σεπτεμβρίου, καθώς έφτανε η λήξη κάποιων εμπορικών αξιογράφων, η NORTHERN ROC χρειαζόταν επειγόντως ρευστότητα. Έτσι όπως είχε η αγορά, όμως, η Τράπεζα δεν κατάφερε να στραφεί σε άλλους συμμετέχοντες στην αγορά για να βρει τα μετρητά που χρειαζόταν.

Εντέλει η Τράπεζα της Αγγλίας μεσολάβησε και δημόσια τη βοήθησε με αρκετά ευμεγέθη δάνεια, τα οποία ξεπερνούν τα 20 δισ. τώρα. Αυτό όμως είχε πολύ κακές επιπτώσεις, γιατί η δημόσια φύση αυτής της παρέμβασης προκάλεσε πανικό στους καταθέτες και άρχισαν να γίνονται ουρές έξω από τα υποκαταστήματα της NORTHERN ROC, γιατί οι άνθρωποι ζητούσαν να πάρουν τις αποταμιεύσεις τους.

Αυτό, φυσικά, περιέπλεξε ακόμη περισσότερο τα προβλήματα ρευστότητας

της NORTHERN ROC και αποφεύχθηκε η καταστροφή μόνο όταν η Κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου ανέλαβε να εγγυηθεί η ίδια τις καταθέσεις, πράγμα που είναι πρωτοφανές, δεν έχει ξαναγίνει ποτέ στο παρελθόν.

Κριτικές διατυπώθηκαν κατά της Τράπεζας της Αγγλίας, επειδή επέλεξε να παρέμβει δημόσια και σίγουρα ένα συγκαλυμμένο δάνειο θα ήταν προτιμητέο, για να μην προκληθεί αυτός ο πανικός στους καταθέτες.

Η Επιτροπή η Νομοθετική των Χρηματοοικονομικών Αγορών γνωρίζει τι νομικές συμβουλές δίνονται στην τράπεζα. Η Οδηγία για την κατάχρηση αγοράς στο άρθρο 6 προβλέπει ότι οι εκδότες χρηματιστηριακών μέσων πρέπει να ενημερώνουν το κοινό μόλις αποκτούν πληροφορίες που τους αφορούν.

Αυτό, όπως υποστηρίζεται, απαγορεύει σε μια κεντρική τράπεζα να αναμειγνύεται, να παίρνει μέρος σε κρυφές συναλλαγές στην αγορά. Η ιδέα είναι ότι οποιοδήποτε δάνειο δίνει μια τέτοια τράπεζα δημιουργεί πρόβλημα ρευστότητας στην αγορά.

Η οδηγία περιέχει δύο διατάξεις, με τις οποίες μπορούν να παρακαμφθούν οι κανόνες για τη γνωστοποίηση. Η πρώτη είναι το άρθρο 6 που λέει ότι ένας εκδότης μπορεί να καθυστερήσει τη γνωστοποίηση στο κοινό, αρκεί ο εκδότης να μπορεί να εξασφαλίσει την εμπιστευτικότητα αυτών των πληροφοριών.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είπε ότι η Τράπεζα της Αγγλίας θα μπορούσε να είχε βασιστεί σε αυτήν τη διάταξη στο σενάριο της NORTHERN ROC, αλλά η Τράπεζα της Αγγλίας επέμενε ότι τη δέσμευε το άρθρο 16 παρά την ύπαρξη αυτού του μικρού παραθύρου.

Θα έλεγε κανείς ότι, αν και η NORTHERN ROC δεν θα μπορούσε να διασφαλίσει την εμπιστευτικότητα των κρυφών της επιχειρήσεων. Για παράδειγμα όταν φάνηκε ότι δεν υπήρχε ρευστότητα στην αγορά, ήρθε μια στιγμή που η Τράπεζα της Αγγλίας αναγκάστηκε να χρησιμοποιήσει το μόνιμο μέσο για άμεσο δανεισμό που έχει.

Ο δανειστής επρόκειτο να μείνει κρυφός για να προστατευτεί η φήμη του και να μην αποθαρρυνθούν άλλοι θεσμοί από το να χρησιμοποιούν το ίδιο μέσο. Ωστόσο μέσα σε λίγες ώρες όλη η αγορά έμαθε ότι ο δανειστής ήταν η Barclay's.

Ο άλλος τρόπος να παρακαμφθεί το άρθρο 6 και η υποχρέωση γνωστοποίησης είναι το άρθρο 7 της Οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς. Εκεί λέγεται ότι η Οδηγία δεν εφαρμόζεται σε συναλλαγές, οι οποίες έχουν ως στόχο την επιδίωξη νομισματικής πολιτικής από μια Εθνική Κεντρική Τράπεζα.

Στην περίπτωση NORTHERN ROC, ωστόσο, αυτό δεν μπορούσε να το επικα-

λεστεί η Τράπεζα της Αγγλίας, γιατί η υλοποίηση αυτής της Οδηγίας στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι τέτοια, που εφαρμόζει το CARVE OUT μόνο στην Κεντρική Τράπεζα και όχι σε κάποιους ιδιωτικούς συναλλασσόμενους μαζί της.

Επομένως η NORTHERN ROC θα εξακολουθούσε να έχει την υποχρέωση να γνωστοποιήσει στο κοινό τις συναλλαγές της. Η δημόσια συζήτηση για την κρίση της NORTHERN ROC εστιάστηκε στην Οδηγία για την κατάχρηση της αγοράς.

Αλλά υπάρχει και ένα άλλο δυνητικό νομικό ζήτημα που διακυβεύεται εδώ και συγκεκριμένα οι κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις κρατικές χορηγήσεις. Το άρθρο 87 της συνθήκης απαγορεύει τις κρατικές ενισχύσεις ή τις δημόσιες ενισχύσεις με όλες τις μορφές τους.

Αυτό δυνητικά τουλάχιστον θα μπορούσε να εφαρμοστεί και σε μια χρηματοοικονομική παρέμβαση, ιδίως αν εφαρμόζεται μόνο σε έναν συναλλασσόμενο, στη NORTHERN ROC, και όχι σε έναν ολόκληρο τομέα.

Υπάρχει ένα επιχείρημα, ότι αυτή η παρέμβαση για τη NORTHERN ROC ήταν ένα μέσο σταθεροποίησης της αγοράς και όχι κρατική ενίσχυση. Θα μπορούσε να σκεφτεί κανείς ότι η παρέμβαση μιας κατά τα άλλα υγιούς εταιρείας, που δεν έχει ρευστότητα, δεν συνιστά κρατική ενίσχυση υπό την έννοια του κοινοτικού Δικαίου, αλλά αυτό δεν ξέρουμε αν μπορεί να εφαρμοστεί ορθά στην περίπτωση της NORTHERN ROC.

Οι ενέσεις ρευστότητας από τις Κεντρικές Τράπεζες δεν είναι ο μόνος τρόπος επίλυσης του προβλήματος της ρευστότητας, ένας άλλος τρόπος εφαρμόστηκε στον Καναδά, όπου υπήρχε μια παρόμοια κρίση με αυτήν του Ηνωμένου Βασιλείου.

Τον Αύγουστο οι μεγαλύτεροι θεσμοί με μια μεγάλη τράπεζα συνεννοήθηκαν να παγώσουν την αγορά για μια περίοδο που εξέπνεε στο τέλος του Οκτωβρίου. Κατά τη διάρκεια αυτής της παγωμένης περιόδου η ιδέα ήταν να βρουν μια συνεννόηση, να στηρίξουν ένα εμπορικό αξιόγραφο, το οποίο να μετατραπεί με μια συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης.

Με άλλα λόγια, οι προθεσμίες λήξης και των χρεογράφων και των υποκείμενων στεγαστικών δανείων θα εναρμονίζονταν. Αυτό γίνεται γνωστό ως συμφωνία του Μόντρεαλ. Δόθηκε και παράταση για άλλους δύο μήνες σε αυτήν την προθεσμία, θα λήξει στο τέλος του Δεκεμβρίου.

Αυτήν τη στιγμή υπάρχει η εντύπωση ότι θα κλειστεί μια συμφωνία πριν εκπνεύσει αυτή η προθεσμία. Στο καναδέζικο παράδειγμα υπήρξε μεγάλη κερδοσκοπία, ότι το μεγαλύτερο ασφαλιστικό ταμείο τα είχε κάνει «πλακάκια»

για να βγάλει αυτήν τη συμφωνία και αυτό μας οδηγεί στην ερώτηση, υπάρχει λόγος γιατί μια Κεντρική Τράπεζα, όπως η Τράπεζα της Αγγλίας, να μην κάνει και αυτή κάτι ανάλογο; Να μην προσπαθήσει να τα βρει με ένα ασφαλιστικό ταμείο;

Πέρα από τα πρακτικά οικονομικά ζητήματα, υπάρχει και ένα άλλο ζήτημα εδώ, γιατί η κάθε συμφωνία στην Ευρώπη θα πρέπει να συμφωνεί και να πληροί τους κανόνες ανταγωνισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Κάθε συμφωνία των θεσμών δεν θα πρέπει να παραβιάζει την απαγόρευση του άρθρου 81, δηλαδή για συμφωνίες που το αντικείμενό τους ή ο στόχος τους είναι ο περιορισμός του ανταγωνισμού στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Κάθε τέτοια συμφωνία, όπως η συμφωνία του Μόντρεαλ, θα πρέπει να ενταχθεί σε αυτήν την απαγόρευση. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το άρθρο 81 και οι συνθήκες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενισχύονται από την Εθνική Νομοθεσία και το άρθρο 2 του νόμου περί ανταγωνισμού, το οποίο επίσης περιέχει μια περαιτέρω απαγόρευση για συμφωνίες που ως συνέπεια έχουν τον περιορισμό του ανταγωνισμού.

Πέραν λοιπόν από την τήρηση των κοινοτικών κανόνων, εάν η Τράπεζα της Αγγλίας προσπαθούσε να κάνει τέτοια συμφωνία, όπως η συμφωνία του Μόντρεαλ, θα έπρεπε να διασφαλίσει ότι πληροί και τους όρους ανταγωνισμού της βρετανικής νομοθεσίας και ανακύπτουν διάφορα εμπόδια εδώ πέρα. Τα εμπόδια αυτά μπορούν να υπερκεραστούν με προσεκτικό σχεδιασμό.

Υπάρχουν κάποιοι νόμοι που έχουν σχεδιαστεί για να διευκολύνουν την αποτελεσματική και αποδοτική οικονομική συμπεριφορά, αλλά η οποία μπορεί να δένει τα χρόνια των Κεντρικών Τραπεζών, στην προσπάθειά τους να επιλύουν χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Αυτές οι νομοθεσίες υιοθετήθηκαν έχοντας κατά νου τις Κεντρικές Τράπεζες και τον τρόπο λειτουργίας τους και όχι γενικά τις οικονομικές κρίσεις στην αγορά. Πολύ φοβάμαι ότι η Κοινοτική Νομοθεσία, σε συνδυασμό με την Εθνική Νομοθεσία περιπλέκει τα πράγματα.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο υπάρχουν τρόποι για να παρακάμπτονται τέτοιοι περιορισμοί εάν πρόκειται να ελέγξουμε μια κρίση, ωστόσο μπορούν να προκύψουν πολύ περίπλοκα ζητήματα και οι Κεντρικές Τράπεζες θα πρέπει να δουν πώς θα επιλύονται τα θέματα αυτά πριν προκύψουν αυτές οι κρίσεις.

Πρέπει να έχουν, δηλαδή, ήδη ένα σχέδιο για το πώς θα αντιμετωπίζουν αυτές τις καταστάσεις. Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε, κύριε Copway. Στη συνέχεια μπορεί να έρθει και η κύρια Ανθή Δριστά, Διευθύντρια Παρακολούθησης και Ελέγχου Συναλλαγών Κεφαλαιαγοράς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία θα μιλήσει για τη χειραγώγηση τιμών και αγοράς.

5.6 Α. ΔΡΙΣΤΑ

Χειραγώγηση τιμών και αγοράς

Αγαπητοί σύνεδροι, καλησπέρα σας. Δεν ξέρω τώρα κατά πόσο είμαι στην ευχάριστη θέση να σας παρουσιάσω ένα θέμα, το οποίο τα τελευταία 8 χρόνια έχει απασχολήσει πάρα πολύ όλους τους Έλληνες επενδυτές. Μιλάμε για χειραγώγηση των μετοχών.

Πριν ξεκινήσω την παρουσίασή μου, θα ήθελα να κάνω μια διευκρίνιση. Ήδη μέχρι τώρα, αυτές τις δύο μέρες, έχει γίνει πάρα πολύ λόγος και έχει αναπτυχθεί εκτενέστερα ο νόμος 3340 και οι αρμοδιότητες που έχει αναλάβει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Θα ήθελα να διευκρινίσω ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μία Διοικητική Αρχή, επομένως οι έλεγχοι που διενεργεί στο κομμάτι των μετοχών κατά κύριο λόγο είναι έλεγχος συναλλαγών.

Ο κύριος στόχος και όλη η προσπάθεια των στελεχών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι να εντοπίσουν μέσω του ελέγχου των συναλλαγών ενδείξεις χειραγώγησης και να προσπαθήσουμε να υπαγαγάουμε αυτές τις ενδείξεις χειραγώγησης στην απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που έχει εκδοθεί και αποτυπώνονται κάποιες ενδεικτικές μορφές χειραγώγησης, έτσι ώστε να καταλήξουμε στη στοιχειοθέτηση της παράβασης.

Φυσικά έχω ακούσει και έχει γίνει και λόγος στο προηγούμενο πάνελ, ότι πλέον ο καινούργιος νόμος μας δίνει παρά πολλές αρμοδιότητες. Όπως η αρμοδιότητα της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς είναι κατά τη διενέργεια του ελέγχου και έχουμε τη δυνατότητα να κάνουμε ανωμοτί μαρτυρικές καταθέσεις.

Απλά θα ήθελα να κάνω μια διευκρίνιση, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε καμία περίπτωση, όπως είπα και στην αρχή, δεν είναι ανακριτική αρχή. Επομένως στο πλαίσιο τώρα του ελέγχου, χρησιμοποιούμε ελάχιστες φορές αυτήν τη δυνατότητα και μόνο, ουσιαστικά όχι για να στοιχειοθετήσουμε την παράβαση της χειραγώγησης, απλά τη χρησιμοποιούμε επικουρικά.

Επειδή ακριβώς δεν είμαστε ανακριτές και αυτό είναι δική σας δουλειά, το αφήνουμε για να το κάνετε εσείς, απλά θα ήθελα να το διευκρινίσω. Στο 99% των περιπτώσεων ο έλεγχος στηρίζεται στον έλεγχο των συναλλαγών, στη συγκέντρωση των στοιχείων που παίρνουμε από τις εποπτευόμενες εταιρείες. Δηλαδή τις χρηματιστηριακές, αναφορικά με τους πελάτες. Στον έλεγχο των απομαγνητοφωνήσεων, έτσι ώστε να μπορέσουμε να στοιχειοθετήσουμε το σενάριο της χειραγώγησης και μόνο στις περιπτώσεις που δεν έχουν ισχυρές ενδείξεις για να υποστηρίξουμε την υπόθεσή μας, μόνο τότε κάνουμε αίτημα προς την Τράπεζα της Ελλάδος.

Εφόσον μας δίνεται απ' ό,τι ξέρετε και αυτή η δυνατότητα, να μην ανοίξουμε τραπεζικούς λογαριασμούς για να μπορέσουμε να δούμε ποιοι είναι αυτοί από πίσω που χρηματοδοτούν το παιχνίδι και επίσης σε ελάχιστες, επαναλαμβάνω ακόμη μία φορά, περιπτώσεις, έχουμε χρησιμοποιήσει και τη δυνατότητα της μαρτυρικής κατάθεσης, μόνο όμως επικουρικά. Αυτό έτσι για διευκρίνιση.

Επειδή ακριβώς έχει γίνει πολύς λόγος για το νόμο 3340, εγώ πάρα πολύ σύντομα θα αναφερθώ στο τι είναι χειραγώγηση της αγοράς. Ο κύριος στόχος μου είναι να είναι λίγο πιο πρακτικό το κομμάτι της δικής μου παρουσίασης, δηλαδή να πω κάποιες ενδεικτικές μορφές χειραγώγησης και να κλείσω με ένα case study (μελέτη περιπτώσεων), κατά το οποίο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει επιβάλει κυρώσεις. Αλλά στο πλαίσιο της παρουσίασης το έχω εμπλουτίσει με κάποιες περισσότερες μορφές χειραγώγησης, για να έχουμε τη δυνατότητα να δούμε μία πιο περίπλοκη περίπτωση.

Σκοπός του 3340, απ' ό,τι πλέον όλοι έχουμε καταλάβει, είναι η προστασία και η ενίσχυση των επενδυτών. Αυτό πώς γίνεται; Γίνεται μέσω νέων διατάξεων που εισαγάγει ο καινούργιος νόμος που αφορούν την απαγόρευση προνομιακών πληροφοριών.

Μέσω των νέων ρυθμίσεων για τη χειραγώγηση της αγοράς και μέσω της υιοθέτησης προληπτικών μέτρων, που είναι εξίσου πολύ σημαντική και τα προληπτικά μέτρα που εισαγάγει ο καινούργιος νόμος, λόγω όμως του περιορισμένου χρόνου θα εστιαστώ και επειδή το πάνελ αναφέρεται μόνο στη χειραγώγηση της αγοράς, θα μιλήσω μόνο για τη χειραγώγηση της αγοράς.

Με βάση τώρα το άρθρο 7, παράγραφος 2 του 3340, έχουμε δύο κατηγορίες χειραγώγησης. Έχουμε τη χειραγώγηση, η οποία πραγματοποιείται μέσω συναλλαγών ή εντολών για τη διενέργεια συναλλαγών, και η χειραγώγηση που πραγματοποιείται μέσω διάδοσης πληροφοριών, το οποίο σας το έχει αναπτύξει εκτενέστερα ο κύριος Αυλωνίτης στο χθεσινό πάνελ.

Θα προχωρήσω και θα εστιαστώ περισσότερο απ' ό,τι σας είπα από την αρχή της παρουσίασης σε κάποιες ενδεικτικές μορφές χειραγώγησης. Αυτές οι περιπτώσεις χειραγώγησης που έχω επιλέξει είναι αυτές που χρησιμοποιούνται κατά κόρον στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

Η πάρα πολύ γνωστή, σε όλους μας, διαμόρφωση τιμής κλεισίματος. Είναι η περίπτωση κατά την οποία δίνεται μια μεγάλη εντολή αγοράς στο κλείσιμο, με κύριο στόχο φυσικά την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού και τη διαμόρφωση της τιμής κλεισίματος.

Οπότε, δηλαδή, δίνεται ένα θετικό μήνυμα, ότι κάτι γίνεται και υπάρχει ενδιαφέρον για τη συγκεκριμένη μετοχή και αυτό φυσικά οδηγεί στην παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.

Μία δεύτερη μορφή χειραγώγησης, η οποία αναφέρεται, την έχω κατηγοριοποιήσει στην ψευδή υποκίνηση ενδιαφέροντος, είναι η περίπτωση κατά την οποία έχουμε εισαγωγή εντολών αγοράς και πώλησης στην ίδια ποσότητα, στην ίδια τιμή, από διαφορετικούς εντολείς ταυτόχρονα, με κύριο σκοπό να γίνουν πράξεις οι εντολές.

Άρα και αυτό έχει ως αποτέλεσμα, όταν υπάρχουν και αγοραστές και πωλητές, που όμως αυτές οι αγορές και οι πωλήσεις λειτουργούν συντονισμένα και δεν είναι αποτέλεσμα της ελεύθερης βούλησης των επενδυτών, έχουν σκοπό να τραβήξουν το επενδυτικό ενδιαφέρον των επενδυτών.

Μία άλλη μορφή χειραγώγησης, την οποία μπορώ να την κατηγοριοποιήσω στην ψευδή υποκίνηση ενδιαφέροντος, είναι η περίπτωση κατά την οποία έχουμε εισαγωγή εντολών μεγάλου όγκου, σε τέτοια όμως επίπεδα τιμών που δεν είναι στο καλύτερο best bid ask, αλλά που εμφανίζονται στην αγορά.

Να εξηγήσω τι είναι το best bid ask. Στην Ελλάδα έχουμε τη δυνατότητα όλοι οι επενδυτές να βλέπουμε το βάθος, που λέμε εμείς στη γλώσσα μας, τις πέντε καλύτερες τιμές της αγοράς και πώλησης, δηλαδή στην πρώτη κατηγορία έχουμε τις καλύτερες τιμές της αγοράς και πώλησης που εκεί γίνονται και οι πράξεις.

Στη δεύτερη κατηγορία είναι οι δεύτερες καλύτερες τιμές αγοράς και πώλησης, φυσικά με τους αντίστοιχους όγκους, έχουμε την 3η την 4η και την 5η. Τι γίνεται εδώ;

Όταν κάποιος χειραγωγός θέλει να δείξει ότι υπάρχει ενδιαφέρον για μία μετοχή, αυτό που θα κάνει είναι να βάλει μία μεγάλη εντολή, για παράδειγμα 300.000 αγορά, όχι όμως στην πρώτη καλύτερη, ώστε να γίνει και πράξη.

Γιατί ο σκοπός του δεν είναι να αγοράσει, αλλά να τραβήξει το ενδιαφέρον

των επενδυτών, θα το βάλει στη 2η και στην 3η κατηγορία, όπως έρχεται έτσι η κλίμακα. Ο στόχος του, δηλαδή, είναι να δείξει στους επενδυτές ότι κάποιος ή κάποιιοι, γιατί δεν ξέρει κανένας από πίσω πόσοι είναι οι επενδυτές, ποιοι είναι οι επενδυτές και ποια ήταν η πρόθεση αυτουνού να βάλει μία τέτοια μεγάλη εντολή. Ο σκοπός του είναι να παραπλανήσει το επενδυτικό κοινό και μόλις βλέπει ότι αυτό γίνεται, δηλαδή υλοποιείται και αυτό πώς το καταλαβαίνει; Όταν βλέπει ότι αυξάνονται οι τιμές αγοράς, ότι υπάρχει ζήτηση για τη συγκεκριμένη μετοχή, τότε αρχίζει σταδιακά να βγάζει τις εντολές από το σύστημα, δηλαδή τις ακυρώνει. Άρα έχει πετύχει. Ως αποτέλεσμα φυσικά της μεθόδευσης αυτής είναι να πετύχει αυτό που ήθελε, δηλαδή να παραπλανήσει το επενδυτικό κοινό και να μπει στη συγκεκριμένη μετοχή.

Μια άλλη περίπτωση χειραγώγησης, η οποία παρατηρείται σε καθημερινή βάση, έχει κύριο στόχο να στηρίξει την τιμή της μετοχής σε καθορισμένα επίπεδα. Εδώ ουσιαστικά θέλω να τονίσω ότι αυτό γίνεται όταν η χρηματιστηριακή έχει τη δυνατότητα να ελέγχει μια μεγάλη μερίδα επενδυτών.

Χρησιμοποιεί, συνήθως, μπορεί και 50 και 60 κωδικούς και καθημερινά κάνει εναλλαγές θέσεων για αυτούς τους επενδυτές, τοποθετεί έτσι τις εντολές μόνο και μόνο για να στηρίξει την τιμή της μετοχής.

Οφείλω να τονίσω ότι χειραγώγηση μιας μετοχής δεν έχουμε μόνο στην περίπτωση που έχουμε μεγάλη άνοδο 100%, έχουμε και στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής διατηρείται σταθερή για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, που όμως αυτή η στήριξη δεν είναι αποτέλεσμα της ελεύθερης βούλησης των επενδυτών. Αλλά είναι αποτέλεσμα ενός άτυπου market making.

Κλείνοντας, για να προχωρήσω στο case study, θα σας παρουσιάσω μία άλλη περίπτωση που και αυτή έχει ως στόχο να αυξήσει παραπλανητικά την εμπορευσιμότητα μιας μετοχής. Είναι τα γυρίσματα.

Γυρίσματα εννοούμε εμείς τις επαναλαμβανόμενες αντίστροφες συναλλαγές μεταξύ δύο ή τριών προσώπων, όπως για παράδειγμα ο άλφα να αγοράζει από τον βήτα, ο βήτα από τον γάμα και ο γάμα από τον άλφα.

Ουσιαστικά αυτό που κάνουν αυτοί οι επενδυτές είναι να γυρίζουν τα χαρτιά μας που λέμε εμείς, έτσι ώστε να παραπλανήσουν το επενδυτικό κοινό, να δημιουργήσουν ψευδή εμπορευσιμότητα, για να υποκινήσουν και τους επενδυτές, οι οποίοι δεν γνωρίζουν ότι όλη αυτή η αύξηση εμπορευσιμότητας στηρίζεται σε μια παραπλάνηση για να αγοράσουν τη συγκεκριμένη μετοχή.

Να προχωρήσω τώρα σε ένα case study. Έχουμε εδώ μια περίπτωση κατά την οποία ένας βασικός μέτοχος μιας εισηγμένης εταιρείας, προκειμένου να που-

λήσει σε πολύ υψηλές τιμές, χρησιμοποιεί δύο off shore εταιρείες. Για το παράδειγμα θα έχουμε την εταιρεία A και την εταιρεία B και μέσω μεθοδευμένων συναλλαγών προκαλεί την άνοδο της τιμής της μετοχής. Στόχος φυσικά, όπως θα δούμε, και του βασικού μετόχου είναι να ξεφορτώσει όλες τις μετοχές του στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Πώς το κάνει αυτό; Με την έναρξη της Συνεδρίασης ο βασικός μέτοχος μέσω της off shore εταιρείας A, εισαγάγει μεγάλες εντολές αγοράς σε τιμές μεγαλύτερες κάθε μέρα, 3% ως 5% μεγαλύτερες από την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης μέρας. Αυτό το κάνει γιατί θέλει να δείξει από την αρχή της Συνεδρίασης, θέλει να τραβήξει το ενδιαφέρον των επενδυτών ότι υπάρχει ενδιαφέρον για αγορά για τη συγκεκριμένη μετοχή. Κατά τη διάρκεια τώρα της Συνεδρίασης, προκειμένου να συνεχίσει να δίνει το έναυσμα στους επενδυτές, ότι εδώ υπάρχει μεγάλη ζήτηση, υπάρχει ενδιαφέρον για τη συγκεκριμένη μετοχή, η εταιρεία A συνεχίζει να τροφοδοτεί το σύστημα OASIS, που είναι το ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών, όπως σας έχουν εξηγήσει του ΧΑΑ οι προηγούμενοι εισηγητές. Βάζει στο σύστημα συναλλαγών OASIS, εισαγάγει εντολές αγοράς μικρού όγκου σε τέτοιες τιμές, οι οποίες να είναι ένα τικ πιο πάνω από την προηγούμενη τιμή που έχει γίνει η πράξη. Ο σκοπός, δηλαδή, εδώ του βασικού μετόχου μέσω της off shore εταιρείας A, είναι να δώσει, να ωθήσει την τιμή της μετοχής, αγοράζοντας φυσικά ένα μικρό όγκο, αλλά σε τιμή λίγο παραπάνω, μόνο και μόνο για να τραβήξει πάλι τους επενδυτές. Δηλαδή να δείξει στην αγορά ότι υπάρχει ενδιαφέρον για αγορά και μάλιστα σε υψηλότερα επίπεδα από τα επίπεδα που βρίσκεται αυτήν τη στιγμή η μετοχή.

Στη διάρκεια τώρα της Συνεδρίασης, εφόσον τώρα ο βασικός μέτοχος μέσω της off shore εταιρείας έχει πετύχει αυτό που θέλει, δηλαδή έχει φέρει την τιμή της μετοχής σε ένα επίπεδο επιθυμητό υψηλό για αυτόν, εμφανίζει την off shore εταιρεία B, είναι η εταιρεία που πουλάει. Όπου αυτή η συγκεκριμένη εταιρεία εισάγει εντολές πώλησης μικρού όγκου, αλλά τέτοιες έτσι ώστε να μην προκαλέσει την αίσθηση στην αγορά, ότι κάποιος θέλει να πουλήσει ένα μεγάλο αριθμό μετοχών. Έχει ξεκινήσει, δηλαδή, να πραγματοποιεί το σενάριο, για το οποίο είχε ξεκινήσει, να πουλάει στις υψηλές τιμές. Είναι φυσικό όμως όταν η τιμή μιας μετοχής δεν είναι αποτέλεσμα ελεύθερης βούλησης, η συγκεκριμένη τιμή δεν είναι αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης από τους επενδυτές, αλλά είναι αποτέλεσμα μεθοδευμένων συναλλαγών, όπως έχουμε εδώ στο παράδειγμα. Δηλαδή της off shore εταιρείας A που την έβαλε ο βασικός μέτοχος, μόνο και μόνο για να τη στηρίξει και να την ανεβάσει. Όταν αρχίζει αυτός μέσω της εταιρείας B να πραγματοποιεί πωλήσεις, είναι φυσικό ότι κατά τη διάρκεια

της Συνεδρίασης η ανοδική πορεία αυτής της μετοχής θα σταματήσει. Όταν βλέπει ότι η τιμή της μετοχής ξαναγυρίζει, ξαναεμφανίζει την off shore εταιρεία A, με την οποία εισαγάγει νέες εντολές αγοράς, σε τιμές υψηλότερες από αυτές που ήταν από τις τρέχουσες εκείνη τη στιγμή, έτσι ώστε να ξαναδώσει ώθηση στην τιμή της μετοχής της προς τα πάνω.

Αυτό που κάνει ο βασικός μέτοχος μέσω των δύο εταιρειών είναι να εκμεταλλεύεται την ενδοσυνεδριακή διακύμανση της τιμής της μετοχής. Όπως βλέπετε και στο σχεδιάγραμμα, όταν η τιμή της μετοχής είναι ανοδική, απλώς να εξηγήσω το **σχεδιάγραμμα**. Στον κάτω άξονα είναι η διάρκεια της Συνεδρίασης και στους άξονες έχουμε τον όγκο και την τιμή. Αυτό που δηλαδή βλέπουμε στο σχεδιάγραμμα είναι ότι μόλις ο βασικός μέτοχος βλέπει ότι η τιμή της μετοχής έχει φτάσει σε ένα επιθυμητό υψηλό επίπεδο, μέσω της εταιρείας B, της εταιρείας δηλαδή που πουλάει, ξεκινάει τις πωλήσεις του. Όταν η τιμή του φεύγει, όταν δηλαδή με τις πωλήσεις είναι φυσικό να υπάρχει μία πίεση της τιμής της μετοχής, σταματάει τις πωλήσεις όταν η τιμή πέφτει και ξεκινάει μέσω της εταιρείας A να ξαναπραγματοποιεί μικρού όγκου αγορές, αλλά σε υψηλότερη τιμή ή να ακολουθεί μια άλλη μορφή χειραγώγησης που θα δούμε αμέσως τώρα.

Προκειμένου τώρα ο βασικός μέτοχος να δελεάσει ξανά όλους τους επενδυτές, βάζει μεγάλες εντολές αγοράς, μία περίπτωση που είχαμε δει και στην αρχή, αλλά σε τέτοια τιμή που να μη γίνει πράξη. Γιατί δεν τον ενδιαφέρει να αγοράσει 300.000 μετοχές, τον ενδιαφέρει να ξανατραβήξει το ενδιαφέρον των επενδυτών, τη βάζει δηλαδή στη 2η ή στην 3η κατηγορία που λέμε εμείς τιμών.

Φυσικά, μόλις ξαναβλέπει ότι οι επενδυτές εμφανίζονται ξανά και αρχίζει πάλι το ενδιαφέρον αγοράς για τη συγκεκριμένη μετοχή, αρχίζει σταδιακά και ακυρώνει τις εντολές του.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Κυρία Δριστά, σας παρακαλώ πολύ να τελειώνετε.

A. ΔΡΙΣΤΑ

Στο τέλος της συνεδρίασης κάθε μέρα διαμορφώνει την τιμή κλεισίματος, τη διαμορφώνει ένα τικ, λίγο πιο πάνω από την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας, κλείνοντας έτσι η τιμή της μετοχής να ξέρει το επενδυτικό κοινό ότι εδώ υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για τη συγκεκριμένη μετοχή. Την επόμε-

νη μέρα αυτό που κάνει ο βασικός μέτοχος είναι ότι αντιστρέφει τους ρόλους των δύο εταιρειών, δηλαδή ενώ η εταιρεία Α την πρώτη μέρα ήταν αγοραστής, τώρα γίνεται πωλητής και ενώ η εταιρεία Β ήταν πωλητής, γίνεται αγοραστής.

Σκοπός της μεθόδου αυτής είναι να εκμεταλλευτεί τη διακύμανση της τιμής της μετοχής, όπως είδαμε και στο σχεδιάγραμμα, και με την είσοδο των νέων επενδυτών να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις του σε πολύ υψηλές τιμές.

Αποτέλεσμα φυσικά της μεθόδου αυτής είναι η αύξηση της τιμής της μετοχής και το ξεφόρτωμα του βασικού μετόχου στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Ουσιαστικά, δηλαδή, αυτές οι μορφές χειραγώγησης, οι οποίες είδαμε εν συντομία σε αυτό το case study έχουν αποτυπωθεί ήδη σε απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στην απόφαση 1/347 του Διοικητικού Συμβουλίου, στις 12/5/2007. Στην οποία απόφαση αποτυπώνονται πλέον κάποιες ενδεικτικές μορφές χειραγώγησης, οι οποίες βοηθούν πλέον το έργο μας πάρα πολύ, και το δικό μας και το δικό σας, γιατί οι περισσότερες μορφές χειραγώγησης έρχονται στη συνέχεια και σε εσάς. Αυτό που θέλω να καταλήξω είναι ότι το επενδυτικό κοινό στη συγκεκριμένη περίπτωση δεν γνώριζε ότι η αύξηση της εμπορευσιμότητας της μετοχής προέρχεται από συντονισμένες συναλλαγές συνδεδεμένων εταιρειών. Ούτε γνώριζε ότι η αύξηση της τιμής προερχόταν από την εισαγωγή συνεννοημένων εντολών. Άρα το επενδυτικό κοινό έχει παραπλανηθεί.

Στις επόμενες δύο διαφάνειες εν συντομία παρουσιάζω τις μορφές χειραγώγησης, οι οποίες έχουν ήδη εντοπιστεί στο case study που σας ανέφερα προηγουμένως.

Έχουμε τη δεσπόζουσα θέση, δηλαδή οι συγκεκριμένες off shore εταιρείες έχουν καθημερινά πολύ μεγάλο όγκο στο σύνολο του όγκου της μετοχής. Έχουμε την περίπτωση όπου η εισαγωγή εντολών από πρόσωπα που έχουν σημαντική θέση στη μετοχή. Όταν εννοούμε σημαντική θέση, οι δύο off shore εταιρείες η Α και η Β ήταν βασικοί μέτοχοι της εταιρείας, άρα είχαν σημαντική θέση, θέλανε να την ανεβάσουν όπως και προκαλέσανε άνοδο. Εξετάσαμε σε αυτήν την περίπτωση, αυτό είναι πολύ σημαντικό, ουσιαστικά οι συναλλαγές στο προηγούμενο case study δεν συνεπάγονταν αλλαγή του πραγματικού δικαιούχου. Πατι οι αγορές και πωλήσεις των off shore αυτών εταιρειών ουσιαστικά δεν συνεπάγονταν αλλαγή, αλλά ήταν ο ίδιος ο βασικός μέτοχος από πίσω, άρα δεν έχουμε αλλαγή πραγματικού δικαιούχου. Έχουμε τις συναλλαγές στο κλείσιμο και, τέλος, τις βραχυπρόθεσμες αντιστροφές θέσεων.

Κλείνοντας, νομίζω ότι είμαι μέσα στο χρόνο, σκοπός της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Θεωρώ ότι καταλύτης σε

όλη αυτή την προσπάθειά μας, όλα τα στελέχη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δουλεύουν μόνο και μόνο και έχουν ως κύριο στόχο αυτό. Θεωρώ ότι καταλύτης αυτής της προσπάθειας είναι η συντονισμένη συνεργασία με όλες τις αρχές. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Σας ευχαριστούμε πάρα πολύ. Βέβαια το θέμα είναι και αυτά είναι πολύ χρήσιμα που μας είπατε, αλλά όσοι έχουν ασχοληθεί με τη χειραγώγηση, είτε ως δικαστές, είτε ως δικηγόροι, ξέρουν πολύ καλά ότι υπάρχουν τρομερά μεγάλες, απροσπέραστες μπορώ να πω, αποδεικτικές δυσχέρειες. Δηλαδή κατά πόσον όλα αυτά μπορούν να αποδειχθούν. Βέβαια η έκθεση ελέγχου ξέρουμε ότι είναι πάντοτε, από πλευράς Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, πολύ κατατοπιστική και λοιπά. Αλλά άλλο να υπάρχει στο γραπτό κείμενο κάτι και άλλο να βγει στο ακροατήριο, έτσι δεν είναι;

Παρακαλούμε τώρα την κυρία Regina Schierhorn, η οποία είναι γενική διευθύντρια της Διεύθυνσης για την κατάχρηση αγοράς της Γερμανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, να μας μιλήσει για τη δίωξη χειραγώγησης της αγοράς από γερμανικής πλευράς.

5.7 R. SCHIERHORN

Δίωξη της χειραγώγησης αγοράς

Κυρίες και κύριοι, είναι μεγάλη μου χαρά που μου δίνεται η ευκαιρία να συμμετάσχω σε αυτήν τη σημαντική συνάντηση και να μιλήσω για την προσέγγιση της Γερμανίας στη δίωξη και τη διερεύνηση της κατάχρησης της αγοράς. Σίγουρα η απαγόρευση της χειραγώγησης της αγοράς ως ποινικό αδίκημα, έχει εκατονταετή ζωή στη γερμανική έννομη τάξη. Για πολλά χρόνια όμως δεν υπήρχε επιβολή της στην πράξη, πέρα από τις αδυναμίες των εισαγγελέων δεν υπήρχε ειδική αρχή για να κάνει την αρχική προανάκριση, που οδηγεί σε μια δίωξη.

Το 2002 έγινε μια νομική μεταρρύθμιση για να ενισχυθεί η επιβολή του νόμου και να δοθούν οι απαραίτητες αρμοδιότητες, μετά το 2004 είχαμε την υλοποίηση αυτής της Κοινοτικής Νομοθεσίας. Παρότι όμως ένα καλό νομικό καθεστώς είναι σημαντικό για την επιτυχή επιβολή του νόμου, αυτό που έχει κρίσιμη σημασία είναι η αποτελεσματική συνεργασία μεταξύ όλων των αρχών στην πράξη, ιδίως μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών και των εισαγγελέων.

Στη Γερμανία έχουμε πολλαπλές τέτοιες αρχές και θα πω και λίγα λόγια για το πώς έχει η συνεργασία στην πράξη. Να ξεκινήσω, λοιπόν, με τις μορφές της χειραγώγησης αγοράς που προβλέπει η νομοθεσία μας.

Κατ' αρχάς υπάρχει η διάδοση εσφαλμένων ή παραπλανητικών πληροφοριών ή αντίστροφα, η κατακράτηση δηλαδή πληροφοριών σχετικών με τις τιμές. Οι πιο σημαντικές αποφάσεις που έχουμε εδώ είναι παραλήψεις γνωστοποίησης και αυτό μπορεί να είναι ή διοικητική παρέμβαση είτε ποινικό αδίκημα. Αν δεν δημοσιεύσεις, ας πούμε, πληροφορίες χρεοκοπίας.

Δεύτερον (2ον), συναλλαγές ή εντολές, οι οποίες μπορεί να δώσουν εσφαλμένες ή παραπλανητικές ενδείξεις-σήματα, για τη ζήτηση ή να ζητήσεις τιμή αγοράς που μπορεί να οδηγήσει σε τεχνητές τιμές και υπάρχει και μια τρίτη (3η) κατηγορία, την οποία έχουμε πει 100 χρόνια, η χρήση άλλων μορφών απάτης.

Στη γερμανική νομοθεσία είναι πολύ συμπαθείς αυτοί οι γενικοί όροι, κάτω από τους οποίους μπορεί να υπαχθούν παρά πολλοί ειδικότεροι όροι. Έτσι είναι κάποιοι γενικοί όροι που καλύπτουν πάρα πολλές περιπτώσεις.

Έχουμε έναν ειδικό όρο, τον όρο *scalping*. Του να σου πάρω, δηλαδή, το *scalp* του κρανίου σου, το οποίο θα προσπαθήσω να σας εξηγήσω αργότερα.

Λίγα λόγια, όμως, τώρα για το γερμανικό σύστημα κυρώσεων. Έχουμε δύο κατηγορίες κυρώσεων, από τη μια πλευρά έχουμε τις διοικητικές κυρώσεις, τα πρόστιμα που μπορούν να επιβληθούν από τον *Baffin* άμεσα, μέχρι 1 εκατομμύριο ευρώ.

Αν δούμε τη χειραγώγηση της αγοράς, μπορούμε να πούμε ότι η απώτερη χειραγώγηση της αγοράς, η ανεπιτυχής απόπειρα, χωρίς δηλαδή να επέλθει αλλαγή στις τιμές, θεωρείται διοικητική παράβαση, και υπάρχει και η δυνατότητα έφεσης. Μετά έχουμε τις ποινικές κυρώσεις. Εδώ διερευνούνται οι περιπτώσεις και όλος ο φάκελος αποστέλλεται στην Εισαγγελία, η Εισαγγελία θα αποφασίσει αν θα ασκήσει δίωξη. Εάν ναι, τότε υπάρχει δίκη στο δικαστήριο που μπορεί να οδηγήσει σε επιβολή προστίμου χωρίς περιορισμό ή σε φυλάκιση μέχρι 5 χρόνια.

Η ποινική κύρωση ορίζεται στο νόμο, δεν υπάρχει διακριτική ευχέρεια ανάλογα με τη μικρή ή μεγάλη σημασία της διαφοράς, η διάκριση είναι το αν υπήρξε επιτυχής χειραγώγηση ή όχι. Αν υπήρξε πράγματι επίπτωση στην τιμή μέσα στο χρηματιστήριο, τότε θεωρείται ότι επήλθε η χειραγώγηση και πάντοτε θεωρείται αυτό ποινικό αδίκημα.

Στις περισσότερες περιπτώσεις καταλήγουμε και διαπιστώνουμε ότι υπάρχει αντίκτυπο στην αγορά, συνήθως βρίσκουμε μια ασυνήθιστη κίνηση στις τιμές,

τη διαπιστώνουμε και προσπαθούμε να αναζητήσουμε την αιτία. Ποιος είναι υπαίτιος για αυτήν τη διαμόρφωση των τιμών.

Στην περίπτωση αυτή, βεβαίως, εξαρτιόμαστε από τις ποινικές αρχές και την εισαγγελία και τη στενή συνεργασία με αυτές. Τούτου λεχθέντος, αυτή η συνεργασία δυστυχώς δεν είναι πάντα πολύ επιτυχής και αυτό οφείλεται σε πολλούς λόγους.

Ένας από τους πιο σημαντικούς λόγους, θα έλεγα, είναι ότι ακόμα πρόκειται για έναν τομέα, τον τομέα της κεφαλαιαγοράς που είναι εξωτικός για τους περισσότερους εισαγγελείς, ακόμα και για τους δικηγόρους.

Το τελευταίο έτος αν είναι κανείς δικηγόρος, μπορεί να λάβει ειδικευση για την κεφαλαιαγορά. Ένας χρόνος μόνο ειδικευση που είναι μάλλον καινούργια στον οικονομικό κλάδο, στον κλάδο των δικηγόρων.

Ένα άλλο πρόβλημα, που μπορεί να ανακύψει, είναι το ότι οι εισαγγελείς έχουν υπερβολικό φόρτο εργασίας, πιστεύουμε ότι και στην Ελλάδα συμβαίνει αυτό και ένα πρόσθετο πρόβλημα, που σε μερικές περιπτώσεις είναι πολύ σημαντικό, δηλαδή, δεν υπάρχει διάθεση, δεν υπάρχει κίνητρο. Γιατί για να ασχοληθεί κανείς με αυτά τα πράγματα πρέπει να εξοικειωθεί με το χρηματιστήριο, με τη διαμόρφωση τιμών και δεν είναι τόσο εύκολο να κατανοήσει κανείς το πώς λειτουργεί το χρηματιστήριο.

Δεν είναι το ίδιο εύκολο όπως το να καταλάβεις πώς δουλεύει κάποιος ένα κινητό τηλέφωνο, είναι εντελώς διαφορετικό. Μερικές φορές, και αυτή είναι η προσωπική μου άποψη, θα ήθελα να είχαμε περισσότερες περιπτώσεις που να υπάγονται στη διοικητική διαδικασία. Γιατί στις περιπτώσεις αυτές παραμένει το θέμα στα χέρια του Baffin, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δηλαδή, και εκεί είναι πιο εύκολο να πείσεις τους ανθρώπους ότι πρέπει να επιβληθεί κάποιο πρόστιμο. Είναι πιο εύκολο να πείσεις τους ανθρώπους της Κεφαλαιαγοράς παρά τους εισαγγελείς.

Η αρχή αυτή είναι αρμόδια για όλες αυτές τις περιπτώσεις σε όλη τη Γερμανία και μάλλον υπάρχουν διαφορετικές ερμηνείες για τη νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς. Από νομική άποψη, το καθήκον μας είναι να συνεργαζόμαστε με τους εισαγγελείς.

Υπάρχει το πρωταρχικό καθήκον, η υποχρέωση να αναφέρουμε ύποπτα γεγονότα στους εισαγγελείς. Αυτό σημαίνει ότι δεν είναι ανάγκη να μιλήσουμε για κίνητρα και για πρόθεση, δόλο δηλαδή. Φυσικά χρειάζεται ο ενδεχόμενος δόλος για να στοιχειοθετηθεί αδίκημα, αλλά εμείς το μόνο που έχουμε να δηλώσουμε είναι ύποπτα γεγονότα.

Δεύτερον (2ον). Μπορούμε όμως να κάνουμε και σχόλια για το δόλο και συνήθως τα κάνουμε, γιατί θέλουμε να πείσουμε τους εισαγγελείς και να ανοίξουν ανακριτικές διαδικασίες. Αυτό δεν πρόκειται για καθήκον μας, αυτό είναι που θέλουμε να κάνουμε. Θέλουμε να βοηθήσουμε στις έρευνες. Θέλουμε να πείσουμε έναν εισαγγελέα να ανοίξει κάποια διαδικασία για να προθυμοποιηθεί να κάνει έρευνα. Εμείς, ως διοικητική αρχή, δεν έχουμε αυτήν τη δυνατότητα, το δικαίωμα να διεξάγουμε έρευνες. Εμείς θέλουμε να βοηθάμε και την αστυνομία και την εισαγγελία να αναζητήσουν τα σωστά έγγραφα.

Τρίτον (3ον), συνήθως δίνουμε πραγματογνωμοσύνες στην εισαγγελία ή στο δικαστήριο, ιδίως σε τρεις τομείς: (α) Στο θέμα των προνομιακών πληροφοριών, αν υπάρχουν προνομιακές πληροφορίες για τις τιμές. Αυτό το κάνουν οι οικονομικοί μας εμπειρογνώμονες συνήθως, (β) εάν η πληροφορία έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει την τιμή της μετοχής, αυτό είναι σημαντικό στο πλαίσιο της χειραγώγησης και το (γ) εάν πράγματι υπήρξε αντίκτυπος στην τιμή των μετοχών ή της μετοχής από τη συμπεριφορά του υπαιτίου.

Είναι απαραίτητο, λοιπόν, να υπάρχει σχέση μεταξύ της συμπεριφοράς του υπαιτίου και του αντίκτυπου στις μετοχές. Αυτή είναι η περιπτωσιολογική μελέτη που σας υποσχέθηκα, ας πούμε ότι υπάρχει ο Ε από ένα επενδυτικό περιουσιακό που παρέχει συμβουλές σε διάφορα επενδυτικά χαρτοφυλάκια και κάνει συστάσεις. Συνήθως η διαχείριση ακολουθεί τις συστάσεις του Ε και συνήθως ο υψηλός όγκος συναλλαγών, συνήθως 100.000 μετοχές συναλλάσσονται και σημειώνονται δύο βασικές και μεγάλες αλλαγές στο χρηματιστήριο στην τιμή των μετοχών. Τι συμβαίνει τώρα; Ο Ε αγοράζει τις μετοχές και θα τις συστήσει στην εταιρεία χαρτοφυλακίου και φυσικά η εταιρεία χαρτοφυλακίου ακολουθεί τη σύσταση και αγοράζει τις μετοχές. Στη συνέχεια ανεβαίνει η τιμή στο χρηματιστήριο και, τέλος, ο Ε πουλάει τις μετοχές του σε μεγαλύτερη τιμή και αποκομίζει κέρδη. Αυτό τώρα τι είναι; Είναι προνομιακή πληροφορία; Είναι χειραγώγηση της αγοράς; Δεν συνιστά κανένα αδίκημα; Αυτή είναι η απόφαση του Ανώτατου Ακυρωτικού, πρόκειται περί χειραγώγησης της αγοράς.

Αυτό είναι μία περίπτωση από την εποχή πριν από την υλοποίηση του MAD, η Baffin είχε μόνο το insider για να αντιμετωπίσει αυτήν την περίπτωση. Ξέραμε ότι κάτι λάθος γινόταν εκεί πέρα, αλλά δεν είχαμε αρμοδιότητα για τη χειραγώγηση της αγοράς και θέλαμε να το πάμε στο δικαστήριο. Στοιχειοθετείται insider trading ή όχι; Το Ανώτατο Ακυρωτικό και πρέπει να το ξέρετε αυτό, ερμήνευσε το νόμο υπό το φως της επερχόμενης υιοθέτησης της Οδηγίας για τα χρηματιστηριακά μέσα. Δηλαδή αυτή η Οδηγία δεν υπήρχε τότε, αλλά το

δικαστήριο έλαβε υπόψη του ότι πρόκειται να υιοθετηθεί αυτή η νομοθεσία.

Θεώρησε το δικαστήριο ότι είχε στοιχειοθετηθεί η χειραγώγηση της αγοράς, δηλαδή οι συστάσεις γίνονταν με παράνομο κίνητρο. Ο κύριος στόχος των συστάσεων του Ε ήταν να ανέβει η τιμή των μετοχών. Οι εταιρείες χαρτοφυλακίου είχαν παραπλανηθεί για το πραγματικό κίνητρο του Ε.

Εδώ τώρα έχουμε ένα πολύ σημαντικό κομμάτι της απόφασης. Το Ανώτατο Ακυρωτικό είπε ότι ακόμα και αν οι συστάσεις ήταν θεμελιωμένες, αποτελούν χειραγώγηση της αγοράς. Γιατί ο στόχος είναι η παραπλάνηση των άλλων είναι με σκοπό την προσκόμιση παράνομου ιδιωτικού οφέλους. Ο Ε υπερασπίστηκε τον εαυτό του λέγοντας ότι ήταν πεπεισμένος για τη δυνατότητα των μετοχών να ανεβάσουν τη μετοχή τους, αλλά το δικαστήριο δεν το δέχτηκε, γιατί οι έμμεσες αποδείξεις που υπήρχαν και με βάση τις οποίες αποφασίστηκε η υπόθεση, και το είπε το Ακυρωτικό δικαστήριο, ήταν ότι ο Ε πούλησε τις μετοχές αμέσως.

Πράγμα που δείχνει ότι ήταν σωστή η υποψία της χειραγώγησης της αγοράς. Επομένως εξετάστηκε όλη η συμπεριφορά του Ε και κρίθηκε ότι έδειχνε καθαρά ότι ο Ε ήθελε να αποκτήσει παράνομο περιουσιακό όφελος.

Για τις έρευνες κατάχρησης αγοράς και από όσα έχουμε στην πράξη, εδώ βλέπετε τους ετέρους μας, τους συνεργάτες μας, τις πηγές των πληροφοριών μας. Έχουμε τις εκθέσεις περί συναλλαγών, δεν πρόκειται να γίνουν σημαντικές αλλαγές ως προς αυτό, ιδίως για τις μη οργανωμένες ανοιχτές αγορές. Εκεί από την 1η Ιανουαρίου δεν θα έχουμε πια τέτοιες εκθέσεις και υπάρχει και μια δημόσια συζήτηση αυτήν τη στιγμή γύρω από αυτό. Η 2η πηγή πληροφοριών είναι τα διάφορα γραφεία εποπτείας του χρηματιστηρίου, πρέπει να υπάρχουν τέτοια γραφεία, το επιβάλλει ο νόμος και αυτά είναι υποχρεωμένα να μας αναφέρουν αρρυθμίες.

Έχουμε πολύ καλές σχέσεις συνεργασίας με αυτά τα γραφεία, επίσης έχουμε πολύ καλές σχέσεις με τις περισσότερες ξένες ρυθμιστικές αρχές, ιδίως τις ευρωπαϊκές.

Η Ελευθερία Αποστολίδου η συνάδελφός σας εξήγησε πώς λειτουργεί αυτή η συνεργασία και είναι πραγματικά ένας ακρογωνιαίος λίθος αυτός. Προσπαθούμε να βρούμε ποιος είναι ο δικαιούχος, ποια είναι η ταυτότητα του πελάτη πίσω από μια διαπραγμάτευση, που μπορεί να αφορά όλη την Ευρώπη.

Επίσης και το κοινό μπορεί να κάνει κάποιες υποδείξεις, αυτό βέβαια δεν είναι η καλύτερη πηγή πληροφοριών, αλλά πρέπει να την έχουμε και αυτήν.

Όταν ένας ιδιώτης επενδυτής θεωρεί ότι η αύξηση της μετοχής οφείλεται σε

παράνομη συμπεριφορά, πρέπει να μπορεί να μας το πει και στο τέλος, όπως είπα, συνεργαζόμαστε με τους εισαγγελείς και φυσικά με την αστυνομία.

Στις σχέσεις μας με τις δικαστικές αρχές, οργανώνουμε τακτικά συνέδρια όπως και αυτό εδώ σήμερα, ετησίως έχουμε συζητήσεις για συγκεκριμένες διάφορες περιπτώσεις, παρουσιάζουμε και στο κοινό κάποιες επιτυχίες. Το κάνουμε τα τελευταία 6 χρόνια και νομίζω ότι είναι από τις επιτυχημένες διοργανώσεις μας και σας εύχομαι κάθε τύχη και στο δικό σας συνέδριο.

Τι είναι αυτό που μπορεί να μας ωθήσει σε μια ανάκριση, σε μια έρευνα; Θα ήθελα να επικεντρωθώ λίγο στο 3ο. Εκθέσεις ύποπτων συναλλαγών από ενδιάμεσους. Τα τελευταία χρόνια λάβαμε 74 τέτοιες αναφορές για ύποπτες συναλλαγές. Το 50% από ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μεγάλες τράπεζες, επενδυτικές τράπεζες και 14% από άλλες ευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές, πράγμα που είναι πολύ αξιόλογο, θεωρώ.

Ένας άλλος σημαντικός αριθμός, το 30% αυτών των αναφορών των συναλλαγών περίπου, έφτασαν στο στάδιο της επίσημης ανάκρισης. Ένα συμπέρασμα που μπορούμε να συναγάγουμε είναι ότι αυτό είναι ένα επιτυχές νέο καθήκον για τους ενδιάμεσους και πραγματικά οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να το έχουν κατά νου αυτό, όταν ασχολούνται με σημαντικές περιπτώσεις.

Τώρα για την αφετηρία της ανάκρισης, πώς ξεκινάει. Είναι σημαντικό να το ξέρουμε, δεν δουλεύουμε σαν την αστυνομία εμείς, η εμπειρία μας στη Γερμανία έχει ως εξής. Οι εισαγγελείς συχνά νομίζουν ότι εργαζόμαστε όπως η αστυνομία. Ότι ξεκινάμε από κάποιον ύποπτο και στη συνέχεια προσπαθούμε να βρούμε τι έκανε, εμείς κάνουμε το αντίστροφο. Ξεκινάμε από την ασυνήθιστη συμπεριφορά στις συναλλαγές, από το ασυνήθιστο γεγονός στις συναλλαγές. Για παράδειγμα, εσφαλμένες πληροφορίες στην κεφαλαιαγορά, από εκεί ξεκινάμε, αναλύουμε τυχόν μοτίβα στις συμπεριφορές και στις συναλλαγές. Συλλέγουμε πληροφορίες και μετά προσπαθούμε να ανακαλύψουμε ποιος ήταν ο υπαίτιος, επομένως κινούμαστε αντίστροφα από αυτό που συνήθως κάνει η αστυνομία.

Και λίγα λόγια τώρα για το πώς κάνουμε τις έρευνές μας. Ζητούμε κάθε τύπου πληροφορίες από οποιονδήποτε, συνήθως ζητούμε στοιχεία παραγγελιών από τα χρηματιστήρια, γιατί αυτά δεν τα έχουμε. Εμείς έχουμε μόνο τα στοιχεία των χρηματιστηρίων για τις εκτελεσθείσες εντολές, υπάρχει διαφορά μεταξύ αυτών των δύο. Επίσης ζητούμε από τις τράπεζες να μας αποκαλύπτουν την ταυτότητα των πελατών, αυτό είναι μια κλασική διαδικασία, τυποποιημένη.

Επίσης επενδυτικές εταιρείες, συμμετέχουσες στην αγορά. Δεν τους επιτρέ-

πεται να αποκαλύπτουν ότι εμείς κάνουμε κάποια έρευνα, αυτό είναι σημαντικό για την τακτική της έρευνας. Ο παραβάτης δεν πρέπει να γνωρίζει ότι υπάρχει έρευνα, πρέπει να το μαθαίνει στα τελευταία στάδια της έρευνας. Γι' αυτό και συνήθως δεν ακούμε τα επιχειρήματα του παραβάτη από την αρχή, αυτό διαφέρει από το τι κάνουν οι νομικές και δικαστικές αρχές.

Επίσης ζητούμε και συγκεντρώνουμε λεπτομέρειες για αλλαγές στα περιουσιακά στοιχεία, αναλύουμε τυχόν ασυνήθιστες δραστηριότητες συναλλαγών ενός ύποπτου λογαριασμού, πληροφορίες για τη στρατηγική συναλλαγών και κάτι άλλο, δύσκολο, είναι τα στοιχεία τηλεπικοινωνιών.

Σε πολλές περιπτώσεις οι συναλλαγές ή οι πληροφορίες αντλούνται από το Διαδίκτυο. Συνήθως πρέπει να βρούμε τη διεύθυνση, να βρούμε ποιος έχει στείλει, για παράδειγμα, μία είδηση σε κάποιο forum στο Διαδίκτυο. Το πρόβλημα είναι ότι δεν μπορούμε να το ζητήσουμε αυτό από τον πάροχο των υπηρεσιών Διαδικτύου, γιατί εμείς είμαστε μια διοικητική αρχή, δεν είμαστε αστυνομική αρχή. Δεν έχουμε το δικαίωμα να το ζητήσουμε.

Το μόνο που μπορούμε να ζητήσουμε είναι να αποθηκεύσουν την πληροφορία αυτή και στη συνέχεια, εάν έρθουμε σε επαφή με τους εισαγγελείς, οι οποίοι μπορούν να απαιτήσουν...

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Σας παρακαλώ να επιταχύνετε λίγο.

R. SCHIERHORN

Το σημαντικό στην απόδειξη είναι ότι έχουμε έμμεση απόδειξη, circumstantial evidence, και τα κίνητρα και οι προθέσεις είναι κάτι που θα αποδειχθεί στο πλαίσιο της εισαγγελίας. Τα υπόλοιπα μπορείτε να τα βρείτε στις διαφάνειές μου, αν έχετε κάποια ερώτηση ευχαρίστως να σας απαντήσω. Σας ευχαριστώ πάρα πολύ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ την κύρια Schierhorn για τις πολύ ενδιαφέρουσες πληροφορίες που μας έδωσε για το τι ισχύει στη Γερμανία και θα παρακαλούσα τον κύριο Χαραλάμπους να συντονίσει τις ερωτήσεις.

5.8 Συνεδρία 5 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Κατ' αρχάς να πω «ευχαριστώ» για τις παρουσιάσεις σας. Εξαιρετικές παρουσιάσεις όλες. Και χαίρομαι πάρα πολύ, γιατί οι παρουσιάσεις αυτές γίνονται από νέους ανθρώπους, είναι πολύ σημαντικό αυτό. Εντυπωσιάστηκα. Παρακαλώ ερωτήσεις, το μικρόφωνο προς τα εκεί και το όνομά σας, αν είναι παρέμβαση θέλω να ξέρω τι παρέμβαση.

Κος ΠΟΛΟΓΙΩΡΓΗΣ: Δικηγόρος Γιώργος Πολογιώργης. Σχετικά με τη χειραγώγηση των μετοχών, σχετικά με τις *off shore* εταιρείες. Απ' ό,τι μας είπε η κυρία Δριστά, αυτό είναι καθήκον της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει καθήκον να ελέγχει μέχρι το φυσικό πρόσωπο.

Αυτό το κάνει δειγματοληπτικώς, το κάνει διότι υπάρχει καταγγελία ή δεν το κάνει καθόλου; Αυτό είναι το πρώτο ερώτημα, το 2ο ερώτημα είναι σχετικά με τη χειραγώγηση, τι ισχύει στις χώρες της ευρωπαϊκής αγοράς; Δηλαδή ισχύει το ίδιο, ότι και αυτές ακολουθούν τον έλεγχο μέχρι του φυσικού προσώπου;

Απ' ό,τι κατάλαβα στη Γερμανία αυτό ισχύει. Αν όμως δεν ισχύει, τότε θα μπορούσε κάποιος να φτιάξει *off shore* εταιρείες, κάτι το οποίο δεν μπορεί να το κάνει στην Ελλάδα να το κάνει στο εξωτερικό και κατά συνέπεια να έχει το ίδιο αποτέλεσμα κρύβοντας τον εαυτό του πίσω από τις *off shore* εταιρείες, κάνοντας χειραγώγηση μετοχών και έχοντας το αποτέλεσμα, το οποίο βέβαια είναι παράνομο.

Απ' ό,τι ξέρω και καταλαβαίνω θα μπορούσε πάλι να έχει τις συνέπειες της χειραγώγησης μετοχών έναντι της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, η οποία θα μπορούσε να ενημερωθεί από τις ξένες αρχές.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Τις πρώτες *off shore* εταιρείες στο εξωτερικό να γνωρίζετε ότι τις ίδρυσαν Έλληνες εφοπλιστές. Θα σας απαντήσει η κυρία Δριστά για να ξέρετε. Απλώς κάνω μία πληροφόρηση.

Κα ΔΡΙΣΤΑ: Πριν σας απαντήσω, θα ήθελα να πω ότι, όπως γνωρίζετε, εδώ με βάση την Ελληνική Νομοθεσία στο αποθετήριο, όποιοι πραγματοποιούν αγορές ή πωλήσεις, βλέπουμε τον τελικό επενδυτή. Έχουμε διαμορφώσει έτσι το σύστημα ώστε οι συναλλαγές που πραγματοποιούνται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο να είναι σε επίπεδο τελικού επενδυτή.

Δηλαδή γνωρίζουμε ποιος είναι πίσω από κάθε συναλλαγή. Τώρα στις περιπτώσεις που χρησιμοποιούνται *off shore* εταιρείες, δηλαδή για παράδειγμα, συ-

νήθως *off shore* εταιρείες στη Λιβερία, στην Κύπρο, σε εποπτικές αρχές που είναι λίγο πιο χαλαροί εκεί οι θεσμοί και όταν εμείς στο πλαίσιο ελέγχου συναλλαγών βρίσκουμε ότι οι συναλλαγές έχουν πραγματοποιηθεί από τέτοιες εταιρείες και βέβαια πηγαίνουμε μέσω ξένων Εποπτικών Αρχών και μαθαίνουμε ποιος είναι ο τελικός επενδυτής.

Δεν υπάρχει περίπτωση, όσο και αν καθυστερήσουν οι εποπτικές αρχές, λαμβάνοντας υπόψη ότι είναι και πολύ δύσκολο και γι' αυτές να εντοπίσουν τον τελικό επενδυτή. Γιατί συνήθως πίσω από μία *off shore* εταιρεία κρύβεται μία άλλη *off shore* εταιρεία και μία άλλη *off shore* εταιρεία.

Επομένως και ενδεχομένως ο χρόνος που θα κάνει να μας απαντήσει μπορεί να είναι και τρεις και τέσσερις μήνες ή και περισσότερο, εξαρτάται από την περίπτωση. Αλλά σε κάθε περίπτωση δεν καταλήγουμε σε περίπτωση χειραγώγησης αν δεν γνωρίζουμε ποιος είναι ο τελικός δικαιούχος πίσω από κάθε συναλλαγή, αυτό είναι ξεκάθαρο.

ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Μας απασχόλησε στο Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς μία πρόταση του προέδρου μας, η οποία έλυνε το πρόβλημα που έθεσε ο κύριος, ότι οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες ενεργούν μεσολαβητικά για την εκτέλεση μιας εντολής ή μιας *off shore* εταιρείας, δεν θα την εκτελούν αν δεν αναλαμβάνουν την υποχρέωση να μας αποκαλύπτουν, όταν το ζητήσουμε, τους *beneficial owners*.

Κα ΔΡΙΣΤΑ: Υπάρχει ήδη και η απόφαση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς, η οποία το έχει θεσμοθετήσει πλέον.

ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Είπαμε όμως ότι αυτό θα προκαλούσε επανάσταση των χρηματιστών, οι οποίοι θα έχαναν όλη τους τη δουλειά από τις συγκεκριμένες και μας απασχόλησε και εξακολουθεί να μας απασχολεί, απόφαση δεν έχει ληφθεί, μάλλον δεν θα γίνει αυτό το πράγμα.

Κα ΔΡΙΣΤΑ: Απλά να τονίσω ότι, όταν εντοπίζονται σε περιπτώσεις ελέγχου συναλλαγών ή μετοχών, *off shore* εταιρείες, εμείς έχουμε τις δυνατότητες και μαθαίνουμε ποιος είναι ο τελικός επενδυτής. Ίσως να καθυστερούμε γιατί είναι έτσι το σύστημα.

Αλλά έχουμε τις δυνατότητες και επίσης να τονίσω ότι ήδη η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει εκδώσει απόφαση που ισχύει από τον προηγούμενο Νοέμβριο,

όπου όλες οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι οποίες έχουν ως πελάτες *off shore* εταιρείες, οφείλουν, όταν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ζητήσει τα στοιχεία του *beneficial owner*, να μας πουν ποιος είναι ο επενδυτής πίσω από αυτήν την εταιρεία. Ο τελικός δικαιούχος, δηλαδή.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Ο επόμενος. Κατ' αρχάς πρέπει να σας πω ότι το *Market Abuse directive Mad* σημαίνει και τρελός.

ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Η ερώτησή μου αφορά την κυρία Δριστά και πάλι για τη χειραγώγηση που απασχολεί τελευταία τα δικαστήρια. Αν κατάλαβα καλά, κυρία Δριστά, η χειραγώγηση μπορεί να αφορά και διορθώστε με, μπορεί να μην το έχω καταλάβει καλά. Μπορεί να αφορά τον όγκο των συναλλαγών, δηλαδή δείχνει ενδιαφέρον για μια συγκεκριμένη μετοχή και ζητάω μεγάλη ποσότητά τους, ανεξαρτήτως της τιμής σε μια χρονική στιγμή και, δεύτερον, την τιμή κλεισίματος. Δηλαδή πώς διαμορφώνεται αυτή κατά το κλείσιμο της ημερήσιας συνεδρίασης, στόχος και στις δύο περιπτώσεις είναι η προσέλκυση των επενδυτών και αυτό απ' ό,τι κατάλαβα απ' όσα είπατε, μπορεί να διαρκεί μέρες ή κανένα μήνα και έτσι μια μετοχή που έχει μία άλφα τιμή, σε λίγο διάστημα μπορεί να τη δούμε σε δύο άλφα ή τρία άλφα.

Το πρόβλημα είναι όταν διαμορφώνεται μια τέτοια ζήτηση της μετοχής και μια έντονη διακύμανση, πώς θα προστατευθεί ο μικροεπενδυτής; Δηλαδή, υπάρχει μηχανισμός προστασίας του μικροεπενδυτή; Εκ των υστέρων μπορεί να αποκλυφθεί και να τιμωρηθεί ο ιδιοκτήτης.

Έχουμε πρόσφατο παράδειγμα, κάποια μετοχή από 1 ευρώ πήγε σε σύντομο χρονικό διάστημα στα 10 ευρώ, ο ιδιοκτήτης είναι αυτήν τη στιγμή στη φυλακή, αλλά ο κόσμος έχασε τα λεφτά του. Θέλω να πω, δηλαδή, υπάρχει μηχανισμός και αυτό το βλέπουμε και πολλές φορές και στον Τύπο.

Προβάλλεται όχι μόνο μέσα από το χρηματιστήριο η αυξημένη ζήτηση της μετοχής, αλλά βλέπουμε και παραπλανητικά δημοσιεύματα στον Τύπο που λένε ότι η μετοχή χ θα πάει ψηλά και λοιπά, γιατί κάνει επενδύσεις στο εξωτερικό και λοιπά.

Μηχανισμός προστασίας υπάρχει; Τι κάνει η χρηματαγορά για να προλάβει, όχι εκ των υστέρων, γιατί πράγματι, όπως είπε ο κύριος καθηγητής, η απόδειξη είναι δύσκολη, αυτό ήθελα.

Κα ΔΡΙΣΤΑ: Να επισημάνω ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν έχει τη δυνα-

τότητα και δεν προκύπτει από κανένα νόμο, η αρμοδιότητα ακύρωσης συναλλαγών. Όπως ξέρετε, το χρηματιστήριο είναι υπεύθυνο για την πλατφόρμα των συναλλαγών.

Επομένως υπάρχει ήδη εποπτεία και στο χρηματιστήριο, *on line* που λέμε, κατά τη διάρκεια της Συνεδρίασης, όπου εκεί πέρα υπάρχουν συγκεκριμένα εργαλεία, υπάρχει και συγκεκριμένη ομάδα προσώπων. Οι οποίοι, όταν βλέπουν κάποιες περίεργες συναλλαγές που προκαλούν μεγάλες μεταβολές των τιμών, έχουν τη δυνατότητα να πάρουν τη χρηματιστηριακή και να της δώσουν ένα μήνυμα, ότι σας παρακολουθούμε, αν μη τι άλλο. Γιατί σε καμία περίπτωση ούτε το χρηματιστήριο, ούτε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά τη διάρκεια της Συνεδρίασης μπορεί να σταματήσει την εισαγωγή των εντολών και να την ακυρώσει, αυτό είναι συγκεκριμένο.

Από κει και πέρα, όσον αφορά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, φυσικά και έχουμε προληπτικό έλεγχο. Τι εννοώ προληπτικό έλεγχο στις συναλλαγές, γιατί είναι λιγάκι λεπτό το θέμα.

Όταν εντοπίζουμε σε κάποιες μετοχές περίεργες διακυμάνσεις τιμών και όταν βλέπουμε ότι αυτοί που ουσιαστικά προκαλούν την άνοδο της τιμής, ενδεχομένως να δρουν συντονισμένα. Για να το πούμε όμως αυτό, πρέπει να πάμε στη χρηματιστηριακή, να ακούσουμε τηλεφωνικές εντολές, να δούμε ότι υπάρχει μια μεθόδευση πίσω από 20 ή 30 ή 40 ανθρώπους, για να μπορέσουμε να τους σταματήσουμε.

Για να γίνει αυτό απαιτείται χρόνος, τις περισσότερες φορές δρούμε προληπτικά πηγαίνοντας αυτόματα κατά τη διάρκεια της Συνεδρίασης και πραγματοποιώντας ελέγχους και απομαγνητοφώνηση στις χρηματιστηριακές, μόνο και μόνο για να τους δείξουμε ότι εμείς σας παρακολουθούμε.

Από κει και πέρα, να πω ότι επειδή δεν μπορούμε να τους εμποδίσουμε να μην κάνουν τις συναλλαγές, εκ των πραγμάτων οι συναλλαγές πραγματοποιούνται και μετά έρχεται η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατασταλτικά και επιβάλλει κυρώσεις.

Είναι ιδιαιτερότητα των συναλλαγών, αλλά θεωρώ ότι και στις ξένες εποπτικές αρχές, ότι καμιά Εποπτική Αρχή δεν μπορεί να σταματήσει. Το μόνο που μπορούμε να κάνουμε είναι να τους δείξουμε, και αυτό το κάνουμε και με την ενεργή συμμετοχή του ίδιου του προέδρου και με την ενεργή συμμετοχή της Διεύθυνσης.

Να πραγματοποιούμε ελέγχους κατά τη διάρκεια της Συνεδρίασης σε χρηματιστηριακές, στις οποίες εντοπίζονται κάποιες περίεργες συναλλαγές. Οφείλω να

τονίσω κάτι, ότι πλέον όπως έχετε δει και εσείς, οι διακυμάνσεις των τιμών δεν είναι αυτές που είχαμε συνηθίσει παλαιότερα, δηλαδή το 1999 και το 2000.

Τώρα πλέον η χειραγώγηση δεν είναι τόσο απλή, δηλαδή δεν βλέπουμε μια μετοχή να ανεβαίνει κάθε μέρα 20% και 20% και 20%, πλέον τώρα η χειραγώγηση διαρκεί μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, οι επενδυτές οι οποίοι εμπλέκονται μπορεί να είναι και 300, οι χρηματιστηριακές οι οποίες συμμετέχουν είναι πάνω από 10 και άρα για να πας κάπου και να του πεις, εσύ σταμάτα, θα πρέπει να έχεις στοιχεία πιο μπροστά.

Αυτή είναι η ιδιαιτερότητα της δικής μας Διεύθυνσης.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Πρέπει να πω ότι πράγματι ο πρόεδρος επενδύει ένα αρκετό μέρος του χρόνου του καθημερινά, κοιτάζει την αγορά, πλην όμως προσέξτε να δείτε. Αυτό το φαινόμενο δεν είναι στιγμιαίο, μιας ώρας ή μιας ημέρας.

Κος ΤΕΝΤΕΣ: Δεν απάντησε ακριβώς στο ερώτημα του κυρίου Αθανασίου, το ερώτημα του κυρίου Αθανασίου αφορά πρωτίστως ένα καθαρά νομικό θέμα, τη δυνατότητα αποκατάστασης της ζημίας του επενδυτή που έπεσε θύμα χειραγώγησης. Αυτό δεν λύνεται με τα διοικητικά μέτρα, είτε προληπτικά, είτε κατασταλτικά, εμμέσως μόνον η δυνατότητα αποκατάστασης της ζημίας, είναι καθαρά θέμα εξέτασης του προστατευτικού νόμου.

Υπάρχει μια μεγάλη συζήτηση, απλώς το εισφέρω στη συζήτηση αυτό, κατά πόσο ο 3340 και οι διάφοροι νόμοι της Κεφαλαιαγοράς έχουν στο προστατευτικό τους πεδίο και την προστασία την ατομική του επενδυτή.

Εάν θεωρηθεί ότι προστατεύεται μόνον ο θεσμός της Κεφαλαιαγοράς, ο επενδυτής, κύριε Αθανασίου, δεν θα προστατευτεί. Εάν θεωρηθεί ότι προστατεύεται και ο επενδυτής ατομικά και η εμπιστοσύνη καθενός, εκεί έχει δυνατότητα αξίωσης, στηριζόμενος, στις διατάξεις του 3340 και του 914, να ζητήσει την αποκατάσταση της ζημίας του. Αστική αποκατάσταση.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Η κυρία Χαρούλα Απαλαγάκη.

Κα ΑΠΑΛΑΓΑΚΗ: Θα ξεκινήσω από μία συμπληρωματική παρατήρηση στον κύριο Τριανταφυλλάκη και στη συνέχεια των όσων είπε η κυρία Δριστά. Αναμφίβολα όποιος παραβιάσει τις διατάξεις του 3340 ή κάθε άλλου ειδικού νομοθετήματος, διαπράττει πράξη παράνομη και, αν συντρέχουν και τα λοιπά στοιχεία του άρθρου 914, ασφαλώς οφείλει αποζημίωση στους επενδυτές.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Από κει και πέρα, θα τα δούμε και στον κανονισμό αναδοχών, οι εναγόμενοι μπορεί να είναι όλοι στην Ελλάδα, για να σας λύσω και την απορία. Κύριε Τέντε, θα μου επιτρέψετε εσείς μία ερώτηση.

Η 28 απόφαση του 2007 της Ολομέλειας αντιμετώπισε την παραγγελία στη συμβατική της διάσταση. Όλοι γνωρίζετε ότι συχνά οι ενάγοντες θεμελιώνουν τις αξιώσεις τους και στη βάση της αδικοπραξίας, οπότε τα δικαστήρια αξιώνουν μια συμπεριφορά παράνομη, ανεξάρτητα ή όχι από την ύπαρξη συμβατικής σχέσης.

Η ερώτησή μου είναι, θα μπορούσατε να εφαρμόσετε την ετήσια παραγραφή και στην αδικοπρακτική ευθύνη εν όψει της γενικής διατύπωσης του νόμου, πάσα αξίωση, ή θα ακολουθήσουμε τη γνωστή θέση της Ολομέλειας; Ότι άλλο το ένα και άλλο το άλλο.

Κος ΤΕΝΤΕΣ: Νομίζω ότι αυτό είναι. Ήδη η άποψη της Ολομελείας έχει επιβεβαιωθεί και με νεότερες αποφάσεις, ο κύριος Καλαμίδης είναι παρών, του 2006, του 2007 του τμήματός μας, μάλιστα έχουν εκδοθεί πολλές τέτοιες αποφάσεις. Όχι ακριβώς σε αυτό το θέμα, αλλά σε άλλο θέμα.

6. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 6

Εποπτεία Ενάντια στην Κατάχρηση Αγοράς



6.1 Ι. ΡΟΚΑΣ (Συντονιστής με αντικαταστάτη τον κ. Γ. Χαραλάμπους)

Έχουμε μαζί μας τον κύριο Χαμπέο, ο οποίος είναι στέλεχος στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Έχουμε επίσης τον Νίκο Τεσσαρομάτη, καθηγητή του Άλμπα και γενικό διευθυντή ΕΔΕΚ-ΟΤΕ. Πρόσθετα έχουμε τον κύριο Μερσίνη, δικηγόρο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τον αγαπητό Gil Galvaο, ο οποίος είναι αντιπρόεδρος του Συνταγματικού Δικαστηρίου της Πορτογαλίας και, βεβαίως, δίπλα μου έχω την αγαπητή μου Χαρούλα.

6.2 Α. ΧΑΜΠΕΟΣ

Χρηματιστηριακά μέσα – Χρήση και ενδεχόμενοι κίνδυνοι

Καλησπέρα σας. Επειδή υπάρχει το ενδεχόμενο κάποιοι από τους αξιότιμους δικαστικούς λειτουργούς να κληθούν να αποφασίσουν για ενδεχόμενη παραβατική συμπεριφορά επενδυτών, βάσει του νόμου 3340 και 3606, θεωρείται σκόπιμο να αναφερθώ σε γενικές γραμμές στο τι ορίζει ως χρηματοπιστωτικά μέσα ο νέος νόμος 3606.

Στο λίγο χρόνο που έχουμε διαθέσιμο, αρχικά θα κάνουμε μια γρήγορη αναφορά στα χρηματοπιστωτικά μέσα που αναφέρονται στο νέο νόμο, στη συνέχεια θα εστιάσουμε λίγο την προσοχή μας σε ένα από αυτά τα μέσα και συγκεκριμένα στα futures και, τέλος, θα αναφερθούμε σε ένα case study (μελέτη περιπτώσεων) που σχετίζεται με τη χρήση των futures.

Ο νόμος 3606/2007, αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις, έχει ως σκοπό την ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2004/39, τη γνωστή MiFID.

Ο νόμος αυτός, στο άρθρο 5, διευρύνει τον ορισμό των χρηματοπιστωτικών μέσων που ανέφερε ο προηγούμενος νόμος 2396/96. Θα κάνουμε τώρα τη γρήγορη αναφορά, όπως είπαμε, ως χρηματοπιστωτικά μέσα αναφέρονται οι κινητές αξίες, όπως είναι οι μετοχές, τα μέσα χρηματαγοράς όπως είναι τα ομόλογα, τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων όπως είναι τα μερί-

δια αμοιβαίων κεφαλαίων, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα futures, είναι αυτά που θα αναφερθούμε και λίγο παρακάτω πιο διεξοδικά.

Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προέλευσης, τα options, οι προθεσμιακές συμβάσεις, τα forwards, οι συμβάσεις ανταλλαγής, τα swaps, στη συνέχεια έχουμε τις χρηματοπιστωτικές συμβάσεις επί διαφορών, τα γνωστά contracts for differences.

Άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια και χρηματοπιστωτικά και χρηματοπιστωτικούς δείκτες, καθώς και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενου με κλιματολογικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων, ποσοστά πληθωρισμού και επίσημες οικονομικές στατιστικές.

Πριν αναφερθούμε στην αγορά των futures, θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στην τρέχουσα αγορά. Μία τρέχουσα συναλλαγή στη Spot market, όπως ονομάζεται, αφορά στην αγορά ή την πώληση ενός αγαθού, ενός τίτλου όπου συνεπάγεται άμεση παράδοση και πληρωμή.

Δηλαδή σήμερα γίνεται η συμφωνία για τη συναλλαγή και σήμερα γίνεται η παράδοση του αγαθού και η πληρωμή. Τέτοιο παράδειγμα της αγοράς είναι η αγορά των μετοχών.

Στην αγορά των futures μια συναλλαγή αφορά σε μια αγορά ή πώληση ενός προϊόντος, για το οποίο η παράδοση και η πληρωμή δεν είναι άμεση, αλλά συμφωνούνται για μια μελλοντική στιγμή. Σήμερα γίνεται η συμφωνία για τη συναλλαγή και κάποιο χρονικό διάστημα αργότερα, εδώ στο παράδειγμα τρεις μήνες αργότερα, γίνεται η παράδοση και η πληρωμή.

Ο αγοραστής ενός future αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει το υποκείμενο αγαθό σε μια συγκεκριμένη τιμή, σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Από την άλλη μεριά, ο πωλητής ενός future αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει το υποκείμενο αγαθό, στη συγκεκριμένη τιμή, στη συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία.

Τώρα να αναφερθούμε και σε κάποια στοιχεία της αγοράς των futures που θα μας βοηθήσουν και στην αναφορά του case study. Η εταιρεία εκκαθάρισης αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος.

Όταν κάποιος αγοράζει ένα συμβόλαιο futures στην αγορά παραγώγων αντισυμβαλλόμενος, δεν είναι αυτός που έχει πάρει την αντίθετη θέση. Αυτός δηλαδή που έχει πουλήσει το συμβόλαιο, αντισυμβαλλόμενος είναι η εταιρεία εκκαθάρισης.

Αυτό σημαίνει ότι σε περιπτώσεις που κάποιος από τους δύο συμβαλλόμε-

νους καταστεί υπερήμερος, δηλαδή δεν μπορεί να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, τις υποχρεώσεις αυτές τις αναλαμβάνει η εταιρεία εκκαθάρισης.

Ουσιαστικά η εταιρεία εκκαθάρισης, αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο. Τώρα η εταιρεία εκκαθάρισης προκειμένου να αντεπεξέλθει στην υποχρέωση που έχει αναλάβει του πιστωτικού κινδύνου, έχει υιοθετήσει τις εξής υποχρεώσεις σε αυτούς που θέλουν να συναλλαχθούν.

Το 1ο που έχει υιοθετήσει η εταιρεία εκκαθάρισης είναι το περιθώριο ασφάλισης, το margin. Για να πραγματοποιήσει κάποιος μια συναλλαγή σε futures, θα πρέπει συνήθως να έχει καταθέσει σε ένα λογαριασμό, ο οποίος είναι δεσμευμένος υπέρ της εταιρείας εκκαθάρισης, χρήματα που αντιστοιχούν σε ένα ποσοστό της συνολικής αξίας της θέσης που πρόκειται να αναλάβει.

Εδώ έχουμε ουσιαστικά την έννοια της μόχλευσης, όπου κάποιος παίρνει θέση στην αγορά για μεγαλύτερη αξία από αυτήν που θα έπαιρνε, αν αγόραζε τις μετοχές της Εθνικής για παράδειγμα στην αγορά και χρειαζόταν να καταβάλει το σύνολο του ποσού.

Το 2ο που έχει υιοθετήσει η εταιρεία εκκαθάρισης είναι ο καθημερινός διακανονισμός, το γνωστό Mark to Market. Στη spot αγορά, στην αγορά των μετοχών, όταν κάποιος αγοράσει μετοχές και η τιμή της μετοχής αρχίσει να ανεβαίνει, τα κέρδη ο επενδυτής τα πραγματοποιεί όταν πουλήσει τις μετοχές του.

Αν δεν πουλήσει τις μετοχές του, το κέρδος του είναι λογιστικό, με άλλα λόγια δεν έχει βάλει τίποτε στο λογαριασμό του. Στο λογαριασμό του θα μπουν μόνο αν πουλήσει.

Στην αγορά των futures υπάρχει ο καθημερινός διακανονισμός. Τα κέρδη ή η χασούρα της θέσης που έχει πάρει κάποιος επενδυτής, γίνονται realized καθημερινά, πραγματοποιούνται καθημερινά. Αυτό σημαίνει το εξής, την επόμενη μέρα της Συνεδρίασης η εταιρεία εκκαθάρισης καταθέτει τα χρήματα σε αυτούς που έχουν κερδίσει, από τη θέση που έχουν πάρει από τη μια μεριά και από την άλλη κάνει ανάληψη από τους λογαριασμούς αυτών που οι θέσεις τους έχουν χάσει.

Ουσιαστικά εδώ έχουμε και την έννοια όπου στην αγορά των παραγώγων ισχύει και το zero sum game. Το κέρδος του ενός είναι η ζημιά του άλλου. Να περάσουμε σύντομα και στο case study. Θα δούμε το case study της Barings Bank.

Η Barings Bank ήταν η αρχαιότερη εμπορική τράπεζα του Λονδίνου, ιδρύθηκε το 1762. Η συγκεκριμένη τράπεζα, μεταξύ άλλων, είχε και τη θυγατρική εταιρεία, τη γνωστή Barings Future Singapore, την BFS.

Τους πρώτους 7 μήνες του 1994 τα προ φόρου κέρδη της Barings Bank ήταν

54 εκατομμύρια λίρες Αγγλίας, εκ των οποίων τα 18,8 εκατομμύρια, το 1/3 περίπου ήταν της BFS. Επίσης στην BFS στα τέλη του 1994 της απονεμήθηκε το βραβείο Clearing Firm of the year, εταιρεία εκκαθάρισης της χρονιάς.

Λίγες βδομάδες αργότερα και για την ακρίβεια στις 26/2/95, η Barings Bank διέκοψε τη λειτουργία της λόγω ζημιών 860 εκατομμυρίων λιρών Αγγλίας της BFS. Τελικά η Barings Bank πουλήθηκε στην ING για μία (1) λίρα Αγγλίας.

Πάμε να δούμε ποιος ήταν υπεύθυνος για όλη αυτή την ιστορία. Ο κύριος Nick Leason ήταν ο υπεύθυνος, η δραστηριότητα του οποίου οδήγησε στην πτώση της Barings Bank, μιας εταιρείας triple a, τρία άλφα, πιστωτικής αξιολόγησης από τους Οίκους αξιολόγησης.

Ο οποίος Nick Leason από το 1992-1995 ήταν επικεφαλής στη Διεύθυνση Συναλλαγών και επικεφαλής της Διεύθυνσης Εκκαθάρισης. Η στρατηγική που συνήθως ακολουθούσε η BFS, πριν την πτώση, ήταν η εξής:

Ένα προϊόν το οποίο διαπραγματευόταν σε δύο διαφορετικά χρηματιστήρια, αυτό της Σιγκαπούρης και αυτό της Οσάκα της Ιαπωνίας, εκμεταλλευόταν τις ανισορροπίες τιμών για το ίδιο προϊόν που διαπραγματευόταν ταυτόχρονα στα δύο χρηματιστήρια.

Δηλαδή τι έκανε; Πουλούσε το υπερτιμημένο αγαθό στην αγορά που ήταν πιο πάνω και αγόραζε αυτό που ήταν υποτιμημένο. Η στρατηγική που έκανε, ονομάζεται arbitrage. Το προϊόν που συναλλασσόταν στις δύο αγορές ήταν futures στο δείκτη Nikkei 225 στην αγορά της Σιγκαπούρης από τη μία μεριά και της Οσάκα της Ιαπωνίας από την άλλη.

Έπαιρνε λοιπόν θέση πώλησης στην αγορά με την υψηλότερη τιμή και ταυτόχρονα θέση αγοράς στην αγορά με τη χαμηλότερη τιμή. Αυτό συνέβαινε όταν υπήρχε ανισορροπία στην αγορά, στις τιμές δηλαδή.

Όταν επανερχόταν από την προσφορά και τη ζήτηση η ισορροπία στις αγορές, έκλεινε τις θέσεις που είχε ανοίξει και αυτό που του έμενε ήταν το κέρδος, η διαφορά. Αυτό να αναφέρουμε ότι συνήθως γίνεται από μεγάλους επενδυτές, γιατί χρειάζεται για να αποκομίσει κάποιος κέρδος από αυτή τη στρατηγική, συνήθως είναι για μεγάλο όγκο, για να έχει και νόημα να εμπλακεί ένας επενδυτής σε αυτήν τη στρατηγική.

Είδαμε τη στρατηγική που συνήθως έκανε, η κύρια στρατηγική που οδήγησε στην κατάρρευση της Barings Bank ήταν η εξής. Αντί να παίρνει αντίθετες θέσεις στις δύο αγορές, έπαιρνε ταυτόχρονα θέσεις αγοράς και στις δύο αγορές πάνω στο προϊόν Futures Nikkei 225. Αυτό το έκανε γιατί η προσδοκία που είχε για την αγορά ήταν ανοδική. Πίστευε ότι θα πήγαινε η αγορά πάνω.

Γι' αυτόν το λόγο αύξησε την έκθεσή του στον κίνδυνο, παίρνοντας θέση ταυτόχρονα αγοράς και στα δύο χρηματιστήρια. Να δούμε λίγο την πορεία του δείκτη Νικκεί 225 από τη στιγμή που άρχισε να παίρνει θέσεις. Υπήρχε αρχικά μια πτώση στην τιμή του δείκτη και ο Leason αγόραζε πιστεύοντας ότι η αγορά θα γυρίσει, όμως γίνεται ένας σεισμός στο Κόμπε της Ιαπωνίας και η αγορά πέφτει περισσότερο. Ο Leason αγόραζε ακόμα περισσότερο.

Αυτό το έκανε γιατί υπήρχε η πεποίθηση σε κάποιους στην αγορά ότι, λόγω του σεισμού που είχε προκληθεί στην περιοχή, θα υπήρχε ανάπτυξη λόγω της ανοικοδόμησης που θα χρειαζόταν η περιοχή.

Όμως δεν υπολόγισαν σωστά την έκταση της καταστροφής και η αγορά συνεχίζει να πέφτει. Και σαν να μην έφταναν όλα αυτά, ήταν στραβό το κλίμα, προκύπτει και μια ανατίμηση του Yen σε σχέση με το δολάριο και η αγορά πέφτει κι άλλο.

Αυτός δηλαδή συνέχιζε να αγοράζει συμβόλαια, ενώ η αγορά κινούνταν συνεχώς εναντίον του, με αποτέλεσμα να διευρύνεται η ζημιά του. Να δούμε λίγο από τη μεριά του χρηματιστηρίου της Σιγκαπούρης, το Simex, δύο σημεία μέχρι να συνεχίσουμε.

Ο Leason ανοίγει στο Simex πάρα πολλές θέσεις, προσδοκώντας ότι με το που θα γύριζε η αγορά προς τα πάνω θα έκλεινε τις θέσεις του κερδισμένος, οπότε να είναι εντάξει. Αλλά συνέχιζε να του πηγαίνει ανάποδα η αγορά.

Φορτώνεται λοιπόν αρκετά συμβόλαια επάνω του και προκειμένου να το πετύχει, ζηταγε άδεια από το χρηματιστήριο για να υπερβεί τα όρια που υπήρχαν ανά επενδυτή. Από τη μεριά του το χρηματιστήριο του την έδινε την άδεια, λόγω του καλού ονόματος της Barings Bank που, όπως είδαμε, ήταν τρία άλφα.

Και από την άλλη, λόγω της αποδοχής δίχως έλεγχο των ισχυρισμών του Leason ότι αντιστάθμιζε. Δηλαδή αυτό που λέγαμε προηγουμένως, έπαιρνε τις αντίθετες θέσεις στην Οσάκα της Ιαπωνίας. Δεν το ελέγξαν από τη μεριά του χρηματιστηρίου του Simex.

Αλλά κυρίως του δίνανε τη δυνατότητα να παίρνει τις θέσεις λόγω της κάλυψης των καθημερινών αναγκών και των υποχρεώσεων που προέκυπταν από τις θέσεις. Είναι αυτό που είδαμε προηγουμένως, του Margin και του Mark to Market.

Καθημερινά έπρεπε για τις επιπλέον θέσεις που άνοιγε, να καταβάλει κάποιο χρηματικό ποσό για Margin συν τον καθημερινό διακανονισμό. Δηλαδή τα χρήματα που έχανε και έπρεπε επιπλέον να καταβάλει χρήματα.

Με ποιον τρόπο κάλυπτε τις υποχρεώσεις του στα χρηματιστήρια; Γιατί,

όπως είπαμε, χρειαζόταν περισσότερα χρήματα για να καλύπτει τις αυξανόμενες θέσεις που έπαιρνε. Με δανεισμό, μόνο τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του '95 δανείστηκε 538 εκατομμύρια λίρες ή από την BFS την ίδια ή από θυγατρικές της.

Τώρα γιατί του δίνανε; Όταν στα 58 εκατομμύρια έβγαζε η συγκεκριμένη εταιρεία το 1/3 όλου του Ομίλου σε όλο τον Πλανήτη, ήταν η κότα με τα χρυσά αυγά. Ήταν το καλό παιδί του Ομίλου, τον στηρίζανε.

Εκτός από το δανεισμό και από συναλλαγές, από πώληση σε options, τα δικαιώματα αγοράς που είδαμε προηγουμένως. Από αυτούς τους δύο τρόπους κυρίως κάλυπτε τις υποχρεώσεις του στα χρηματιστήρια.

Τώρα, με ποιον τρόπο έκρυβε τη ζημιά από τη μητρική εταιρεία; Χρησιμοποιούσε δύο error accounts, λογαριασμούς λαθών. Τον 88 888 στο Simex στη Σιγκαπούρη, είναι το lucky number στην Κίνα, χαριτολογώντας μάλλον το έκανε και τον 92000 στην Οσάκα. Αυτούς τους δύο error accounts.

Έκρυβε εκεί, στους λογαριασμούς λαθών όλη τη χασούρα. Επίσης παρουσίασε ψεύτικα έγγραφα που εμφάνιζαν τη θυγατρική ότι εισέπραξε χρήματα από πώληση δικαιωμάτων αγοράς. Μιλάμε για μεγάλα ποσά για να συνεισφέρει σε όλη αυτή τη θέση.

Παίρνοντας και αυτήν τη θέση, να κάνω και μια παρένθεση, ήταν υπέρ του το ότι έπεφταν κάτω τα χρηματιστήρια, οπότε είχαν εφησυχάσει και στα Κεντρικά της Barings Bank.

Οι κύριοι λόγοι που οδήγησαν στην κατάρρευση της Barings Bank ήταν: Οργανωτικό πρόβλημα, ο Leason έλεγχε ο ίδιος τις δικές του συναλλαγές, όπως είδαμε ήταν υπεύθυνος και για τις συναλλαγές και για την εκκαθάριση των συναλλαγών. Έλεγχε τον εαυτό του, δηλαδή.

Ελλιπή μέτρα διαχείρισης κινδύνου, ο Leason δεν είχε όρια θέσης για τη συνολική του θέση, για τη συνολική του θέση ως εταιρεία. Γι' αυτό και είπαμε ότι πήγαινε και τα έκρυβε στον error account.

Αν είχε για το σύνολο της εταιρείας, δεν θα μπορούσε να το κάνει αυτό και τέλος υπήρχε έλλειψη αποτελεσματικού εσωτερικού ελέγχου από την Barings Bank και ο λόγος που ίσως έκαναν και τα στραβά μάτια ήταν ακριβώς γιατί συνέβαλε πάρα πολύ στην κερδοφορία του Ομίλου.

Ο Leason προσπάθησε να διαφύγει από τη Σιγκαπούρη, πιάστηκε στη Γερμανία, απελάθηκε πίσω στη Σιγκαπούρη, δικάστηκε και καταδικάστηκε για απάτη σε 6 χρόνια. Έγραψε ένα βιβλίο για την όλη ιστορία, το οποίο γυρίστηκε και ταινία.

Τελευταία κάπου διάβασα ότι διδάσκει και σε κάποιο Πανεπιστήμιο. Το συγκεκριμένο περιστατικό ήταν από αυτά που οδήγησαν τις εποπτικές αρχές σε μεγαλύτερη ρύθμιση στην αγορά παραγώγων. Σας ευχαριστώ πολύ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ο συγκεκριμένος κύριος είχε μάθει για τον Έλληνα Nick the Greek, the Big Gambler, και αυτόν προσπαθούσε να ανταγωνιστεί. Ο κύριος Τεσσαρομάτης.

6.3 Ν. ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗΣ

**Χρηματοπιστωτικά μέσα – Χρήση και ενδεχόμενοι κίνδυνοι –
μια άλλη οπτική γωνία**

Κυρίες και κύριοι, καλησπέρα. Φαντάζομαι ότι θα προτιμούσατε ένα ακόμα ανέκδοτο από τον κύριο Χαραλάμπους, παρά εμένα να σας λέω για τη χρήση και κατάχρηση παραγώγων. Αλλά θα με ανεχθείτε για 10 με 15 λεπτά.

Έχω βάλει στοίχημα με τον κύριο Καμπουρόπουλο εδώ, ότι θα μπορέσω να σας εξηγήσω κάτι που είναι αρκετά δύσκολο. Γι' αυτό, σας παρακαλώ, όταν ρωτήσει αργότερα, πέστε του ότι καταλάβατε.

Ξεκινάω με έναν ορισμό και θα δώσω μάλλον ένα παράδειγμα, γιατί ο ορισμός δεν αρκεί. Η παρουσίαση του κυρίου Χαμπέου νομίζω ότι βοήθησε, γιατί εξήγησε τι είναι τα παράγωγα, αλλά να πω και εγώ ότι παράγωγο είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα, η αξία των οποίων βασίζεται στην αξία κάποιου άλλου προϊόντος. Δηλαδή συνδέονται με ένα άλλο χρηματοοικονομικό προϊόν.

Υπάρχουν διαφόρων ειδών και έχουν εξηγηθεί από τον κύριο Χαμπέο πριν, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι προθεσμιακές συμφωνίες, οι συμφωνίες ανταλλαγής. Εγώ να πω δυο λόγια για τα δικαιώματα προαίρεσης και να δώσω και ένα παράδειγμα.

Μπορείτε να αγοράσετε, φαντάζομαι, τη Δευτέρα, ένα δικαίωμα αγοράς της μετοχής του ΟΤΕ, η μετοχή του ΟΤΕ είναι γύρω στα 25 ευρώ. Μπορείτε να την αγοράσετε μέχρι τις 21 Δεκεμβρίου στην τιμή των 25 ευρώ.

Αγοράζοντας λοιπόν αυτό το παράγωγο, το call option, έχετε αυτά τα δικαιώματα. Γι' αυτό το δικαίωμα πληρώνετε περίπου 1,28 ευρώ, αυτό είναι ένα παράγωγο, η τιμή του παραγώγου βασίζεται προφανώς στην πορεία της μετοχής του ΟΤΕ.

Έχει γίνει συζήτηση όχι μόνο σήμερα και χθες που άκουσα, για τις οργανωμένες αγορές παραγωγών, οπότε δεν θα πω πολλά πράγματα. Εκτός να επιστήμνω ότι παράγωγα υπάρχουν σε ένα σωρό υποκείμενα προϊόντα.

Ενώ μέχρι πρόσφατα είχαμε παράγωγα σε μετοχές, ομόλογα και τα λοιπά, τώρα βλέπουμε παράγωγα που συνδέονται με την πορεία του καιρού, παράγωγα που συνδέονται με την πίστη, τον πληθωρισμό, ακίνητα, ασφάλειες και τα λοιπά.

Θέλω όμως να σταθώ λίγο παραπάνω στις μη οργανωμένες αγορές, αυτές τις over the counter markets και τους κινδύνους που ενέχουν αυτές οι αγορές για τους επενδυτές. Η διαφορά των μη οργανωμένων αγορών, βασική διαφορά είναι η εξής.

Είναι δύο πράγματα που νομίζω ότι έχει ενδιαφέρον να τονιστούν. 1ον, ότι οι συμφωνίες που γίνονται, γίνονται συμφωνίες μεταξύ δύο μερών, οπότε τα συμβόλαια δεν είναι κατ' ανάγκη τυποποιημένα, αλλάζουν ανάλογα με το τι θέλουν να κάνουν τα δυο μέρη.

Αυτό δημιουργεί προβλήματα και πολλά προβλήματα νομικά και θα δώσω ένα – δύο παραδείγματα, όπου τέτοιες υποθέσεις κατέληξαν στα δικαστήρια. Το 2ο είναι ότι, εξαιτίας του γεγονότος ότι μιλάμε για πολύπλοκα προϊόντα, οι αποτιμήσεις δεν είναι διαφανείς, οι τιμές που πωλούνται ή αγοράζονται αυτά τα προϊόντα, είναι μεταξύ δύο μερών.

Άρα δεν έχεις πολλούς αγοραστές και πολλούς πωλητές και αυτό επίσης δημιουργεί σημαντικά προβλήματα. Ο όγκος των παραγωγών σήμερα είναι εξαιρετικά σημαντικός, τώρα πώς να το πω αυτό χωρίς να χρησιμοποιήσω νούμερα.

Σας δείχνω στοιχεία από τη συνολική ονομαστική αξία των παραγωγών, τη συνολική τους αξία σε όλο τον κόσμο και, βλέπετε, είναι αυτή η μπλε γραμμή επάνω, των μη οργανωμένων αγορών και κάτω των οργανωμένων αγορών.

Άρα το πρώτο πράγμα που βλέπει κανείς είναι ότι τα παράγωγα στις μη οργανωμένες αγορές, εκεί όπου δεν υπάρχει τυποποίηση, δεν υπάρχει διαφάνεια, υπάρχει πρόβλημα τιμών, είναι πολλαπλάσια των παραγωγών που βρίσκουμε να διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια, όπως και στο δικό μας χρηματιστήριο.

Το νούμερο εκεί είναι 400 τρισ. δολάρια και για να το βάλω έτσι να μπορεί κανείς να το συγκρίνει με κάτι, το ακαθάριστο εθνικό προϊόν των Ηνωμένων Πολιτειών είναι 12 τρισ. δολάρια. Μιλάμε λοιπόν για τεράστια νούμερα, τα οποία δείχνουν και κινδύνους που θα πω μερικά πράγματα γι' αυτούς.

Υπάρχουν δύο απόψεις για παράγωγα και βρήκα από δύο κυρίουσ που είναι σεβαστοί στη χρηματοοικονομική κοινότητα, τον Warren Baffet, που λέγεται

ότι είναι ο εν ζωή ο καλύτερος επενδυτής ίσως του κόσμου, ο οποίος πήρε μία μικρή εταιρεία και την έχει κάνει κολοσσό. Κατά την οποία τα παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά όπλα μαζικής καταστροφής, που ενέχουν κινδύνους, που ενώ σήμερα είναι λανθάνοντες, μπορεί να αποδειχτούν καταστρεπτικοί.

Αυτή είναι η μία άποψη, ότι τα παράγωγα είναι πρόβλημα και πρόβλημα μεγάλο και ίσως αποδειχτεί μεγαλύτερο στο μέλλον. Η 2η άποψη έρχεται από τον Alan Greenspan, έναν τέως τραπεζίτη αξιосέβαστο, τουλάχιστον μέχρι σήμερα, λέγεται ότι ήταν ο καλύτερος κεντρικός τραπεζίτης που πέρασε ποτέ από τις Ηνωμένες Πολιτείες και από άλλες χώρες, αν κάνει κανείς συγκρίσεις.

Αυτός λέει, ουσιαστικά, ότι τα παράγωγα εάν στο τέλος-τέλος το δει κανείς, τα θετικά στοιχεία τους είναι πολύ περισσότερα από ό,τι τα αρνητικά τους. Τώρα δεν ξέρω, αλλά συνήθως εγώ καλούμαι να συζητήσω για τα παράγωγα και μιλάω περισσότερο για τα οφέλη, σήμερα θα πω λίγα λόγια για τα οφέλη και θα πάω περισσότερο στην κατάχρηση.

Γιατί φαντάζομαι ότι αυτό θέλετε να ακούσετε ίσως, μιας και δεν μπορείτε να επενδύσετε ως δικαστικοί. Τα οφέλη είναι σημαντικά. Το πρώτο είναι η διαχείριση κινδύνου, τα παράγωγα μας επιτρέπουν να κάνουμε πράγματα που δεν μπορούμε να κάνουμε χωρίς αυτά.

Δηλαδή, έχω ένα χαρτοφυλάκιο, είμαι ένα ασφαλιστικό ταμείο, όχι στην Ελλάδα, στην Ελλάδα δεν μπορείς να κάνεις τίποτε σχεδόν, αλλά πέστε στο εξωτερικό. Είμαι ένα ασφαλιστικό ταμείο, το οποίο έχει περιουσία 1 δισ. ευρώ, την οποία την έχει στο χρηματιστήριο.

Αποφασίζει το ασφαλιστικό ταμείο ότι είναι κατάλληλη στιγμή να βγει κανείς από την αγορά αυτή, διότι η αγορά θα πέσει. Μπορεί με τη χρήση παραγώγων, γρήγορα και κυρίως ανέξοδα, να πάρει τέτοια θέση, που έστω και αν πέσει η αγορά, να μη χαθεί ούτε ένα ευρώ από το Ταμείο.

Με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς θα μπορούσε να το κάνει εύκολα αυτό. Το ίδιο πράγμα θα μπορούσε να κάνει και σήμερα στην Ελλάδα ένας επενδυτής, ο οποίος έχει επενδύσει κάποια χρήματα στο χρηματιστήριο, δεν θέλει να κάνει πωλήσεις, αλλά θέλει να σιγουρευτεί ότι δεν θα χάσει τα χρήματα που έχει επενδεδυμένα.

Το 2ο μεγάλο όφελος, το οποίο νομίζω εγώ ότι ίσως είναι και ο κύριος λόγος που βλέπουμε αυτήν την τεράστια ανάπτυξη στα παράγωγα, είναι ότι έχουν χαμηλό κόστος συναλλαγών. Το κόστος συναλλαγών σε κάποιες περιπτώσεις είναι το 1/20 του κόστους, εάν κάποιος προσπαθούσε να επενδύσει μέσω εντός της αγοράς των μετοχών.

Η εκμετάλλευση ευκαιριών για πραγματοποίηση κέρδους χωρίς κίνδυνο αναφέρθηκε πριν, είναι αυτή η ιδέα του arbitrage, ουσιαστικά αυτό που γίνεται είναι το εξής. Υπάρχει κλειστή σχέση μεταξύ της υποκειμένης αξίας της τιμής του ΟΤΕ και του παραγώγου που είναι πάνω στον ΟΤΕ.

Η σχέση αυτή που υπάρχει ένα μοντέλο που χρησιμοποιείται για να βρεθεί η τιμή του παραγώγου, η οποία δείχνει και τη σχέση αυτή. Για το μοντέλο αυτό οι δύο καθηγητές που το έχουν βγάλει, έχουν πάρει Νόμπελ Οικονομικών, λέει ακριβώς ποια είναι η τιμή του παραγώγου.

Εάν αυτή η τιμή ξεφύγει από αυτό το μοντέλο, τότε κάποιος μπορεί να κάνει χρήματα χωρίς να πάρει κανένα κίνδυνο και είναι κάτι που αναφέρθηκε πριν. Μεγάλοι επενδυτές το κάνουν και κερδίζουν χωρίς κίνδυνο.

Το τελευταίο όφελος, ή μάλλον όφελος σε εισαγωγικά, είναι η κερδοσκοπία και θα σας πω τι εννοώ ακριβώς, αλλά κερδοσκοπία με την έννοια ότι μπορεί κανείς με κατάλληλη μόχλευση να βγάλει πολλά περισσότερα χρήματα, με το παράγωγο, παρότι αν δεν είχε το παράγωγο, εφόσον είναι σωστός στις προβλέψεις του.

Οι κίνδυνοι που υπάρχουν για τους επενδυτές έρχονται από το γεγονός ότι το παράγωγο δίνει αυτήν τη δυνατότητα μόχλευσης και βέβαια, όταν μιλάμε για ιδιώτες επενδυτές, οι κίνδυνοι συνδυάζονται και με το γεγονός ότι οι περισσότεροι ιδιώτες δυστυχώς είναι άπειροι. Ίδιοι κίνδυνοι υπάρχουν και για θεσμικούς επενδυτές, και όπως θα δείτε σε λίγο, όταν πω ένα παράδειγμα, και αυτοί αποδεικνύονται πολλές φορές άπειροι, όταν επενδύουν σε παράγωγα.

Να δώσω ένα παράδειγμα μόχλευσης με αυτό το πράγμα που ξεκίνησα, του ΟΤΕ. Ένα ευρώ λοιπόν για να πάρω αυτό το δικαίωμα, να αγοράσω την τιμή του ΟΤΕ 25 ευρώ μέχρι τις 21 του Δεκέμβρη, δηλαδή αν έχω 10.000 ευρώ που είναι ένα λογικό νούμερο, μπορώ να αγοράσω ΟΤΕ αξίας συνολικής 250.000 ευρώ.

Δηλαδή, εάν μέσα στο μήνα αυτόν, η τιμή του ΟΤΕ πάει στα 26 ευρώ, εγώ βγάζω 10.000 ευρώ. Εάν πάει στα 27 ευρώ, εγώ βγάζω, διότι υπάρχει διαφορά, πληρώνω 25 και μου δίνουν 27 ευρώ, βγάζω 20.000 ευρώ.

Με τη λογική λοιπόν αυτή, με τις 10.000 ευρώ έχω τη δυνατότητα να κάνω πολύ περισσότερα κέρδη, παρότι αν αγόραζα τη μετοχή του ΟΤΕ από την αρχή. Εννοείται, βέβαια, ότι αυτό θα γίνει σε περίπτωση που είμαι σωστός στις προβλέψεις μου. Δηλαδή η μετοχή του ΟΤΕ πάει προς τα πάνω, εάν η μετοχή του ΟΤΕ πέσει κάτω από 25 ευρώ, το παράγωγο που έχω, που δεν έχει καμία αξία και τα 10.000 ευρώ που έχω βάλει, έχουν κάνει φτερά. Αυτός είναι ο κανόνας και είναι πολύ λογικός.

Αυτό που ήθελα να πω είναι η δυνατότητα μόχλευσης που δίνει, αυτό ήθελα να τονίσω σε αυτό το παράδειγμα. Αυτή λοιπόν τη μόχλευση χρησιμοποιούν συνέχεια οι επενδυτές, σε κάποιες περιπτώσεις τα πράγματα δεν πηγαίνουν καλά, η περίπτωση Barings Bank που χαθήκανε 1,4 δισ. δολάρια, είναι μία περίπτωση που τα πράγματα δεν δούλεψαν καλά.

Η περίπτωση του Orange County, όπου το 1994 χάθηκαν περίπου 1,6 δισ. ευρώ, είναι μια άλλη περίπτωση για την οποία θα πω δυο λόγια παρακάτω, η LTCM και το Amaranth είναι δύο Hedge Funds και ελπίζω να έχετε γνώση για Hedge Funds, όπου χάθηκαν για τους επενδυτές 4,6 στην περίπτωση της LTCM και 6,4 δισ. ευρώ μόλις πρόσφατα από την αστοχία του Amaranth.

Στην περίπτωση του Orange County να πω δύο κουβέντες, το Orange County είναι μία επαρχία της Καλιφόρνια με περίπου 2,5 με 3 εκατομμύρια κάτοικοι. Ο Treasurer, ο οικονομικός διευθυντής της επαρχίας αυτής, διαχειριζόταν ένα κεφάλαιο, το οποίο χρησιμοποιούσε για να πληρωθούν τα έξοδα της επαρχίας αυτής. Το κεφάλαιο αυτό ήταν περίπου τα 7,5 δισ. δολάρια. Τα προηγούμενα χρόνια ο συγκεκριμένος οικονομικός υπεύθυνος των οικονομικών της επαρχίας είχε κάνει καταπληκτικές αποδόσεις, όπου σε πολλές περιπτώσεις είχε ειπωθεί στην επαρχία ότι κάτι συμβαίνει εκεί και να το κοιτάξετε. Αλλά ποιος κοιτάζει όταν τα πράγματα πηγαίνουν καλά. Ο οικονομικός διευθυντής λοιπόν είχε την άποψη ότι τα επιτόκια στις Ηνωμένες Πολιτείες θα παρουσιάσουν πτώση, αυτό ήταν η πρόβλεψή του. Γι' αυτόν το λόγο έκανε το εξής.

Δανείστηκε βραχυχρόνια, δηλαδή πλήρωνε τόκο με βραχυχρόνια επιτόκια και τα χρήματα που πήρε τα επένδυσε σε μακροχρόνια ομόλογα. Όλα ακούγονται καλά, μιλάμε για κρατικά ομόλογα και τα λοιπά, δεν υπήρχε κανένα πρόβλημα εκεί.

Βέβαια εκεί εάν η πρόβλεψή του ήταν σωστή, θα πλήρωνε λιγότερα στον τόκο το βραχυχρόνιο απ' ό,τι τα χρήματα που θα έβγαζε από την επένδυση στα μακροχρόνια ομόλογα. Η αλήθεια είναι ότι ήταν υπό πίεση, γιατί τα προηγούμενα χρόνια είχε πάει αρκετά καλά. Ήθελε να κάνει κάτι παραπάνω.

Το κάτι παραπάνω ήταν η αγορά ενός ομολόγου, όπου ο τόκος, το κουπόνι που πλήρωνε το ομόλογο αυτό, ήταν συνδεδεμένο με τα βραχυχρόνια επιτόκια. Όχι όμως όπως το ξέρουμε κανονικά, αλλά το ακριβώς αντίστροφο. Δηλαδή, έκλεισε με μια επενδυτική τράπεζα την εξής συμφωνία, ότι όσο πέφτουν τα επιτόκια, τόσο παραπάνω τόκο θα έπαιρνε αυτός. Διότι αυτός πίστευε ότι τα επιτόκια θα πάνε κάτω. Αυτό βέβαια ίσως είναι από τα πρώτα παραδείγματα δομημένου ομολόγου. Αυτά τα δομημένα υπάρχουν αρκετά χρόνια τώρα.

Από το Φλεβάρη του '94 μέχρι το Δεκέμβρη του '94 τα επιτόκια πήγαν από 3,5% μέχρι 6,5%, αποτέλεσμα το Orange County, η επαρχία, κηρύσσεται υπό πτώχευση, διότι δεν μπορούν να πληρώσουν τα χρήματα που χρωστούν στις τράπεζες και η υπόθεση πάει στα δικαστήρια, διότι οι νόμοι της Καλιφόρνια λένε ότι δημόσιοι φορείς δεν μπορούν και δεν πρέπει να επενδύουν σε επικίνδυνα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Και αν δεν ήταν αυτά επικίνδυνα, δεν ξέρω τι ήταν. Η ουσία είναι ότι η επενδυτική τράπεζα αναγκάστηκε στο τέλος να πληρώσει ένα μεγάλο μέρος της χασούρας αυτής, αλλά τα υπόλοιπα δυστυχώς βγήκαν από τις τσέπες των φορολογουμένων του Orange County.

Τα παράγωγα έχουν μεγάλους κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και όταν μιλάω για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, δεν μιλάω μόνο για μία χώρα, μιλάω για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και μάλιστα, όπως θα δούμε σε λίγο, η βάση είναι το σύστημα των Ηνωμένων Πολιτειών και άρα ολόκληρου του κόσμου.

Οι κίνδυνοι αυτοί προέρχονται από το γεγονός ότι υπάρχει σημαντικότερη έλλειψη διαφάνειας, ειδικά όταν μιλάμε για παράγωγα που τα αγοράζει και τα πουλά κανείς στις μη οργανωμένες αγορές, διότι από κινήσεις που βλέπουμε πολλές φορές, είτε σε τραπεζικούς οργανισμούς, είτε σε άλλους επενδυτές, είναι σε πολλές περιπτώσεις υποκειμενικές και δείχνουν αξία, δείχνουν τι κίνδυνο έχει.

Το προηγούμενο παράδειγμα είναι απλό. Επένδυσα 10.000 ευρώ, ναι αλλά εσείς ξέρετε ότι 10.000 ευρώ σε ένα παράγωγο τώρα σημαίνει ότι υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να τα χάσετε όλα. Δεν είναι το ίδιο πράγμα με 10.000 ευρώ στη μετοχή του ΟΤΕ ή στην οποιαδήποτε μετοχή.

Μεγάλοι χρήστες είναι τα Hedge Funds, έχουν ειπωθεί πολλά πράγματα για αυτά, η εποπτεία τους είναι περιορισμένη, όπως και η ενημέρωση που έχουμε οι αρχές και οι επενδυτές γι' αυτούς. Υπάρχει προβληματισμός για το αν έχουν επάρκεια κεφαλαίων.

Μεγάλος προβληματισμός για το αν μπορούν να διαχειριστούν κίνδυνο. Θυμίζω το LTCM είχε ως συμβουλάτορες, σε ό,τι αφορά τη διαχείριση κινδύνου, τους δύο Νομπελίστες που σας είπα πριν. Το 2ο μεγάλο πρόβλημα είναι η συγκέντρωση και η συγκέντρωση είναι ως εξής.

Το 5% σε αριθμό των μεγαλύτερων αμερικανικών τραπεζών έχουν το 91% όλων των παραγωγών που γίνονται στις Ηνωμένες Πολιτείες και το 34% όλων των παραγωγών διεθνώς, αν πάει κάτι στραβά εκεί, μία τράπεζα η JP MORGAN,

με τα τελευταία στοιχεία, έχει το 48% των παραγώγων στις Ηνωμένες Πολιτείες και το 18% των παραγώγων διεθνώς. Άρα, υπάρχει μία συγκέντρωση κινδύνου, που φαντάζομαι ότι απασχολεί όλες τις αρχές. Δεν θα πω το 2ο case study, νομίζω ότι θα περάσω το χρόνο μου. Είχαμε αρκετά προβλήματα, σας είπα μερικά, υπάρχουν και άλλα. Σταχυολόγησα μερικά, αλλά τα πρώτα προβλήματα χαρακτηριζόντουσαν από έλλειψη κατανόησης.

Πραγματικά μιλάμε για παραπλανητική και πολύ επιθετική πώληση, γιατί τα χρήματα είναι πολλά, χρήματα που βγάζουν οι τράπεζες δηλαδή και από τότε που αποδείχθηκε, έχουμε αυτήν την προσφυγή στα δικαστήρια στην περίπτωση που υπήρχε χασούρα. Δηλαδή, η ουσία ήταν κορώνα κερδίζω, αλλά αν έρθει γράμματα θα σε πάω στα δικαστήρια. Αυτό έγινε σε μία περίπτωση του Hamerson & Foulan, να μη σας πω λεπτομέρειες, η ουσία ήταν ότι χάθηκαν χρήματα με μία συμφωνία ανταλλαγής και η ουσία, όταν κατέληξε στα δικαστήρια, ήταν ότι κανονικά δεν θα έπρεπε το Δημοτικό Διαμέρισμα του Hamerson & Foulan στο Λονδίνο, δεν θα έπρεπε να κάνει καν τη συναλλαγή αυτή.

Και τα δικαστήρια το αναγνώρισαν αυτό και οι τράπεζες έχασαν τα χρήματα αυτά που έχασαν. Τα παράγωγα λοιπόν, εάν δεν χρησιμοποιηθούν σωστά, είναι όπλα μαζικής καταστροφής και αυτό φαντάζομαι το ξέρουν όλοι.

Η δομή της αγοράς παραγώγων, και μιλάω ειδικά για τη μη οργανωμένη αγορά, την αδιαφάνεια και τα λοιπά, είναι λόγος ανησυχίας και πάλι νομίζω ότι οι εποπτικές αρχές το ξέρουν αυτό. Ελπίζω να κάνουν ό,τι πρέπει, είναι όμως αναπόσπαστο κομμάτι του χρηματοοικονομικού μας συστήματος.

Είναι πολύ σημαντικά, είτε για διαχείριση κινδύνου, είτε για να δημιουργούν άλλα προϊόντα που ταιριάζουν με τις απαιτήσεις των επενδυτών και λέω ότι, συμφωνώντας με τον κύριο Greenspan, τα οφέλη για το σύστημα συνολικά είναι σημαντικά και θετικά και σας θυμίζω ότι είναι εδώ για να μείνουν, δεν πρόκειται να φύγουν. Ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ο επόμενος είναι ο κύριος Μερσίνης.

6.4 Μ. ΜΕΡΣΙΝΗΣ

Ξέπλυμα χρήματος

Θα ήθελα να ξεκινήσω συνδέοντας το νόμο για την κατάχρηση αγοράς στον

οποίο ο συνάδελφος έχει ήδη αναφερθεί, τον 3340 και λέγοντας ότι στο ισχύον νομικό πλαίσιο για πρώτη φορά το 2005, η κατάχρηση αγοράς έγινε ένα από τα βασικά εγκλήματα της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες ή αλλιώς ξέπλυμα χρήματος, όπως θα συνεχίσω να το αναφέρω.

Κατ' αρχάς, όσον αφορά το δικαιολογητικό λόγο της απαγόρευσης, μπορούμε να πούμε ότι η αντιμετώπιση γενικά του φαινομένου της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες, είναι πολύ σημαντική ανάμεσα στα μέτρα που στοχεύουν στην καταπολέμηση του οργανωμένου εγκλήματος, τη συσχέτιση του ξεπλύματος με το οργανωμένο έγκλημα θα τη συναντήσουμε και αργότερα.

Των ναρκωτικών, της τρομοκρατίας, τόσο σε διεθνές όσο και σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Όσον αφορά το υπάρχον νομοθετικό πλαίσιο, η Ένωση Ελλήνων Ποινικολόγων έχει εκφράσει την κριτική της λέγοντας πως πρόκειται για νόμους κακής ποιότητας, χωρίς ευδιάκριτες αρχές, που πάσχουν από ασάφεια στη διατύπωση, συστηματική ασυνέπεια και αξιολογικές αντινομίες.

Πηγαίνει πιο κάτω λέγοντας ότι υπό τη σημαία της πάταξης του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος και της δημιουργίας μιας πιο καθαρής κοινωνίας, θεμελιώδεις αρχές του φιλελεύθερου δημοκρατικού κεκτημένου, όπως η διάκριση των εξουσιών, η αρχή της αναλογικότητας, το τεκμήριο της αθωότητας, το ιατρικό και επαγγελματικό απόρρητο και άλλα, απειλούνται με εξαφάνιση.

Όσον αφορά την Ελληνική Νομοθεσία, τι ακριβώς ισχύει; Κατ' αρχάς, είναι ο νόμος 2331/1995, ο οποίος στην ουσία ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την πρώτη Οδηγία της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το ξέπλυμα χρήματος.

Στο τέλος του 2005 ο νόμος αυτός ο ισχύων τροποποιήθηκε από τον 3424, ο οποίος ενσωμάτωσε τη δεύτερη κοινοτική Οδηγία. Έχουμε ήδη αναφερθεί στον 3340 για την κατάχρηση αγοράς, υπάρχει μία αντίστοιχη κανονιστική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που απευθύνεται στα εποπτευόμενα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς νομικά πρόσωπα και έχει ήδη λάβει υπόψη της την 3η κοινοτική Οδηγία.

Το ίδιο ισχύει και για την πράξη διοικητού της Τράπεζας της Ελλάδος, την πιο πρόσφατη. Έχω αναφερθεί ήδη στην 3η κοινοτική Οδηγία, η οποία ακόμα δεν έχει ενσωματωθεί στην ελληνική έννομη τάξη και, όπως συνέβη από τον κοινοτικό νομοθέτη και με την κατάχρηση αγοράς, πρόκειται να εκδοθεί μια σειρά Οδηγιών μέτρων εφαρμογής.

Αυτή που ήδη υπάρχει, είναι μία Οδηγία μέτρων εφαρμογής για τα πολιτικώς εκτεθειμένα πρόσωπα, αυτά συνηθίζεται να τα βλέπουμε ως political exposed

persons και με τη συντομογραφία pers. Επίσης θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας και τις 40 συστάσεις του Financial Action tax Force ή FATF. Είναι μια ομάδα που λειτουργεί στο πλαίσιο του ΟΟΣΑ και επίσης τις 9 ειδικές συστάσεις για τη χρηματοδότηση τρομοκρατίας, που επίσης το FATF έχει εκδώσει, ο ομιλητής που ακολουθεί θα διευκρινίσει περισσότερα πράγματα για τα Διεθνή Φόρα και για τους Οργανισμούς που εκδίδουν Οδηγίες όσον αφορά το ξέπλυμα χρήματος και ας προχωρήσουμε στα βασικά εγκλήματα.

Ο ισχύων νόμος, όπως τροποποιήθηκε δηλαδή για τον 3424, περιλαμβάνει ως βασικά εγκλήματα κατ' αρχάς τα ειδικά, παλιότερα υπήρχε ένας κατάλογος από 24 βασικά εγκλήματα, αυτά έχουν περιοριστεί σε 16 από τον 3424 και είναι αυτά, αναλυτικά απαριθμούμενα σε στενή έννοια, την προηγούμενη εγκληματική δραστηριότητα.

Υπάρχει και μια γενικότερη ρήτρα, τα γενικότερα καθοριζόμενα που περιλαμβάνει μη ρητώς κατονομαζόμενα εγκλήματα, που επιχειρείται να προσδιοριστούν με απλή αναφορά στην απειλούμενη ποινή, σε συνδυασμό με το ύψος του επιτευχθέντος τέλους.

Λέει ο νόμος, κάθε αξιόποινη πράξη που τιμωρείται με ποινή στερητική της ελευθερίας, της οποίας το ελάχιστο όριο είναι άνω των 6 μηνών και από την τέλεσή της προέκυψε περιουσία, τουλάχιστον 15.000 ευρώ.

Είναι οι δύο προϋποθέσεις που θέτει, κατόπιν προχωρεί στον ορισμό της νομιμοποιούμενης περιουσίας και διευκρινίζει ότι η νομιμοποιούμενη περιουσία πρέπει να προέρχεται από την επαγγελματική δραστηριότητα.

Αυτή η έννοια της προέλευσης μπορεί με ασφάλεια να συναχθεί ότι δεν αρκεί απλώς να έχει πηγάσει η περιουσία από την προηγούμενη εγκληματική δράση, αλλά πρέπει να παράγεται από αυτήν άμεσα και αιτιακά.

Πρέπει, δηλαδή, να συνιστά οικονομικό όφελος που προκύπτει ευθέως από το έγκλημα. Αυτό δημιουργεί πρόβλημα, ειδικά στα γενικότερα καθοριζόμενα βασικά εγκλήματα, υπάρχει μια δυσκολία να καταδειχθεί πως προέκυψε άμεσα και αιτιακά η περιουσία αυτή, η άνω των 15.000 ευρώ. Και έχει υποστηριχθεί εύλογα ότι πρέπει να γίνεται εδώ συστατική ερμηνεία και να πρέπει το εν λόγω περιουσιακό όφελος, να προβλέπεται ήδη νομοτυπικά σαν συστατικό στοιχείο της αντικειμενικής υπόστασης του συγκεκριμένου εγκλήματος.

Όσον αφορά τώρα την υποκειμενική υπόσταση του εγκλήματος. Απαιτείται γνώση ως προς την προέλευση, ο νόμος πριν την τροποποίησή του από το νόμο 3424 δεχόταν και τον ενδεχόμενο δόλο. Ο νεωτερισμός ο βασικός είναι ότι δεν θεωρείται αρκετός ως ενδεχόμενος δόλος του υπαιτίου.

Αλλά απαιτείται ο δράστης να θεωρεί ως βέβαιο ότι η περιουσία που νομιμοποιεί προέρχεται από εγκληματική δραστηριότητα. Εκεί που διευκρινίζονται οι διάφοροι εναλλακτικοί τρόποι τέλεσης του ξεπλύματος, υπάρχουν και άλλοι κατά τόπους υποκειμενικοί όροι.

Όπως, για παράδειγμα, στον πρώτο τρόπο τέλεσης, που είναι η μετατροπή ή μεταβίβαση περιουσίας, απαιτείται επίσης να υπάρχει ο σκοπός απόκρυψης ή συγκαλύψης παράνομης προέλευσης.

Ένα πολύ σημαντικό ζήτημα που έχει τεθεί στην ελληνική έννομη τάξη, είναι αν επιτρέπεται το self laddering, δηλαδή αν μπορεί το πρόσωπο του δράστη της νομιμοποίησης εσόδων και ο δράστης της βασικής εγκληματικής δραστηριότητας να συμπίπτουν.

Μάλιστα στην αιτιολογική έκθεση του ν. 3424 αναγράφεται ότι με το άρθρο 2 περίπτωση Δ, γίνεται μια απόπειρα να διευκρινιστεί αυτό το θέμα που έχει διχάσει τη νομολογία.

Αυτό δεν είναι απόλυτα ακριβές, γιατί και στην επιστήμη και στη νομολογία, στην ουσία μετά από κάποια βουλεύματα Συμβουλίων Πλημμελειοδικών και στη συνέχεια υπάρχουν αλληπάλληλες δικαιοδοτικές κρίσεις Εφετείων και τελικά και του Αρείου Πάγου που υιοθετούν ως κρατούσα άποψη την άποψη του αποκλεισμού της ταυτότητας των δύο δραστών.

Όμως αυτό ίσχυε προφανώς προ του ν. 3424, γιατί ο ισχύων νόμος λέει ρητά ότι η ποινική ευθύνη για το βασικό έγκλημα δεν αποκλείει την τιμωρία του υπαιτίου και για τις πράξεις της νομιμοποίησης. Παρ' όλη την κριτική που μπορεί να ασκηθεί σχετικά με την έννοια και τα προβλήματα που προκύπτουν από την έννοια της ποινικής ευθύνης της τιμωρίας και του καταλογισμού, είναι λογικό να υποθέσει κάποιος ότι μετά την ισχύ του ν. 3424 η νομολογία ως προς το self laddering, την ταύτιση του προσώπου του δράστη της νομιμοποίησης και του βασικού εγκλήματος, σαφώς θα μεταστραφεί.

Όσον αφορά τις κυρώσεις, τις επιβαλλόμενες ποινές, και εδώ έχουν υπάρξει κάποια ζητήματα σε σχέση με τη συρροή και τον παρακολουθηματικό χαρακτήρα της παράβασης του ξεπλύματος, η αιτιολογική έκθεση του ν. 3424 δίνει την κατεύθυνση ότι υπάρχει μια προσπάθεια του νομοθέτη να είναι σύμφωνος με την αρχή της αναλογικότητας όσον αφορά την ποινή που θα επιβληθεί για το ξέπλυμα χρήματος.

Βασικά ζητήματα, για τα οποία ούτε η θεωρία, ούτε η νομολογία έχουν απόλυτα αποφασίσει, είναι το ακριβές προστατευταίο αγαθό των διατάξεων για το ξέπλυμα χρήματος. Δηλαδή, έχει υποστηριχθεί ότι μπορεί να είναι απλά η απο-

νομή της δικαιοσύνης ή μπορεί να είναι η προστασία της Εθνικής Οικονομίας.

Σε κάποιο σχέδιο του ν. 3424 υπήρχε ειδική ρητήρα αναλογικότητας που έλεγε ότι η ποινή που θα επιβληθεί για το ξέπλυμα χρήματος πρέπει να είναι σε αναλογία με το ίδιο το βασικό έγκλημα. Δεν υπήρξε στην τελευταία, πιθανώς σε αυτό που θα γίνει τώρα και θα ενσωματώσει την 3η Οδηγία, να υπάρξει ρητήρα που να το διευκρινίζει.

Έχω ήδη αναφερθεί στην 3η Οδηγία, η οποία έχει αρκετούς νεωτερισμούς, υπάρχουν ειδικές προβλέψεις για την αυξημένη δέουσα επιμέλεια. Υπάρχουν προβλέψεις, οι οποίες μάλιστα έχουν διευκρινιστεί από ιδιαίτερη Οδηγία σχετικά με τα πολιτικώς εκτεθειμένα πρόσωπα, στα οποία έχω αναφερθεί.

Υπάρχει άλλη μία πρόβλεψη, η οποία θα δημιουργήσει ιδιαίτερα προβλήματα στη συμπαθή τάξη των συναδέλφων δικηγόρων, γιατί πλέον υπάρχουν τα αυτορρυθμιζόμενα όργανα, όπως η «Επιτροπή Φίλτρου» που υπάρχει στο Δικηγορικό Σύλλογο.

Θα πρέπει πλέον να βάζουν στις μονάδες χρηματοοικονομικών πληροφοριών, τα λεγόμενα FIU, δηλαδή την Εθνική Αρχή για το ξέπλυμα χρήματος. Θα πρέπει να διαβιβάζουν πλέον αμέσως και αυτούσιες τις αναφορές, δίχως να μπορούν να επιλέγουν αν θα πρέπει ή όχι.

Τουλάχιστον αυτό λέει η 3η Οδηγία ρητά και προφανώς στην ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη θα προβλέπεται. Γενικά είναι αμφίβολο αν όλες αυτές οι ολοένα αυστηρότερες ρυθμίσεις για νομιμοποίηση εσόδων μπορεί να θεωρηθεί ότι δεσμεύουν τη χώρα μας για τη μεταφορά τους στο εσωτερικό μας Δίκαιο.

Ενώ είναι προφανές ότι σε κάποια σημεία, τουλάχιστον, προσβάλλουν θεμελιώδη δικαιώματα, κατοχυρωμένα από την ΕΣΔΑ και το Σύνταγμα. Τώρα εν αναμονή της ενσωμάτωσης και της 3ης Οδηγίας για το ξέπλυμα χρήματος, θα ήθελα να παρατηρήσω ότι γενικότερα είναι εφικτή η στενότερη σύνδεση της νομιμοποίησης με το οργανωμένο έγκλημα και, κατά δεύτερο λόγο, σε αυτό που έχω ήδη αναφερθεί.

Να υπάρχει μια ρητή πρόβλεψη για την εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας όσον αφορά τις κυρώσεις. Ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε, κύριε Μερσίνη. Ο κύριος Galvaο παρακαλώ.

6.5 G. GALVAO

Εξελίξεις και ξέπλυμα χρήματος

Ευχαριστώ, κύριε πρόεδρε. Κυρίες και κύριοι, καλησπέρα. Καλό απόγευμα ήθελα να πω. Είμαι σε θέση να πω, αλλά καθυστερούμε, δεν μπορώ πάντως να ξεκινήσω χωρίς να ευχαριστήσω τον αγαπητό φίλο από τα παλιά, τον κύριο Τσιμπανούλη που ανέφερε το όνομά μου στην Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τον κύριο Χαραλάμπους για την πρόσκληση να έρθω να μιλήσω.

Είναι μεγάλη χαρά και μεγάλη τιμή για μένα να βρίσκομαι στο συνέδριο και να προσπαθήσω να μοιραστώ μαζί σας κάποιες απόψεις σχετικά με το θέμα του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος.

Είμαι τώρα ο αντιπρόεδρος του Συνταγματικού Δικαστηρίου της Πορτογαλίας, αλλά σε μία προηγούμενη ζωή ήμουν ο πρόεδρος της Ομάδας Δράσης για χρηματοοικονομικές ενέργειες και γνωρίζω και από αυτόν το χώρο.

Είναι η πρώτη φορά που βρίσκομαι σε συνέδριο στην Ελλάδα και θέλω έτσι να αποτίσω φόρο τιμής σε έναν πολύ καλό φίλο, που απεδέμησε το 1990, μιλώ για τον εθνικό εκπρόσωπο της Ελλάδας στο FATF, τον κύριο Γιώργο Τραγάκη.

Πριν σταθώ στο θέμα του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος, θα ήθελα να προβώ σε κάποιες παρατηρήσεις. Ήταν ζητούμενο να μιλήσω για πρόσφατες εξελίξεις και παλιά προβλήματα και θα προτιμούσα να μιλούσα περισσότερο για τα παλιότερα προβλήματα, παρά τις πρόσφατες εξελίξεις.

Αλλά δεδομένου του λιγοστού χρόνου που έχω, θα μιλήσω για τις εξελίξεις μάλλον παρά για τα προβλήματα, άλλωστε μερικά τα αναφέρατε εσείς. Πρώτα όμως να αναφερθώ σε τρία περιστατικά που συνέβησαν στις προηγούμενες ζωές μου.

— 1ον, έχει να κάνει με futures (προθεσμικές συμβάσεις) και είναι ενδιαφέρον ότι συζητήθηκε το θέμα των παραγώγων και των futures, μας βοηθάει να καταλάβουμε. Αναφέρθηκε όταν ήμουν επικεφαλής της Επιτροπής Χρηματοοικονομικών Χρεογράφων. Είχε ειπωθεί ότι θα μπορούσε κανείς να ορίσει μία δεδομένη για την αγορά κάποιου χρεογράφου και σε τιμή υψηλότερη της ημέρας αγοράς του παραγώγου και σε τιμή χαμηλότερη, έτσι ώστε να μη χάσεις τίποτα. Αυτό είναι η συντηρητική, ας πούμε, θέση εξασφάλισης από κινδύνου.

— 2ον έχουμε την περίπτωση της εταιρείας Α που βγήκε από το χρηματιστήριο που ήταν εισηγμένη και δεν υπήρχαν συναλλαγές στη μετοχή για πάνω από 6 μήνες και υπήρξε μια προσφορά αγοράς μετοχών προς 3 ευρώ εκάστη. Ήρθε κάποιος και πούλησε 3.000 μετοχές, μετά από ένα δεκαπενθήμερο υπάρχει η

εταιρεία Β, η οποία βγαίνει με πρόταση εξαγοράς της εταιρείας. Ας τον πούμε John τον πωλητή που πουλάει τις μετοχές προς 8 ευρώ, δεν έβγαλε πάρα πολλά χρήματα, 15.000 ευρώ, πριν τα ευρώ έτσι και αλλιώς. Μπορεί να ήταν σκούδα πορτογαλικά, αλλά τι είναι το ενδιαφέρον εδώ; Το ενδιαφέρον είναι ότι λίγες μέρες αργότερα, μετά το συμψηφισμό ή την εξόφληση, βλέπουμε ξαφνικά μια επιταγή από τον αγοραστή του John που πιστώθηκε στο λογαριασμό ενός κυρίου, ας τον πούμε Peter.

Και τι βρήκαμε λοιπόν στην Επιτροπή; Ότι ο John ήταν γείτονας του Peter και ο Peter ήταν διευθυντής της εταιρείας Β που προέβη στην πρόταση εξαγοράς και αποφασίστηκε από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου στα τέλη του Ιουλίου η αποδοχή της πρότασης της εξαγοράς. Η εξαγορά συνέβη στα μέσα του Αυγούστου και ανακοινώθηκε και δημοσιοποιήθηκε στο τέλος του Αυγούστου. Μετά είχαμε και αυτήν την περίεργη επιταγή που πάει από τον ένα λογαριασμό στον άλλον, που ανερχόταν σε 7.500 ευρώ.

Ο εισαγγελέας δεν απήγγειλε κατηγορίες εναντίον κανενός προσώπου, το σκεπτικό του ήταν ότι εδώ υπήρχαν μόνο έμμεσες αποδείξεις. Στην Ολομέλεια της Συνόδου ΕΤΑΦ συζητήθηκε το θέμα του βάρους της απόδειξης και της αναστροφής του. Υπήρξαν πολλοί που τάχθηκαν υπέρ μιας τέτοιας, αλλά ξαφνικά ένας από τους ανθρώπους που συγκροτούν την Επιτροπή είπε ότι δεν βλέπω το λόγο, τη χρησιμότητα να αλλάξει ο νόμος, τουλάχιστον στη χώρα μου και όταν ρωτήσαμε γιατί φρονούσε έτσι, είπε ότι σε αυτήν τη χώρα κατά κανόνα οι δικαστές με βάση τις γενικές αρχές της αξιολόγησης των αποδείξεων, με βάση την εμπειρία τους και τις πεποιθήσεις τους επίσης, δεν έχουν δυσκολία να διαπιστώσουν ότι τεράστια ποσά χρημάτων που έχει στην κατοχή του κάποιος με εγκληματική δραστηριότητα, που δεν προέκυψαν ούτε από σύννομη επαγγελματική δραστηριότητα, ούτε από κάποια πηγή περιουσιακών στοιχείων, είναι προφανώς αποτέλεσμα εγκληματικής δραστηριότητας και ως εκ τούτου θα έπρεπε να υπόκεινται σε κατάσχεση.

Αυτό, λοιπόν ήταν ο τρόπος προσέγγισης του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος. Τι είναι λοιπόν το ξέπλυμα του βρώμικου χρήματος; Είναι η μεταμφίεση των προσόδων εγκληματικής δραστηριότητας, έτσι ώστε να φαίνονται αποτέλεσμα σύννομων δραστηριοτήτων.

Ο στόχος δηλαδή είναι να συγκαλυφθεί η παράνομη προέλευση των χρημάτων για να χρησιμοποιηθεί σαν σύννομο χρήμα. Η δυσκολία για να διαπιστώσεις ότι έχει συμβεί ξέπλυμα βρώμικου χρήματος είναι ότι οι διαδικασίες, οι συναλλαγές είναι ακριβώς οι ίδιες που ισχύουν και σε μια σύννομη περίπτωση.

Η μόνη διαφορά είναι ότι το χρήμα είναι βρώμικο, άρα αυτό προξενεί προβλήματα. Το να καταπολεμήσει λοιπόν κανείς το ξέπλυμα του βρώμικου χρήματος είναι μία προσπάθεια να στερήσουμε από τον εγκληματία τη δυνατότητα να αντλήσει οφέλη από εγκληματικές δραστηριότητες.

Αυτή ήταν η προσέγγιση της σύμβασης της Βιέννης των Ηνωμένων Εθνών το 1988, καθώς και των άλλων νομικών κειμένων έκτοτε της δεκαετίας του '90, όπως του FTAF οι 40 συστάσεις και η σύμβαση του πολέμου του 2000 των Ηνωμένων Εθνών για το οργανωμένο διεθνές έγκλημα.

Η έννοια της καταπολέμησης του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος είναι ότι, αν δεν μπορείς να εμποδίσεις την ίδια την εγκληματική δραστηριότητα, τουλάχιστον θα έπρεπε να προβείς σε κάθε δυνατή ενέργεια, προκειμένου να στερήσεις από τον εγκληματία τη δυνατότητα να προσκομιστεί τα οφέλη που ανέκυψαν από την εγκληματική δραστηριότητα.

Αυτά μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του '90. Τώρα πρόσφατες εξελίξεις. Μετά από την 11η Σεπτεμβρίου ο αγώνας κατά του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος διευρύνθηκε, ώστε να περιλάβει και τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας.

Τότε το FTAF ενέκρινε την 31η Οκτωβρίου 2001 τις 8 ειδικές συστάσεις ως προς τη χρηματοδότηση της τρομοκρατίας και αυτές ζητούν την κύρωση των νομικών εγγράφων των Ηνωμένων Εθνών, των συμβάσεων των Ηνωμένων Εθνών κατά της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας.

Τις ειδικές συστάσεις σε ό,τι αφορά την ποινικοποίηση της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας και του σχετικού ξεπλύματος βρώμικου χρήματος, το πάγωμα και την κατάσχεση των περιουσιακών στοιχείων των τρομοκρατών.

Την αναφορά των ύποπτων συναλλαγών που σχετίζονται με την τρομοκρατία, τη Διεθνή συνεργασία και τα εναλλακτικά συστήματα εμβασμάτων, μεταφορές swift και τους μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς.

Τώρα να δούμε τις 40 συστάσεις του FTAF. Μη σας προξενεί δέος η λέξη «συστάσεις» ή μάλλον το αντίθετο, δεν είναι Δοτικό Δίκαιο αυτές οι συστάσεις, είναι αρκετά ισχυρές. Εάν δεν συμμορφωθείς με τις συστάσεις, αυτό θα δημοσιοποιηθεί.

Ήταν πάγια στρατηγική του FTAF και δεύτερο, με το να προβαίνουμε σε συστάσεις, συστάσεις που ξεκινήσαμε να δίνουμε το 1989, τότε τι συνέβη έκτοτε; Είδαμε σημαντικές κινήσεις. Οι συστάσεις του 1989 οδήγησαν στην πρώτη ευρωπαϊκή Οδηγία του 1991.

Μετά αναθεωρήσαμε τις συστάσεις του '96 και έχουμε τη 2η οδηγία του 2000-2001 και μετά την εκ νέου αναθεώρηση του 2003, έχουμε πλέον την Οδη-

γία του 2005. Άρα είναι ναί μεν κατ' όνομα συστάσεις αλλά δεν είναι Ενδοτικό Δίκαιο. Δεν είναι μια απλή περίπτωση Ενδοτικού Δικαίου.

Και τώρα η συμμόρφωση με τις συστάσεις ελέγχεται από το FTAF με τη διαδικασία της αμοιβαίας αξιολόγησης, αλλά και από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Άρα γίνεται ακόμη πιο δυσχερής η αποφυγή συμμόρφωσης.

Τώρα τι γίνεται με τις αλλαγές σε υφιστάμενες συστάσεις; Υπήρξαν σημαντικές μεταβολές, για να υπάρξει ένα διεθνές πλαίσιο καταπολέμησης της χρηματοδότησης της τρομοκρατίας και του σχετικού ξεπλύματος βρώμικου χρήματος. Έχουμε την αναφορά στη σύμβαση του Πατέρμο, έχουμε την υιοθέτηση ενός πιο αυστηρού κριτηρίου των βασικών εγκλημάτων στην περίπτωση του ξεπλύματος βρώμικου χρήματος, έχουμε τις απαιτήσεις διεθνούς αστυνομικής, δικαστικής συνεργασίας. Έχουμε μέτρα ταυτοποίησης των ατόμων υψηλού κινδύνου, όπως και τα πολιτικώς εκτεθειμένα άτομα, υποβεβλημένα άτομα. Φέρ' ειπείν, δικαστές και βεβαίως οι συνταγματικοί δικαστές, περιλαμβάνονται σε αυτόν τον ορισμό.

Εσείς εδώ δεν έχετε συνταγματικό δικαστήριο. Η επέκταση των μέτρων για να καλύπτουν και τους δικηγόρους και όχι μόνο τους δικαστικούς και την επέκταση ορισμού να ισχύει και περί χρηματοδότησης τρομοκρατίας.

Μετά από τις συστάσεις του FTAF έχουμε την Οδηγία. Στις 26 Οκτωβρίου του 2005 υπό την 3η ευρωπαϊκή Οδηγία για το ξεπλύμα βρώμικου χρήματος, που πρέπει να έχει υλοποιηθεί ως τις 31 Δεκεμβρίου του 2007, δεν έχει προβεί στην εναρμόνιση η Ελλάδα, μην ανησυχείτε, συμβαίνει σε όλες τις χώρες, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο.

Καμιά δεν θα προφτάσει έγκαιρα να εναρμονιστεί, δηλαδή μέχρι τη 15η Δεκεμβρίου. Αλλά προσοχή, θα σας δοθεί μια περίοδος χάριτος εξάμηνη και μετά θα αρχίσουν κάποιες συγκεκριμένες απειλές. Υπάρχουν κάποιες σημαντικές διαφοροποιήσεις από τη 2η Οδηγία, κυρίως το ότι περιλαμβάνεται στο αντικείμενο της Οδηγίας η χρηματοδότηση της τρομοκρατίας.

Επίσης ο ορισμός των φυσικών προσώπων που έχουν προβεβλημένες δημόσιες ιδιότητες ή των οποίων τα μέλη της οικογενείας τυγχάνουν προβεβλημένα άτομα και ο ορισμός επίσης του δικαιούχου ιδιοκτήτη, αν μεταφράσουμε το *beneficial owner*.

Σε ό,τι αφορά τη δέουσα μέριμνα, υπάρχει η υποχρέωση να αποκαλυφθεί το φυσικό πρόσωπο που είναι ο τελικός δικαιούχος οποιασδήποτε δραστηριότητας, σε ό,τι αφορά τόσο και το ζητούμενο της δέουσας μέριμνας όσο και των τραπεζικών συναλλαγών.

Μου ζητάτε να συντομεύσω και ήθελα να πάω στα παλιά προβλήματα, με περιορίζει. Υπάρχει το θέμα της αυτονομίας του εγκλήματος του ξεπλύματος του βρώμικου χρήματος και το πρόβλημα του αυτοξεπλύματος, ας πούμε.

Επίσης το θέμα του νομικού συμφέροντος που ενέχεται, το θέμα της μυστικότητας των τραπεζικών συναλλαγών και το θέμα της επαγγελματικής εχεμύθειας. Ήθελα να μιλήσω για την υποχρέωση μυστικότητας και τους λεγόμενους gate keepers.

Θα ήταν ενδιαφέρον ίσως να ακούγατε για τους gate keepers, γιατί ακριβώς αυτοί που φυλάσσουν τις πύλες, οι Ιανοί στην περίπτωση αυτή είναι οι δικηγόροι, αλλά αν θελήσετε να σας μιλήσω για τους δικηγόρους, για τους θυρωρούς και τους πούμε, θα πρέπει να με ξανακαλέσετε.

Δεν κατόρθωσα να σταθώ στο ύψος των απαιτούμενων από τις δοκιμασίες, τις οποίες μας υποβάλλει ο κύριος Χαραλάμπους, αλλά τέλος πάντων ας στραφώ σε μια απόφαση του Γερμανικού Συνταγματικού Δικαστηρίου του Μαρτίου του 2004.

Σε μια υπόθεση που ένας δικηγόρος είχε καταδικαστεί για ξέπλυμα βρώμικου χρήματος και έβαλε συνταγματικά τεκμαιρόμενες αιτιάσεις κατά της καταδίκης. Με αυτό το ένδικο μέσο προσπάθησε να καταδείξει ότι δεν ενεπλέκετο σε αυτό το σχήμα πυραμίδας που ήταν ο τρόπος. Και τι έκανε το δικαστήριο;

Η αποδοχή χρημάτων από δικηγόρους δίκην αμοιβής μπορεί να συνιστά ξέπλυμα βρώμικου χρήματος και κάτι τέτοιο μπορεί να λογιστεί έτσι, σε περίπτωση που ο δικηγόρος υπεράσπισης αποδεδειγμένα γνωρίζει ότι το ποσό της αμοιβής, με το οποίο αποζημιώνεται, προκύπτει από κάποιο βασικό έγκλημα, κάποια βασική εγκληματική δραστηριότητα.

Επανερχομαι στα 3 περιστατικά που ανέφερα, το πρώτο μπορεί να ακούγεται παράδοξο, φανταστείτε όμως ότι εφόσον έχεις κατοπτρικές θέσεις με κέρδη και ζημιές, πες ότι πληρώνεις τις ζημιές με βρώμικο χρήμα και αυτό είναι καλό για σένα. Διότι έτσι έχεις ξεπλύνει το βρώμικο χρήμα, τα δε κέρδη σου υπό μορφή μιας επιταγής, είναι απολύτως σύννομα. Τι ωραία που ξεμπέρδεψες με το βρώμικο χρήμα. Το δεύτερο είναι το ζήτημα του πώς μπορείς στον 21ο αιώνα να συμβιβάσεις την εγκληματική δραστηριότητα με νομικές έννοιες του 19ου αιώνα.

Το θέμα είναι ότι χρειάζεσαι τέτοιες αποδείξεις, που εντέλει το μόνο που τελικώς θα συμβάλει στην καταδίκη των εγκληματιών θα είναι η γραπτή τους ομολογία. Αυτό δεν το εξασφαλίζεις εύκολα βέβαια.

Και το τρίτο είναι αυτό που έλεγα σχετικά με το νομικό πολιτισμό και την

αλλαγή, αντιστροφή ας πούμε του βάρους της αποδείξεως. Η πρώτη στάση που υπεραμύνεται μιας αντιστροφής είναι ρηξικέλευθη και αλλάζει τα δεδομένα.

Η άλλη όμως είναι πιο πραγματιστική, διότι αναγνωρίζει την ανάγκη προσαρμογής εργαλείων που κατά παράδοση έχει το νομικό επάγγελμα, προκειμένου να ταιριάξει στις προκλήσεις του παρόντος και του μέλλοντος. Σας ευχαριστώ πάρα πολύ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πάρα πολύ. Η κυρία Απαλαγάκη, παρακαλώ.

6.6 Χ. ΑΠΑΛΑΓΑΚΗ

Ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδοχών

Ευχαριστώ πολύ, κύριε πρόεδρε, κυρίες και κύριοι, ευχαριστώ τους διοργανωτές, ιδίως τον κύριο Χαραλάμπους, του οποίου η συμπάθεια είναι φυσικά αμοιβαία, που με περιέλαβαν στην κατάσταση των ομιλητών σε ένα τέτοιο θέμα.

Οφείλω να σεβαστώ αφενός την κόπωσή σας, η δική μου εισήγηση είναι η 20ή παρουσίαση της σημερινής ημέρας, αφετέρου το γεγονός ότι παρεμβλήθηκα λόγω αλλαγής του προσωπικού μου προγράμματος.

Επειδή η κλεψύδρα και ο κύριος Χαραλάμπους είναι αμείλικτοι και δεν θέλω να αφήσω κανένα από τα όποια σημεία της εισηγήσεώς μου, θα μου επιτρέψετε να ξεκινήσω λίγο ανάποδα.

Δηλαδή, να τονίσω όλα τα κύρια σημεία αυτής και στη συνέχεια να μπω σε λεπτομέρειες, εάν και εφόσον ο χρόνος το επιτρέψει. Με τον κανονισμό αναδοχών και την έννοια της αναδοχής γυρνάμε πίσω σε μια καθοριστική για την εκδότρια εταιρεία, χρονική στιγμή.

Τη χρονική στιγμή κατά την οποία η εκδότρια εταιρεία εισαγάγεται στην χρηματιστηριακή αγορά ή και λίγο μεταγενέστερα, στη χρονική στιγμή κατά την οποία οι μετοχές μιας ήδη εισηγμένης χρηματιστηριακά εταιρείας διατίθενται περαιτέρω δημόσια στο επενδυτικό κοινό.

Σε αυτήν λοιπόν τη διαδικασία της δημόσιας προσφοράς προς το επενδυτικό κοινό, ανάμεσα στην εκδότρια εταιρεία των αξιών και στον επενδυτή, παρεμβάλλεται ένα άλλο οργανωμένο οικονομικό πρόσωπο, το οποίο, με βάση τις διατάξεις του νόμου, μπορεί να είναι επιτρεπτό, είτε πιστωτικό ίδρυμα, είτε εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Όστε όχι μόνο να αναλάβει ένα αμιγώς μεσολαβητικό ρόλο για τη μεταφορά και την ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας, αλλά και να προσθέσει ένα φερέγγυο πρόσωπο στην αλυσίδα των υποχρέων απέναντι του επενδυτικού κοινού.

Ήταν λοιπόν αναντίρρητη ανάγκη να υπάρχει ένα ιδιαίτερο νομοθετικό πλαίσιο και αυτός είναι ο κανονισμός αναδοχών στην περαιτέρω παρουσίαση και θα δούμε πώς κινείται νομοθετικά.

Στον κανονισμό αναδοχών χρειαζόμαστε την εννοιολογική αποσαφήνιση δύο όρων, του όρου ανάδοχος και του όρου σύμβουλος, ο οποίος εμφανίζεται να έχει και μια ειδική αποστολή στο νόμο για τις δημόσιες προτάσεις, όπως αυτός θεσπίζεται από το νόμο 3461/2006.

Από την ταξινόμηση των επιμέρους συμβατικών σχέσεων αναδοχής, μπορεί κανείς να διακρίνει αφενός την κύρια υποχρέωση του αναδόχου και η κύρια αυτή υποχρέωση συνίσταται στην ενεργό σύμπραξη του στο ενημερωτικό δελτίο.

Αλλά και στην εγγύηση ότι όλα τα περιεχόμενα σε αυτό στοιχεία είναι ειλικρινή και στις παρεπόμενες υποχρεώσεις και σε αυτές θα μπορούσε να εντάξει κανείς την ανάγκη να υπάρχουν επαρκείς εσωτερικές διαδικασίες στα θέματα αναδοχής, στον ίδιο τον ανάδοχο που αναλαμβάνει την εκτέλεση ενός τέτοιου έργου.

Στην ανάγκη να μεταχειρίζεται με ίσο τρόπο τους επενδυτές, συγχρόνως όμως να διασφαλίζει και για τον εντολέα του, την εκδότρια εταιρεία την πραγματική καταβολή του τιμήματος και την πραγματική συμμετοχή των επενδυτών στη δημόσια εγγραφή.

Φυσικά να διαφυλάττει το απόρρητο και να μην κάνει χρήση προνομιακών πληροφοριών και να απέχει από πράξεις χειραγώγησης, όπως τις ακούσαμε, με εξαίρεση τις σταθεροποιητικές πράξεις, ακόμη δε να θέτει στην εκδότρια εταιρεία περιορισμούς ή και απαγορεύσεις σε ό,τι αφορά τη δημόσια ανακοίνωση και τη διαφήμιση.

Το περίεργο μάλιστα είναι ότι συναντάμε στο νόμο, όπως θα δούμε στην συνέχεια, να συμπλέκονται στοιχεία τα οποία αφορούν και αυτήν ακόμα την προστασία του καταναλωτή.

Από όλες αυτές τις παρεπόμενες υποχρεώσεις, ανακύπτει ένα ερμηνευτικό ζήτημα και το ερμηνευτικό αυτό ζήτημα είναι: υπέχει ευθύνη ο ανάδοχος να αποζημιώσει τον επενδυτή εάν ο επενδυτής αποδείξει ζημιά;

Για τους λόγους που θα αναπτυχθούν στη συνέχεια, η αναλογική εφαρμογή του άρθρου 25 του νόμου 3401/2005, που καθιερώνει τέτοια υποχρέωση για

τον ανάδοχο σε ό,τι αφορά την ακρίβεια του ενημερωτικού δελτίου, πρέπει να αποκλειστεί.

Τέλος και με την επιφύλαξη βέβαια μεταβολών που μπορούν να επέλθουν από το νόμο 3606/2007, είναι κρίσιμο να επισημάνει κανείς, ιδίως για τους δικαστικούς λειτουργούς, ότι ο κανονισμός αναδοχών κατά έναν περίεργο τρόπο έχει ρυθμίσει κυρίως το εφαρμοστέο Δίκαιο και ως τέτοιο υποδεικνύει το Δίκαιο της χώρας που γίνεται η αναδοχή και ενεργοποιείται ο ανάδοχος και εμμέσως καθορίζει για το λόγο αυτό και τη διεθνή δικαιοδοσία, με πολλές πρακτικές συνέπειες για τον ενιαίο ευρωπαϊκό χώρο.

Αφού έχω παρουσιάσει την εισήγηση, θα μου επιτρέψετε τώρα να μπω στις λεπτομέρειές της. Το 1997 το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών αντιμετώπισε αποδοχή αποζημιώσεως επενδυτών, που στρεφόταν εναντίον μιας εταιρείας που είχε εισαχθεί στο χρηματιστήριο και της αναδόχου, μιας κρατικής τότε τράπεζας. Τι είχε συμβεί;

Η ανάδοχος είχε υπογράψει το ενημερωτικό δελτίο, πλην όμως μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής και την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, ανέκυψαν έριδες μεταξύ των μετόχων της εισηγμένης πλέον εταιρείας.

Μια μερίδα υποστήριξε ότι ήταν εικονικό το ιδιοκτησιακό καθεστώς και ως εκ τούτου τέθηκε ζήτημα καταβολής αποζημιώσεως, επειδή ως ήταν αναμενόμενο, μετά την άσκηση τέτοιων αγωγών, ανεστάλη η διαπραγμάτευση της μετοχής στο χρηματιστήριο και η μείωση της τιμής ήταν ραγδαία.

Το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών, όπως ήταν φανερό, αναζήτησε ένα νομικό έρεισμα για να απαντήσει καταφατικά στην ύπαρξη ή μη υποχρέωσης της αναδόχου τράπεζας και στην καταβολή αποζημιώσεως.

Είναι προφανές ότι δεν μπορούσε να βρει κανένα συμβατικό δεσμό ανάμεσα στην ανάδοχο τράπεζα και στον επενδυτή. Βρήκε, όπως ήταν φυσικό, διέξοδο στις κοινές διατάξεις για την αδικοπραξία, στα άρθρα 914 επισημαίνοντας ότι η ανάδοχος τράπεζα παραβίασε μια σειρά από παρεπόμενες υποχρεώσεις της και μια τέτοια υποχρέωσή της ήταν να ελέγξει την ακρίβεια και την πληρότητα των στοιχείων του ενημερωτικού δελτίου.

Το 1998 ο νόμος παρεμβαίνει διπλά, με το νόμο συγκεκριμένα 2651/1998, αφενός εξουσιοδοτήθηκε ο υπουργός Οικονομικών να εκδώσει κανονισμό αναδοχών και εκδόθηκε η υπουργική απόφαση με αριθμό 41517/1998, αφετέρου τροποποιήθηκε το άρθρο 3^Α του Προεδρικού Διατάγματος 350/1985.

Όστε να αποσαφηνισθούν οι προϋποθέσεις και η έκθεση προς αποζημίωση υποχρεώσεων του αναδόχου στην περίπτωση της δημόσιας διάθεσης τίτλων.

Ήδη ο κανονισμός αναδοχών είναι υπό τροποποίηση, το ξέρουν αυτό όλοι οι κύριοι στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Έχει λάβει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τη ρητή νομοθετική εξουσιοδότηση από το άρθρο 31 του νόμου 3461/2006. Μέχρι τότε πάντως είναι σαφές ότι ισχύει το κανονιστικό πλαίσιο της υπουργικής αποφάσεως 41517.

Τι κάνει ο ανάδοχος σας το ανέφερα ήδη. Το κρίσιμο είναι να ξεκαθαρίσει κανείς τις έννομες σχέσεις που είναι δυνατόν να αναπτυχθούν, όταν καταρτίζεται μια σύμβαση αναδοχής, μεταξύ της εκδότριας εταιρείας και του αναδόχου.

Υπάρχει κατ' αρχάς η εσωτερική σχέση ανάμεσα στην εκδότρια εταιρεία και στην ανάδοχο, η εσωτερική αυτή σχέση αποτελεί στην πραγματικότητα μια σύμβαση έργου. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει την υποχρέωση να προβεί σε όλες εκείνες τις ενέργειες που είναι αναγκαίες για την εισαγωγή της εταιρείας και φυσικά να συμπράξει στο ενημερωτικό δελτίο, το οποίο και ο ίδιος θα υπογράψει.

Κάποιες φορές, οπότε γίνεται *underwriting* (αναδοχή), αναλαμβάνει και την εγγυητική ευθύνη ότι αυτός θα καλύψει τις μετοχές για τις οποίες δεν θα βρεθούν αγοραστές, αλλά αυτό δεν μας αφορά εν προκειμένω και τον επενδυτή.

Αυτή η εσωτερική σχέση, εάν εξελιχθεί πλημμελώς, δεν αφορά τους επενδυτές. Δημιουργείται τότε ανάγκη αποζημίωσης με βάση τις διατάξεις της αναγωγής, της μεταξύ εκδότη και αναδόχου σχέσης. Μεταξύ του αναδόχου και των επενδυτών δεν υπάρχει συμβατική σχέση ή τουλάχιστον δεν υπάρχει συμβατική σχέση μέχρι τη στιγμή που ο ανάδοχος θέτει την υπογραφή του στο ενημερωτικό δελτίο, δηλώνοντας και εγγυόμενος ότι είναι ακριβή τα περιεχόμενα σε αυτό στοιχεία.

Ενδέχεται να μεσολαβούν περισσότεροι ανάδοχοι, ένας κύριος και άλλοι και αυτή η σχέση των περισσότερων αναδόχων είναι μία σχέση εσωτερική που δεν αφορά τους επενδυτές. Πολύ πιθανόν να μετέχει εδώ και ένας σύμβουλος.

Ο σύμβουλος αποτελεί εντολοδόχο του εκδότη, δεν έχει καν συμβατική σχέση με τον ανάδοχο, ωστόσο αποκτά και αυτός ευθύνη εάν περιληφθεί το όνομά του στο ενημερωτικό δελτίο. Σε κάθε περίπτωση ο σύμβουλος είναι αυτός ο οποίος υπογράφει το πληροφοριακό δελτίο στις δημόσιες προτάσεις, οπότε και αυτός αποκτά την ευθύνη που θα έχει και ένας ανάδοχος, το ορίζει άλλωστε και το άρθρο 13 του νόμου 3461/2006.

Σε ό,τι αφορά τώρα τις κύριες και τις παρεπόμενες υποχρεώσεις. Για την κύρια υποχρέωση που αφορά το ενημερωτικό δελτίο θα υπάρξει, ως γνωστό, η έτερη εξήγηση του συναδέλφου του κυρίου Λιάππη και σε αυτή δεν θα ανα-

φερθώ καθόλου, δεν είναι πάντως τυχαίο ότι η διάταξη για την ευθύνη των αναδόχων τροποποιήθηκε παρά πολλές φορές.

Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει νομοθέτηση, τα κελεύσματα της αγοράς για την ανάγκη προστασίας των επενδυτών, από την αρχή μέχρι σήμερα είχαμε έξι νομοθετικές τροποποιήσεις, την τελική της μορφή δείχνει να έχει προσλάβει η προς αποζημίωση υποχρέωση με το νόμο 3401/2005, το νόμο ο οποίος πλέον ρυθμίζει τα της εισαγωγής στις χρηματιστηριακές αγορές.

Θα αρκεστούμε μόνο στις κυρώσεις που επιβάλλει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή θα θεμελιώσουμε και αξίωση αποζημιώσεως των επενδυτών εάν διαπιστώσουμε ότι η παραβατική συμπεριφορά του αναδόχου προκάλεσε ζημία και στον επενδυτή;

Η ανάδοχος πρέπει πρώτ' απ' όλα να έχει επαρκείς εσωτερικές διαδικασίες, έτσι ώστε να μπορεί να εκτελέσει σοβαρά το έργο της αναδοχής, το οποίο έχει αναλάβει.

Αυτή η απαίτηση του νόμου σε ό,τι αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα έχει λίγο θεωρητική αξία, είναι γνωστό ότι για όλες τις εισηγμένες εταιρείες και δη για τα πιστωτικά ιδρύματα που ανήκουν στη μεγάλη κατηγορία, υπάρχει ο νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση, ο Ν3016/2002, για τον οποίο θα ακούσετε επίσης.

Αρα εδώ έχουμε την απόλυτη βεβαιότητα ότι δεν πάσχουν οι εσωτερικές διαδικασίες, εκεί που περισσότερο δείχνει να υπάρχει πρόβλημα, όπως προκύπτει και από νομολογιακό προηγούμενο του Συμβουλίου της Επικρατείας, είναι οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Εκεί πραγματικά οι εσωτερικές διαδικασίες ενδέχεται να είναι λίγο ατελείς. Μία άλλη παρεπόμενη υποχρέωση της αναδόχου είναι να μεταχειρίζεται με τον ίδιο τρόπο τους επενδυτές, να μη δημιουργεί επομένως με κανέναν τρόπο όρους που θα μπορούν να συνιστούν άνιση μεταχείρισή τους ή κατάχρηση αγοράς.

Κυρίως δε να διασφαλίζει την πραγματική καταβολή της συμμετοχής των επενδυτών στην κτήση κινητών αξιών. Τι σημαίνει αυτό; Ότι ο ανάδοχος οφείλει και κυρίως και έναντι του εκδότη να είναι βέβαιος και να εξασφαλίσει ότι όλοι όσοι θα δηλώσουν ενδιαφέρον συμμετοχής στη δημόσια εγγραφή, είναι σε θέση να καταβάλουν πραγματικά το τίμημα και έχουν διαθέσιμα.

Ήδη πλέον το επιτρεπτό του δανεισμού θα πρέπει να θωρηθεί και ύπαρξη ταμειακών αποθεμάτων ως τρόπος πραγματικής καταβολής του τιμήματος, αλλά είναι ενδιαφέρον ότι το Συμβούλιο της Επικρατείας, δικαιώνοντας και πάλι την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δέχτηκε ότι δεν ενήργησε νόμιμα ο ανά-

δοχος, ο οποίος δέχτηκε διαβεβαίωση τρίτου ότι ο υποψήφιος επενδυτής είναι σε θέση να καταβάλει το τίμημα.

Σε ό,τι αφορά τη διαδικασία της εισαγωγής και την κρίσιμη περίοδο, ο ανάδοχος θα πρέπει οπωσδήποτε να διαχειρίζεται και εσωτερικά ως ανάδοχος, με απόλυτη μυστικότητα, τις πληροφορίες τις οποίες λαμβάνει και φυσικά απαγορεύεται να ενεργεί οποιεσδήποτε πράξεις σε σχέση με την προς εισαγωγή κινητή αξία, εκτός από τις λεγόμενες σταθεροποιητικές πράξεις.

Αυτές δηλαδή που δικαιολογούνται με βάση ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα που θα πρέπει ούτως ή άλλως να εγκριθεί, ώστε να αποκατασταθεί η τιμή της μετοχής στα πραγματικά της πλαίσια.

Πάλι από τη νομολογία υπάρχει ένα ενδιαφέρον, υπερβολικό θα μου επιτρέψετε να το πω παράδειγμα, αρκετά υψηλού προστίμου που επιβλήθηκε σε ανάδοχο, επειδή η ανάδοχος δεν είχε αντιληφθεί έγκαιρα ότι η εκδότρια εταιρεία προέβaine σε διαφημιστικές ανακοινώσεις σε περίοδο που δεν μπορούσε να το πράξει.

Πράγματι με ρητή αναφορά στις διατάξεις και στην προστασία του καταναλωτή, ο νόμος ή η διάταξη περιορισμού για τις διαφημίσεις της εκδότριας εταιρείας, για ευνόητους λόγους. Ακριβώς για να μη δημιουργείται θόρυβος στην αγορά.

Τέσσερις μέρες πριν από τον κρίσιμο χρόνο της εγγραφής της απαγορεύει να διαφημίζει, η ανάδοχος λοιπόν στη συγκεκριμένη περίπτωση απέδειξε ότι είχε οχλήσει την εκδότρια εταιρεία, της είχε ζητήσει να μην προβαίνει σε διαφημίσεις.

Όλες αυτές όμως οι διευκρινήσεις δεν θεωρήθηκαν πειστικές, ενδεχομένως η απόφαση και το αποτέλεσμα να είναι σωστά, πάντως αυτό σημαίνει ότι η ανάδοχος θα πρέπει στην εσωτερική της σχέση με την εκδότρια, να έχει περιλάβει όλους εκείνους τους συμβατικούς όρους, οι οποίοι αποκλείουν την ευθύνη της ή την υπόμνηση ότι πρέπει να συμμορφώνεται με τις διατάξεις του νόμου.

Ενδιαφέρον είναι για να δει κανείς το προβάδισμα στις ελληνικές εποπτικές αρχές, ότι ακόμα και αν μία ανάδοχος έχει εγκατάσταση σε άλλη χώρα, εκτός Ελλάδας, παρ' όλα αυτά υπάρχει ρητός κανόνας σύγκρουσης στο άρθρο 2 του κανονισμού αναδοχών και καλείται σε εφαρμογή το Ελληνικό Δίκαιο που πρακτικά πλέον το Κοινοτικό Δίκαιο που έχουμε.

Αυτό σημαίνει ότι ο νόμος δίνει ιδιαίτερη έμφαση στο διοικητικό σκέλος της παράβασης των διατάξεων του κανονισμού και βεβαίως εάν θέλουμε να μιλήσουμε και για τις αξιώσεις αποζημιώσεως των επενδυτών, η διεθνής δικαιοδο-

σία των ελληνικών δικαστηρίων μπορεί να θεμελιωθεί σε επίπεδα ευρωπαϊκού χώρου, στον κανονισμό 44/2001 για τη διεθνή δικαιοδοσία και μάλιστα είτε στη διάταξη για τη σύμβαση παροχής, είτε ακόμα για τις διατάξεις για την προστασία των καταναλωτών.

Και δύο λέξεις για το ερμηνευτικό δίλημμα που ανακύπτει, εάν παραβιάσεις την κύρια υποχρέωσή σου σε σχέση με το ενημερωτικό δελτίο, υπέχει υποχρέωση αποζημιώσεως έναντι των επενδυτών, προς εκεί και η ίδια απάντηση για την παράβαση των παρεπόμενων υποχρεώσεων;

Η προσωπική μου γνώμη είναι αποφαστική για έναν απλό λόγο. Οι παρεπόμενες υποχρεώσεις, δηλαδή αν η ανάδοχος δεν έχει επαρκείς εσωτερικές διαδικασίες, παραβίασε κάτι σχετικά με τη διαφήμιση και λοιπά και λοιπά.

Κατά κανόνα, πολύ δύσκολα θα συνδέονται αιτιωδώς με τη ζημία που υφίσταται ο επενδυτής, αφού λοιπόν δεν υπάρχει αιτιώδης συνάφεια, δεν συντρέχει και ταυτότητα δικαιολογικού λόγου, ώστε να εφαρμόσουμε αναλογικά την ευθύνη για την κύρια υποχρέωση και στις παρεπόμενες.

Εάν, αντίθετα, στη συγκεκριμένη περίπτωση, ο επενδυτής ενάγων αποδείξει ότι παραβιάστηκε μια παρεπόμενη υποχρέωση και ως εκ τούτου αναιρέθηκε και η κύρια υποχρέωσή του, τότε ο δρόμος για την αξίωση αποζημίωσης είναι ανοιχτός. Ευχαριστώ πολύ για όλα.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ, κυρία Απαλαγάκη.

6.7 Συνεδρία 6 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Μία ερώτηση μόνο, έχουμε ερώτηση; Όχι.

7. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 7

Εποπτεία Εισηγμένων Εταιρειών



7.1 Ι. ΡΟΚΑΣ (Συντονιστής)

Καλημέρα σας, κυρίες και κύριοι. Μία από τις τελευταίες συνεδρίες σήμερα. Η καθηγήτρια η κυρία Απαλαγάκη που είχε προγραμματιστεί να μιλήσει σήμερα μίλησε χθες για τα ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδόχων και έτσι έχουμε έναν ομιλητή λιγότερο στο πρώτο πάνελ. Θα αρχίσουμε από τον κύριο Παπαδήμο που είναι τμηματάρχης δημοσίων εγγραφών στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Παρακαλώ, κύριε Παπαδήμο, έχετε το λόγο.

7.2 Ν. ΠΑΠΑΔΗΜΟΣ

Δημόσιες προσφορές–Ενημερωτικά δελτία

Καλημέρα σας. Κυρίες και κύριοι, θα ξεκινήσω με τις δημόσιες προσφορές και τα ενημερωτικά δελτία. Θα ξεκινήσω με το νόμο 3401/2005 που ενσωματώνει στην ελληνική νομοθεσία την Οδηγία 71/2003 σχετικά με τα ενημερωτικά δελτία και η Οδηγία αυτή είναι κείμενο μέγιστης εναρμόνισης με την έννοια ότι δεν αφήνει στα κράτη-μέλη να παρεκκλίνουν με διαφορετικές ρυθμίσεις, εκτός από δύο τρία θέματα που αφορούν τις ευθύνες των ενημερωτικών δελτίων και τις κυρώσεις που δεν είναι ενιαίες σε όλα τα κράτη-μέλη στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Ο Κανονισμός 809/2003 αποτελεί το εκτελεστικό μέτρο της Οδηγίας 71/2003. Ο νόμος 3401 αντικαθιστά το ΠΔ348 και το ΠΔ52/92. Θα ξεκινήσουμε και θα πούμε για την ερμηνεία και τον ορισμό της δημόσιας προσφοράς. Μέχρι να βγει ο νόμος 3401 δεν υπήρχε κάποιος ορισμός για τη δημόσια προσφορά και έτσι με την Οδηγία αυτή δίνεται πρώτη φορά ο ορισμός της δημόσιας προσφοράς που είναι κοινός για όλα τα κράτη-μέλη στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Σε τι συνίσταται η δημόσια προσφορά; Είναι οποιαδήποτε δημόσια ανακώ-νωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται στο κοινό και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της δημόσιας προσφοράς ή της εγγραφής για τις κινητές αξίες, ώστε ο επενδυτής να έχει τη δυνατότητα να αποφασίζει για την αγορά και την εγγραφή των κινητών αξιών.

Η τυχόν μεταπώληση των κινητών αξιών από κάθε ανάδοχο συνιστά και αυτή διάθεση και δημόσια προσφορά.

Στο άρθρο 3 του νόμου εισαγάγεται η υποχρέωση προηγούμενης δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου και, όπως βλέπετε, υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις από την υποχρέωση να δημοσιεύσουν ένα ενημερωτικό δελτίο και αυτό γιατί υπάρχουν σε ορισμένες προσφορές που απαριθμούνται περιοριστικά στο νόμο και αφορούν προσφορές που δεν απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, όπως σε ειδικούς επενδυτές, ή απευθύνονται σε λιγότερα από 100 άτομα φυσικά νομικά πρόσωπα που δεν είναι ειδικοί επενδυτές και σε άλλες κατηγορίες που οι προσφορές των τίτλων έχουν μεγάλη ονομαστική αξία είναι ιδιαίτερα μικρές προσφορές.

Στο άρθρο 4 του νόμου υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις από την υποχρέωση δημοσίευσης του ενημερωτικού δελτίου. Ποιες είναι αυτές οι εξαιρέσεις; Στις περισσότερες από τις περιπτώσεις που αναφέρονται υπάρχει ήδη αρκετή ενημέρωση για τις εν λόγω κινητές αξίες. Τούτο γιατί προκύπτει από κάποιο άλλο εταιρικό γεγονός, στο οποίο έχει δοθεί κάποια ικανοποιητική πληροφόρηση, ενημέρωση, όπως για παράδειγμα έχουν τις δημόσιες προτάσεις-συγχωνεύσεις.

Η προσφορά απευθύνεται σε πρόσωπα που έχουν κατά τεκμήριο γνώση για την εταιρεία όπως οι εργαζόμενοι στην εταιρεία και σε άλλες εταιρικές πράξεις όπως έχουμε σε ανταλλαγή ή μετατροπή των κινητών αξιών.

Τι είναι το ενημερωτικό δελτίο. Η παροχή πληροφόρησης για τις κινητές αξίες και τους εκδότες μέσω του ενημερωτικού δελτίου προάγει την προστασία των επενδυτών, δημιουργεί εμπιστοσύνη για τις κινητές αξίες και συμβάλλει στην ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς.

Οι πληροφορίες αυτές μέσα στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει να είναι επαρκείς και αντικειμενικές όσον αφορά τη χρηματοοικονομική κατάσταση του εκδότη και τα δικαιώματα που απορρέουν από τις κινητές αξίες και να πρέπει να παρέχονται στο ενημερωτικό δελτίο με έναν κατανοητό τρόπο και η εκτίμηση να είναι απλή από τους επενδυτές.

Το ενημερωτικό δελτίο καταρτίζεται από τα απαιτούμενα πληροφοριακά στοιχεία, σύμφωνα με τα πρότυπα ενημερωτικά δελτία που έχει ο Κανονισμός 809 που είναι το εκτελεστικό μέτρο από τα παραρτήματα 1 έως 17 του Κανονισμού, ανάλογα με το είδος και την κατηγορία των κινητών αξιών.

Το ενημερωτικό δελτίο καταρτίζεται είτε ως ενιαίο έγγραφο, είτε ως χωριστά έγγραφα και αποτελείται από τρία τμήματα, από το περιληπτικό σημείωμα, το έγγραφο αναφοράς και το σημείωμα κινητών αξιών. Το περιληπτικό σημείωμα

περιλαμβάνει τις σημαντικότερες πληροφορίες που θεωρεί ο εκδότης για τη συγκεκριμένη έκδοση για την εταιρεία και για τις κινητές αξίες. Το έγγραφο αναφοράς περιέχει πληροφορίες για τον εκδότη, έχει όλα τα υπολογιστικά στοιχεία μέσα, τις καταστάσεις, το ιστορικό του και συγκεκριμένα στοιχεία που απαιτεί ο Κανονισμός 809. Το σημείωμα κινητών αξιών περιέχει τις πληροφορίες για τις κινητές αξίες που αποτελούν το αντικείμενο της δημόσιας προσφοράς ή της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση.

Εάν κατά τη διάρκεια της δημόσιας προσφοράς υπάρχει κάποιο νέο σημαντικό γεγονός, έχει εγκριθεί το ενημερωτικό δελτίο και υπάρχει κάποιο νέο σημαντικό γεγονός, ο εκδότης οφείλει να βγάλει ένα συμπλήρωμα ενημερωτικού δελτίου, ώστε ο επενδυτής να λάβει γνώση αυτών των καινούργιων στοιχείων ώστε να συνεκτιμήσει.

Γ' αυτόν το λόγο δίνεται από το νόμο το δικαίωμα στον επενδυτή εάν έχει γραφτεί σε αυτή την έκδοση και υπάρχει κάποιο σημαντικό γεγονός από το συμπλήρωμα του ενημερωτικού δελτίου, θα μπορεί εντός τριών ημερών να ανακαλέσει την εγγραφή του που έχει κάνει σε αυτό το ενημερωτικό δελτίο, σε αυτή την έκδοση.

Πάμε στο διοικητικό κομμάτι. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εγκρίνει τα ενημερωτικά δελτία και δημοσιεύονται μόνο αφού έχουν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Εγκρίνει το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου μόνο ως προς την κάλυψη των αναγκών πληροφόρησης σύμφωνα με το 809 του Κανονισμού της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ο νόμος θέτει συγκεκριμένες προθεσμίες που είναι 10 ημέρες να εξετάσουν το ενημερωτικό δελτίο και αν ο εκδότης αιτείται να εισαγάγει την εταιρεία του για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο οι ημέρες αυξάνονται σε 20 ημερολογιακές ημέρες. Εάν όμως στο μεσοδιάστημα υπάρχουν νέες παρατηρήσεις από την εταιρεία, τότε το χρονοδιάγραμμα αυτό, οι προθεσμίες αυτές, ξεκινάνε από τα νέα στοιχεία που υποβάλλει ο εκδότης.

Η δημοσίευση και η διάρκεια ισχύος του ενημερωτικού δελτίου. Με την έγκριση του ενημερωτικού δελτίου δημοσιεύεται το ενημερωτικό δελτίο. Στο άρθρο 14 του νόμου 3401 καθορίζονται τα μέσα δημοσίευσης του ενημερωτικού δελτίου. Δεδομένων των τεχνολογικών εξελίξεων και προκειμένου η κυκλοφορία του ενημερωτικού δελτίου να διευκολύνεται εισαγάγεται η δυνατότητα για ηλεκτρονική επικοινωνία μέσω του Διαδικτύου. Ωστόσο το ενημερωτικό δελτίο διατίθεται δωρεάν εάν το ζητήσει ο επενδυτής και η διάρκεια του ενημερωτικού δελτίου είναι 12 μήνες από τη δημοσίευσή του.

Εκτός από τα ενημερωτικά δελτία που εγκρίνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δεχόμαστε και ενημερωτικά δελτία που έχουν εγκριθεί από άλλα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Διαβατήριο που ισχύει με τα άρθρα 17 και 18 του 3401.

Εκεί το κράτος-μέλος καταγωγής θα εγκρίνει ένα ενημερωτικό δελτίο, θα αποστείλει ένα πιστοποιητικό έγκρισης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εδώ στην Ελλάδα σαν κράτος-μέλος υποδοχής και εκεί συντελείται η έγκριση, ουσιαστικά δεν υπάρχει περαιτέρω έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Και αυτό το ενημερωτικό δελτίο είναι σε ισχύ και εκεί μεταφράζεται μόνο το περιληπτικό σημείωμα στην ελληνική γλώσσα και το ενημερωτικό δελτίο ανάλογα με τη γλώσσα που έχει επιλέξει ο εκδότης του εξωτερικού. Με αυτό τον τρόπο διευκολύνεται η διασυνοριακή προσφορά κινητών αξιών και η παράλληλη εισαγωγή του σε πολλές οργανωμένες αγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Θα δούμε τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ενημερωτικό δελτίο. Όπως θα δείτε, στο άρθρο 6 του Ν3401 στην πρώτη παράγραφο προσδιορίζονται τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το σύνολο του ενημερωτικού δελτίου, που είναι ο εκδότης ή ο προσφέρων, τα μέλη του Δ.Σ. και οι ανάδοχοι ή σύμβουλοι.

Στη δεύτερη παράγραφο παρουσιάζονται άλλα πρόσωπα εκτός από αυτά που είναι στην παράγραφο 1 που μπορούν να υπογράψουν και να έχουν την ευθύνη του ενημερωτικού δελτίου, αλλά αν έχουν δηλώσει ρητά ποια τμήματα φέρουν την ευθύνη. Τα πρόσωπα αυτά προσδιορίζονται με τα ονόματά τους και την ιδιότητά τους μέσα στο ενημερωτικό δελτίο. Ως προς την αστική ευθύνη για τα πρόσωπα αυτά, θα μιλήσει ο κύριος Λιάππης που είναι στη συνέχεια ο επόμενος συνομιλητής.

Στο άρθρο 24 του νόμου προβλέπονται οι διοικητικές κυρώσεις ή χρηματικά πρόστιμα ή μπορεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να επιβάλει επιπλήξεις. Υπάρχει και ένας άλλος νόμος που μπορούμε να επιβάλουμε πρόστιμα, εάν συνιστούν συμπεριφορές χειραγώγησης σύμφωνα με το νόμο 3340/2005. Εκεί θα τα αναφέρει και ο κύριος Παπαγεωργίου, ο επόμενος συνομιλητής, γιατί παρουσιάζονται μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις.

Ποιος είναι ο ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Ο έλεγχος των ενημερωτικών δελτίων, των υποβαλλόμενων στοιχείων που υποβάλλουν οι εκδότες και ελέγχουμε κατά πόσον αυτά τα στοιχεία όπως προβλέπει ο Κανονισμός 809 έχουν παρατεθεί στο ενημερωτικό δελτίο.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιπλέον συνεργάζεται με τη CESR και υποβάλλουμε ερωτήματα όλα τα κράτη-μέλη μεταξύ μας για τις ερμηνείες που δίνου-

νται από τον 809, ώστε να υπάρχει μια κοινή αντιμετώπιση από τις Επιτροπές Κεφαλαιαγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ώστε να αντιμετωπίζουμε τα θέματα αυτά ενιαία σε όλη την Ευρωπαϊκή Ένωση.

Τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουμε κατά την εξέταση των ενημερωτικών δελτίων αφορούν ελλείψεις ως προς το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου με τον 809 και ότι το ενημερωτικό δελτίο τις περισσότερες φορές δεν είναι κατανοητό, με συνέπεια να ζητάμε περισσότερες διευκρινίσεις.

Στατιστικά να αναφέρω ότι τα τελευταία δύο χρόνια με το νόμο 3401 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει εγκρίνει 45 ενημερωτικά δελτία ήδη εισηγμένων εταιρειών για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, έξι ενημερωτικά δελτία για εταιρείες που εισήγαγαν τις μετοχές τους για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο και πέντε ενημερωτικά δελτία για δημόσιες προσφορές χωρίς εισαγωγή στο ΧΑΑ.

Επιπλέον έχει ενημερωθεί με 95 πιστοποιητικά έγκρισης από άλλες αρμόδιες αρχές στην Ευρωπαϊκή Ένωση για τις διασυνοριακές δημόσιες προσφορές στην Ελλάδα. Απλώς να κλείσω με ένα παράδειγμα παράβασης που είχαμε να αντιμετωπίσουμε με το παλιό καθεστώς με το ΠΔ348. Μια εταιρεία είχε δηλώσει στο ενημερωτικό δελτίο ότι θα ιδρύσει μια θυγατρική εταιρεία.

Δημοσιεύτηκε το ενημερωτικό δελτίο, ξεκίνησε η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών και αργότερα διαπιστώθηκε ότι η εταιρεία αυτή είχε ήδη εγκριθεί πριν ακόμα υποβάλλουν τα στοιχεία στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Γι' αυτόν το λόγο οι υπεύθυνοι σύνταξης του ενημερωτικού δελτίου είχαν παραβεί τις διατάξεις του 348 και το άρθρο 76 παρ. 10 του Ν69 και τους είχαν επιβληθεί τότε χρηματικά πρόστιμα.

Θα ήθελα να κλείσω με κάτι πολύ σημαντικό που για εμάς αυτήν τη στιγμή είναι ένας προβληματισμός, επειδή είναι πολύ πρόσφατος ο νόμος με τις ευθύνες των ενημερωτικών δελτίων, δεν γνωρίζουμε αν έχουν στραφεί οι επενδυτές αυτήν τη στιγμή κατά των υπεύθυνων προσώπων με το άρθρο 25 του 3401 για την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου. Αυτό άλλωστε θα σας το αναλύσει και ο κύριος Λιάππης. Ευχαριστώ πάρα πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Να συνεχίσουμε με τον κύριο Λιάππη. Να κάνουμε μία δήλωση. Ο κύριος Δημήτρης Χατζημιχάλης, αντιπρόεδρος του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών, παρίσταται εδώ, σήμερα μαζί μας, όπως και η κυρία Ιωάννα Αλευρομύτη-Αλεξανδροπούλου, αντιπρόεδρος του Διοικητικού Συλλόγου Πειραιώς. Ακολου-

θεί ο κύριος Δημήτρης Λιάππης, ο οποίος είναι λέκτορας της Νομικής Σχολής Αθηνών και δικηγόρος. Θα συνεχίσει στην ίδια θεματική από τη σκοπιά του διοικητικού ελέγχου και των αξιώσεων αποζημίωσης των επενδυτών. Κύριε Λιάππη, έχετε το λόγο.

7.3 Δ. ΛΙΑΠΠΗΣ

Το ενημερωτικό δελτίο – Αξιώσεις αποζημίωσης των επενδυτών

Ευχαριστώ, κύριε πρόεδρε. Θα χρησιμοποιήσω μια στιγμή για να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες προς την Ένωση Δικαστών και Εισαγγελέων και προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που μου έκανε την τιμή και μου έδωσε τη χαρά να είμαι αυτό το Σαββατοκύριακο εδώ μαζί σας.

Η χρηματοπιστηριακή νομοθεσία, όπως διαπιστώσαμε από τις εξαιρετικές εισηγήσεις που είχαμε την ευκαιρία να ακούσουμε όλες αυτές τις συνεδρίες που πέρασαν, είναι εξαιρετικά ογκώδης. Έχω την αίσθηση ότι δεν υπάρχει κλάδος των οικονομικών συναλλαγών, ο οποίος να έχει τόσο εκτενή ρύθμιση.

Ποια είναι τα εργαλεία, με τα οποία εργάζεται ο νομοθέτης του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς. Ακούσαμε επανειλημμένως για διοικητικές κυρώσεις, διοικητικούς ελέγχους, προληπτικούς, για κατασταλτικά μέτρα, για τη ρύθμιση της οργάνωσης των νομικών προσώπων, των επιχειρήσεων που αναλαμβάνουν δράση σε αυτό το πεδίο, σχεδόν καθόλου όμως δεν ακούσαμε για αστικές αξιώσεις, για αξιώσεις αποζημίωσης. Αυτό σε ένα βαθμό είναι κατανοητό γιατί το Δίκαιο μας, το Ιδιωτικό μας Δίκαιο, το Αστικό μας Δίκαιο γνωρίζετε, έχει γενικές ρήτρες, οι οποίες επιτρέπουν το συνδυασμό, την εφαρμογή της χρηματοπιστηριακής νομοθεσίας για τη θεμελίωση αστικών αξιώσεων.

Υπάρχει όμως μία εξαίρεση, μία τουλάχιστον εξαίρεση, με την οποία θα σας απασχολήσω για τα επόμενα λεπτά. Είναι η αξίωση αποζημίωσης για το ανακριβές ή το ελλιπές ενημερωτικό δελτίο. Εκεί ο νομοθέτης της χρηματοπιστηριακής νομοθεσίας, το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς αισθάνθηκε την ανάγκη να ρυθμίσει ειδικά την αξίωση αποζημίωσης, να μην περιοριστεί δηλαδή στην εφαρμογή των γενικών διατάξεων περί αδικοπραξιών.

Να δούμε γιατί συμβαίνει αυτό και αν τελικά αυτό είναι αποτελεσματικό, αν προάγει την προστασία των επενδυτών ή όχι. Για να δώσουμε απάντηση σε αυτό το ερώτημα πρέπει πρώτα απ' όλα να διαπιστώσουμε ποιος είναι ο λειτουργικός προσανατολισμός του ενημερωτικού δελτίου, γιατί προβλέπεται το ενημερωτικό δελτίο, ποιους σκοπούς επιτελεί.

Οι σκοποί του προκύπτουν και ο δικαστής, ο οποίος θα κληθεί τελικά να κρίνει μία υπόθεση με ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να εφαρμόσει τον ελληνικό νόμο, ο οποίος μετασηματίζει σε εθνικό Δίκαιο τη σχετική Οδηγία, το νόμο 3401, τον οποίο θα πρέπει όμως σύμφωνα με την αρχή της εναρμονισμένης προς το κοινοτικό Δίκαιο ερμηνείας να ερμηνεύσει υπό το φως των σκοπών της Οδηγίας και των ρυθμίσεων της Οδηγίας και θα εφαρμόσει βέβαια και τον Κανονισμό 809 για το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου, το οποίο αποτελεί άμεσα ισχύον Δίκαιο εθνικό, ελληνικό, χωρίς πράξη προσαρμογής.

Ποιοι είναι τώρα οι σκοποί του νόμου για το ενημερωτικό δελτίο, των κανόνων Δικαίου που ρυθμίζουν το ενημερωτικό δελτίο. Είναι ένας διττός σκοπός, ένας μακροοικονομικός πρώτα απ' όλα σκοπός η εξασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Ήδη από τις προηγούμενες εισηγήσεις της προηγούμενης ημέρας καταλάβατε όλοι νομίζω πως για να λειτουργήσει η κεφαλαιαγορά πρέπει να υπάρχουν ενημερωμένοι επενδυτές, χωρίς πληροφορίες για τον εκδότη των προσφερόμενων επενδυτικών αξιογράφων δεν μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά η αγορά, αυτός είναι ο μακροοικονομικός σκοπός και των κανόνων για το ενημερωτικό δελτίο, από εκεί και πέρα ο ρυθμιστικός σκοπός ο οποίος ενδιαφέρει περισσότερο τον εφαρμοστή του Δικαίου είναι η προστασία του επενδυτή.

Για την προστασία του επενδυτή ακούμε εδώ και δύο ημέρες και έτσι πρέπει να ακούμε γιατί βρίσκεται πίσω απ' όλες τις ρυθμίσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας αυτός ο σκοπός, η προστασία του επενδυτή. Τι σημαίνει όμως προστασία του επενδυτή; Από τι καλείται το ενημερωτικό δελτίο να προστατεύσει τον επενδυτή, από ποιον κίνδυνο; Πρώτον. Και δεύτερον, από ποιον επενδυτή; Ο κίνδυνος από τον οποίο πρέπει να προστατεύσει το ενημερωτικό δελτίο είναι, προσέξτε, και αυτό είναι πάρα πολύ σημαντικό, κατά τη γνώμη μου, η νομοθεσία για το ενημερωτικό δελτίο δεν θέλει να εξασφαλίσει το κέρδος για τον επενδυτή, θέλει να εξασφαλίσει ότι ο επενδυτής θα λάβει την επενδυτική του απόφαση σωστά ενημερωμένος.

Σκοπός λοιπόν των σχετικών κανόνων είναι ο σωστά ενημερωμένος επενδυτής, όχι ο απαραίτητα κερδισμένος επενδυτής. Πρέπει να γνωρίζει ποιους κινδύνους αναλαμβάνει ο επενδυτής από εκεί και πέρα, αν θέλει να αναλάβει κάποιους κινδύνους και αποβεί επιζήμια, αν πραγματοποιηθούν αυτοί οι κίνδυνο και αποβεί επιζήμια η επένδυση αυτό δεν αποτελεί δυσλειτουργία για την κεφαλαιαγορά και το ενημερωτικό δελτίο, δυσλειτουργία θα αποτελούσε εάν λάμβανε την επενδυτική του απόφαση χωρίς σαφή εικόνα για την περιουσιακή

κατάσταση του εκδότη και για τις προοπτικές της οικονομικής εξέλιξης του εκδότη και των κινητών του αξιών που έχει προσφέρει προς διαπραγμάτευση το χρηματιστήριο. Αυτά περί του σκοπού της προστασίας.

Ποιο είναι τώρα το υποκείμενο της προστασίας, ποιος είναι ο προστατευτέος επενδυτής. Επενδυτές είναι και τα αμερικανικά funds, επενδυτές είναι και τα αμοιβαία κεφαλαία τα εξωτερικά, τα διεθνή και τα εσωτερικά, επενδυτής είναι όμως και ο αποταμιευτής, ο οποίος επενδύει στο χρηματιστήριο τις αποταμιεύσεις του, το εφάπαξ του, ή μέρος των αποταμιεύσεών του.

Το ενημερωτικό δελτίο πρέπει να προστατεύσει όλους αυτούς τους επενδυτές; Θα πρέπει επομένως να είναι κατανοητό απ' όλους αυτούς; Η απάντηση είναι ναι, θα πρέπει να είναι κατανοητό και από το μικροεπενδυτή και από τον καταναλωτή. Τούτο προκύπτει κυρίως από το προοίμιο της Οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο. Άρα ο προσανατολισμός του ενημερωτικού δελτίου είναι να προστατεύσει και το μικροεπενδυτή.

Για να επιτύχει τόσο το μακροοικονομικό όσο και τον άλλο του στόχο το ενημερωτικό δελτίο, την προστασία των επενδυτών, πρέπει οι παρεχόμενες πληροφορίες να είναι εξασφαλισμένης ποιότητας. Ποιοι όμως είναι οι μηχανισμοί, οι οποίοι μπορούν να συμβάλλουν στην εξασφάλιση της ποιότητας;

Κατά βάση είναι δύο οι μηχανισμοί αυτοί οι οποίοι θα πρέπει να συνεργαστούν μεταξύ τους. Για τον πρώτο έκανε ήδη αναφορά ο κύριος Παπαδήμος προηγουμένως, είναι ο διοικητικός έλεγχος, ο έλεγχος από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Δεν θα υπεισέλθω σε λεπτομέρειες, αυτό όμως το οποίο θέλω να κρατήσουμε, γιατί συνδέεται με τον επόμενο πυλώνα που είναι η δικαστική προστασία και ο δικαστικός έλεγχος της ακρίβειας και της πληρότητας του ενημερωτικού δελτίου, είναι τα όρια της αποτελεσματικότητας του διοικητικού ελέγχου.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ελέγχει μόνο την τυπική πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου, ελέγχει αν δηλαδή το ενημερωτικό δελτίο περιέχει κατ' αρχάς τις πληροφορίες, οι οποίες απαιτείται να περιλαμβάνονται σε αυτό. Δεν ελέγχει την ακρίβεια. Ελέγχει δηλαδή αν οι παρεχόμενες πληροφορίες ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Αν για παράδειγμα ένα ενημερωτικό δελτίο αναφέρει, όπως πρέπει να αναφέρει σύμφωνα με τους σχετικούς κανόνες, ότι η εκδότρια εταιρεία εξαρτάται από ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας τότε ικανοποιείται ο σχετικός όρος και φαίνεται ότι το ενημερωτικό δελτίο είναι τυπικά πλήρες.

Αν όμως στην πραγματικότητα εξαρτάται από τέσσερα, τα τρία που δεν αναφέρονται δεν μπορεί να τα ανακαλύψει, κατ' αρχάς τουλάχιστον η Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς και αν υπάρχουν τέτοιες ανακρίβειες στο ενημερωτικό δελτίο πώς θα λυθεί το πρόβλημα αυτό, ποιος θα το ελέγξει;

Προληπτικά δεν το ελέγχει κανείς κατά βάση. Κατασταλτικά όμως και *ad hoc* θα το ελέγξουν τα δικαστήρια και θα το ελέγξουν τα δικαστήρια, τουλάχιστον τα πολιτικά δικαστήρια μπορεί να το ελέγξουν και άλλα δικαστήρια και τα ποινικά δικαστήρια ενδεχομένως ή και τα διοικητικά δικαστήρια, εάν επιβληθεί κάποια κύρωση, κάποιο διοικητικό πρόστιμο, αλλά αυτό που ενδιαφέρει την παρουσίαση είναι ο έλεγχος από τα πολιτικά δικαστήρια ύστερα από την άσκηση μιας αγωγής αποζημίωσης λόγω ελλείψεων του ενημερωτικού δελτίου.

Έρχεται λοιπόν το πολιτικό δικαστήριο και ελέγχει μέσα από την κρίση για τη βασιμότητα ή όχι της απόφασης της αγωγής αποζημίωσης, θέλω να δούμε τώρα πώς θα θεμελιωθεί η κρίση του δικαστηρίου για τη βασιμότητα ή την αβασιμότητα της σχετικής αξίωσης και της σχετικής αγωγής.

Πρώτα απ' όλα το δικαστήριο θα κρίνει εάν συντρέχουν οι προϋποθέσεις εφαρμογής του άρθρου 25 που αποτελεί τη νομική βάση της αξίωσης αποζημίωσης, για την οποία σας κάνω λόγο. Πρώτα απ' όλα πρέπει να ελέγξει αν το ενημερωτικό δελτίο είναι πλήρες και ακριβές. Πού θα αναχθεί για να απαντήσει αυτό το ερώτημα; Πρώτα απ' όλα θα αναχθεί στον Κανονισμό, ο οποίος, όπως σας είπα, αποτελεί άμεσα ισχύον Δίκαιο.

Στον Κανονισμό αυτόν υπάρχουν πρότυπα ενημερωτικού δελτίου, τα οποία είναι πάρα πολύ αναλυτικά. Περιέχουν εξαντλητική σχεδόν ρύθμιση του ελάχιστου περιεχομένου που πρέπει να περιέχει το ενημερωτικό δελτίο ανάλογα με τον εκδότη και ανάλογα με την προσφερόμενη κινητή αξία.

Αν το ενημερωτικό δελτίο είναι πλήρες από αυτήν τη σκοπιά, αποκλείεται να θεμελιωθεί ευθύνη αστική λόγω έλλειψης πληρότητας; Η απάντηση είναι όχι. Γιατί; Γιατί υπάρχει και ένα δεύτερο στάδιο ελέγχου, υπάρχει εκτός από τους ειδικούς καταλόγους, τα ειδικά πρότυπα ενημερωτικού δελτίου, υπάρχει και μία γενικότερη αρχή, η οποία απορρέει από την Οδηγία και το σχετικό νόμο, η αρχή της εμπεριστατωμένης αξιολόγησης της επένδυσης.

Το δελτίο δεν πρέπει να περιέχει απλώς τις πληροφορίες που προκύπτουν από τον Κανονισμό και από τα πρότυπα ενημερωτικού δελτίου, πρέπει να περιέχει σύμφωνα με αυτήν τη γενική ρήτρα και όλες τις πληροφορίες που τυχόν δεν περιλαμβάνονται στους ειδικούς καταλόγους, τα ειδικά πρότυπα που είναι απαραίτητα για την εμπεριστατωμένη αξιολόγηση της επένδυσης και από ποιον, όπως σας είπα, αφού υποκείμενο της προστασίας, προστατευτέος επενδυ-

τής είναι και ο μικροεπενδυτής, θα πρέπει να διευκολύνει την κατανόηση και την αξιολόγηση της επένδυσης και από το μικροεπενδυτή. Αν δεν το πετυχαίνει αυτό, δεν είναι πλήρες. Δεν είναι ακριβές.

Το δεύτερο στάδιο ελέγχου είναι αν υπάρχει υπαιτιότητα των υπεύθυνων προσώπων. Ποια είναι τα υπεύθυνα πρόσωπα. Τα υπεύθυνα πρόσωπα είναι ο εκδότης των κινητών αξιών των προσφερόμενων, είναι ο ανάδοχος, ο σύμβουλος έκδοσης, είναι οικονομικοί και νομικοί ελεγκτές για τις δηλώσεις που προέρχονται από αυτούς και αυτό αποτελεί μια καινοτομία του νεότερου Δικαίου σε συμμόρφωση προς την κοινοτική Οδηγία και είναι και τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της εκδότριας εταιρείας, πάρα πολύ σημαντική καινοτομία.

Εδώ υπάρχει ο κίνδυνος. Επειδή ακριβώς τα πρόσωπα τα υπεύθυνα είναι περισσότερα, να αρχίσει μια μετακύλιση των ευθυνών από τον έναν στον άλλον, να αρχίσει ο καθένας να ισχυρίζεται ότι δεν όφειλε να γνωρίζει τη συγκεκριμένη πληροφορία αλλά όφειλε να τη γνωρίζει κάποιος άλλος.

Εδώ η στάση της νομολογίας θα είναι αποφασιστική. Έχω την αίσθηση ότι θα πρέπει να μη σταθεί στους τυπικούς ρόλους, το δικαστήριο το οποίο θα ελέγξει την επίμαχη περίπτωση, την εκάστοτε, δεν θα πρέπει να σταθεί στους τυπικούς ρόλους που μπορεί κανείς ακόμα και προσχηματικά να επικαλεστεί για να αποσείσει από πάνω του την ευθύνη.

Θα πρέπει να εξετάζει την ουσιαστική συμβολή του εναγομένου, μέλους του Δ.Σ. ή οποιασδήποτε άλλης εταιρείας που έχει αναμειχθεί στην εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο ή των υπολοίπων κινητών αξιών, θα πρέπει λοιπόν να εξετάσει τον ουσιαστικό του ρόλο, την ουσιαστική του συμβολή στη διαμόρφωση των παραπλανητικών πληροφοριών του ενημερωτικού δελτίου.

Επειδή αυτό το ζήτημα, η απόδειξη της υπαιτιότητας είναι εξαιρετικά δυσχερής για τον επενδυτή γιατί, όπως καταλαβαίνετε, είναι πάρα πολύ δύσκολο, δεν έχει πρόσβαση στην εσωτερική κατανομή των ρόλων στην πλευρά της προσφοράς ο ζημιωθής, γι' αυτό ο νόμος καθιερώνει τεκμήριο υπαιτιότητας, τεκμαίρεται η υπαιτιότητα, τεκμαίρεται όμως μαχητά, μπορεί να το αποδείξει ο υπεύθυνος έκδοσης, ο εναγόμενος ότι δεν βαρύνεται με πταίσμα, η δε απαιτούμενη υπαιτιότητα, επειδή δεν διακρίνει ο νόμος, είναι τόσο βαριά όσο και ελαφρά αμέλεια, αρκεί και η ελαφρά αμέλεια, αυτό δεν είναι σε όλες τις έννομες τάξεις έτσι. Π.χ. στη Γερμανία υπάρχει ευθύνη λόγω ενημερωτικού δελτίου μόνο για δόλο ή ελαφρά αμέλεια, στο δικό μας Δίκαιο η ρύθμιση είναι κάπως πιο αυστηρή στο σημείο αυτό.

Από εκεί και πέρα θα πρέπει να εξετάσει το δικαστήριο αν υπάρχει ζημία του

επενδυτή. Για να υπάρχει ζημία του επενδυτή πρέπει πρώτα απ' όλα ο επενδυτής να έχει αποκτήσει το αξιόγραφο ή στο πλαίσιο της δημόσιας προσφοράς ή της εισαγωγής στο χρηματιστήριο ή ακόμα και μετά από αυτή, αλλά εντός διαστήματος 12 μηνών από τη δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου.

Από αυτήν τη ρύθμιση τι προκύπτει; Απ' αυτήν τη ρύθμιση προκύπτει κάτι πολύ σημαντικό για τη λειτουργία του ενημερωτικού δελτίου, ενώ μέχρι τώρα αντιμετωπίζαμε το ενημερωτικό δελτίο κατά βάση ως πληροφοριακό έντυπο της πρωτογενούς κεφαλαιαγοράς, καταλαβαίνει κανείς από αυτή την προέκταση της αποζημιωτικής προστασίας προς τους επενδυτές ότι είναι τελικά και ένα έγγραφο της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς για 12 μήνες μετά τη δημοσίευση και αυτό γιατί; Γιατί προστατεύει ακόμα και τον επενδυτή, ο οποίος δεν αποκτά κατευθείαν από τον εκδότη ή τον ανάδοχο αλλά προστατεύει και τον επενδυτή, ο οποίος αποκτά την κινητή αξία, το επενδυτικό αξιόγραφο κατά τη διαπραγμάτευσή του στη χρηματιστηριακή αγορά, στη δευτερογενή αγορά από έναν άλλον επενδυτή, μόνο που βεβαίως και σε αυτή την περίπτωση η αγωγή δεν στρέφεται κατά του προηγούμενου επενδυτή αλλά πάλι κατά των υπεύθυνων προσώπων.

Και βέβαια για να υπάρχει ζημία θα πρέπει να έχει μειωθεί η αξία του επενδυτικού αξιόγραφου, θα πρέπει δηλαδή να συγκρίνουμε την αξία κτήσης και την αξία κατά τη στιγμή της έγερσης της αξίωσης. Αν δεν υπάρχει μείωση της αξίας και το ενημερωτικό δελτίο είναι αποδεδειγμένα παραπλανητικό αξίωση αστική δεν γεννάται, πρέπει να υπάρχει και ζημία.

Ζημία όμως μόνο θετική, μόνο η θετική ζημία καλύπτεται από τη σχετική αξίωση, επομένως καλύπτεται η απώλεια, η διαφορά της αξίας, η μεταβολή της αξίας της προσφερόμενης, της επίμαχης κινητής αξίας, καλύπτονται οι τυχόν προμήθειες που κατέβαλε ο επενδυτής για να αποκτήσει αυτή την κινητή αξία και για να τη μεταπωλήσει στη συνέχεια.

Καλύπτονται επίσης ως θετική ζημία και τα τυχόν έξοδα χρηματοδότησης, αν δανείστηκε για παράδειγμα για να αποκτήσει την κινητή αξία, το κόστος του δανεισμού αυτού αποτελεί επίσης θετική ζημία, η οποία καλύπτεται από την αξίωση για την οποία σας κάνω λόγο, δεν καλύπτονται όμως τα διαφυγόντα κέρδη, δεν μπορεί να έρθει ο επενδυτής και να πει αν δεν είχα παρασυρόμενος από την ανακρίβεια του ενημερωτικού δελτίου αποκτήσει το συγκεκριμένο επενδυτικό αξιόγραφο θα είχα αποκτήσει ένα άλλο το οποίο θα είχε μια καλύτερη πορεία, θα είχε μια θετική εξέλιξη. Αυτή η ζημία δεν μπορεί να αποκατασταθεί στο πλαίσιο αυτής της αξίωσης.

Και βέβαια πρέπει να υπάρχει και αιτιώδης συνάφεια ανάμεσα και εδώ υπάρχει μια ιδιομορφία πολύ σημαντική, η αιτιώδης συνάφεια δεν είναι η κλασική αιτιώδης συνάφεια που γνωρίζουμε από το Δίκαιο της Αδικοπραξίας αλλά πρέπει να την εξετάσουμε σε δύο επίπεδα, είναι διπλή, θα πρέπει πρώτα απ' όλα το δελτίο να αποτέλεσε την αιτία για την επενδυτική απόφαση, για την απόκτηση του αξιογράφου, πρέπει να στηρίχτηκε στο περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου ο επενδυτής για να αποκτήσει τη συγκεκριμένη κινητή αξία, πρώτο επίπεδο.

Δεύτερο επίπεδο ελέγχου της αιτιώδους συνάφειας είναι αυτό μεταξύ του σφάλματος του δελτίου και της ζημίας. Δεν αρκεί οποιαδήποτε ζημία. Αν για παράδειγμα η αξία του αξιογράφου μειώθηκε συνεπεία μιας ευρύτερης αλλαγής των μακροοικονομικών δεδομένων και μιας πτώσης της χρηματιστηριακής αγοράς γενικότερης, τότε δεν καλύπτεται η ζημία αυτή από την αξίωση για την οποία μιλάμε.

Πρέπει λοιπόν να μιλάμε για αιτιώδη, συσχέτιση του σφάλματος, της ανακρίβειας ή της έλλειψης πληρότητας του δελτίου και της ζημίας για την οποία έχει εγείρει την αξίωσή του ο επενδυτής. Ύστερα απ' αυτό αξίζει να δούμε αν πραγματικά προσφέρει κάτι παραπάνω αυτός ο θεσμός, αυτή η αξίωση αποζημίωσης, να τη συγκρίνουμε με τη γνωστή αδικοπρακτική βάση, τον αδικοπρακτικό νόμο λόγω ευθύνης, για να δούμε ακριβώς αν προσφέρει κάτι παραπάνω.

Και τούτο γιατί; Γιατί ο νόμος το άρθρο 25 του Ν3401 επιτρέπει, δεν αποκλείει τις τυχόν άλλες βάσεις νομικές, αξίωσης αποζημίωσης, συνεπώς δεν αποκλείεται να ακολουθήσει την παλιά παραδοσιακή μέθοδο και να επιχειρήσει ο επενδυτής να στηρίξει την αξίωσή του στο άρθρο 914 στους κανόνες και τις αδικοπραξίες.

Τι τον συμφέρει όμως τελικά να κάνει; Απ' όσα σας είπα μέχρι τώρα προκύπτει ότι η απάντηση δεν είναι ενιαία. Γιατί; Γιατί υπάρχουν σημεία στα οποία ο Ν3401 αποκλίνει από το ρυθμιστικό πρότυπο της αδικοπρακτικής ευθύνης του αστικού κώδικα υπέρ του επενδυτή και σημεία στα οποία αποκλίνει σε βάρος του επενδυτή υπέρ της πλευράς της προσφοράς, υπέρ του εκδότη και των λοιπών υπεύθυνων προσώπων.

Στο ζήτημα της υπαιτιότητας καθιερώνει μαχητό τεκμήριο υπαιτιότητας, αυτό δεν το γνωρίζει το Δίκαιο της Αδικοπραξίας, στο σημείο αυτό είναι ευνοϊκότερη για τον επενδυτή η νομοθετική ρύθμιση. Στο ζήτημα όμως της έκτασης της αποκαταστατέας ζημιάς είναι ευνοϊκότερη για την πλευρά της προσφοράς, διότι δεν καλύπτεται η αποθετική ζημία, καλύπτεται μόνο η θετική ζημία, περιορισμός ο οποίος είναι άγνωστος στο Δίκαιο της Αδικοπραξίας.

Επίσης η αξίωση του ειδικού νόμου παραγράφεται σε τρία χρόνια από τη δημοσίευση του δελτίου, ενώ η αξίωση από αδικοπραξία παραγράφεται σε πέντε χρόνια από τη γνώση του υπαιτίου και της ζημίας και σε αυτό το σημείο δεν είναι ευνοϊκή για τον επενδυτή η λύση. Συνεπώς, πού καταλήγουμε; Ποια είναι η αποτίμηση στην οποία μας οδηγεί αυτή η σύγκριση;

Η ειδική ρύθμιση προστατεύει τον επενδυτή ή περιορίζει την ευθύνη των υπεύθυνων προσώπων; Η απάντηση εξαρτάται από την ερμηνεία και η απάντηση εξαρτάται κυρίως από την εφαρμογή, δηλαδή εξαρτάται από εσάς, από τον Έλληνα δικαστή, ο οποίος ερμηνεύοντας αντίστοιχα τις σχετικές διαφορές και ανάλογα με τα στάνταρντ τα οποία θα θέσει θα οδηγήσει το θεσμό αυτό είτε προς την κατεύθυνση της προστασίας του επενδυτή είτε προς την κατεύθυνση του περιορισμού της ευθύνης των αναδόχων, όπως είχε συμβεί δυστυχώς στο παρελθόν υπό το προηγούμενο καθεστώς.

Ευχαριστώ πολύ για την προσοχή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κύριο Διάππη για την πολύ ενδιαφέρουσα νομική σκοπιά του ζητήματος της ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο και για τη διπλή διαδρομή της αστικής ευθύνης, ειδικής και της γενικής. Ίσως μετά θα έχουμε την ευκαιρία να κάνουμε ερωτήσεις και να γίνει κάποιος διάλογος.

Παρακαλούμε τον κύριο Στέργιο Παπαγεωργίου, ο οποίος είναι τμηματάρχη παρακολούθησης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών εισηγμένων εταιρειών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ο οποίος θα μας πει για τις συνεχείς χρηματοοικονομικές πληροφορίες.

7.4 Σ. ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ

Συνεχείς χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις εταιρειών

Καλημέρα σας, κυρίες και κύριοι. Εργάζομαι στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς από την έναρξη των εργασιών της με τη στελέχωση σε προσωπικό και αυτήν τη στιγμή προϊστάμαι του τμήματος ελέγχου των χρηματοοικονομικών πληροφοριών που εκδίδουν εισηγμένες εταιρείες και όταν λέμε χρηματοοικονομικές πληροφορίες εννοούμε είτε τις οικονομικές καταστάσεις, κατά κύριο λόγο αυτές, είτε μέσω ανακοινώσεων, είτε μέσω ενημερωτικών δελτίων, όταν εκδίδονται χρηματοοικονομικές πληροφορίες που αφορούν είτε απολογιστικά είτε

προβλέψεις. Παράλληλα βρισκόμαστε σε συνεχή επαφή με τις διαρκείς επιτροπές της Ένωσης Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς Ευρώπης με τις οποίες συζητάμε, παρακολουθούμε και συμμετέχουμε στην έκδοση αποφάσεων και εισηγήσεων προς τα ανώτατα όργανα της Ένωσης Ευρωπαϊκών Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς και, τέλος, εισηγούμαστε προς το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εισηγούμαστε κυρώσεις και ενδεχομένως σε ορισμένες περιπτώσεις και συστάσεις.

Θα πρέπει βασικά να ξεκινήσω και να σας πω δύο λόγια για το τι είδους είναι αυτή η χρηματοοικονομική πληροφόρηση για την οποία συζητάμε, διότι έχουμε αντιμετωπίσει σε αρκετές δίκες και είναι κατανοητό αυτό μία μη εξοικείωση των δικαστικών οργάνων με τους όρους της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Ευελπιστώ ότι μέσα από αυτό το συνέδριο και μέσα από την ομιλία μου θα γίνει πιο κατανοητό, τουλάχιστον για τα βασικά μέρη, τι εστί χρηματοοικονομική πληροφόρηση.

Έχουμε δύο περιόδους, στις οποίες διακρίνεται η χρηματοοικονομική πληροφόρηση για τις εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο. Την περίοδο βάσει της οποίας οι οικονομικές καταστάσεις εντάσσονταν με τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα και περιλάμβαναν τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων, τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, αυτό είναι το σύνολο που λέμε οικονομικές καταστάσεις. Επιπρόσθετα υπάρχει και το προσάρτημα και επιπλέον αυτές οι καταστάσεις έβγαιναν και στη γενική συνέλευση αλλά μόνο ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων πίνακας διάθεσης δημοσιεύονταν και στις εφημερίδες.

Έχουμε πλέον την έκθεση διαχείρισης του Διοικητικού Συμβουλίου και την έκθεση ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή λογιστή, κοινώς το πιστοποιητικό ελέγχου. Το σύνολο αυτών αναρτιόταν στο διαδικτυακό χώρο της εταιρείας και εγκρινόταν από τη Γενική Συνέλευση.

Αυτές οι οικονομικές καταστάσεις, το σύνολο της οικονομικής πληροφόρησης, περιέχονταν σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν2190/1920 σε ετήσια βάση. Σε περιοδική βάση έχουμε μια συνοπτική λογιστική κατάσταση, η οποία δημοσιεύεται στον Τύπο και περιλαμβάνει συνοπτικά ορισμένους λογαριασμούς του ισολογισμού της κατάστασης αποτελεσμάτων.

Το ουσιαστικό θέμα είναι ότι θα πρέπει να καταλάβουμε την έννοια ενοποιημένων και ατομικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι ενοποιημένες αναφέρονται στη δομή ενός ομίλου εταιρειών όπου υπάρχει μητρική εταιρεία και οι συμμετοχές της σε θυγατρικές εταιρείες κατά βάση εταιρείες που ελέγχει

πλήρως, κοινώς θα μπορούσαμε να πούμε από 50% και άνω χωρίς να αποκλείει και τη συμμετοχή κάτω του 50%, κυρίαρχο είναι να τις ελέγχει πλήρως.

Τα αποτελέσματα που παράγει η εταιρεία φαίνονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων, τα αποτελέσματα που παράγει ο όμιλος εταιρειών μιας εταιρείας όπως είναι μιας εισηγμένης εμφανίζονται στην κατάσταση αποτελεσμάτων και διακρίνονται στο τέλος σε αποτελέσματα που αφορούν τους μετόχους της μητρικής και αποτελέσματα που αφορούν τους μετόχους της μειοψηφίας, δηλαδή, οι μέτοχοι εκείνοι που έβαλαν κεφάλαια στις θυγατρικές εταιρείες της μητρικής στις οποίες υπάρχει μια μειοψηφία, δηλαδή δεν έχει το 100% του μετοχικού κεφαλαίου η μητρική. Στη συνέχεια από την 1/1/2005 εφαρμόζονται και δημοσιοποιούνται οικονομικές πληροφορίες με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα σε ευρωπαϊκό επίπεδο και έχουν υιοθετηθεί και από την Ελλάδα. Η διαφοροποίηση είναι ότι, πέρα από τις καταστάσεις που αναφέραμε προηγουμένως, εδώ έχουμε και την κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων, πώς μεταβλήθηκε η περιουσιακή κατάσταση, αυτό που μένει τελικά από τις απαιτήσεις, υποχρεώσεις από την περιουσία και αποδίδεται στους μετόχους όταν με βάση τα λογιστικά στοιχεία ρευστοποιηθεί η εταιρεία, κατάσταση ταμειακών χρηματοοικονομικών ροών που δείχνουν ανάλογα με τη δραστηριότητα πώς έχουν εξελιχθεί στη διάρκεια μιας χρήσης και το προσάρτημα, το οποίο τώρα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα ονομάζεται επεξηγηματικές σημειώσεις και απαιτείται σαφώς ευρύτερη και σαφέστερη πληροφόρηση.

Βεβαίως έχουμε και την έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, την έκθεση του ορκωτού και στον Τύπο πλέον βγαίνουν τα συνοπτικά οικονομικά στοιχεία και πληροφορίες, όπως έχει αποφασιστεί από την κοινή υπουργική απόφαση.

Σε περιοδική βάση έχουμε τις ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις, οι οποίες δίνουν μία πιο συνοπτική πληροφόρηση από τις αιτήσεις και έχουμε βέβαια και τα στοιχεία και πληροφορίες τα οποία κατόπιν των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δημοσιεύονται επίσης στην εφημερίδα.

Όλα αυτά αναρτώνται στο Διαδίκτυο και φυσικά οι οικονομικές καταστάσεις ονομάζονται κοινώς και απολογισμός, στην ουσία όμως μέσα από τη νομολογία το σωστό ήταν ετήσιο δελτίο και με τον επόμενο νόμο, το νόμο της διαφάνειας πλέον ονομάζεται ετήσια οικονομική έκθεση και περιλαμβάνει όλα τα προηγούμενα στοιχεία που είπαμε και κάποιες επιπρόσθετες πληροφορίες που έχουν οριστεί τελευταία με τις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς τον περασμένο Οκτώβριο.

Όλα αυτά αναρτώνται στο Διαδίκτυο, επισημαίνω για άλλη μια φορά ότι ο

νόμος για τη διαφάνεια είναι ο Ν3556/2007 και βέβαια και στο εξάμηνο έχουμε κάτι ανάλογο, έχουμε την εξαμηνιαία οικονομική έκθεση, ένα booklet (βιβλίο) πληροφοριών που επίσης αναρτάται στο Διαδίκτυο, αλλά και σε τριμηνιαία βάση έχουμε τη δημοσίευση στοιχείων και πληροφοριών.

Επισημαίνω ότι οι οικονομικές καταστάσεις και για τα εξάμηνα αλλά και για το έτος εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεωτικά και βάσει του νόμου και συνεπώς την ευθύνη για τις οικονομικές καταστάσεις έχει και το Διοικητικό Συμβούλιο αλλά και οι υπογράφωντες αυτές.

Θα τα δούμε αυτά πόσο έχουν σημασία στα πλαίσια των νόμων αλλά και των κυρωτικών αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που έχουν υπάρξει στο παρελθόν. Επί τροχάδην, νομοθεσία, το ΠΔ36ο φαντάζει μακρινό είναι από το 1985, καθόριζε ποια είναι τα στοιχεία σε τριμηνιαία βάση που βγαίνουν προς τα έξω από τις εταιρείες για να ενημερώσουν το επενδυτικό κοινό και το τι δημοσιεύεται επακριβώς στις εφημερίδες και όσον αφορά το περιεχόμενο ή τη μη δημοσίευση ή κατά παρέκκλιση καθυστερημένη δημοσίευση αυτών προβλέπονταν κυρώσεις από το άρθρο 7.

Ένας άλλος σημαντικός νόμος που για αρκετά χρόνια απασχόλησε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βεβαίως τώρα με το νόμο για τη διαφάνεια και τη χειραγώγηση δεν ισχύει πλέον, είναι ο Ν1969/91, ένας πολυνόμος για τη χρηματιστηριακή νομοθεσία και το άρθρο 72.2, βάσει του οποίου επιβάλλονταν κυρώσεις ή ακόμα και εγκλίσεις, κυρίως με την παράγραφο 1, το άρθρο 72, για μη ακριβείς πληροφορίες από φυσικά ή από νομικά πρόσωπα, δηλαδή είτε από την ίδια την εταιρεία είτε ακόμα και από τους διαδίδοντες τις πληροφορίες.

Ο νόμος στη συνέχεια για την προστασία από προνομιακές πληροφόρησης και χειραγώγησης της αγοράς με το άρθρο 7 αναφέρει ότι η διάδοση από οποιονδήποτε και συνεπώς και κατ' εξοχήν από την ίδια εταιρεία, ψευδών ή παραπλανητικών πληροφοριών είναι χειραγώγηση και τιμωρείται.

Τέτοιου είδους συμπεριφορές φωτογραφίζουν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου όταν διαδίδουν ψευδείς, ανακριβείς πληροφορίες μέσω των ετήσιων ή ακόμα και των τριμηνιαίων περιοδικών οικονομικών καταστάσεων αλλά και τυχόν άλλων δημοσιευμάτων, όπως είναι οι ανακοινώσεις και τα Δελτία Τύπου και βέβαια το άρθρο 23 που μιλάει για τις κυρωτικές διατάξεις.

Ο νόμος για τη διαφάνεια με το άρθρο 26 αναφέρει ότι φυσικά και εδώ έχουμε πληροφορίες, οι οποίες, εφόσον δεν δημοσιεύονται σωστά ή έγκαιρα και γι' αυτές υπάρχουν διοικητικές κυρώσεις, άρα ενδεχομένως και συστάσεις είναι αυτό που αναφέρει επιπλήξεις ο νόμος.

Στην παράγραφο 2 επισημαίνονται ότι οι διοικητικές κυρώσεις απευθύνονται είτε σε μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, είτε στα διευθυντικά στελέχη αλλά ακόμα και στους ελεγκτές εσωτερικούς και εξωτερικούς και θα πρέπει να δούμε μέσα από δύο παραδείγματα, τα οποία είναι οι πιο ενδεικτικές περιπτώσεις που στο παρελθόν έχουν απασχολήσει την κεφαλαιαγορά και τα ελληνικά δικαστήρια, τάξης ανακρίβειας ή παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού.

Να επισημάνω ότι ο νόμος για τη διαφάνεια και η ροή των χρηματοοικονομικών πληροφοριών ξεκινά να εφαρμόζεται στην ουσία από αυτόν το μήνα, πρακτικά, διότι θεωρητικά ισχύει από το καλοκαίρι που μας πέρασε αλλά όσον αφορά ειδικά τις οικονομικές καταστάσεις 10 εισηγμένες ξεκινούν από το τρίμηνο που έληξε στις 30/9/2007 να εφαρμόζουν το νόμο για τη διαφάνεια.

Η μεγάλη πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών θα ξεκινήσει να τον εφαρμόζει από το πρώτο τρίμηνο του 2008, συνεπώς υπάρχει ακόμα μια περίοδος μετάβασης και γνώσης του αντικειμένου και του περιεχομένου του νόμου.

Στις δύο αυτές περιπτώσεις που θέλω εν συντομία να σας παρουσιάσω, η μία αφορά ανακριβείς οικονομικές καταστάσεις και παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού μέσω των οικονομικών καταστάσεων σε συνδυασμό όμως με μία ανακοίνωση που έχει βγάλει η εταιρεία και αφορά έλλειψη των οικονομικών καταστάσεων διότι δεν ανέφερε τα δικαιώματα μειοψηφίας, δηλαδή τα αποτελέσματα που παρήγαγε ο όμιλος αλλά ανήκαν στους μετόχους της μειοψηφίας, σε αυτούς δηλαδή που μετείχαν στις θυγατρικές με τα κεφάλαιά τους, παρέλειψε να το αναφέρει η εταιρεία στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και στην ανακοίνωσή της παρουσίασε ότι με την ονοματολογία του λογαριασμού αυτό που ήταν κοινώς παραδεκτό από όλη την αγορά, διότι δεν υπήρχαν οδηγίες για τους λογαριασμούς των ενοποιημένων σαν να ήταν δικά της. Σημαντική ήταν αυτή η πληροφορία, όπως κατ' επανάληψη έχει ανακοινώσει και ο νυν πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ότι τα αποτελέσματα, κυρίως τα ενοποιημένα, αυτά είναι που ενδιαφέρουν τους επενδυτές, έχουν αξία και σημασία για αξιολόγηση μιας μετοχής, αυτά που κατανέμονται στους μετόχους, που αναλογούν στους μετόχους της μητρικής.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση η εταιρεία όφειλε να γνωρίζει τις διατάξεις του Ν2190 /1920, να αφαιρέσει τα δικαιώματα μειοψηφίας και ό,τι έμενε από τα συνολικά κέρδη ήταν αυτά που ανήκαν στον όμιλο της εισηγμένης εταιρείας.

Και πράγματι γνώριζε διότι στο παρελθόν σε ενημερωτικά δελτία που είχε εκδώσει, οι εποπτικές αρχές είχαν επισημάνει ότι έπρεπε να τα αφαιρεί και το άλλο σημαντικό είναι ότι η εταιρεία παρ' όλο που της είχε επισημανθεί από την

κεφαλαιαγορά ότι τόσο οι οικονομικές καταστάσεις ήταν ελλιπείς αλλά και η ανακοίνωση μπορούσε να προκαλέσει σύγχυση δεν συμμορφώθηκε και οι οικονομικές καταστάσεις δεν επαναλήφθηκαν με δημοσίευση στον Τύπο αλλά μόνο στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών.

Λαμβάνοντας όλα αυτά η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς υπέβαλε κυρώσεις τόσο στην ίδια την εταιρεία όσο και στα μέλη του Δ.Σ. αλλά και στους υπογράφοντες τις οικονομικές καταστάσεις και ακόμα προχώρησε σε έγκλιση κατά των μελών του Δ.Σ. και κατά των υπογραφών των οικονομικών καταστάσεων συνεκτιμώντας όλα αυτά.

Τέλος η δεύτερη περίπτωση, και τελειώνω, είναι περίπτωση στην οποία ενημερωτικό δελτίο που βγήκε στο κοινό το Φεβρουάριο ενός έτους περιείχε τις εκτιμήσεις της προηγούμενης χρονιάς. Οι εκτιμήσεις αυτές είχαν ήδη ανατραπεί, αυτό το γνώριζε το Διοικητικό Συμβούλιο και μάλιστα στην περίπτωση αυτή έχουμε πρακτικό, στο οποίο συνομολογούσε ότι ναι εμείς ξέρουμε, παρ' όλα αυτά δεν έκαναν καμία ενέργεια να επικαιροποιήσουν το ενημερωτικό δελτίο, ούτε να ανακοινώσουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό ότι αλλάζουν και συνεπώς η γνώση αυτή δεν διοχετεύτηκε προς τα έξω.

Αυτά τα στοιχεία και στην προηγούμενη περίπτωση και σε αυτήν που ήταν τα αποτελέσματα και είναι σημαντική παράμετρος μιας αξιολόγησης μετοχής σε συνδυασμό με το ύψος που κυμαινόταν γύρω στο 30% των αποτελεσμάτων, άρα θεωρούμε ότι είναι σημαντικό, οδήγησαν το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε κυρώσεις για παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.

Ελπίζω να σας διαφώτισα ορισμένα σημεία. Σας ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κύριο Παπαγεωργίου για την ενδιαφέρουσα ανάπτυξη που έκανε και παρακαλούμε τον κύριο Ιωάννη Δρυλλεράκη να μας μιλήσει για το εταιρικό δίκαιο και την εταιρική διακυβέρνηση στα πλαίσια του συνεδρίου μας.

7.5 Ι. ΔΡΥΛΛΕΡΑΚΗΣ

Εταιρικό δίκαιο – Εταιρική διακυβέρνηση

Κυρίες και κύριοι, αν και είναι κοινοτοπία, δεν μπορώ να αποφύγω να ευχαριστήσω την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και όλους τους άλλους συνδιοργανωτές

που με περιέλαβαν στους ομιλητές αυτού του συνεδρίου και μου έδωσαν την ευκαιρία να κάνω αυτή την παρουσίαση σε ένα τόσο διακεκριμένο ακροατήριο.

Κυρίως όμως θέλω να ευχαριστήσω τον κύριο Χαραλάμπους, να τον συγχαρώ κατ' αρχάς για την υπέροχη διοργάνωση, όχι μόνο για τη ρουτίνα του συνεδρίου αλλά και για όλα τα άλλα, ακόμα και για τον καιρό είχε φροντίσει, διότι όπως είπε ο κύριος Κυριτσάκης, εάν, κύριε πρόεδρε, ο καιρός ήταν πολύ ωραίος κ.λπ., φαντάζεστε τι δύσκολο θα ήταν να κρατηθούμε σε αυτήν την αίθουσα, σε αυτό το ωραίο περιβάλλον; Επομένως έχω την υποψία ότι λόγω της ξαφνικής αλλαγής του καιρού μάλλον πρόκειται για οργανωτικό θέμα. Δεν μπορώ να το εξηγήσω αλλιώς.

Είμαστε στο θέμα της εποπτείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς πάνω στις εταιρείες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, βλέπετε, είναι εντός εισαγωγικών γιατί δεν είναι οι εταιρείες που εισαγάγονται, οι μετοχές τους εισαγάγονται ως χρηματιστηριακό πράγμα προς διαπραγμάτευση. Αλλά εν πάση περιπτώσει βολεύει να τις λέμε εισηγμένες εταιρείες.

Οι εταιρείες λοιπόν που έχουν μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο δεν παύουν να είναι Ανώνυμες Εταιρείες. Δεν είναι άλλο είδος Ανώνυμης Εταιρείας είναι Ανώνυμες Εταιρείες και επομένως διέπονται από το Ν2190/1920.

Εφαρμόζεται ο νόμος σε όλες τις εκφάνσεις του αλλά, εκτός τούτου, έχουμε πρόσθετες υποχρεώσεις για την προστασία του επενδυτικού κοινού. Έχουμε αυξημένες υποχρεώσεις για να διασφαλιστεί η διαφάνεια, όπως επίσης και η αντικειμενική, η απρόσωπη λειτουργία της Ανώνυμης Εταιρείας.

Ξέρετε, στην Ελλάδα είναι πάρα πολύ σύνηθες να μπερδεύουμε τις τσέπες μας, να μπερδεύουνε οι μέτοχοι, ή οι διοικητές της εταιρείας, την τσέπη της εταιρείας με τη δική τους. Αυτό είναι αποτέλεσμα της ελλείψεως μιας αντικειμενικής, μιας απρόσωπης λειτουργίας και αυτό ακριβώς προσπαθεί, είναι ένα από τα σημεία τα οποία προσπαθεί να καλύψει ο νόμος.

Υπάρχει η χρηματιστηριακή νομοθεσία, η οποία αφορά τις εταιρείες που έχουν μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο και αυτή η χρηματιστηριακή νομοθεσία τους επιβάλλει διάφορες υποχρεώσεις, πρόσθετες υποχρεώσεις, όπως είναι κυρίως η δημοσιοποίηση οικονομικών στοιχείων, δημοσιεύουν οικονομικές καταστάσεις, τρίμηνες, εξάμηνες και όχι μόνο ετήσιες, ώστε να μπορεί ο επενδυτής να παρακολουθεί την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών να ξέρει πώς πάει η επένδυσή του και ταυτόχρονα να μαθαίνει πληροφορίες, είναι η άλλη περίπτωση κατά την οποία έχουν υποχρέωση, όπως επίσης να έχουμε και

την ενημέρωση επάνω στις μετοχικές μεταβολές, οι οποίες υπεισέρχονται ώστε να ξέρει κανείς εάν υπάρχει μεταβολή των ισορροπιών που υπάρχουν στην εταιρεία ή μεταβολή του ελέγχου.

Αυτό αφορά καθαρά χρηματιστηριακή νομοθεσία. Εκτός από αυτό όμως έχουμε και το Ν3016/1988, ο οποίος όρισε κανόνες σχετικούς με την εταιρική διακυβέρνηση, όπως λέει. Βέβαια οι δύο έννοιες από πλευράς θεωρίας είναι ασύμβατες γιατί η κυβέρνηση είναι έννοια του Δημοσίου Δικαίου και επομένως εταιρεία με Δημόσιο Δίκαιο δεν συνάδουν. Χρησιμοποιούμε εδώ κυβέρνηση και κυβερνήτη στο Ιδιωτικό Δίκαιο μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όταν έχουμε και καθήκοντα Δημοσίου Δικαίου, π.χ. ο κυβερνήτης του πλοίου, ο κυβερνήτης του αεροπλάνου, αυτοί έχουν και καθήκοντα Δημοσίου Δικαίου, μπορούν να δεχτούν διαθήκη, να κάνουν ένα γάμο, επομένως εκεί.

Στην ιδιωτική εταιρεία ο νόμος διακυβέρνηση δεν ξέρω αν κολλάει αλλά εν πάση περιπτώσει κάναμε μια μετάφραση από τα ξένα Δίκαια, από τα οποία πήραμε αυτόν το θεσμό και πολύ σωστά τον πήραμε και πολύ ωραίες ρυθμίσεις έχει και έτσι μιλάμε για εταιρική διακυβέρνηση.

Εδώ λοιπόν έχουμε ρυθμίσεις που είναι καθαρά Εμπορικού Δικαίου και αυτές καλύπτουν τους εξής τομείς, έχουμε τη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου, έχουμε κανονισμό λειτουργίας, εσωτερικό έλεγχο και τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων.

Στη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου κατ' αρχάς έχουμε μια περιγραφή των καθηκόντων του Διοικητικού Συμβουλίου, το σκοπό που επιτελεί το Διοικητικό Συμβούλιο, τι πρέπει να έχει στο μυαλό του.

Το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να έχει ως διαρκή επιδίωξη του την ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και την προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Αυτό μπορεί να φαίνεται κοινοτυπία και θα έλεγε κανείς αυτό δεν είναι σύγκρουση συμφερόντων; Τι θα φροντίσει καλύτερα ο διευθύνων σύμβουλος τον γιο του ή την εταιρεία;

Βέβαια εδώ δεν είναι θέμα απαγορεύσεως, είναι θέμα διαφάνειας, είναι θέμα να ξέρουμε ότι συμβαίνει αυτό το πράγμα και να το εκτιμούμε γιατί δεν αποκλείεται ο γιος του διευθύνοντος συμβούλου να έδωσε πράγματι την καλύτερη προσφορά ή να παρέχει τις καλύτερες υπηρεσίες, δεν έχουμε κανέναν λόγο να τον αποκλείσουμε από τη διοίκηση της εταιρείας.

Επομένως, το σημαντικό είναι να, απαγορεύεται η σύγκρουση συμφερόντων, αλλά εκεί που υπάρχει. Επομένως για να εμποδίσουμε να υπάρχει, βάζουμε μια υποχρέωση γνωστοποίησης στο Διοικητικό Συμβούλιο, αυτός που

ξέρει ή νομίζει ότι υπάρχει ένα θέμα συγκρούσεως συμφερόντων πρέπει να το ανακοινώνει ώστε να υπάρχει η δυνατότητα να εκτιμηθεί εάν υπάρχει ή δεν υπάρχει αυτή η έλλειψη συμφερόντων.

Εδώ θα πρέπει να σας πω ότι αυτό το θέμα της συγκρούσεως συμφερόντων είναι τόσο σημαντικό ώστε η τροποποίηση του Ν2190/1920 η πρόσφατη με τον 3604/2007 δεν περιέλαβε, κόπιαρε κανονικά αυτές τις διατάξεις και επομένως τώρα αυτές οι διατάξεις ισχύουν και για τις εταιρείες, οι οποίες δεν έχουν μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο ενώ προηγουμένως αφορούσαν μόνο αυτές.

Ένα άλλο θέμα, το οποίο μπαίνει είναι οι συμβάσεις της εταιρείας με τις συνδεδεμένες εταιρείες. Συνδεδεμένες εταιρείες περιγράφονται στο νόμο με πολλές λεπτομέρειες και πρέπει να το δει κανείς, είναι στο άρθρο 42ε αλλά στην ουσία συνδεδεμένες εταιρείες είναι οι θυγατρικές, οι ελεγχόμενες εταιρείες και οι συγγενείς εταιρείες, αν μπορώ να χρησιμοποιήσω αυτούς τους όρους.

Αντιλαμβάνεστε ότι εδώ υπάρχει ένα θέμα αν η σύμβαση που γίνεται με αυτές τις εταιρείες γίνεται με όρους αγοράς ή αν μπαίνει θέμα, εντός εισαγωγικών, συμπαθειών, μεταξύ των διοικήσεων και επομένως αφού υπάρχει αυτό το θέμα χρειάζεται μια ιδιαίτερη προσοχή για αυτές τις συναλλαγές μεταξύ των συνδεδεμένων εταιρειών, άρα, αυτές οι εταιρείες πρέπει να περιλαμβάνονται σε μια ετήσια έκθεση, ώστε να φαίνονται και να υπάρχει η δυνατότητα στο επενδυτικό κοινό και στις εποπτεύουσες αρχές να δουν αν πράγματι συντρέχει αυτή η αντικειμενικότητα, αν έχουμε το arms length relation (σχέση με ίσους όρους), όπως επικρατεί να λέγεται, και επίσης αυτή η έκθεση δεν συντάσσεται και μπαίνει στα συρτάρια αλλά πρέπει να δίνεται και στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Όσον αφορά τη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου, έναν άλλο θεσμό τον οποίο βάζει ο νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση είναι ότι υποχρεώνει τα Διοικητικά Συμβούλια να έχουν μη εκτελεστικά μέλη. Κοινή πρακτική είναι να έχουμε την εταιρεία, να διαθέτει ένα Διοικητικό Συμβούλιο που αποτελείται καθαρά από τα στελέχη της εταιρείας.

Αυτό έχει τα πλεονεκτήματά του, όταν έχουμε έναν κλειστό τύπο εταιρείας, όταν έχουμε έναν αριθμό μετόχων συγκεκριμένο, όταν έχουμε προσδιορισμένη πλειοψηφία, αλλά εδώ που έχεις μια εταιρεία, στην οποία ιδεωδώς ο ελέγχων μέτοχος δεν πρέπει να έχει πάνω από το 1/3 σας θυμίζω ότι, εάν υπάρξει πάνω από το 1/3 απόκτηση μετοχών, αυτό σημαίνει υποχρέωση να βγει έξω αυτός που ξεπέρασε το 1/3 και να κάνει δημόσια προσφορά, να μαζέψει τις μετοχές, να δώσει τη δυνατότητα σε όλους να προσφέρουν τις μετοχές τους.

Όταν λοιπόν έχουμε μια εταιρεία στην οποία τα 2/3 είναι σε θεσμικούς και στο κοινό σε αυτή την περίπτωση δεν πρέπει να είναι το Διοικητικό Συμβούλιο ένα κλειστό όργανο, δεν πρέπει να είμαστε μεταξύ μας, πρέπει να έχουμε και μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή μέλη τα οποία δεν ανακατεύονται στην καθημερινή λειτουργία της εταιρείας και κατόπιν τούτου μπορεί να δουν λίγο την εταιρεία σφαιρικά, να τη δουν από πάνω και πέραν τούτου λέει το εξής, δεν μου αρκεί να έχω μόνο μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή έχω τα εκτελεστικά, αυτά που είναι στελέχη της εταιρείας, είναι διευθυντές, είναι δικηγόροι, είναι στελέχη της εταιρείας εν πάση περιπτώσει, έχω και τα μη εκτελεστικά αλλά πρέπει να έχω και ανεξάρτητα μέλη, δηλαδή μέλη τα οποία δεν έχουν σχέση με την εταιρεία, δεν έχουν σύνδεση με την εταιρεία και περιγράφει ποια μπορεί να είναι αυτή η σύνδεση και η σχέση.

Ας πούμε ένας μεγαλομέτοχος και ποιος είναι μεγαλομέτοχος, το προσδιορίζει σε πολύ χαμηλά όρια ο νόμος, σε 0,5%, σου λέει αν εσύ έχεις ίδιον συμφέρον εγώ θέλω κάποιον που να βλέπει την εταιρεία έτσι όπως το περιέγραψα, δηλαδή τη μακροχρόνια οικονομική της πρόοδο.

Δεν μπορεί να είναι ο πρόεδρος, ο διευθύνων σύμβουλος δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι ανεξάρτητος. Δεν μπορεί να θεωρηθούν οι συγγενείς τους ότι είναι ανεξάρτητοι. Έχω λοιπόν μια σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου, την επιβάλλει ο νόμος, που είναι εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη και στα μη εκτελεστικά πρέπει να έχω τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα, όπως τα είπαμε τα ανεξάρτητα. Και τα ανεξάρτητα αυτά πρέπει να είναι τουλάχιστον δύο, άρα αν κάνουμε τους πολλαπλασιασμούς αφού θέλω δύο ανεξάρτητα και πρέπει να είναι μη εκτελεστικά φυσικά, και αφού πρέπει να είναι το 1/3 τουλάχιστον, άρα θέλω τουλάχιστον έξι μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Θυμηθείτε ότι ο Ν2190/1920 αρκείται σε τρία μέλη, με τρία μέλη μπορεί να έχετε Διοικητικό Συμβούλιο, εδώ σου λέει ότι δεν χρειάζεται, θα πας πιο πάνω για να μπορέσεις να έχεις τη σύνθεση που θα επιτρέψει την καλύτερη διοίκηση της εταιρείας.

Αυτά τα ανεξάρτητα μέλη τι κάνουν; Έχουν ένα σημαντικό ρόλο μέσα στην εταιρεία. Δηλαδή, πρώτα πρώτα υποβάλλουν μια χωριστή έκθεση στη γενική συνέλευση. Σας θυμίζω ότι κάθε χρόνο το Διοικητικό Συμβούλιο υποβάλλει μια έκθεση στη Γενική Συνέλευση για το πώς πήγανε οι εργασίες της εταιρείας. Αυτά τα ανεξάρτητα προσφέρουν, συντάσσουν και υποβάλλουν χωριστή έκθεση.

Βέβαια είναι δυνητικό αυτό αλλά αντιλαμβάνεστε ότι η ευθύνη τους είναι να

τη φτιάχνουν αυτή την έκθεση, γιατί αλλιώς τι ανεξάρτητα είναι, εκτός αν δεν έχουν τίποτα να πουν και επίσης η Γενική Συνέλευση που τους εκλέγει πρέπει η απόφασή της αυτή να γνωστοποιείται στην εποπτεύουσα αρχή.

Τα ανεξάρτητα μέλη τα εκλέγει η Γενική Συνέλευση, αυτό το καθήκον δεν το αφήνει στο Διοικητικό Συμβούλιο, αντιθέτως το ποια είναι εκτελεστικά και ποια δεν είναι εκτελεστικά μέλη αυτό είναι θέμα του Διοικητικού Συμβουλίου.

Το Διοικητικό Συμβούλιο, όπως ξέρετε, παραμένει το βασικό όργανο διοικήσεως για να μην πω το μόνο όργανο διοικήσεως, αυτό καθορίζει τους υποκατάστατους, ποιοι είναι αυτοί, οι οποίοι θα εκπροσωπούν την εταιρεία, θα εκφράζουν την ελλείπουσα φυσική βούληση της εταιρείας και επομένως αυτοί πρέπει να πουν και ποια είναι εκτελεστικά, δηλαδή ποια έχουν εκπροσωπευτική εξουσία γενικότερη, και ποια δεν έχουν.

Ο κανόνας για τα διοικητικά συμβούλια σας θυμίζω ότι είναι πως δεν δικαιούνται αμοιβή παρά μόνο εάν το αποφασίσει η Γενική Συνέλευση. Δεν αλλάζει αυτός ο όρος, δεν τίθεται υποχρέωση της εταιρείας να δίνει αμοιβή, αλλά εμμέσως, νομίζω, το προβλέπει, δεδομένου ότι θέτει κανόνες και λέει ότι ανάλογα με το χρόνο που διαθέτουν τα μη εκτελεστικά μέλη και εκεί μέσα είναι και τα ανεξάρτητα είναι και η αμοιβή τους και ότι αυτές οι αμοιβές όμως πρέπει να μνημονεύονται ως χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων.

Το προσάρτημα, σας θυμίζω, είναι ένας κατάλογος σημαντικών πραγμάτων, τα οποία προβλέπει ο νόμος ώστε να ενημερώνονται οι μέτοχοι στη Γενική Συνέλευση για αυτά. Όλα αυτά αφορούν τη λειτουργία του Διοικητικού Συμβουλίου.

Το επόμενο θέμα είναι ο εσωτερικός κανονισμός. Μα θα μου πείτε, κάθε εταιρεία δεν έχει έναν κανονισμό εσωτερικό; Θα εκπλαγείτε αν σας πω ότι όχι. Όταν δείτε εταιρεία να έχει ISO, αυτή σίγουρα έχει κανονισμό, έχει διαδικασίες.

Εδώ έρχεται ο νόμος και λέει ότι οι εισηγμένες πρέπει οπωσδήποτε να έχουν έναν κανονισμό. Το πρώτο πράγμα, το οποίο πρέπει να έχουν, είναι ένα οργανόγραμμα, να έχουν μια οργάνωση. Η οργάνωση είναι κάτι απαραίτητο όμως δεν πρέπει να είναι οργάνωση για την οργάνωση. Υπάρχει μια ιστορία που λέει ότι κάποιος είχε ταξιδέψει στο Παρίσι και του είχαν δώσει μια διεύθυνση ενός ευαγούς ιδρύματος, εάν ο άνθρωπος ήθελε λίγο να διασκεδάσει. Πήγε λοιπόν στη διεύθυνση που του δώσανε, είδε ένα κτίριο καταπληκτικό, ένα θυρωρό με λιβρέα μπροστά, κοιτούσε, ετοιμαζόταν να φύγει αλλά ο θυρωρός τον ρώτησε αν ήθελε κάτι. Α, τίποτα. Όχι, σας παρακαλώ, τι θέλετε; Μήπως; Λέει, ναι. Εδώ

είναι, περάστε. Περνάει λοιπόν, βλέπει μια ωραία ρεσεψιόν, του λένε μάλιστα κύριε, θέλετε ψηλή ή μέτρια ή κοντή. Λέει μέτρια. Ωραία περάστε στο δεύτερο διάδρομο αριστερά. Πάει εκεί, ένας άλλος θυρωρός ρωτάει, θέλετε ξανθιά, καστανή; Τέλος πάντων, για να μη σας τα πολυλογώ η επιλογή συνεχιζόταν, αριστερά, δεξιά, πάνω, κάτω, τελικά είχε απηυδήσει, λέει, να τελειώνουν, ναι, εντάξει, τελευταία ερώτηση. Κάνει την τελευταία ερώτηση, του δείχνουν την πόρτα, ανοίγει, βγαίνει στο δρόμο, κοιτάζει γύρω, γύρω, βλέπει έναν άλλο θυρωρό με λιβρέα, ο οποίος του λέει, μπορεί να μην έχουμε γυναίκες αλλά από οργάνωση, ε;

Μη νομίζετε, επομένως, ότι εδώ ο κανονισμός μπαίνει για να έχουμε οργάνωση. Νομίζω ότι ο κανονισμός, και θα συμφωνήσετε κύριε Χαραλάμπους, μπαίνει για να έχουμε μια λειτουργούσα διοίκηση. Μέσα στα άλλα, προσδιορίζονται οι αρμοδιότητες των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, οι κανόνες των συναλλαγών με συνδεδεμένες, βλέπετε τα θέματα της διαφάνειας. Όπου έρχεται θέμα διαφάνειας το εντοπίζουμε, όταν έχουμε συνδεδεμένες να προσδιορίζουμε τις συναλλαγές που έχουμε μαζί τους.

Επίσης πολύ σημαντικό είναι η διαδικασία πρόσληψης και αξιολόγησης στελεχών. Αυτή εγγυάται αυτό που σας είπα, απρόσωπη λειτουργία της εταιρείας. Δεν προσλαμβάνεις κάποιον επειδή είναι παιδί του φίλου σου, τον προσλαμβάνεις γιατί οι ικανότητές του, όπως φαίνονται στο βιογραφικό του, στη συνέντευξη που δίνει, στο παρελθόν του το επαγγελματικό τον κάνουν κατάλληλο για να δουλέψει για την εταιρεία. Και τελικά είναι πάρα πολύ σημαντικό το ότι αυτός ο κανονισμός πρέπει να έχει μια διαδικασία εσωτερικής παρακολούθησης, όσο και αν ενοχλεί η λέξη, είναι μια παρακολούθηση αναγκαία.

Μέσα στην εταιρεία υπάρχουν πρόσωπα, τα οποία έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες προνομιακές, το inside information που λέμε. Αυτές οι πληροφορίες, όταν συνδέονται με τις κινητές αξίες της εταιρείας μπορεί να έχουν μια τεράστια οικονομική αξία, ακούσατε τόσα παραδείγματα προηγουμένως.

Επομένως εκεί πρέπει να έχεις μια διαδικασία για το πώς παρακολουθείς την οικονομική εξέλιξη αυτών των ανθρώπων, πώς βλέπεις ότι δεν εκμεταλλεύονται αυτές τις πληροφορίες εις βάρος του επενδυτικού κοινού. Και τέλος αυτές οι οικονομικές δραστηριότητες αυτών των στελεχών είναι ακριβώς που πρέπει να παρακολουθούνται.

Τέλος, πάρα πολύ σημαντικός είναι ο εσωτερικός έλεγχος. Ο εσωτερικός έλεγχος δεν είναι, ο κύριος επιθεωρητής έρχεται. Ο εσωτερικός έλεγχος είναι μια διαδικασία βοήθειας των στελεχών της εταιρείας να συμμορφώνονται με τους εσωτερικούς κανονισμούς και τις διαδικασίες.

Και βεβαίως όπου εντοπίζει παραβάσεις να προσπαθεί να τις διορθώσουν ή να τις φέρνει υπόψη της διοικήσεως. Ο εσωτερικός έλεγχος πρέπει να έχει μια ανεξαρτησία. Δεν πρέπει να εξαρτάται, να είναι μέσα στην ιεραρχία την απόλυτη, γιατί, όπως καταλαβαίνετε, όταν κρέμεσαι από τον άνθρωπο που θα σου δώσει την αύξησή σου αρχίζεις και κουμπώνεσαι αν πρόκειται να πεις κάτι γι' αυτόν.

Άρα εδώ ο εσωτερικός έλεγχος αναφέρεται στα μη εκτελεστικά μέλη. Είναι ειδική ανεξάρτητη υπηρεσία. Και οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται κατευθείαν από το Διοικητικό Συμβούλιο, είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχολήσεως και υπάρχουν και διάφορα ασυμβίβαστα, τα οποία προβλέπει ο νόμος ώστε να εγγυάται την ποιότητα των υπηρεσιών των οποίων προσφέρουν.

Αυτός ο εσωτερικός έλεγχος παρακολουθεί την τήρηση του κανονισμού λειτουργίας, ελέγχει περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων, βλέπετε ότι οι διατάξεις έρχονται και κουμπώνουν η μία με την άλλη, δεν είναι στο κενό, είναι ένας νόμος μελετημένος και αυτός ο εσωτερικός έλεγχος έχει υποχρέωση να ενημερώνει τουλάχιστον ανά τρίμηνο το Διοικητικό Συμβούλιο και επίσης έχει δικαίωμα να παρίσταται στις γενικές συνελεύσεις, προφανώς όχι για τον, εντός εισαγωγικών χαβαλέ, έννοια η οποία χρησιμοποιείται πολύ στη σύγχρονη Ελληνική, αλλά για να μπορέσει να αναφέρει στη Γενική Συνέλευση πράγματα τα οποία πιθανόν να μην αναφέρει η έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου.

Αντιλαμβάνεστε ότι ο εσωτερικός έλεγχος έχει ευθύνες και επομένως ξέρετε πολύ καλά ότι, εάν δεν τις εκτελέσει, μπορεί να βρεθεί αύριο κατηγορούμενος, το κατηγορούμενος αν θέλετε μην το αφήσετε μόνο στο Ποινικό Δίκαιο και για παράβαση του εσωτερικού του καθήκοντος, για ζημία της εταιρείας.

Άλλωστε με τον καινούργιο Ν2190/1920 τώρα η ευθύνη δεν είναι μόνο ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου είναι και όλων των υποκαταστάτων του Διοικητικού Συμβουλίου. Τελικά και αυτό είναι, για να τελειώσω, υπάρχει ένας έλεγχος των αντλούμενων κεφαλαίων από τη δημόσια εγγραφή.

Όταν μια εταιρεία μπαίνει στο χρηματιστήριο ή όταν αυξάνει το μετοχικό της κεφάλαιο και καλεί το κοινό, γιατί εκεί οι μέτοχοί της κοινό είναι, να συμμετάσχουν, να δώσουν τα ωραία τους χρήματα, έχει ένα σχέδιο επενδυτικό. Στο ενημερωτικό δελτίο που ακούσατε υπάρχει αυτό το σχέδιο. Λέει, θα τα χρησιμοποιήσω για αυτό το σκοπό. Το δικαιολογεί, το αιτιολογεί και εάν έχουμε μια αλλαγή στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων, τότε υπάρχει μια διαδικασία για να μπορέσει να την εξηγήσει σε αυτούς, να τη δικαιολογήσει, να την τεκμηριώσει.

Αυτά, επομένως, προβλέπει ο νόμος. Το Διοικητικό Συμβούλιο θέλει αυξημένη πλειοψηφία για να μπορέσει να εγκρίνει την αλλαγή της χρήσεως, η οποία είναι πολλές φορές απαραίτητη, διότι ζούμε σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο κόσμο. Ακούσατε από έναν άλλον ομιλητή, πετάει μία πεταλούδα στην Ιαπωνία και γίνεται σεισμός στην Ευρώπη, άρα σε ένα τέτοιο μεταβαλλόμενο κόσμο δεν μένει παρά να προσαρμόζεσαι ανά πάσα στιγμή γιατί, αν δεν προσαρμόζεσαι, είσαι καταδικασμένος να πεθάνεις.

Προσέξτε, η εταιρική διακυβέρνηση ανήκει στην εποπτεία της κεφαλαιαγοράς, δεν ανήκει στον τομέα εποπτείας της νομαρχίας ή του υπουργείου Ανάπτυξης, διότι εδώ όχι μόνο αφορά τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αλλά γιατί καθιερώνει ειδικές υποχρεώσεις για αυτές. Σας ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ τον κύριο Δρυλλεράκη για τα πολύ ενδιαφέροντα που είπε και για τα καλά λόγια που είπε για το θεσμό της εταιρικής διακυβέρνησης που τόσο τον υποστηρίζουμε. Στη συνέχεια έχουμε την κυρία Αντιγόνη Αλεξανδροπούλου, η οποία είναι δικηγόρος και διδάκτωρ Νομικής, που θα μας μιλήσει για τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και ιδιαίτερα για νομικά θέματα που προκύπτουν κατά την εφαρμογή του squeeze out και θα μας πει τι είναι, για όποιους δεν το ξέρουν.

7.6 Α. ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΠΟΥΛΟΥ

Squeeze out και νομικά θέματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του

Καλημέρα σας. Το squeeze out είναι σε γενικές γραμμές το δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας και με τον τρόπο αυτό να την αποκλείσει από την εταιρεία. Στο Ελληνικό Δίκαιο το squeeze out προβλέπεται από δύο διατάξεις, η μία είναι στο Ν3461/2006 για τις δημόσιες προτάσεις και η άλλη είναι στο νέο άρθρο 49Γ του Ν2190/1920/1920.

Οι διατάξεις αυτές, αν και ρυθμίζουν το ίδιο δικαίωμα, δηλαδή το squeeze out, ωστόσο προβλέπουν διαφορετικές προϋποθέσεις και διαφορετική διαδικασία εφαρμογής του. Στο άρθρο 27 του νόμου για τις δημόσιες προτάσεις προβλέπεται ότι ο προτείνων, ο οποίος ύστερα από δημόσια πρόταση απέκτησε το 90% των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας μπορεί εντός τριών

μηνών από το πέρας της περιόδου που είχαν οι μέτοχοι για να αποδεχτούν τη δημόσια πρόταση να απαιτήσει να μεταβιβαστούν σε αυτόν οι υπόλοιπες κινητές αξίες έναντι ανταλλάγματος.

Το αντάλλαγμα αυτό πρέπει να έχει την ίδια μορφή και να ισούται τουλάχιστον με το αντάλλαγμα της δημόσιας πρότασης. Προϋπόθεση για αυτό είναι τη σχετική του πρόταση να την αναφέρει στο ενημερωτικό δελτίο της δημόσιας πρότασης.

Το δικαίωμά του αυτό το ασκεί καταθέτοντας αίτημα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία αφού ελέγξει κατά πόσο πληρούνται οι εκ του νόμου προβλεπόμενες προϋποθέσεις να εκδώσει τη σχετική απόφαση. Το αντίστοιχο δικαίωμα στο Ν2190/1920 προβλέπει ότι ο μέτοχος, ο οποίος μετά την ίδρυση της εταιρείας απέκτησε το 95% του μετοχικού κεφαλαίου, μπορεί εντός 5 ετών από το χρονικό σημείο κατά το οποίο απέκτησε αυτό το ποσοστό να απαιτήσει από τη μειοψηφία να μεταβιβάσει σε αυτόν τις μετοχές της.

Το δικαίωμα αυτό μπορεί να το ασκήσει καταθέτοντας αίτηση προς το μονομελές πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας, το δικαστήριο θα δικάσει κατά τη διαδικασία της εκουσίας δικαιοδοσίας και αφού ελέγξει ότι πράγματι πληρούνται οι εκ του νόμου προβλεπόμενες προϋποθέσεις θα προσδιορίσει το ύψος του ανταλλάγματος αφού πρώτα λάβει υπόψη του έκθεση πραγματογνωμοσύνης που θα του έχει υποβάλει ο πλειοψηφών μέτοχος. Η διάταξη αυτή λειτουργεί ανεξάρτητα από τη διάταξη για τις δημόσιες προτάσεις.

Τώρα θα σας μιλήσω για κάποια ζητήματα που μπορεί να προκύψουν από την εφαρμογή των διατάξεων αυτών και ενδεχομένως να απασχολήσουν τη Δικαιοσύνη. Ένα ζήτημα βασικό είναι κατά πόσο οι διατάξεις αυτές είναι συνταγματικές, δεδομένου ότι γίνεται δεκτό ότι το δικαίωμα ιδιοκτησίας επί της μετοχής καθώς και τα περιουσιακά δικαιώματα, τα οποία ενσωματώνει προστατεύονται τόσο από το άρθρο 17 του Συντάγματος, όσο και από το άρθρο 1 του πρόσθετου πρωτοκόλλου της ΕΣΔΑ.

Στη γερμανική νομολογία τέθηκε επανειλημμένα το ερώτημα κατά πόσο η διάταξη της squeeze out είναι συνταγματική. Επανειλημμένα το δικαστήριο επιβεβαίωσε τη συνταγματικότητα των διατάξεων αυτών με την επιχειρηματολογία ότι εξυπηρετεί το γενικό συμφέρον που εν προκειμένω είναι η δημιουργία ανταγωνιστικών επιχειρήσεων και η αποτελεσματικότητα της οικονομίας και ότι το squeeze out αποτελεί το κατάλληλο και αναγκαίο μέσο για την επίτευξη αυτού του σκοπού.

Συγκεκριμένα υποστηρίχτηκε ότι το squeeze out εξυπηρετεί το μεγαλομέ-

τοχο να ασκήσει απρόσκοπτα τις εταιρικές του υποθέσεις, ενώ παράλληλα τον απαλλάσσει από το φόρτο που υφίσταται λόγω ύπαρξης μειοψηφίας εντός της εταιρείας, δεδομένου ότι ο νόμος τον υποχρεώνει να διαθέτει και να συντηρεί μια συγκεκριμένη οργάνωση και δομή, προκειμένου να προστατεύεται η μειοψηφία.

Ένα άλλο ζήτημα είναι ότι με το squeeze out ο μεγαλομέτοχος απαλλάσσεται από ενδεχόμενες καταχρηστικές πρακτικές ορισμένων μετόχων της πλειοψηφίας, οι οποίοι ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μετασχηματισμών της επιχείρησης ενδέχεται, προκειμένου να μπλοκάρουν το επιδιωκόμενο επενδυτικό σχέδιο, προκειμένου να αποκομίσουν χρηματικά οφέλη ή άλλα οικονομικά ανταλλάγματα. Ιδιαίτερα δε ως προς τις δημόσιες προτάσεις για το squeeze out που προβλέπεται στο νόμο αυτό έχει γίνει δεκτό ότι αποτελεί το απαραίτητο αντιστάθμισμα στην υποχρέωση που προβλέπει ο νόμος στον προτείνοντα να αποτείνει υποχρεωτική δημόσια πρόταση για την εξαγορά του συνόλου των κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας.

Τέλος, ένα άλλο επιχείρημα προκειμένου να θεμελιωθεί η συνταγματικότητα της διάταξης αυτής είναι ότι η μειοψηφία από το squeeze out δεν υφίσταται καμία οικονομική ζημία, δεδομένου ότι λαμβάνει πλήρη αποζημίωση για την απώλεια των μετοχών της.

Ένα άλλο ζήτημα που μπορεί να προκύψει είναι πώς υπολογίζουμε αυτό το απαραίτητο ποσοστό. Όπως είπαμε στο νόμο για τις δημόσιες προτάσεις πρέπει ο προτείνων να έχει το 90% των δικαιωμάτων ψήφου. Θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι κατ' αντιστοιχία όσων προβλέπονται στο άρθρο 7 του ίδιου νόμου για τις δημόσιες προτάσεις στο ποσοστό αυτό του προτείνοντος δεν υπολογίζεται μόνο όσα δικαιώματα ψήφου έχει εκείνος άμεσα αλλά συνυπολογίζονται και τα δικαιώματα ψήφου τρίτων, οι οποίοι δρουν για λογαριασμό του προτείνοντος ή συντονισμένα με αυτόν, καθώς και όσα δικαιώματα ψήφου κατέχονται δυνάμει συμβάσεων, ενεχύρου, επικαρπίας, διαχείρισης ή φύλαξης των μετοχών.

Θα πρέπει επίσης να αναφέρουμε εδώ ότι η άσκηση του δικαιώματος αυτού δεν ελέγχεται ως προς τη σκοπιμότητά του και δεν γίνεται και ad hoc στάθμιση μεταξύ των συμφερόντων της μειοψηφίας και του προτείνοντος δεδομένου ότι τη στάθμιση αυτή την έχει κάνει ο ίδιος ο νομοθέτης, ο οποίος έκρινε ως υπέρτερο το συμφέρον του μεγαλομέτοχου να αποκλείσει από την εταιρεία του τη μειοψηφία.

Ερώτημα τίθεται, ωστόσο, κατά πόσο το συγκεκριμένο δικαίωμα, η άσκησή του ελέγχεται για καταχρηστικότητα, ιδιαίτερα δε αν αναλογιστεί κανείς ότι

το 90% μπορεί να επιτευχθεί δυνάμει συμφωνιών με τρίτους ακριβώς για το συγκεκριμένο αυτό σκοπό, να αποκλειστεί δηλαδή μία συγκεκριμένη μειοψηφία και οι συμφωνίες αυτές να διαρκούν όσο ακριβώς διαρκεί η άσκηση του δικαιώματος squeeze out.

Τώρα, ως προς το νόμο που προβλέπεται στο Ν2190/1920, εκεί υπάρχει ένα άλλο ζήτημα ως προς τον υπολογισμό. Είπαμε ότι ο μεγαλομέτοχος πρέπει να έχει το 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Στην αμέσως προηγούμενη διάταξη, δηλαδή στο άρθρο 49β που ρυθμίζει το αντίστροφο δικαίωμα, το λεγόμενο sell out, δηλαδή το δικαίωμα της μειοψηφίας αυτήν τη φορά να απαιτήσει από τον μεγαλομέτοχο, ο οποίος έχει το 95% να εξαγοράσει τις μετοχές της προβλέπεται ότι στο 95% του μεγαλομέτοχου συνυπολογίζονται όχι μόνο εκείνες οι μετοχές, τις οποίες έχει άμεσα ο μέτοχος, αλλά και οι μετοχές τις οποίες έχουν συνδεδεμένες εταιρείες με αυτόν, ο ή η σύζυγός του, καθώς και συγγενείς του μέχρι τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας.

Συνεπώς τίθεται εύλογα το ερώτημα κατά πόσο ο νομοθέτης συνειδητά επέλεξε να μην περιλάβει τέτοια ρύθμιση και στο squeeze out, για αυτό το λόγο απαιτεί ο μεγαλομέτοχος να έχει απευθείας το 95%. Άποψή μου είναι ότι μια διαφοροποίηση στον τρόπο υπολογισμού του 95% ανάμεσα στις δύο αυτές ρυθμίσεις θα συνιστούσε αδικαιολόγητα άνιση μεταχείριση σε βάρος των δικαιωμάτων του μεγαλομέτοχου δεδομένου ότι το sell out και το squeeze out αποτελούν τις δύο πλευρές του ίδιου νομίσματος.

Στην άποψη αυτή συντείνει δε και το γεγονός ότι για τη διάταξη αυτή ο νομοθέτης έλαβε ως πρότυπο ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της αντίστοιχης διάταξης που προβλέπεται στο γερμανικό νόμο για τις ανώνυμες εταιρείες, όπου εκεί γίνεται δεκτό ότι συνυπολογίζεται το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν εταιρείες, οι οποίες ελέγχονται ή είναι συνδεδεμένες με τον μεγαλομέτοχο.

Τώρα ένα άλλο ζήτημα που προκύπτει ως προς τον τρόπο του υπολογισμού είναι η νομική αντιμετώπιση των δικαιωμάτων τρίτων να αποκτήσουν μετοχές της εταιρείας όπου πρόκειται να διεξαχθεί το squeeze out. Για παράδειγμα το δικαίωμα που έχουν οι ομολογιούχοι δανειστές για να τρέψουν την ομολογία τους σε μετοχές της εταιρείας. Θα λαμβάνονται και αυτά τα δικαιώματα υπόψη για τον υπολογισμό του εν λόγω ποσοστού; Καταφατική απάντηση στο ερώτημα αυτό θα δικαιολογείτο τόσο από το δικαίωμα της μειοψηφίας, η οποία ειδικά για την περίπτωση που ο αριθμός των δικαιωμάτων αυτών θα ήταν τόσο μεγάλος, ώστε σε μία περίπτωση άσκησής του θα βρισκόταν ξαφνικά μέσα στην εταιρεία ένα ποσοστό που θα ξεπερνούσε το 5% ή το 10% της μειοψηφίας.

Καταφατική απάντηση σε αυτό το ερώτημα θα εξυπηρετούσε όμως και το δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου, ο οποίος σε περίπτωση που θα είχε ασκήσει ένα squeeze out δεν θα βρισκόταν αύριο, μεθαύριο στη δυσάρεστη θέση να αντιμετωπίσει τη δημιουργία μιας νέας μειοψηφίας στην εταιρεία του, εάν για παράδειγμα κάποιοι ομολογιούχοι δανειστές ασκούσαν το δικαίωμά τους μετατροπής. Στην περίπτωση αυτή, αν δηλαδή δεν συνυπολογίζονται και τα δικαιώματα μετατροπής, κάθε φορά που κάποιος θα ασκούσε ένα δικαίωμα μετατροπής θα βρισκόταν ο μεγαλομέτοχος με μια νέα μειοψηφία μέσα στην εταιρεία του και θα έπρεπε εκ νέου να ασκήσει ένα νέο squeeze out, αυτήν τη φορά του Ν2190/1920.

Και ναι μεν η ομολογία, η μετατρέψιμη ομολογία δεν ενσωματώνει δικαίωμα ψήφου, θα μπορούσαμε όμως να πούμε ότι είναι εν δυνάμει δικαίωμα ψήφου. Σε κάθε περίπτωση το ερώτημα αυτό θα πρέπει να απαντηθεί από κοινού με το ερώτημα κατά πόσο οι νομολογίες μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο δημόσιας πρότασης.

Στο άρθρο 6 του νόμου για τις δημόσιες προτάσεις προβλέπεται ότι ο προτείνων μπορεί να αποτείνει δημόσια πρόταση και για κινητές αξίες, οι οποίες δεν ενσωματώνουν δικαίωμα ψήφου. Τέτοιες κινητές αξίες υπό την έννοια του νόμου δεν είναι μόνο οι μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου αλλά θα μπορούσαν να λογίζονται και οι ομολογίες.

Επίσης η διάταξη αυτή του άρθρου 6 λέει ότι στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να βρουν αναλογική εφαρμογή οι διατάξεις του νόμου για τις δημόσιες προτάσεις, επομένως θεωρητικά, αναλογικά θα μπορούσε να εφαρμοστεί και η διάταξη του άρθρου 27 που ρυθμίζει το squeeze out.

Ένα άλλο ζήτημα τώρα που μπορεί να προκύψει είναι ποιο είναι το χρονικό σημείο που υπολογίζουμε αυτό το απαραίτητο ποσοστό, είναι εκείνο κατά το οποίο ο προτείνων ή ο μεγαλομέτοχος καταθέτει την αίτησή του ή εκείνο κατά το οποίο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή το δικαστήριο εκδίδει τη σχετική του απόφαση και αυτό είναι σημαντικό, δεδομένου ότι στο μεσοδιάστημα θα μπορούσε αυτό το ποσοστό να έχει μετατραπεί για παράδειγμα, όπως είπαμε πριν, από άσκηση του δικαιώματος κάποιου ομολογιούχου δανειστή για τροπή της ομολογίας του σε μετοχή.

Τώρα θα περάσω στο δικαστικό έλεγχο και στο δικαστικό έλεγχο κυρίως στις αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεδομένου ότι το squeeze out που προβλέπεται στο Ν2190/1920 ούτως ή άλλως η απόφαση εκδίδεται από δικαστήριο.

Η διάταξη του άρθρου 27 προβλέπει ότι η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για squeeze out είναι άμεσα εκτελεστή. Συγκεκριμένα, προβλέπει ότι η άσκηση οποιουδήποτε ένδικου βοηθήματος ή ένδικου μέσου δεν αναστέλλει την εκτέλεση της απόφασης. Ωστόσο η μειοψηφία έχει τις ακόλουθες δυνατότητες: έχει στο άρθρο 7 την προβλεπόμενη ειδική προσφυγή ενώπιον του Μονομελούς Πρωτοδικείου της έδρας της εταιρείας, εφόσον αμφισβητεί το ύψος του ανταλλάγματος, έχει επίσης τη δυνατότητα να ασκήσει αίτηση ακυρώσεως ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου της έδρας της εταιρείας για την περίπτωση που θεωρεί ότι δεν πληρούνται ή εάν υπερτερεί το συμφέρον της μειοψηφίας, η οποία ενδεχομένως να υποστεί μη αναστρέψιμη βλάβη από την εκτέλεση της απόφασης.

Τώρα θα ήθελα κατ' αρχάς να σας πω ότι δεδομένου πως αυτές είναι νέες νομοθετικές ρυθμίσεις, υπάρχουν σαφώς και αντίθετες απόψεις, οι οποίες μπορεί να υποστηριχτούν αλλά λόγω του περιορισμένου του χρόνου αυτήν τη στιγμή δεν μπορούμε να αναπτύξουμε και τις αντίθετες απόψεις. Αντί επιλόγου μόνο θα ήθελα να αναφερθώ στα squeeze out που έχουν ήδη λάβει χώρα στην ελληνική αγορά, πρόκειται για πέντε squeeze out, τα οποία έχουν λάβει χώρα σύμφωνα με το νόμο για τις δημόσιες προτάσεις.

Πρόκειται για το squeeze out που έκανε η Nestle στην εταιρεία ΔΕΛΤΑ παγωτού το 2006, η Gredit Agricolle στη Φοίνιξ Metrolife το 2006, η Alpha Bank στην Alpha Leasing, η Cosmoholding στη Γερμανός ABEE, η Τραμουντάνα στη Notos Com. Εξ όσων γνωρίζω μέχρι στιγμής δεν υπάρχει κάποια απόφαση δικαστηρίου, η οποία να διατάζει το squeeze out σύμφωνα με το Ν2190/1920. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, εξ όσων έχω πληροφορηθεί, δεν ανέκυψε κάποιο πρόβλημα σε σχέση με τη μειοψηφία. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πολύ την κυρία Αλεξανδροπούλου για τις πολύ ενδιαφέρουσες και καινούργιες ρυθμίσεις του squeeze out και παρακαλούμε τον κύριο Χαραλάμπους να συντονίσει τις ερωτήσεις.

7.7 Συνεδρία 7 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Έχουμε λίγο χρόνο για ερωτήσεις. Παρακαλώ.

ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Μία παρατήρηση θέλω να κάνω με αφορμή την ανάπτυξη του κύριου Λιάππη, ο οποίος έχει ασχοληθεί προσωπικά, δεν έχω ασχοληθεί τόσο με το θέμα της αστικής ευθύνης από το ενημερωτικό δελτίο. Η νομοθεσία μας είναι κοινοτικό Δίκαιο. Έχουμε, αλήθεια, εναρμονίσει το κοινοτικό Δίκαιο ή έχουμε μεταφέρει την Οδηγία, διότι παρατηρώ ότι το γενικό Δίκαιο ισχύει παράλληλα με το ειδικό Δίκαιο. Έχουμε τρία χρόνια παραγραφή στο ειδικό Δίκαιο πέντε στο δικό μας κοινό Δίκαιο. Μαχητό τεκμήριο υπαιτιότητας το ειδικό όχι στο άλλο.

Επειδή το έχουμε ξαναδεί αυτό στην ελληνική νομοθεσία, βλέπουμε ένα ξένο σώμα να εισέρχεται ή από διεθνή σύμβαση ή από κοινοτική Οδηγία που έχει μια διαφορετική ρύθμιση να συμβιώσει με το γενικό Δίκαιο περνάει χρόνος, ταλαιπωρούμαστε.

Μήπως ο κοινοτικός νομοθέτης βέβαια άφησε τα κράτη-μέλη να το εναρμονίσουν όπως θέλουν, διερωτώμαι, οι άλλες νομοθεσίες έχουν το ίδιο, διπλή αστική ευθύνη ή έχουν επιλέξει μόνο μία, μια που μας ενδιαφέρει και η τυποποίηση, έχουμε διασυννοριακές συναλλαγές, πρέπει να έχουμε κάποιο Δίκαιο που να συγκλίνει. Ήθελα να ρωτήσω τον κύριο Λιάππη, πώς εναρμόνισαν τα άλλα κράτη-μέλη αυτό το θέμα;

Κος ΛΙΑΠΠΗΣ: Εδώ έχουμε την εξής ιδιομορφία. Ο κοινοτικός νομοθέτης έχει προβλέψει στις Οδηγίες και στους Κανονισμούς, οι οποίοι αφορούν την υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου, τις εξαιρέσεις από την υποχρέωση έκδοσης του ενημερωτικού δελτίου, τη διαμόρφωση του περιεχομένου του ενημερωτικού δελτίου, τον τρόπο κυκλοφορίας, τον τρόπο ελέγχου, αλλά δεν έχει επιδιώξει δηλαδή σε κοινοτικό επίπεδο να εναρμονιστεί το καθεστώς ευθύνης.

Αυτό ήταν απόλυτο μέχρι το 2003. Το 2003 έκανε μισό βήμα παραπέρα και γιατί λέω μισό βήμα, διότι επέβαλε στους εθνικούς νομοθέτες στις εθνικές έννομες τάξεις να προβλέψουν ευθύνη για τα υπεύθυνα πρόσωπα, όχι ποιου είδους ευθύνη, όχι δηλαδή αν θα υπάρχει ενιαία παραγραφή, όχι μέχρι ποιου σημείου θα αποκαθίσταται η ζημιά, αυτά έμειναν στη διακριτική ευχέρεια του κάθε εθνικού νομοθέτη, επομένως δεν υπήρχε κοινοτική επιταγή για την εναρμόνιση των αστικών αξιώσεων μόνο του κύκλου των υπεύθυνων προσώπων, αυτό έγινε και σε συμμόρφωση προς αυτή την κοινοτική επιταγή προέκυψε και αυτή η καινοτομία για την οποία σας έκανα λόγο, δηλαδή η καθιέρωση ευθύνης, η συμπερίληψη αν θέλετε, η κατάταξη και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου των εκδοτριών εταιρειών στον κύκλο των ευθυνόμενων προσώπων από ενημερωτικό δελτίο.

Αυτό το γεγονός δηλαδή ότι έχουμε δύο άξονες, δύο επίπεδα προστασίας απο-

ζημιωτικής δεν είναι ελληνικό φαινόμενο. Αυτή την πεπατημένη ακολουθούν κατά βάση και οι υπόλοιπες έννομες τάξεις, οι ευρωπαϊκές, δηλαδή έχουν τους γενικούς κανόνες περί αδικοπραξίας, περί ευθύνης λόγω αδικοπραξίας και έχουν και κάποιους ειδικούς κανόνες, οι οποίοι αποκλίνουν στο ένα ή στο άλλο σημείο, στο δικό μας Δίκαιο σας εξήγησα εν συντομία πού υπάρχουν αποκλίσεις, σε άλλα Δίκαια είναι σε άλλα σημεία οι αποκλίσεις. Αυτή είναι γενικώς η εικόνα, δηλαδή υπάρχουν και στις άλλες έννομες τάξεις ένδικα βοηθήματα του γενικού Δικαίου και του ειδικού Δικαίου.

Στο σημείο της υπαιτιότητας αυτό είναι το βασικό ότι αντιστρέφεται το βάρος της απόδειξης, καθιερώνεται αντικειμενική ευθύνη που είναι πολύ σημαντικό.

Κος ΡΟΚΑΣ: Πάντως ο ρόλος του Έλληνα νομοθέτη δεν είναι μόνο να μεταφέρει τις Οδηγίες, είναι να τις εναρμονίζει, εναρμόνιση σημαίνει να διευκολύνει την ελληνική έννομη τάξη, να μην τη διασπείρει με ένα σωρό διατάξεις, το έχουμε ζήσει στη θαλάσσια μεταφορά αυτό.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Να κάνω μία παρέμβαση, γιατί πρέπει να πω το εξής, το ίδιο πρόβλημα, τουλάχιστον εγώ, το έχω ζήσει στην Αγγλία, πλην όμως τα πανεπιστήμια, κύριε Ρόκα, και οι νομικές σχολές σε κάποια στιγμή, όταν τους είπε ο υπουργός *speak simple, write simple english*, οι νομικές σχολές και τα πανεπιστήμια έκατσαν και κοίταξαν όλη τη νομοθεσία και την απλοποίησαν. Γι' αυτό σας έχουμε εδώ ως συντονιστές αλλά και συμμετέχοντες στο συνέδριο, γιατί θέλουμε όχι να έρχεστε στο συνέδριο να μας τα λέτε, αλλά να κάνετε την έρευνά σας. Αυτό είναι το μεγάλο μου παράπονο για τα ελληνικά πανεπιστήμια.

Κος ΡΟΚΑΣ: Ευτυχώς, κύριε Χαραλάμπους, που είμαι στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο και δεν είμαι στη Νομική, αλλά ο κύριος Λιάππης, νομίζω, δεν θα αποφύγει την κριτική του κυρίου Χαραλάμπους που βέβαια έχει δίκιο, ότι πράγματι η απλοποίηση είναι το ζητούμενο.

Κος ΛΙΑΠΠΗΣ: Αν μου επιτρέπετε, η Νομική Σχολή δεν ερωτάται πάντοτε από το νομοθέτη, δυστυχώς, θεσμικά δεν ερωτάται ποτέ. Μακάρι να μας ρωτούσανε και να είστε βέβαιοι ότι κάτι θα κάναμε και εμείς γι' αυτό.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Να συμμετάσχετε, κύριε Λιάππη. Όλοι κάνουμε κριτική μετά το νόμο.

Κος ΛΙΑΠΠΗΣ: Εγώ δεν έκανα καμία κριτική. Εναρμόνιση υπάρχει, δεν θα ήταν δυνατόν, επειδή υπάρχει μία νομοθεσία για το ενημερωτικό δελτίο, υπάρχει μία προστασία για την προστασία του επενδυτή, να αλλάζουμε τη μήτρα την αξιολογική της βασικής αδικοπρακτικής ευθύνης. Αυτή παραμένει για να καλύψει τα κενά που υπάρχουν. Και δεν θα έπρεπε να είναι διαφορετικά. Δεν μπορούμε να αλλάζουμε την αδικοπρακτική ευθύνη γιατί, υπάρχει η μία ή η άλλη κοινοτική Οδηγία. Ειδικές ρυθμίσεις θα πρέπει να κάνουμε, οι οποίες βέβαια θα πρέπει να είναι σαφείς και κυρίως θα πρέπει να είναι συνεπείς στην εξυπηρέτηση των αξιολογικών σκοπών που επιδιώκουν. Αυτό γίνεται εδώ.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Επειδή δεν έχουμε χρόνο. Ο κύριος θέλει να κάνει ερώτηση ή παρέμβαση; Ερώτηση.

ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Κύριε πρόεδρε, το ερώτημά μου αναφέρεται στην ποινική ευθύνη, εάν υπάρχει, του ορκωτού λογιστή όταν συντάσσει το πιστοποιητικό και το οποίο δημοσιεύεται.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Την ερώτησή σας θα την αφήσουμε στη συνέχεια, γιατί θα μιλήσει εδώ ο πρόεδρος της ΕΛΤΕ και μετά θα θέσετε το ερώτημα, οπότε να την αφήσουμε για μετέπειτα. Άλλη ερώτηση. Ο κύριος Σουφλερός έχει το λόγο.

Κος ΣΟΥΦΛΕΡΟΣ: Με αφορμή την εισήγηση της κυρίας Αλεξανδροπούλου. Σε περίπτωση *squeeze out or sell out*, όταν η εταιρεία είναι εισηγμένη, κατά την έκφραση του κυρίου Δρυλλεράκη στο χρηματιστήριο, η χρηματιστηριακή τιμή θα ληφθεί υπόψη από το δικαστήριο που θα καθορίσει την τιμή εξαγοράς, είναι δεσμευτική για το δικαστήριο ή όχι; Ευχαριστώ.

Κα ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΠΟΥΛΟΥ: Προφανώς μιλάτε για τις δημόσιες προτάσεις ή για το Ν2190/1920; Λοιπόν για χρηματιστηριακή τιμή, όταν μιλάμε για το Ν2190/1920 τουλάχιστον εξ όσων γνωρίζω από τη νομολογία της Γερμανίας έχει γίνει δεκτό, θα πρέπει ως κατώτατη τιμή να τίθεται εκείνη της μέσης χρηματιστηριακής τιμής τους τελευταίους τρεις μήνες πριν από τη διεξαγωγή του *squeeze out*. Ο νόμος δεν το λέει αυτό, ο νόμος λέει ότι ο Ν2190/1920 πρέπει να αντιστοιχεί στην πραγματική αξία. Η πραγματική αξία θα προκύψει με το Ν2190/1920 σύμφωνα με τις γνωστές πρακτικές εκτίμησης. Ούτως ή άλλως, αυτό το λέει ρητά και η ρύθμιση, δηλαδή υπάρχει η πραγματογνωμοσύνη, η οποία δεν τον δεσμεύει.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Νίκο, σε παρακαλώ, μη διακόπτεις. Ή θα σηκωθείς πάνω για να ακούν και οι υπόλοιποι αλλιώς κάνουμε κουβέντα των ελληνικών τηλεοράσεων. Παρακαλώ, συνεχίστε.

Κα ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΠΟΥΛΟΥ: Τώρα για τις δημόσιες προτάσεις και αυτό προβλέπεται στο νόμο ότι θεωρεί ότι είναι κατ' αρχήν εύλογο το τίμημα όταν αυτό έχει την ίδια μορφή και ισούται τουλάχιστον, λέει, με το αντάλλαγμα της δημόσιας πρότασης. Τώρα αν αμφισβητηθεί, γιατί για παράδειγμα δεν υπήρχε ιδιαίτερη διασπορά της συγκεκριμένης συμμετοχής και για το λόγο αυτό ήταν πολύ χαμηλή η τιμή του χρηματιστηρίου, θα κριθεί και αυτό *ad hoc* αναγκαστικά βεβαίως από τον δικαστή.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Παρακαλώ, έχει σειρά ο κύριος και μετά εσείς.

Κος ΧΡΥΣΑΝΘΗΣ: Είμαι λέκτορας στη Νομική Σχολή, δεν ήθελα να μιλήσω, ήρθα για να ακούσω, αλλά θα πρέπει να σας πω με πολύ αγάπη, ήταν λίγο άστοχη η παρατήρησή σας για τους πανεπιστημιακούς. Ο ρόλος μας είναι να ασκούμε κριτική και πρέπει να ξέρετε ότι όλοι οι συνάδελφοί μου έχουν ασκήσει κριτική υφιστάμενοι προσωπικό κόστος στις καριέρες τους, γιατί η άσκηση κριτικής σημαίνει ότι γίνεσαι και δυσάρεστος και γίνεσαι δυσάρεστος στην εξουσία.

Η εκπροσώπηση της πανεπιστημιακής κοινότητας στις νομοπαρασκευαστικές επιτροπές είναι ελλιπής και συνήθως οι νόμοι παράγονται από υπηρεσιακούς παράγοντες που δεν έχουν την κατάρτιση και τη νομική παιδεία των πανεπιστημιακών. Κάτι έχουμε συμβάλει και εμείς και θα θέλαμε να συμβάλουμε περισσότερο. Το σταματώ εδώ, έχω όμως και δύο παρατηρήσεις για τις εισηγήσεις, οι οποίες ειλικρινώς ήταν πολύ αξιόλογες και είναι πειρασμός να πούμε δύο, τρία πράγματα για να σχολιάσουν οι εισηγητές παραπέρα.

Ειδικά για την εισήγηση του κυρίου Δρυλλεράκη, ήθελα να μας σχολιάσει τα εξής ζητήματα. Στο ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης στο εξωτερικό γνωρίζουμε ότι υπάρχει μια διάχυση της διοικητικής και διαχειριστικής εξουσίας σε περισσότερα του ενός όργανα. Πέραν του Διοικητικού Συμβουλίου, γνωρίζουμε ότι έχουμε επιτροπές αμοιβών, επιτροπές στρατηγικού σχεδιασμού, αυτό πώς διευθετείται στο Ελληνικό Δίκαιο; Και, αν μου επιτρέπετε, άλλη μία αφορμή για ένα σχολιασμό στην εισήγηση της κυρίας Αλεξανδροπούλου που μας έθεσε πολύ εύστοχα το ζήτημα της συνταγματικής θεμελίωσης του *squeeze out*, πώς αυτό εναρμονίζεται με την προστασία της μετοχικής ιδιοκτησίας που μας ανέφερε και

γνωρίζουμε μέχρι τώρα με βάση τα άρθρα 17 του Συντάγματος και 1 του πρώτου πρόσθετου πρωτοκόλλου; Σας ευχαριστώ.

Κος ΔΡΥΛΛΕΡΑΚΗΣ: Όσον αφορά το θέμα του Εταιρικού Δικαίου του Ν2190/1920, νομίζω ότι αυτό που μπορούμε να πούμε είναι ότι, όπως ισχύει αυτήν τη στιγμή μετά την τροποποίηση προβλέπει μια διαβάθμιση της ευθύνης ανάλογα με τη συμμετοχή ή με την πράξη ή παράλειψη του μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου και αυτό νομίζω ότι είναι σωστό, δεδομένου ότι οι ευθύνες δημιουργούνται από πράξεις που έκανες και δεν έπρεπε να κάνεις ή από παραλείψεις, τις οποίες έκανες ενώ έπρεπε να ενεργήσεις.

Άρα αυτό πρέπει να κρίνεται σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση και δεν έχουμε αντικειμενική ευθύνη σε καμία περίπτωση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Αυτά όσον αφορά το Εταιρικό Δίκαιο, να μην επεκταθούμε.

Όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση, νομίζω ότι ο νόμος και η εποπτεία αναφέρονται στη σωστή ύπαρξη μιας οργανώσεως, η οποία υποτίθεται πως πρέπει να λειτουργεί καλά. Από εκεί και πέρα, νομίζω, οι διατάξεις δεν υπεισέρχονται στο εάν ή όχι λειτούργησαν καλά αυτές οι διατάξεις ή όχι.

Αυτό είναι πια θέμα, θα έχουμε μια ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου ολοκλήρου εάν ολόκληρο ευθύνεται, πάλι με διαβάθμιση αυτής της ευθύνης, ή αν το Διοικητικό Συμβούλιο έπραξε ό,τι έπρεπε να πράξει και όρισε μια επιτροπή, κάλεσε εμπειρογνώμονες, κάλεσε μελετητές για ένα θέμα, από εκεί και πέρα μπορεί να μην έχει, κατά τη γνώμη μου, ευθύνη το Διοικητικό Συμβούλιο, διότι η όλη προσπάθεια είναι να υπάρχει μια σωστή οργάνωση ώστε να μπορεί να αντιμετωπίσει την πολύπλοκη λειτουργία μιας εταιρείας.

Μια εισηγμένη εταιρεία είναι ένας μεγάλος οργανισμός, δεν είναι ένα γραφείο, φώναξε τον έναν, βγάλε τον άλλον έξω. Πρέπει, επομένως, να υπάρχει ένας αυτοματισμός. Για να επιτευχθεί αυτός ο αυτοματισμός πρέπει να υπάρχει κατανομή εξουσιών και ευθυνών. Η εξουσία πάει μαζί με την ευθύνη.

Όταν η εξουσία είναι χωριστή από την ευθύνη, τότε είναι καταστροφή. Άρα η δομή όλη είναι ότι εκχωρούμε εξουσίες και στην έκταση που έχεις εξουσίες έχεις και όλες τις ευθύνες. Από εκεί και πέρα, αν χρειάζεται εσύ να έχεις περαιτέρω υποκατάσταση, περαιτέρω εκχώρηση των εξουσιών σου, τότε το ερώτημα είναι *culpa in illegeto* ή δεν ξέρω τι άλλο, αλλά εν πάση περιπτώσει το θέμα της ευθύνης δεν μπορεί παρά να κριθεί σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση, κατά τη γνώμη μου. Αντικειμενική ευθύνη δεν νοείται, παρά μόνο εάν δεν έπραξες κάτι συγκεκριμένο, το οποίο έπρεπε να πράξεις. Η αμέλεια και αυτή έχει τις συνέπειές της.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Η κυρία Αλεξανδροπούλου έχει το λόγο και λίγο να συντομεύσετε, παρακαλώ.

Κα ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΠΟΥΛΟΥ: Ως προς το θέμα της συνταγματικότητας, κατ' αρχάς παραπέμπω σε όσα ανέφερα στο αντίστοιχο κομμάτι, κατά δεύτερο, μπορεί επιπλέον να ειπωθεί ότι όσο μικρότερη είναι η μειοψηφία, τόσο περισσότερο παύει να είναι πλέον επιχειρηματίας αλλά γίνεται επενδυτής και εκεί δικαιολογείται ο περιορισμός των δικαιωμάτων της ιδιοκτησίας του κατ' άρθρο 17.1 του Συντάγματος υπέρ των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Για τον αγαπητό κύριο καθηγητή πρέπει να πω το εξής. Στη δημόσια διαβούλευση που γίνεται για κάθε νόμο σας βεβαιώ το εξής, ότι η ανταπόκριση είναι πάρα πολύ φτωχή. Εγώ τι θα κάνω είναι το εξής, όπως έχω κάνει με τους ορκωτούς, θα σας βάλω όλους τους πανεπιστημιακούς μέσα σε ένα site και κάθε φορά που γίνεται νόμος, θα σας τον στέλνω και θα βλέπω την ανταπόκρισή σας.

Κος ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ: Περισσότερο είχα έναν προβληματισμό πάνω σε αυτά που είπε ο κύριος Λιάππης, ότι με την κυκλοφορία του δελτίου αυτού του ενημερωτικού, η ευθύνη πλέον μετατίθεται στον επενδυτή, εάν είναι σύμφωνα με την επιλογή την οποία κάνει. Ήθελα να ρωτήσω το εξής, από πλευράς του ποιος είναι αυτός που θα τον σταματήσει, να του πει, ξέρεις, εσύ φταις γι' αυτό και όχι η περαιτέρω πορεία. Από πλευράς δικηγορικού κόσμου υπάρχει ενημέρωση σε έκταση ανάλογη που ζητάτε από τους δικαστές και δικαίως γι' αυτό τον τομέα το χρηματιστηριακό;

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Όπως σας έχω ήδη προενημερώσει, στοχεύουμε να κάνουμε ένα ακόμα συνέδριο μέσα στο Μάρτιο, Απρίλιο, και θα καλέσω τους δικηγορικούς συλλόγους, τις ενώσεις σας, βεβαίως, οπωσδήποτε, για μένα το *inpract* της νομοθεσίας είναι αρκετά προβληματικό, όπως το βλέπω εγώ ως Γιάγκος Χαλαράμπος, όχι ως επιτροπή, είναι αρκετά προβληματικό στην Ελλάδα.

ΣΥΝΕΔΡΟΣ: Οι παρατηρήσεις του προέδρου, του κυρίου Κυριτσάκη, είναι αποφασιστικής σημασίας. Μιλάμε για το ρόλο του δικαστή για την εφαρμογή του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, αλλά πραγματικά ο ρόλος του δικηγόρου είναι επίσης σημαντικός και θα μου επιτρέψετε, θα το πω λίγο ακραία αλλά έτσι το

αισθάνομαι, ειδικά στο πεδίο του ενημερωτικού δελτίου, το δικηγορικό σώμα με την κρίση του '99 απέτυχε παταγωδώς. Δεν είναι δυνατόν να συνέβησαν στη χρηματιστηριακή αγορά αυτά που συνέβησαν και να μη βρέθηκαν κάποιοι δικηγόροι που να στηρίζουν πέντε αγωγές αποζημίωσης βάσιμα. Δεν είναι δυνατόν. Ήταν μια τραγική αποτυχία του δικηγορικού λειτουργήματος στη χώρα μας. Λυπάμαι που το λέω γιατί εκτός από πανεπιστημιακός είμαι και δικηγόρος, αλλά πρέπει να το αλλάξουμε αυτό.

Κος ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ: Για τον κύριο Παπαγεωργίου ήθελα να πω το εξής, μία λέξη αν μου επιτρέπετε. Μας είπε ότι ήταν από την αρχή στην κεφαλαιαγορά και έφτασε σε ένα πόστο που είναι τώρα. Χθες ένας εκλεκτός εισηγητής μας εξήγησε παραστατικά τι συνέβη σε μια αγγλική τράπεζα και τελικά τα 480 εκατ. λίρες κατέληξαν μία δραχμή, ένα ευρώ, μία λίρα Αγγλίας.

Ήθελα να ξέρω το εξής, έτσι επιγραμματικά και χωρίς να το μετατρέψουμε σε δικαστήριο. Τι συνέβη το '99 σε εμάς και το 2001 εδώ και έχασε ο κόσμος τα λεφτά του, γιατί έρχονται στα δικαστήρια και ζητάνε, έστω με τα λιγοστά αυτά που ξέρουν και οι δικηγόροι και οι υπόλοιποι και εσείς που έρχεστε ως μάρτυρες και δεν ξέρω πώς σας καλούν και δεν δόθηκε η δυνατότητα να βγει προς την επιφάνεια η πραγματικότητα. Ποια είναι αυτή και γιατί δεν βγήκε; Σας ευχαριστώ πολύ.

Κος ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ: Για την αναφορά μου ότι βρίσκομαι στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς από το 1997 και ο λόγος που το είπα είναι να καταδείξω ότι όλοι οι εμπλεκόμενοι και κυρίως οι εποπτευόμενοι και οι επενδυτές δεν γνωρίζουν τη νομοθεσία. Δεν διαβάζουν νόμους, αποφάσεις και χρηματιστηριακή νομοθεσία. Δεν μπορεί να λέμε στα παράθυρα για κέρδη μετά φόρων, όταν είναι μετά από φόρους. Δεν μπορούμε να λέμε «παίζουμε» στο χρηματιστήριο, επενδύουμε. Σωστή παιδεία. Αυτό μας λείπει και αυτό, νομίζω, είναι η βάση του γιατί μας οδήγησε στο '99-2000.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Σας παρακαλώ, είναι πολύ τεράστιο το θέμα. Πραγματικά όσοι έχουμε ζήσει αυτήν τη χρηματιστηριακή κρίση, η οποία δεν είναι η πρώτη, έχετε υπόψη σας, δεν είναι η πρώτη. Εγώ είχα γράψει ένα εκτενές άρθρο στο ΛΟΓΙΣΤΗ, είναι καλό να το διαβάσετε, είναι παλιά έκδοση για τις κρίσεις του χρηματιστηρίου, το πρόβλημα πραγματικά ήταν ότι όλοι είχαμε γίνει γνώστες της χρηματιστηριακής διαδικασίας.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Για να καταλήξω και να σας πω ότι ακόμα και αυτοί που είναι μέσα στο χρηματιστήριο, σε μία αγορά, είναι τόσοι οι παράγοντες που δεν μπορείς να τους καταλάβεις. Αυτό που λέω σε κάθε επενδυτή είναι ότι, όπως πας και αγοράζεις παπούτσια και πηγαίνεις σε τρία και τέσσερα μαγαζιά για να αγοράσεις ένα ζευγάρι παπούτσια, το να επενδύσεις τις οικονομίες σου σε ένα χρηματιστήριο πρέπει να ξέρεις τι αγοράζεις και από ποιον αγοράζεις.

Το ατύχημα εδώ στην Ελλάδα, και το λέω σε όλους τους δημοσιογράφους, δεν έχουμε έναν κύριο δημοσιογράφο Λεξ. Ο Λεξ ο συγκεκριμένος, όταν στην Αγγλία έγιναν οι κρίσεις, βγήκε στη Financial Times και κάθε μέρα έγραφε μία στήλη. Ανέλυε με λεπτομέρεια τις οικονομικές καταστάσεις, έγκριτος δημοσιογράφος, έγινε ένας από τους πλουσιότερους δημοσιογράφους, και με αυτό τον τρόπο βοήθησε πραγματικά να εκπαιδευτεί ο κόσμος στην επένδυση.

Νομίζω ότι τελειώνουμε. Οι επόμενοι ομιλητές, παρακαλώ, γιατί δεν έχουμε χρόνο.

8. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 8

Ο Ειδικός Χαρακτήρας των Θεσμικών Επενδύσεων



8.1 Π. ΚΑΒΟΥΡΟΠΟΥΛΟΣ (Συντονιστής)

Εισαγωγή

Κύριε Χαραλάμπους, μεταφέρω το παράπονο του πάνελ γιατί θα ακολουθήσει και το επόμενο πάνελ, ότι ο τρόπος που έγινε η διαχείριση η τελευταία με τρομακτική ανάλυση νομικών θεμάτων που δεν ήταν και τόσο απαραίτητο στερεί τα επόμενα πάνελ από τον απαραίτητο χρόνο, δεδομένου ότι πολλοί σύνεδροι θέλουν να φύγουν γιατί είναι στην επαρχία. Συνεπώς αρχίζουμε αμέσως, με συγχωρείτε για την παρέμβαση, δεν θέλω να κάνω κριτική στο θαυμάσιο έργο που επιτέλεσε ο κύριος Χαραλάμπους, ούτε όμως πρέπει να διαφύγουν τα θέματα των επόμενων δύο πάνελ, γιατί έχουν τρομακτική σημασία.

Απλώς κάνοντας την έναρξη του παρόντος πάνελ θέλω να σας πω ότι οι θεσμικές επενδύσεις που θα μας απασχολήσουν είναι επενδύσεις, οι οποίες έχουν τεράστια οικονομική και κοινωνική σημασία και λέγονται θεσμικές επενδύσεις. Επειδή ο νόμος θέλει αυτούς τους ειδικούς επενδυτές που είναι μεγάλα κοινωνικά στρώματα που εισέρχονται στον κόσμο των επενδύσεων μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων και μέσω των επενδύσεων των ασφαλιστικών ταμείων, θέλει να τους δώσει ειδική προστασία και τους δημιουργεί ειδικό νομικό καθεστώς.

Οι ομιλητές άκρως ειδικοί στον τομέα τους είναι κατά σειρά, ο κύριος Καραγιάννης που για λόγους οικονομίας παρακαλούμε να πάρει τη θέση του, είναι ο αρμόδιος τμηματάρχης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την αδειοδότηση τέτοιων οργανισμών.

8.2 Γ. ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ

Χορήγηση και ανάκληση άδειας ΑΕΔΑΚ

Κατ' αρχάς, αφού σας καλημερίσω, και εγώ θα ήθελα να δηλώσω ότι δεν είμαι νομικός και διαισθάνομαι ότι αυτά που έχω να αναπτύξω στη συνέχεια για το συγκεκριμένο θέμα των αμοιβαίων κεφαλαίων ίσως φανούν κάπως ανιαρά σε εσάς, καθώς αναφέρονται σε νούμερα, προϋποθέσεις και διαδικασίες. Ωστόσο,

τα θεωρώ ικανά για την εξαγωγή κάποιων συμπερασμάτων. Ξεκινώντας από τον απλό ορισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, αυτό είναι μια ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους.

Το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο δεν είναι νομικό πρόσωπο και για να λάβει τη σύστασή της από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να προσκομίζει κάποια στοιχεία μεταξύ των οποίων έναν αναλυτικό κατάλογο με τα στοιχεία του ενεργητικού, το οποίο θα ανέρχεται τουλάχιστο στο 1.200.000,00 ευρώ, μια πολύ σημαντική δήλωση πιστωτικού ιδρύματος που λειτουργεί στην Ελλάδα ότι δέχεται η κατάθεση των στοιχείων της περιουσίας του αμοιβαίου κεφαλαίου να κατατεθεί σε αυτό και το οποίο πιστωτικό ίδρυμα θα ασκεί τα καθήκοντα θεματοφυλακής. Η λέξη θεματοφύλακας νομίζω ότι τα λέει όλα.

Ένα τρίτο πράγμα είναι ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο πρέπει να είναι υπογεγραμμένο τόσο από τη διαχειρίστρια εταιρεία, την καλούμενη ΑΕΔΑΚ, που θα δούμε και στη συνέχεια, όσο και από το θεματοφύλακα.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν χορηγεί άδεια σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου, εάν ο κανονισμός του απαγορεύει τη διάθεση μεριδίων στην Ελλάδα. Ο κανονισμός του αμοιβαίου κεφαλαίου, για το οποίο γίνεται λόγος, είναι κάποιο κείμενο που περιλαμβάνει πληροφορίες για την επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου, τους όρους συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, τη διαδικασία διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων, τις προμήθειες κ.λπ. και στην τροποποίησή του επιλαμβάνονται τόσο η ΑΕΔΑΚ όσο και ο θεματοφύλακας.

Για την τροποποίηση αυτή απαιτείται και πάλι άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία στην περίπτωση αυτή εξετάζει αν έχει ληφθεί επαρκής μέριμνα για την προστασία των μεριδιούχων. Η τροποποίηση αυτή ακολούθως γνωστοποιείται στους μεριδιούχους.

Μέσα σε ένα μήνα από τη χορήγηση της άδειας σύστασης του αμοιβαίου κεφαλαίου υποβάλλεται στην Επιτροπή βεβαίωση του θεματοφύλακα για εκείνο που αρχικά είχε δεσμευτεί σχετικά με την κατάθεση των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, σε διαφορετική περίπτωση, εάν δεν έχει γίνει κατάθεση αυτού του ενεργητικού, τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακαλεί την άδεια.

Στην περίπτωση τώρα που το καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου μειωθεί σε ένα ποσοστό, το οποίο έχει να κάνει με κάποιο αριθμητικό μέσο της αξίας του καθαρού ενεργητικού στα τελευταία τέσσερα τρίμηνα μπορεί με

πρωτοβουλία της, και μιλάω για την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, να συγκαλέσει τη συνέλευση των μεριδιούχων με σκοπό τη λύση του.

Στη συνέχεια γίνεται διανομή του ενεργητικού από την ΑΕΔΑΚ και ακολουθεί η σύνταξη έκθεσης του ορκωτού ελεγκτή λογιστή, όπως δε πάντα σε τέτοιες περιπτώσεις κοινοποιείται τόσο στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο είναι και στη διάθεση των μεριδιούχων. Θα πρέπει εδώ να αναφέρουμε ότι στην περίπτωση αυτής της λύσης αναστέλλεται η εξαγορά των μεριδιών.

Το βάρος της διαχείρισης και της παρακολούθησης εν γένει του αμοιβαίου κεφαλαίου πέφτει στην ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίου κεφαλαίου, την καλούμενη ΑΕΔΑΚ, της οποίας η σύσταση είναι ανώνυμη εταιρεία, διέπεται από τις διατάξεις του Κανονιστικού Νόμου Ν2190/1920, όπως ισχύει.

Το ύψος των κεφαλαίων της ΑΕΔΑΚ ανέρχεται, έχει και εδώ ένα μίνιμουμ ποσό, το οποίο καθορίζεται στο 1.200.000,00 ευρώ, το οποίο πρέπει να είναι ολοσχερώς καταβεβλημένο με μετρητά, οι δε μέτοχοί της, και αυτό είναι πολύ σημαντικό, θα πρέπει να είναι πιστωτικά ιδρύματα στην πλειοψηφία τους. Πιστωτικά ιδρύματα ή ανώνυμες εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή ασφαλιστικές εταιρείες, ασφαλιστικά ταμεία και εταιρείες συμμετοχών.

Για την έκδοση άδειας της σύστασης, σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν2190/1920 απαιτείται προηγουμένως να έχει χορηγηθεί άδεια λειτουργίας της από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Για να κρίνει την άδεια λειτουργίας πρέπει η ΑΕΔΑΚ να καταθέσει κάποια στοιχεία στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, από τα οποία να προκύπτει, κατ' αρχάς, ότι η καταστατική της έδρα και η κεντρική της διοίκηση είναι στην Ελλάδα και, δεύτερον, στοιχεία εκείνα που πείθουν ότι διαθέτει κατάλληλες και επαρκείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, ρυθμίσεις ελέγχου και ασφάλειας και επεξεργασίας των ηλεκτρονικών της δεδομένων, καθώς και τους κατάλληλους μηχανισμούς ελέγχου για θέματα που αφορούν την εσωτερική της λειτουργία.

Επίσης πρέπει να πείσει ότι διαθέτει τη δομή εκείνη και την οργάνωση ώστε να μειωθεί ο κίνδυνος ζημιάς των συμφερόντων των αμοιβαίων κεφαλαίων που η ΑΕΔΑΚ διαχειρίζεται ή των πελατών της από συγκρούσεις συμφερόντων είτε μεταξύ των πελατών της, είτε μεταξύ της εταιρείας και των πελατών της.

Γνωστοποιούνται επίσης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τα στοιχεία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, των διευθυντικών της στελεχών αλλά και κάθε μεταγενέστερη μεταβολή των προσώπων αυτών. Εδώ στο σημείο αυτό θα ήθελα να πω ότι πρόσφατα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Διοικητικό της Συμβούλιο, παρεμβατικά με την 452 απόφασή της εξειδίκευσε τα κριτήρια κα-

ταλληλότητας των προσώπων αυτών, τα οποία εξειδικεύοντας έδωσε έμφαση στην εντιμότητα, την ακεραιότητα και τη φήμη τους, καθώς και στην επαγγελματική τους εμπειρία και την επάρκεια των προσόντων τους, ώστε αυτοί να είναι σίγουροι ότι θα μπορούν να αντεπεξέλθουν επιτυχώς στα καθήκοντά τους.

Στην ίδια συνεδρίαση και με μία άλλη απόφασή του το Διοικητικό Συμβούλιο εξειδίκευσε επίσης κάτι παρόμοιο που ισχύει όμως για τους μετόχους, φυσικά πρόσωπα πλέον, που κατέχουν σημαντικό ποσοστό στο μετοχικό κεφαλαίων μιας ΑΕΔΑΚ, των καλούμενων μετόχων με ειδική συμμετοχή.

Αυτά εν συντομία αναφέρονται στη χρηματοοικονομική ευρωστία του μέλους αυτού, του μετόχου αυτού, καθώς και αν από τη συμμετοχή αυτή έχει διαπραχθεί το αδίκημα της νομιμότητας εσόδων από παράνομες δραστηριότητες.

Εδώ αναφέρονται πολύ σύντομα οι προϋποθέσεις για την οργανωτική επάρκεια, θέλω να είμαι σύντομος για να καλύψω το χρόνο. Πολύ σύντομα στο θέμα της ανάκλησης της άδειας της ΑΕΔΑΚ και όσο αυτή λειτουργεί εδώ ισχύει κάτι παρόμοιο με την περίπτωση των ΑΕΠΕΥ, δηλαδή η άδεια της ΑΕΔΑΚ ανακαλείται όταν δεν πληρούνται πλέον οι προϋποθέσεις, βάσει των οποίων χορηγήθηκε η άδεια λειτουργίας της, εάν δεν πληροί πλέον τους όρους που ορίζονται σχετικά με την κεφαλαιακή της επάρκεια, όταν η ΑΕΔΑΚ καλύπτει την υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου και, τέλος, και το πλέον σημαντικό είναι όταν αυτή έχει διαπράξει σοβαρές και επανειλημμένες παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.

Σύντομα για ένα καινούργιο θεσμό. Ο νόμος πλέον δίνει τη δυνατότητα σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων να εισαγάγονται σε οργανωμένη αγορά με μια διαδικασία στην οποία εξέχουσα σημασία έχει αφενός μεν η αίτηση εισαγωγής που θα κάνει στην οργανωμένη αγορά, αφετέρου δε η κατάθεση ενημερωτικού δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στη συνέχεια αυτό το ίδιο ενημερωτικό δελτίο διανέμεται προς ενημέρωση των επενδυτών.

Στην περίπτωση της αναστολής, διαπραγμάτευσης αυτού του αμοιβαίου, τώρα βέβαια μιλάμε για μια θεωρητική κάλυψη του θέματος, δεδομένου ότι ακόμα ο θεσμός δεν έχει υλοποιηθεί στην πράξη, αναμένουμε τις πρώτες τέτοιες εισαγωγές μεριδίων και ως εκ τούτου είμαστε υποχρεωμένοι να μιλήσουμε θεωρητικά τόσο για τη διαδικασία εισαγωγής του όσο και για την περίπτωση της αναστολής.

Στην περίπτωση της αναστολής, θα λέγαμε σύντομα ότι αυτή αναστέλλεται από την οργανωμένη αγορά, εάν δεν διασφαλίζεται ή απειλείται η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή για λόγους προστασίας του επενδυτικού κοινού.

Όταν υπάρχουν έντονες διακυμάνσεις της τιμής των μεριδίων ή όταν δεν υπάρχει σωστή διάχυση πληροφόρησης στο κοινό σχετικά με τις τιμές των μεριδίων και αδυναμία στο να προσδιοριστεί με ακριβή τρόπο η τιμή τους, Διαγραφή των μεριδίων αυτών μπορεί να γίνει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για λόγους προστασίας του επενδυτικού κοινού ή μετά από το αίτημα της ΑΕΔΑΚ. Βέβαια και σε αυτή την περίπτωση, όπως στην περίπτωση των ΑΕΠΕΥ, δίνεται η δυνατότητα να άρει αυτή τους λόγους που επιβάλλουν τη διαγραφή των μεριδίων.

Ο βασικός νόμος που διέπει την αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων και τη λειτουργία των ΑΕΔΑΚ ορίζεται βασικά στο νόμο 3283/2004 και οι βασικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι οποίες είναι αρκετά πρόσφατες και βέβαια τη συμπληρώνουν οι παλαιότερες αποφάσεις σχετικά με τον κώδικα δεοντολογίας των ΑΕΔΑΚ που εδώ είναι και των ΑΕΕΧ και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίων και καθορίζουν τη λειτουργία των διαχειριστών και των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της ΑΕΔΑΚ.

Κλείνοντας, θα έλεγα απ' όλη αυτή την περιγραφική διαδικασία που εν συντομία ανέπτυξα το συμπέρασμα αν μη τι άλλο είναι ότι οι εταιρείες που μετέχουν στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων με την ευρεία έννοια είναι εποπτευόμενοι οργανισμοί και ότι η εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αναδεικνύεται από τη θέσπιση κανόνων και προϋποθέσεων για τη σύσταση και λειτουργία των οργανισμών αυτών με γνώμονα την προστασία των μεριδιούχων επενδυτών. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πάρα πολύ τον κύριο Καραγιάννη και για την ανάλυση που έκανε, δεν χρειάζεται να πούμε περισσότερα, αλλά και γιατί ετήρησε το χρόνο. Εγώ απλώς να σας πω ότι ο θεσμός των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ένας επενδυτικός θεσμός με κολοσσιαία ανάπτυξη παγκοσμίως, δεδομένου ότι αυτή τη στιγμή υπάρχουν περίπου παγκοσμίως 63 χιλιάδες αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται κεφάλαια ύψους 17 τρισ. ευρώ.

Στην Ελλάδα ο θεσμός είναι αρκετά ανεπτυγμένος αλλά όχι όπως παγκοσμίως και υπάρχουν αυτή τη στιγμή εν ενεργεία 25 εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία διαχειρίζονται 350 αμοιβαία κεφάλαια πάσης μορφής με ενεργητικό ύψους 26 δισ. ευρώ.

Σήμερα έχουμε την τιμή να έχουμε κοντά μας τον γενικό γραμματέα του

υπουργείου Κοινωνικών Υπηρεσιών, τον κύριο Μαμμωνά, τον καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, τον κύριο Φράγκο, οι οποίοι θα αναπτύξουν σε όλους, το γνωστού ενδιαφέροντος τεράστιο θέμα των επενδύσεων των ασφαλιστικών ταμείων.

Βεβαίως αυτό το εξέχουσα σημασίας θέμα θα έπρεπε να το παρακολουθήσει πάρα πολύς κόσμος, ο οποίος φαίνεται δεν γνωρίζει καν την έννοια των αμοιβαίων κεφαλαίων και το πόσο μεγάλο πρόβλημα είναι το ασφαλιστικό πρόβλημα στη χώρα μας. Κύριε Μαμμωνά, έχετε το λόγο.

8.3 Δ. ΜΑΜΜΩΝΑΣ

Διαχείριση της περιουσίας των Ταμείων

Ευχαριστώ, κύριε πρόεδρε. Να ευχαριστήσω και εγώ με τη σειρά μου τους διοργανωτές για την ευκαιρία που μου δίνεται να παρουσιάσω σήμερα στους εκλεκτούς συνέδρους το νέο θεσμικό πλαίσιο για τη διαχείριση της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων, ένα υψίστης σημασίας θέμα, όπως και εσείς τονίσατε και πιο συγκεκριμένα το Ν3586/2007, ο οποίος δημοσιεύτηκε προ ολίγων μηνών στις 10 Ιουλίου και, επομένως, έχει ένα πολύ μικρό διάστημα κατά το οποίο έχει αρχίσει να εφαρμόζεται.

Νομίζω ότι σε όλους σας είναι γνωστό ότι υπήρξε η βασική ανάγκη αναμόρφωσης ενός παρωχημένου θεσμικού πλαισίου, το οποίο χρονολογείται από τις αρχές του 1990, η συμπλήρωση των κενών ήταν απολύτως αναγκαία, όπως αποδείχτηκε άλλωστε από τα γεγονότα. Το ζητούμενο ήταν ακριβώς ο εκσυγχρονισμός και η θωράκιση του συστήματος μέσα από τις αρχές της απόλυτης διαφάνειας της διαχείρισης της περιουσίας των Ταμείων και βέβαια της μετρήσιμης αποδοτικότητας της περιουσίας τους.

Η πρώτηστη μέριμνα του νομοθέτη ήταν ακριβώς να διασφαλίσει την ασφάλεια των επενδύσεων και τη συνετή διαχείριση της περιουσίας με σκοπό ακριβώς την απρόσκοπτη καταβολή των συνταξιοδοτικών και λοιπών παροχών στους ασφαλισμένους και συνταξιούχους, αυτή ακριβώς ήταν η πρώτηστη μέριμνα του νομοθέτη.

Αντιλαμβάνεστε ότι σε διάστημα λίγων λεπτών δεν μπορεί να γίνει αναλυτική παρουσίαση του πλαισίου, ωστόσο πολύ συνοπτικά να αναφερθώ σε βασικές αρχές. Η πρώτη έχει να κάνει με το γεγονός ότι ενισχύεται η αυτοτέλεια και η αυτονομία στη λήψη των αποφάσεων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης για τη διαχείριση της περιουσίας τους. Υπάρχει ένα νέο θεσμικό πλαίσιο και

για το διορισμό των προέδρων στα ασφαλιστικά ταμεία, το οποίο έρχεται πιο κοντά στις σύγχρονες αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης και η διαχείριση της περιουσίας τους παραμένει στην ευθύνη των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, ωστόσο τίθενται με το νέο θεσμικό πλαίσιο όροι και προϋποθέσεις που καθιστούν ουσιαστική την ευθύνη των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου για τις αποφάσεις που αυτά λαμβάνουν.

Θεμελιώδεις κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς σε κινητές αξίες και ακίνητα, τίθενται αυτήν τη φορά διά νόμου, περιέχονται στο κείμενο του νόμου. Ένα από τα προβλήματα, αν θέλετε, του προηγούμενου νομικού πλαισίου ήταν ακριβώς ότι κάποιες από τις αρχές αυτές περιέχονταν σε υπουργικές αποφάσεις και δεν διασφαλιζόταν έτσι κατά τρόπο αποτελεσματικό η εφαρμογή τους.

Δίνονται οι δυνατότητες για καλύτερη αξιοποίηση των αποθεματικών των ταμείων με επενδύσεις σε νέα προϊόντα, όπως είναι αυτά των χωρών της ευρωζώνης, τα σύνθετα ομόλογα και οι προθεσμιακές καταθέσεις σε πολύ συγκεκριμένα ποσοστά ή βέβαια με τη σύσταση των ΑΕΔΑΚ, στις οποίες ήδη έγινε αναφορά.

(...)

Τα κριτήρια επιλογής των χρηματοοικονομικών συμβούλων των φορέων ασφάλισης θα υιοθετηθούν και θα τροποποιηθούν οι κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς κατόπιν εισήγησης αυτής της επιτροπής. Ο ρόλος της είναι καθαρά συμβουλευτικός, γνωμοδοτικός και μετέχουν οι θεσμικοί παράγοντες που είναι απαραίτητοι, το υπουργείο Οικονομίας, η Τράπεζα Ελλάδος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ΚΕΔ, το Χρηματιστήριο Αθηνών κ.ο.κ.

Θα υπάρξουν σε αυτούς τους κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς η επιλογή των δεικτών αναφοράς των γνωστών BENCHMARKS για την αξιολόγηση των χαρτοφυλακίων και των κατάλληλων μεθόδων για την παρακολούθηση και διαχείριση του επενδυτικού κινδύνου, το risk management των χαρτοφυλακίων αυτών.

Συστήνεται επίσης Επιτροπή Ελέγχου που ακριβώς θα έχει ως έργο των κατασταλτικό έλεγχο και την επιβολή ποινών και κυρώσεων. Υπήρχε ένα κενό στο προηγούμενο θεσμικό πλαίσιο, το οποίο επιχειρείται τώρα να καλυφτεί, πρόκειται για έναν ουσιαστικότερο έλεγχο των επενδυτικών αποφάσεων και την υλοποίηση και την εφαρμογή εκ μέρους των ασφαλιστικών φορέων και την τήρηση του γενικού πλαισίου με τη στήριξη οπωσδήποτε της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων και της Τράπεζας της Ελλάδος.

Αυτό όλο το πλαίσιο σε συνδυασμό με την ανάρτηση στο Διαδίκτυο, στην

ιστοσελίδα <http://www//periousia.gr> του συνόλου της περιουσίας των ασφαλιστικών Ταμείων συμβάλλουν οπωσδήποτε στην προσπάθεια για απόλυτη διαφάνεια με την πλήρη ενημέρωση τόσο των ασφαλισμένων όσο και των αρμόδιων φορέων.

Σε ό,τι αφορά την επαγγελματική διαχείριση δίνεται η δυνατότητα πρόσληψης από τα ταμεία συμβούλων επενδύσεων και διαχειριστών με συγκεκριμένες διαδικασίες και κριτήρια, συμμορφώνεται το νέο θεσμικό πλαίσιο με τον βασικό νόμο περί αμοιβαίων κεφαλαίων και βέβαια προβλέπεται διαδικασία πιστοποίησης αυτών των συμβούλων επενδύσεων και των διαχειριστών.

Επίσης δίνεται μια ευελιξία στις διαδικασίες με την κατάργηση κάποιων γραφειοκρατικών περισσότερο εγκρίσεων που έδινε το υπουργείο και βέβαια διευκολύνεται η λήψη των επενδυτικών αποφάσεων από τα Διοικητικά Συμβούλια των Ταμείων.

Τέλος, βασικοί κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και γενικές αρχές του ΟΟΣΑ για τους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς περιέχονται σε αυτό το νέο θεσμικό πλαίσιο, όπως είναι, για παράδειγμα, ο διαχωρισμός της έννοιας του συμβούλου των επενδύσεων από τον διαχειριστή, η δυνατότητα εναλλαγής των συμβούλων ανάλογα με την επίδοση και την αποτελεσματικότητα του καθενός κ.ο.κ.

Με δύο λόγια και κλείνοντας αυτή τη σύντομη παρουσίαση θα έλεγα ότι η υιοθέτηση κανόνων χρηστής διοίκησης και διαχείρισης, η διαμόρφωση της κατάλληλης επενδυτικής στρατηγικής με τη συνδρομή επαγγελματιών πλέον διαχειριστών και επενδυτικών συμβούλων και η βέλτιστη χρήση των διαθέσιμων επενδυτικών εργαλείων ασφαλώς μαζί με την αναγκαία εσωτερική διοργάνωση των ασφαλιστικών οργανισμών είναι βέβαιο ότι θα επιτρέψουν στα ασφαλιστικά ταμεία να επιτύχουν σημαντική αύξηση της απόδοσης των αποθεματικών τους που, σημειωτέον, προσεγγίζουν τα 31 δισ. ευρώ προς όφελος βέβαια του συνόλου των ασφαλισμένων, των συνταξιούχων της χώρας και του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης γενικότερα. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κύριο γενικό γραμματέα, τον κύριο Μамμωνά, και η παρουσία του και μόνο στο συνέδριο δείχνει πόση σημασία δίνει το κράτος σε αυτό το τεράστιο θέμα. Θέλω απλώς να σας ενημερώσω, επειδή συμμετέχει η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών στη Συμβουλευτική Επιτροπή που λειτουργεί κοντά σας, ότι ήδη αύριο έχουμε τη δεύτερη συνεδρίαση της Επιτροπής.

Εμείς έχουμε παραδώσει ήδη ένα σχέδιο κανονισμού, δεοντολογίας για τη λειτουργία των Ταμείων και αύριο θα γίνει η παρουσίαση του κανονισμού για τη μέτρηση του επενδυτικού κινδύνου και άλλα πολύ ενδιαφέροντα θέματα πράγμα που δείχνει ότι έχετε ασχοληθεί πάρα πολύ με το θέμα, και χωρίς να προβάλλω το έργο σας και το έργο του υπουργείου θέλετε αυτό το θέμα να αντιμετωπιστεί επιτέλους σωστά γιατί έχει τεράστια κοινωνική και οικονομική σημασία.

Θα παρακαλέσουμε τον κύριο Φράγκο, καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών να αναπτύξει τις απόψεις του πάνω στο συγκεκριμένο θέμα.

8.4 Ν. ΦΡΑΓΚΟΣ

Σημαντικά θέματα των ασφαλιστικών ταμείων

Ευχαριστώ για την πρόσκληση. Θέλω να πάω λίγο πιο πίσω από την ομιλία του κυρίου Μαμμονά και να προσπαθήσω να σας εξηγήσω γιατί όλα αυτά τα μέτρα που πήρε πρόσφατα το υπουργείο είναι τόσο σημαντικά για τα ασφαλιστικά ταμεία.

Πρώτα απ' όλα, τι είναι σύνταξη; Είναι μισθός μετά το τέλος του εργασιακού βίου, αυτή είναι η σύνταξη, αυτός είναι ο ορισμός ο οικονομικός της σύνταξης. Από πού προέρχεται αυτός ο μισθός; Είναι από εισφορές εργαζομένων, εργοδοτών και τελευταία λόγω της τριμερούς χρηματοδότησης από το κράτος κατά τη διάρκεια του εργασιακού βίου. Δηλαδή, είναι μια μορφή υποχρεωτικής αποταμίευσης. Σχηματικά ένα ασφαλιστικό ταμείο μπορεί να το δει καθένας σαν ένα κουτί, μια δεξαμενή που έχουμε εισφορές και έχουμε και εκροές και αυτό που μένει στη δεξαμενή είναι το απόθεμα. Πολλές φορές μιλώντας με συνταξιούχους ειδικά, ή με ανθρώπους στα Ταμεία κοιτάζουν τις εισφορές ενός έτους, τις παροχές και το θετικό αποτέλεσμα το ονομάζουν κέρδος, το οποίο είναι λάθος, δεν είναι κέρδος του ασφαλιστικού ταμείου.

Όπως θα δείτε στην επόμενη διαφάνεια, ποιοι έχουν δικαίωμα σε αυτό το απόθεμα; Έχουν οι σημερινοί συνταξιούχοι και οι σημερινοί εργαζόμενοι, δηλαδή αυτό το πράγμα είναι υποχρέωση, τα δικαιώματα των συνταξιούχων και των εργαζομένων συνιστούν υποχρέωση του ασφαλιστικού φορέα προς τους εργαζομένους, τους σημερινούς ασφαλισμένους και τους σημερινούς συνταξιούχους και από αυτήν τη βασική αρχή προκύπτει ότι οι επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων διαφέρουν κατά πολύ από τις επενδύσεις ενός κληροδοτήματος, π.χ. ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γενικά που προσδοκά την αύξηση.

Ο εγγυητής του ασφαλιστικού ταμείου, ποιος είναι; Στη χώρα μας, τουλάχιστον για τα ταμεία κύριας ασφάλισης, είναι το κράτος, από το Σύνταγμα, και βέβαια λόγω της διαχείρισης, λίγο πολύ είναι κατά την άποψή μου και των επικουρικών ταμείων, διότι το κράτος τα ελέγχει, τα διαχειρίζεται, διορίζει τα διοικητικά συμβούλια κ.λπ. Άρα και εκεί *de facto* κατά κάποιον τρόπο εγγυητής είναι το κράτος.

Τώρα, το ύψος της υποχρέωσης. Όπως είπαμε, έχουμε τα δικαιώματα των ασφαλισμένων που συνιστούν υποχρέωση του Ταμείου. Η αναλογιστική επιστήμη μπορεί ανά πάσα στιγμή να υπολογίσει το ύψος του αναγκαίου αποθέματος, ποιο είναι αυτό το ποσό που πρέπει να έχει κάθε Ταμείο, του αποθέματος, δηλαδή της υποχρέωσης του Ταμείου.

Οι παράγοντες βέβαια που προσδιορίζουν, που επηρεάζουν σημαντικά αυτό το ύψος της υποχρέωσης είναι δημογραφικοί και οικονομικοί. Π.χ. είναι οι πίνακες θνησιμότητας που χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό των υποχρεώσεων, διαφορετικά το προσδόκιμο ζωής όταν είναι 75 και είναι διαφορετικά όταν είναι 85, π.χ. κάποιος θα παίρνει 10 χρόνια περισσότερο σύνταξη κατά μέσο όρο και είναι και οικονομικοί, γιατί είναι διαφορετικά αν το περιβάλλον το οικονομικό έχει πληθωρισμό 15% και είναι διαφορετικά αν ο πληθωρισμός είναι κάτω από 5%.

Επομένως είναι σημαντικοί παράγοντες αυτοί οι οικονομικοί και όχι μόνο που προσδιορίζουν το ύψος της υποχρέωσης, χωρίς να αλλάξει ο πληθυσμός μόνο αλλάζοντας, ας πούμε, τους δημογραφικούς παράγοντες και τους οικονομικούς το ύψος της υποχρέωσης μεταβάλλεται.

Πάμε τώρα στο θέμα της διαχείρισης του αποθέματος και το ερώτημα το βασικό που τίθεται είναι αν πρέπει να γίνουν επενδύσεις. Πολλές φορές ακούγονται από συνταξιούχους να μη ρισκάρονται τα λεφτά μας, να μην τζογάρονται, όπως ακούμε στις διαδηλώσεις.

Όλα αυτά είναι λίγο πολύ ανοησίες γιατί, επειδή η υποχρέωση εξαρτάται από τους οικονομικούς παράγοντες και κυρίως από τον πληθωρισμό, κατά την ίδια βασική αρχή θα πρέπει να γίνονται και επενδύσεις, επομένως η απάντηση στο ερώτημα αν πρέπει να γίνονται επενδύσεις είναι καταφατική και αυτό γίνεται σε όλο τον κόσμο. Δεν υπάρχει κανένα ταμείο ασφαλιστικό που να παίρνει τα λεφτά και να τα βάζει σ' ένα συρτάρι.

Αφού, λοιπόν, η απάντηση στο πρώτο ερώτημα είναι ναι, το δεύτερο ερώτημα είναι τι επενδύσεις. Οι επενδύσεις είναι από τραπεζικούς λογαριασμούς, ομόλογα, μετοχές, ακίνητα και φυσικά τώρα αλλά και πριν, το ερώτημα είναι

αν θα είναι ελληνικά ή ξένα, δηλαδή τώρα με το ευρώ μπορεί να πει κανείς ότι είναι το ίδιο πράγμα να πάει στην Ευρώπη, αλλά και εκτός ευρώ.

Η απάντηση δεν είναι τόσο απλή, δηλαδή, στην ερώτηση τι είδους επενδύσεις. Το πρώτο που πρέπει να κοιτάξει κανείς είναι να δει τις υποχρεώσεις μαζί με τις χρηματοροές. Όπως είπαμε, η αναλογιστική επιστήμη μπορεί να μας δώσει το ύψος των υποχρεώσεων και επίσης να μας καθορίσει τις χρηματοροές, δηλαδή στα επόμενα 10, 15 χρόνια τι είδους εισροές θα έχουμε και τι είδους εκροές. Αυτές οι χρηματοροές θα προσδιορίσουν και το επενδυτικό περιβάλλον.

Απλώς καταγράψω τους κανόνες που ισχύουν διεθνώς. Το πρώτο βήμα είναι η στρατηγική κατανομή του αποθέματος, δηλαδή πόσο τοις εκατό θα μείνει σε ταμειακή διαχείριση, πόσο τοις εκατό θα είναι σε ομόλογα, πόσο τοις εκατό θα είναι σε μετοχές και τι είδους μετοχές.

Αυτή, λοιπόν, η στρατηγική κατανομή συνήθως γίνεται από συμβούλους επενδύσεων και βέβαια τον τελευταίο λόγο έχει το Διοικητικό Συμβούλιο. Γίνεται μια εμπεριστατωμένη μελέτη, όπως ανέφερε και ο κύριος Μαμμωνάς, με τον τελευταίο νόμο, δίνονται πολύ ξεκάθαρες κατευθύνσεις στα ασφαλιστικά ταμεία πώς να προχωρήσουν.

Το δεύτερο βήμα είναι σε αυτήν τη στρατηγική να γραφτούν οι οδηγίες για επενδύσεις, αφού πάρουν την απόφαση να γραφτούν οι επενδύσεις, π.χ., όταν είναι για μετοχές ποιο δείκτη θα ακολουθεί ο διαχειριστής, ποια θα είναι η διασπορά του κινδύνου κ.λπ. Και πάλι προτείνονται από τον σύμβουλο επενδύσεων και υιοθετούνται από το Διοικητικό Συμβούλιο, γιατί είναι αυτό που έχει την ευθύνη.

Στο τρίτο βήμα είναι η υλοποίηση, η οποία γίνεται από διαχειριστές, συνήθως χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Και το τελευταίο βήμα είναι η αξιολόγηση των διαχειριστών και ο έλεγχος, ο οποίος γίνεται πάλι από τον σύμβουλο επενδύσεων και το Διοικητικό Συμβούλιο, δηλαδή να δούμε εάν οι οδηγίες που δώσαμε στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έγιναν έτσι, ή ακολούθησαν δικές τους επιλογές, αν τους είχαμε πει π.χ. ότι θα ακολουθήσουν το FTSE 20, αν πήραν μετοχές εκτός των οδηγιών.

Επομένως οι καλοί λογαριασμοί κάνουν και τους καλούς φίλους, έτσι γίνεται και έξω, δίνονται σαφείς οδηγίες προς τους διαχειριστές και μετά ζητούνται ευθύνες, στην περίπτωση που οι διαχειριστές παραβαίνουν αυτές τις οδηγίες.

Πρέπει να σας πω, το είπε και ο κύριος Μαμμωνάς, είναι πολύ σημαντικό ο σύμβουλος επενδύσεων και ο διαχειριστής να είναι διαφορετικά πρόσωπα,

διαφορετικοί οργανισμοί για να μην έχουμε σύγκρουση συμφερόντων. Γιάννης κερνάει, Γιάννης πίνει, πρέπει ο σύμβουλος, ο οποίος θα χαράξει τη στρατηγική και μετά θα κάνει τον έλεγχο και την αξιολόγηση και θα παίρνει το reporting το λεγόμενο, να είναι διαφορετικός για να μπορεί να συμβουλευεί τη διοίκηση του ασφαλιστικού ταμείου σωστά και φυσικά, όπως καταλαβαίνετε, ατυχήματα συμβαίνουν και συμβαίνουν και εδώ και έχουν συμβεί τουλάχιστον στο εξωτερικό, αλλά τα ασφαλιστικά ταμεία προσέφυγαν στα δικαστήρια και όπου αποδείχτηκε ότι οι διαχειριστές παρέβησαν τις εντολές πληρώσανε τη ζημιά που είχε το Ταμείο.

Αυτές οι οδηγίες ισχύουν είτε για ταμεία κοινωνικής ασφάλισης κρατικά, είτε για τα λεγόμενα ΤΕΑ, τα Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης, τα οποία έχουν υιοθετηθεί και στη χώρα μας. Βέβαια είναι λίγα αυτά που έχουν δημιουργηθεί, αλλά, πιστεύω, τώρα θα δημιουργηθούν πολύ περισσότερα. Οι ίδιοι κανόνες ισχύουν και για αυτά τα ασφαλιστικά ταμεία. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε τον κύριο Φράγκο για τη συμπλήρωση της παρουσίασης του συγκεκριμένου θέματος που έκανε και πρέπει να σχολιάσουμε ότι το θέμα των ασφαλιστικών ταμείων και το συνταξιοδοτικό πρόβλημα είναι ένα παγκόσμιο πρόβλημα, κάθε χώρα προσπαθεί να δώσει μια λύση ανάλογη με τις ανάγκες της. Βέβαια τη χώρα μας την απασχολεί πολύ περισσότερο.

Συνδεδεμένο με τα θέματα του παρόντος πάνελ είναι τα θέματα που θα αναπτύξει ο κύριος Μιχάλης Μιχαλόπουλος, διευθυντής της Διεύθυνσης Εργασιών Δημοσίου της Τράπεζας της Ελλάδος και το θέμα είναι συνδεδεμένο με το παρόν πάνελ, διότι πολλά από τα διαθέσιμα των ασφαλιστικών ταμείων πραγματοποιούν συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά ομολόγων της Τράπεζας της Ελλάδος επενδύοντας τα διαθέσιμά τους σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου.

Ο κύριος Μιχαλόπουλος έχει το λόγο.

8.5 Μ. ΜΙΧΑΛΟΠΟΥΛΟΣ

Συναλλαγές στην ηλεκτρονική δευτερογενή αγορά

Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, θα μιλήσω κατ' αρχάς για την ηλεκτρονική δευτερογενή αγορά τίτλων (ΗΔΑΤ), είναι περισσότερο ενημερωτικό και θα προσπα-

θήσω να διαλευκάνω μερικές ερωτήσεις και μερικές αμφισβητήσεις, οι οποίες υπάρχουν σχετικά με το τι είναι αυτή η αγορά και αυτό θα το κάνω σε σύγκριση με μια γνωστή σας αγορά, η οποία είναι η αγορά των μετοχών.

Η ΗΔΑΤ αναφέρεται στα κρατικά ομόλογα. Πριν προχωρήσω στην περαιτέρω παρουσίαση αυτής της αγοράς θα ήθελα να σας πω ότι η αγορά των μετοχών στην Ελλάδα, όπως γνωρίζετε, έχει δύο βασικά χαρακτηριστικά. Το πρώτο βασικό χαρακτηριστικό είναι ότι στο κεντρικό αποθετήριο, όπου καταγράφονται όλοι οι λογαριασμοί μέχρι τον τελικό επενδυτή, δηλαδή, το κεντρικό αποθετήριο των Αθηνών γνωρίζει τον τελικό επενδυτή που κατέχει τις μετοχές, πρώτο χαρακτηριστικό.

Δεύτερο χαρακτηριστικό είναι ότι μέχρι πρότινος οι διαπραγματεύσεις πάνω στις μετοχές γινόντουσαν μόνο μέσω του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Επομένως γνωρίζαμε ανά πάσα στιγμή όλες τις συναλλαγές, οι οποίες γίνονταν πάνω στις μετοχές. Στις αγορές των κρατικών ομολόγων, στις οποίες ενεργοποιείται και η ΗΔΑΤ τα πράγματα είναι πολύ διαφορετικά.

Το πρώτο σημείο είναι ότι στο κεντρικό αποθετήριο των ελληνικών κρατικών ομολόγων, του οποίου διαχειριστής είναι η Τράπεζα της Ελλάδος, δεν υπάρχουν λογαριασμοί τελικών επενδυτών, υπάρχουν μόνο omnibus account, δηλαδή το κάθε μέλος αυτού του κεντρικού αποθετηρίου διατηρεί ένα λογαριασμό πελατείας, όπου απλώς αναφέρει ποιο είναι το υπόλοιπο των λογαριασμών.

Επομένως, πρώτο χαρακτηριστικό, δεν γνωρίζουμε ποιοι είναι οι πελάτες των οποίων το υπόλοιπο των λογαριασμών συμποσούται σε ένα ποσό το οποίο αναφέρεται στο κεντρικό αποθετήριο. Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό αυτών των αγορών κρατικών ομολόγων σε όλη την Ευρώπη και διεθνώς είναι ότι το κάθε μέλος του κεντρικού αποθετηρίου καθώς και τα διεθνή συμψηφιστικά συστήματα, όπως είναι το Euroclear, είναι δυνατόν να λειτουργούν σε υποκεντρικά αποθετήρια, δηλαδή μία τράπεζα ή μία χρηματιστηριακή, η οποία είναι μέλος του κεντρικού αποθετηρίου, διατηρεί ένα πλέγμα λογαριασμών από φυσικά πρόσωπα, από θεσμικούς, ίσως και από άλλες τράπεζες, όπως το Euroclear, το οποίο κάνει το διακανονισμό και απλώς όταν υπάρχει διαφορά, υπάρχει μια μεταβολή στα υπόλοιπα, το αναγγέλλει στο κεντρικό αποθετήριο. Επομένως το δεύτερο χαρακτηριστικό, το οποίο έχουμε σε αυτές τις αγορές είναι ότι δεν έχουμε γνώση όλων των συναλλαγών παρά μόνο όσες έρχονται προς διακανονισμό στο κεντρικό αποθετήριο, ας το ονομάσουμε άυλους τίτλους.

Ένα τρίτο χαρακτηριστικό, το οποίο διαφέρει σχετικά με το χρηματιστήριο

μετοχών είναι ότι τα κρατικά ομόλογα δεν διαπραγματεύονται μόνο σε μία αγορά. Το πλέον διαδεδομένο είναι ότι διαπραγματεύονται σε αυτό που λέμε εξωχρηματιστηριακά, στην over the counter αγορά, δηλαδή μπορεί ο καθένας να διαπραγματεύεται και σε μη οργανωμένες αγορές.

Το ερώτημα λοιπόν, το οποίο τίθεται αυτή τη στιγμή είναι και η ΗΔΑΤ τι είναι; Γιατί αναφέρεται και τι αξία έχει; Αυτό θα προσπαθήσω να σας το αναλύσω στη συνέχεια. Το 1997 έγινε μία κρίση από τις περιοδικές κρίσεις που γίνονται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ήταν η κρίση με το χρέος της Ρωσίας, ένα βασικό παράδειγμα ήταν ότι, επειδή στη φάση της παγκοσμιοποίησης τα κεφάλαια μεταφέρονται σε πιο ασφαλείς αγορές κ.λπ.

Ζητήθηκε λοιπόν ποιες ήταν οι τιμές των ομολόγων εκείνη τη στιγμή, των κρατικών ομολόγων. Ο καθένας έλεγε όποια τιμή νόμιζε. Τους ζητήσαμε, μπορείτε να κάνετε πράξεις αυτή την τιμή; Όχι. Απλώς δεν δεσμεύονταν για καμία τιμή και έδιναν όποια τιμή ήθελαν, η οποία όμως δεν ήταν δεσμευτική. Ένα το κρατούμενο. Αυτό όμως έχει πολύ μεγάλη σημασία για όλους τους θεσμικούς που έχουν χαρτοφυλάκια από τέτοια ομόλογα και κυρίως έχει πολύ μεγάλη σημασία για το κόστος δανεισμού στο κράτος.

Τότε ξεκίνησε μία προσπάθεια με το υπουργείο Οικονομικών, την Τράπεζα της Ελλάδος και τους βασικούς παίκτες του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος να αναμορφώσουμε την αγορά. Τότε λοιπόν διαμορφώθηκε ο πρώτος θεσμός. Ο πρώτος θεσμός ήταν ο θεσμός των βασικών διαπραγματευτών αγοράς.

Ποιοι είναι οι βασικοί διαπραγματευτές αγοράς; Είναι κάποια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επενδυτικοί οίκοι, οι οποίοι αναλαμβάνουν να έχουν βασικά δύο μεγάλες υποχρεώσεις. Οι υποχρεώσεις τους είναι, πρώτον, να εξασφαλίζουν στο κράτος, ότι οποιαδήποτε έκδοση η οποία θα εξασφαλιστεί, δηλαδή όσα χρήματα ζητάει ο δανειζόμενος, δηλαδή το ελληνικό κράτος θα τα πάρει και το δεύτερο σημείο είναι να εξασφαλίζει τιμές. Θα επανέλθω στο ζήτημα των τιμών γιατί είναι πολύ βασικό.

Βεβαίως οι βασικοί διαπραγματευτές της αγοράς δεν είναι φιλανθρωπικά ιδρύματα, έχουν και κάποια οφέλη, δεν έχουν μόνο υποχρεώσεις, έχουν και οφέλη. Ένα βασικό όφελος το οποίο έχει κάποια σημασία για την εξέλιξη της αγοράς είναι ότι μόνο αυτοί συμμετέχουν στις δημοπρασίες των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, ενώ προηγουμένως μπορούσε να συμμετέχει ο καθένας ακόμα και τα ασφαλιστικά ταμεία, για τα οποία συζητάμε, ο κάθε θεσμικός, τώρα μόνο αυτοί συμμετέχουν στις δημοπρασίες και σας πληροφορώ ότι μόνο οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες, πέντε, έξι μεγάλες ελληνικές τράπεζες είναι βασικοί

διαπραγματευτές αγοράς, όλοι οι υπόλοιποι είναι ξένοι οίκοι του εξωτερικού.

Επομένως, αυτό είναι το πρώτο, μόνο αυτοί συμμετέχουν στις δημοπρασίες, επομένως όλοι οι υπόλοιποι, ακόμα και οι υπόλοιπες ελληνικές τράπεζες οι οποίες δεν είναι βασικοί διαπραγματευτές, θα πρέπει να τα αγοράζουν διά μέσω των βασικών διαπραγματευτών.

Ερχόμαστε τώρα στην ΗΔΑΤ. Είπαμε ότι το πρώτο σημείο είναι ότι πρέπει να εξασφαλίζουν τα δάνεια του Ελληνικού Δημοσίου να απορροφούν όλη τη ζήτηση εκτός εντελώς εξαιρετικών ακραίων περιπτώσεων και ερχόμαστε στην περίπτωση να εξασφαλίζουν τιμές.

Το ζήτημα το οποίο έχουμε και το οποίο είναι πολύ σημαντικό είναι ότι, όταν δανείζω κάτι σε κάποιον, θα πρέπει να εξασφαλίζω και μάλιστα όπως είναι τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία τα κρατικά ομόλογα είναι μακράς διάρκειας θα πρέπει να υπάρχουν τιμές, δηλαδή, ανά πάσα στιγμή να μπορώ και είναι πολύ σημαντικό ότι πρέπει να γίνεται η εξέταση, αν υπάρχουν τιμές οι οποίες ανά πάσα στιγμή θα ξέρω πόσο μου κοστίζει αυτή η απαίτηση που έχω έτσι ώστε να μπορώ αν θέλω κατά τα κοινώς λεγόμενα να τα σπάω.

Η ΗΔΑΤ έχει την εξής σημασία, ότι η δεύτερη υποχρέωση και η πλέον βασική των βασικών διαπραγματευτών αγοράς που ενεργοποιείται; Ενεργοποιείται στην ΗΔΑΤ. Δηλαδή, έρχομαι και λέω πάλι σε σχέση με το χρηματιστήριο. Στο χρηματιστήριο όποιος θέλει πάει και βάζει μία προσφορά είτε για αγορά είτε για πώληση στην οποιαδήποτε τιμή κρίνει αυτός για τον εαυτό του και, αν υπάρχει αντίστοιχη προσφορά στην ίδια τιμή για την πώληση, τότε ματσάρεται και κλείνεται η συμφωνία.

Στην περίπτωση της ΗΔΑΤ είναι εντελώς αντίθετο. Πρώτο, οι βασικοί διαπραγματευτές έχουν την υποχρέωση είτε θέλουν, είτε δεν θέλουν να κάνουν πράξεις στα κρατικά ομόλογα σε όλη τη διάρκεια της ημέρας μπορεί να βάζουν προσφορές και μάλιστα προσφορές τόσο για την αγορά όσο και για την πώληση ταυτόχρονα και η διαφορά μεταξύ αυτών των τιμών είναι πάρα πολύ μικρή, φτάνει στα 15 base point που λέμε, στα 0,001 στο δεκάκις χιλιοστό, η διαφορά τους στα 15 τέτοια base point το πολύ η διαφορά.

Όπως καταλαβαίνετε, ακόμα και αν δεν γίνουν πράξεις και αυτό είναι η προσιθέμενη αξία της ΗΔΑΤ, ανά πάσα στιγμή έχουμε τιμές και αυτές οι τιμές είναι οι τιμές που εκφράζουν την ελληνική αγορά ομολόγων. Οι τιμές αυτές ή έχουμε εξασφαλίσει ότι θα είναι όχι μόνο στα βασικά ομόλογα αναφοράς, δηλαδή ζετία, 5ετία, 10ετία, αλλά και στα υπόλοιπα ομόλογα, έτσι ώστε όλοι μέσα στην αγορά να γνωρίζουν ποιες θα είναι οι τιμές.

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Αυτές τις τιμές, επαναλαμβάνω, τις οποίες εκφράζουμε μέσα και στο δελτίο τιμών της ΗΔΑΤ που βγάζουμε κάθε μεσημέρι, αυτό το δελτίο τιμών χρησιμοποιείται για την αποτίμηση όλων των χαρτοφυλακίων και χρησιμοποιείται επίσης και για την αποτίμηση του collateral του ενεχύρου που βάζουμε για τη χρηματοδότηση των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Θα πρέπει να σημειώσω ότι αυτές οι τιμές δεν είναι σε ένα κλειστό κύκλωμα. Αυτές οι τιμές είναι τιμές δεσμευτικές και οι οποίες διαχέονται σε όλο τον κόσμο διά μέσου του Ρόιτερ και του Blueberg, επομένως κάθε άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είτε οργανισμός, όπως χρηματιστηριακή κ.λπ., έχει και κάθε θεσμικός και Ταμείο και οποιοσδήποτε έχει το δικαίωμα διά μέσου της πρόσβασης, η οποία είναι σε συνεχή χρόνο να γνωρίζει ποιες είναι οι τιμές των ελληνικών ομολόγων, επομένως να κλείνει τις πράξεις του με βάση αυτές τις τιμές αναφοράς.

Αυτά ήθελα να πω. Υπάρχουν και άλλα στην παρουσίαση, μπορείτε να την έχετε, είναι τα δύο βασικά ζητήματα, τα οποία πιστεύω ότι ξεκαθαρίζουν ορισμένες αμφιβολίες, διότι, όπως καταλαβαίνετε, είναι μια αγορά, η οποία λειτουργεί διαφορετικά από την πιο οικεία σε εσάς αγορά των μετοχών. Σας ευχαριστώ πολύ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Θα ήθελα να σας παρακαλέσω για την κατανόηση του ακροατηρίου, για να καταλάβει την τεράστια σημασία αυτής της αγοράς, η οποία επέτρεψε στις εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων να αποτιμούν τα αμοιβαία κεφάλαια με δίκαιες τιμές, δηλαδή τιμές τρέχουσες με τις τιμές, δηλαδή mark to mark, και όχι με τις τιμές κτήσεως, να πείτε στο ακροατήριο πόσος είναι ο όγκος αυτής της διεθνώς τόσο πολύ αναγνωρισμένης αγοράς από τις γνώσεις που έχουμε εμείς, πόσος είναι ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών, για να καταλάβουν τα ιλιγιώδη νούμερα που διακινούνται μέσω αυτής της αγοράς.

Κος ΜΙΧΑΛΟΠΟΥΛΟΣ

Τα ποσά τα οποία κινούνται είναι γύρω στα 10 δισ. την ημέρα. Δεν είναι τόσο αυτό το ζήτημα. Αυτό που έχουμε σήμερα και είναι προς συζήτηση είναι ότι έχουμε τιμές και αυτό αφορά τόσο το θεσμικό, διότι συμμετέχουν οι μεγάλοι παίκτες, οι βασικοί διαπραγματευτές κυρίως και κάνουν πράξεις. Το ζήτημα

είναι ότι τους έχουμε επιβάλει να υπάρχουν ανά πάσα στιγμή τιμές και αυτές οι τιμές πρέπει να γίνι και δεν έχει γίνει ίσως γνωστό είναι τιμές αναφοράς, βάσει του οποίου ο καθένας θα έπρεπε, όταν κάνει πράξεις, να τις χρησιμοποιεί.

Έχουμε πολύ θετικά σχόλια από τους μεγαλύτερους οίκους και υπάρχει η διάχυση, δεν είναι σε ένα κλειστό κλαμπ, από τους οίκους της Αμερικής ότι γνωρίζουν ανά πάσα στιγμή ποιες είναι οι τιμές, οι οποίες επικρατούν στην αγορά, και με αυτές τις τιμές έπρεπε να γίνονται οι πράξεις, κατά τη γνώμη μου, και γίνονται στους ξένους οίκους, έτσι ώστε να μπορούμε να έχουμε πραγματικά μια δίκαιη κατάσταση για τους επενδυτές, γιατί, όταν ο Μιχαλόπουλος πηγαίνει σε κάποιον οίκο να αγοράσει κάποιο ομόλογο, οφείλει ο άλλος να του εξασφαλίσει στην καλύτερη δυνατή τιμή και η καλύτερη δυνατή τιμή θα πρέπει να υπάρχουν κάποια κριτήρια και όχι μόνο για την αξιολόγησή της.

Η ΗΔΑΤ είναι μια αγορά, η οποία επιτρέπει την αξιολόγηση της καλύτερης δυνατής τιμής, γιατί υφιστάμεθα την αξιολόγηση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Όλες αυτές οι τιμές, έτσι όπως τις δίνουμε, δεν έχουν καμία διαφορά και καμία απόκλιση και έχουμε μία αξιολόγηση.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Κύριε Μιχαλόπουλε, σας ευχαριστώ πάρα πολύ. Σας έδωσα αυτόν τον πρόσθετο χρόνο για να δημιουργήσω μία γέφυρα και να προβάλω και λίγο τον εαυτό μου, γιατί μαζί σας και με μια άλλη ομάδα είχαμε συμμετάσχει τότε που φτιάξαμε την ΗΔΑΤ, είχαμε συμμετάσχει ως συμβουλευτικό όργανο.

Ευχαριστούμε πάρα πολύ, γιατί καταστήσατε τόσο σαφή αυτή την εικόνα μιας τόσο σημαντικής αγοράς για τη λειτουργία των υπολοίπων αγορών, για ένα θέμα που οι παριστάμενοι θα είχαν πολύ λίγες γνώσεις. Τώρα τελειώνει η εργασία του παρόντος πάνελ με ένα θέμα που, όπως το διαβάζει κανείς, «εκκαθάριση και διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοοικονομικών μέσων», μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι άσχετο με το παρόν πάνελ, εντούτοις δεν είναι άστοχο, αν σημειώσουμε ότι σε κείμενα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου το σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών στα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις χρηματιστηριακές αγορές έχει παραλληλιστεί με το σύστημα υδραυλικών εγκαταστάσεων στο όλο οικοδόμημα της κεφαλαιαγοράς.

Η σημασία του είναι τεράστια αλλά φαίνεται μόνο όταν ανακύπτει πρόβλημα. Να φανταστούμε ένα οικοδόμημα χωρίς νερό και χωρίς αποχέτευση ή

πλημμυρισμένο, είναι άχρηστο. Την ανάπτυξη θα κάνει ο δικηγόρος διδάκτωρ της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου της Φρανκφούρτης, κύριος Δημήτριος Τσιμπανούλης.

8.6 Δ. ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ

Εκκαθάριση και διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοοικονομικών μέσων

Καλημέρα, κυρίες και κύριοι σύνεδροι. Ευχαριστώ πολύ τον κύριο πρόεδρο, γιατί με την εισαγωγή του απάλυνε λίγο την παραφωνία της ομιλίας μου στη συστηματική της ενότητα. Ας αρχίσουμε λοιπόν για να δούμε τι είναι αυτή η εκκαθάριση και ο διακανονισμός συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά ή χρηματοοικονομικά μέσα. Ακολουθώ την ορολογία της κοινοτικής Οδηγίας και της προηγούμενης της 93/22 για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και την καινούργια, της λεγόμενης MiFID που μιλάει για χρηματοπιστωτικά μέσα, μεταφέροντας στην ελληνική γλώσσα τα financial instruments.

Όταν μιλούμε για εκκαθάριση και διακανονισμό συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων εισηγμένων σε χρηματιστήρια, εννοούμε την ολοκλήρωση της σύμβασης πωλήσεων αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων με τη μεταβίβαση των εμπραγμάτων δικαιωμάτων επί του μεταβιβαζόμενου πράγματος από τον πωλητή στον αγοραστή και την καταβολή του τιμήματος από τον αγοραστή στον πωλητή.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων εισηγμένων σε χρηματιστήρια έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σπουδαιότητα τα τελευταία χρόνια όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και διεθνώς. Τις διαστάσεις της νέας προβληματικής συνθέτουν δύο κυρίως παράγοντες. Πρώτος είναι η μορφή των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο των συναλλαγών.

Δεν έχουμε να κάνουμε πια με τα γνωστά μας έγχαρτα αξιόγραφα, παρά με τίτλους σε λογιστική μορφή, συχνά άυλους τίτλους. Τη σημερινή μου ομιλία θα την περιορίσω σε ειδική κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων, στις κινητές αξίες, και έτι περαιτέρω εξ αυτών στις μετοχές και στις ομολογίες ή ομόλογα τους δύο τελευταίους όρους τους χρησιμοποιώ συνώνυμους για τις ανάγκες της παρουσίασης.

Δεύτερος παράγοντας είναι η σύνδεση της εκκαθάρισης των συναλλαγών με αυτές καθ' εαυτές τις συναλλαγές. Η σύνδεση δηλαδή της εμπράγματης δικαιοπραξίας με την ενοχική δικαιοπραξία. Η συναλλαγή ως ενοχική δικαιοπραξία

δεν είναι απαραίτητο να εκκαθαριστεί εκεί όπου καταρτίστηκε. Για να ακριβολογήσουμε νομικά το Δίκαιο που διέπει τη μεταβολή στα εμπράγματα δικαιώματα συνεπεία της μεταβίβασης μετοχών ή ομολόγων, την εκπονητική δηλαδή δικαιοπραξία, δεν είναι απαραίτητα το ίδιο με εκείνο που διέπει την ενοχική δικαιοπραξία, την ενοχική σύμβαση πωλήσεως.

Μπορεί μάλιστα και τα δύο αυτά Δίκαια να διαφέρουν από τη λέξη χρηματοοικονομικά μέσα, το Δίκαιο δηλαδή που διέπει τον εκδότη των τίτλων, των μετοχών, την ανώνυμη εταιρεία, βάσει του οποίου Δικαίου καθορίζονται και οι σχέσεις των μετόχων έναντι της εκδότριας εταιρείας. Επιτρέψτε μου να δώσω ένα παράδειγμα. Οι μετοχές της Τράπεζας Κύπρου είναι άυλες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου και στο Κεντρικό Μητρώο Κύπρου, είναι όμως εισηγμένες και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η απούλοποίηση επιτυγχάνεται βάσει του Κυπριακού Δικαίου φυσικά με την καταχώριση στο Κεντρικό Μητρώο της Κύπρου. Όταν έχουμε πώληση στο Χρηματιστήριο Αθηνών με αντικείμενο μετοχές της Τράπεζας Κύπρου, βάσει ποιου Δικαίου αποκτά ο αγοραστής δικαιώματα; Και τι είδους δικαιώματα είναι αυτά;

Θα αρχίσω την ανάλυση με τη θεματική των τίτλων σε λογιστική μορφή, τονίζοντας ότι η πολυπλοκότητα στις διεθνείς συναλλαγές προκύπτει κυρίως ως προς τις μετοχές γιατί στις εταιρικές ομολογίες είναι ως προς πολλά τουλάχιστον ζητήματα δυνατή η επιλογή μέσω της λέξης *contractus* του Δικαίου που θα διέπει τη σχέση των ομολογιούχων με την εκδότρια σε αντίθεση με ό,τι ισχύει για τις μετοχές.

Η *letteralita* η αξιολογική εμπραγμάτωση των δικαιωμάτων του δικαιούχου ενός τίτλου έναντι του εκδότη του στο 19ο αιώνα και στις αρχές του 20ού είχε αποτελέσει θρυαλλίδα ανάπτυξης του Εμπορικού Δικαίου στην Ευρώπη, αφού διευκόλυνε τις συναλλαγές σε κλίμα ασφάλειας Δικαίου λαμβανομένης υπόψη της νομοθετικής εξέλιξης και της θεωρητικής καθώς και νομολογιακής ανάπτυξης του Δικαίου των Αξιογράφων.

Τα τελευταία όμως χρόνια με τη ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη και τη διεθνοποίηση των αγορών το εμποδομένο αυτό δικαιοκόσμο περιβάλλον δημιουργεί πηγή ιδιαίτερων προβλημάτων, αφού προσπαθούμε με ένα νομικό οπλοστάσιο από τα τέλη του 19ου και τις αρχές του 20ού αιώνα να αντιμετωπίσουμε τις συναλλακτικές μορφές της εποχής των ηλεκτρονικών μέσων.

Σε κανένα χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και διεθνώς δεν αποτελούν πλέον αντικείμενο συναλλαγών αξιόγραφα σε έγχαρτη μορφή αυτά

καθ' εαυτά, αφού οι τίτλοι σε υλική μορφή δεν εξυπηρετούν πλέον τις συναλλακτικές ανάγκες της παγκόσμιας οικονομίας.

Οι συναλλαγές επί των επενδυτικών αξιογράφων δεν πραγματοποιούνται με παράδοση και παραλαβή των ίδιων των μετοχών. Αυτό ακόμα και αν το δικαιοσύστημα δεν έχει περάσει στην αποϋλοποίηση. Ας μην ξεχνάμε πως συνέβη στο Ελληνικό Δίκαιο το 1958 με τον 1806 και στη συνέχεια με τον 1892/90 περάσαμε στην ακινητοποίηση, είχαμε δηλαδή τα αποθετήρια έγγραφα, ένα αποθετήριο έγγραφο αντιπροσώπευε πολλές μετοχές, και χιλιάδες μετοχών, έπρεπε όμως να έρθει ο νόμος να το πει αυτό το πράγμα ούτως ώστε ο κατέχων, ο δικαιούχος για να ακριβολογούμε, ο κύριος του αποθετηρίου εγγράφου να μπορεί να νομιμοποιείται έναντι της εκδότριας εταιρείας ως μέτοχος.

Έτσι λοιπόν είτε έχουμε ακινητοποίηση είτε έχουμε αποϋλοποίηση, όπως ισχύει σήμερα στην Ελλάδα και στα περισσότερα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θέλω να σας πω ότι ακινητοποίηση υπάρχει και στη Γερμανία, υπάρχουν ακόμη τα έγχαρτα εκεί πέρα αξιόγραφα, αλλά υπό τη μορφή αποθετηρίων εγγράφων και με ειδικές διατάξεις για κοινούς λογαριασμούς.

Οι συναλλαγές συνοδεύονται ενιαία πλέον στην Ευρώπη απλώς από καταχωρίσεις, εγγραφές στα κεντρικά μητρώα, σε θεματοφύλακες, όπως είπε και ο κύριος Μιχαλόπουλος πριν από λίγο, μέσω χρεωπιστώσεων σε σχετικούς λογαριασμούς τίτλων. Τα δικαιώματα δηλαδή του επενδυτή συνεπεία της συναλλαγής των επενδυτικών αξιογράφων γεννώνται και τεκμηριώνονται με καταχωρίσεις σε τέτοιους λογαριασμούς. Πώς έχουν τα πράγματα ως προς τα επενδυτικά αξιόγραφα στην Ελλάδα; Το βλέπετε στη διαφάνεια, έχουμε δύο διαφορετικά εδώ πέρα συστήματα, τόσο διατάξεων όσο και ως προς τη μορφή της τήρησης των τίτλων σε άλλη μορφή.

Έχουμε αφενός το σύστημα του Χρηματιστηρίου Αθηνών και για να ακριβολογούμε το σύστημα άυλων τίτλων που το διαχειρίζεται το κεντρικό αποθετήριο αξιών, εταιρεία η οποία έχει απορροφηθεί τελευταία από την ΕΧΑΕ, τα Ελληνικά Χρηματιστήρια, γιατί το ΚΑΑ δηλαδή που το χρησιμοποιούμε, μιλάμε για Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, αποτελεί πλέον ένα τμήμα της ΕΧΑΕ της ενιαίας εταιρείας, για την οποία σας μίλησαν και την πρώτη ημέρα πολλοί ομιλητές, στο οποίο σύστημα άυλων τίτλων, όπως βλέπετε και στη διαφάνεια, είναι δυνατόν να ταυτοποιείται ο τελευταίος δικαιούχος έναντι του εκδότη, δηλαδή ο τελικός μέτοχος.

Αυτό δεν ισχύει, όπως είπε και ο κύριος Μιχαλόπουλος, στο σύστημα άυλων τίτλων που διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος και στο οποίο είναι καταχω-

ρημένοι οι τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου. Εδώ έχουμε στην Τράπεζα της Ελλάδος που αποτελεί τη γέφυρα, τον αντιπρόσωπο, αν θέλετε, έναντι του Ελληνικού Δημοσίου, λογαριασμούς μόνο των φορέων δηλαδή, των επαγγελματιών θεματοφυλάκων, οι οποίοι λογαριασμοί είναι για κάθε θεματοφύλακα, αφενός ιδίου χαρτοφυλακίου και αφετέρου χαρτοφυλακίου πελατείας, πρόκειται δηλαδή για τους λεγόμενους συλλογικούς λογαριασμούς, omnibus accounts στους οποίους λογαριασμούς τηρούνται συλλογικά όλοι οι τίτλοι, οι άυλοι τίτλοι των πελατών του θεματοφύλακα.

Η Τράπεζα της Ελλάδος δεν γνωρίζει, επομένως, τον τελικό δικαιούχο του ομολόγου, τους γνωρίζει όμως αυτούς τους δικαιούχους και οφείλει να τους γνωρίζει ο θεματοφύλακας, το πιστωτικό ίδρυμα η ΕΠΕΥ, η οποία τηρεί τους λογαριασμούς αυτούς στο σύστημα άυλων τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος.

Γίνεται κατανοητό, λοιπόν, ότι η σημασία αυτών των κεντρικών μητρώων είναι μεγάλη για τη μεταβίβαση άυλων τίτλων άρα και για την εκκαθάριση των συναλλαγών που καταρτίζονται επί επενδυτικών αξιογράφων. Ας μην παραλείψουμε όμως αυτό που ανέφερα ως προς τη σχέση της ενοχικής σύμβασης, της σύμβασης πώλησεως με την εκπονητική δικαιοπραξία.

Στα κεντρικά μητρώα δεν εκκαθαρίζονται μόνο οι συναλλαγές που διενεργούνται σε χρηματιστήρια, είναι δυνατόν να εκκαθαρίζονται και σε άλλα μητρώα που δεν είναι τα κεντρικά μητρώα, το ανέφερε ο κύριος Μιχαλόπουλος πριν από λίγο. Είπε ότι είναι δυνατόν μια συναλλαγή με αντικείμενο άυλους τίτλους να εκκαθαρίζεται στο Euroclear ή στην Clearnet στις δύο μεγάλες ευρωπαϊκές διεθνείς τράπεζες, οι οποίες ενεργούν ως θεματοφύλακες.

Εκεί ο επενδυτής, ο δικαιούχος αποκτά δικαιώματα που απεικονίζονται μόνο στο Euroclear, μόνο στην Clearnet τα δικαιώματα αυτά δύναται στο πλαίσιο της συμβάσεως που έχει με την Euroclear ή την Clearnet να ασκήσει ούτως ώστε να απολάβει όλα τα δικαιώματα που ενσωματώνονται με την παλιά μας έννοια σε ένα ομόλογο χωρίς να είναι απαραίτητος και δεν είναι βεβαίως στο σύστημα της Τράπεζας της Ελλάδος καταχωρημένος αλλά ούτε καν ενδεχομένως και σε ένα φορέα που τηρεί λογαριασμό στο σύστημα της Τράπεζας της Ελλάδος.

Μπορεί δηλαδή να έχουμε μια αλυσιδωτή σειρά θεματοφυλάκων και ο καθένας να νομιμοποιείται και σε δεύτερο και σε τρίτο επίπεδο τέτοιου θεματοφύλακα. Αυτό λοιπόν είναι το σύστημα, το οποίο κυριαρχεί σήμερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου έχουμε αφενός συστήματα όπου είναι δυνατή η άμεση ταυτοποίηση του τελικού δικαιούχου και άλλα συστήματα που δεν είναι δυνατή και όταν λέγω, το τονίζω αυτό, δυνατή, όχι επιβεβλημένη, δυνατή.

Είναι δυνατόν ο επενδυτής να επιλέξει και την έμμεση ταυτοποίηση. Για ποιό λόγο; Για λόγους κόστους, φυσικά. Στο σημείο αυτό είναι απαραίτητο να σημειώσω την επίδραση της νέας νομοθεσίας με τον 3606/07 στη λειτουργία των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων και κατ' επέκταση και στη θεματική μας.

Με τον καινούργιο νόμο έχουν πλήρως καταργηθεί οποιασδήποτε μορφής κατάλοιπα απαγορεύσεως στην κατάρτιση εξωχρηματοιστηριακώς συναλλαγών επί κινητών αξιών εισηγμένων σε χρηματιστήρια και επιπλέον επιβάλλεται στα κράτη-μέλη να άρουν οποιοσδήποτε περιορισμούς ως προς την επικοινωνία και τη σύνδεση των χρηματιστηρίων τους με τα κεντρικά μητρώα και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων και γενικώς με τα συστήματα εκκαθάρισης και διακανονισμούς συναλλαγών επί τίτλων.

Με την Ευρωπαϊκή Ένωση και την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά εισέρχεται έντονα το στοιχείο της αλλοδαπότητας στις συναλλαγές επί κινητών αξιών. Τα περισσότερα συστήματα Δικαίου, όπως και το ελληνικό, είναι όμως δομημένα εθνοκεντρικά, ενώ λοιπόν υπάρχει σχετική πληρότητα στη ρύθμιση και αντιμετώπιση θεμάτων συναλλαγών επί άυλων τίτλων που είναι καταχωρημένοι σε εθνικά μητρώα, στα ελληνικά μητρώα υπάρχει έντονο στοιχείο πολυπλοκότητας και αβεβαιότητας Δικαίου, ανασφάλειας συναλλαγών, όταν υπεισέρχεται το στοιχείο της αλλοδαπότητας. Αυτό ακριβώς όμως θέλει να αντιμετωπίσει ο κοινοτικός νομοθέτης για να ενισχύσει την ενιαία ευρωπαϊκή αγορά.

Δεν θέλει ο κοινοτικός νομοθέτης να εξαρτάται η φύση των δικαιωμάτων που αποκτώ και η έκταση των δικαιωμάτων από την αγορά, στην οποία θα αποκτήσω αυτά τα δικαιώματα, και από το σύστημα εκκαθάρισης συναλλαγών, βλέπε κεντρικό μητρώο και κεντρικό θεματοφύλακα, στον οποίο θα εκκαθαριστεί η συναλλαγή.

Δεν είναι πράγματι δυνατόν και δεν είναι ορθό εάν αγοράσω μετοχές της Τράπεζας Κύπρου στο Χρηματιστήριο Αθηνών να είναι διαφορετικά τα δικαιώματά μου απ' αυτά που θα είχαν, αν τις αγόραζα στο Χρηματιστήριο Κύπρου, αυτό θα συνιστούσε ανισότητα στον ανταγωνισμό και στρέβλωση της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς Κεφαλαίων.

Ερχόμαστε, λοιπόν, σε ορισμένα ζητήματα, τα οποία καλείται να αντιμετωπίσει ο κοινοτικός νομοθέτης για τους λόγους που βλέπετε στη διαφάνεια. Υπάρχουν διαφορές στα εθνικά συστήματα ως προς τον τρόπο και τα δικαιώματα, τα οποία απορρέουν από τις καταχωρίσεις σε αυτούς τους άυλους τίτλους.

Μπορούμε λοιπόν σήμερα να μιλάμε για δικαίωμα επί του αξιογράφου και δικαίωμα εκ του αξιογράφου όταν το αξιόγραφο δεν υφίσταται σε έγχαρτη

μορφή; Και αν δεχτούμε το δικαίωμα εκ του αξιογράφου, νοείται πλέον ως δικαίωμα εκ του λογαριασμού, στον οποίο είναι καταχωρημένο το αξιόγραφο έναντι ποίου ισχύει και ασκείται αυτό το δικαίωμα; Έναντι του θεματοφύλακα; Έναντι του εκδότη; Και αν έχουμε περισσότερους θεματοφύλακες, έναντι ποίων εξ όλων αυτών των θεματοφυλάκων;

Το θέμα, το οποίο σας ανέφερα προηγουμένως, έχει να κάνει και με τον κίνδυνο του επενδυτή, διότι σε περίπτωση πτώχευσης του θεματοφύλακα: θα είναι δυνατή η κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών που είναι καταχωρημένα σε συλλογικό λογαριασμό του θεματοφύλακα, που τηρείται, στο όνομά του σε άλλο θεματοφύλακα; Ο ελληνικός νόμος έχει δώσει πολύ καλές λύσεις και απαντήσεις σε αυτά τα ερωτήματα και τα βλέπετε στη διαφάνεια, δεν είναι όμως αυτονόητο και δεν συμβαίνει αυτό να υπάρχουν αντίστοιχες ρυθμίσεις και στα άλλα Δίκαια των κρατών-μελών.

Τι πρέπει να γίνει λοιπόν; Το θέμα των διασυνοριακών συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δεν είναι δυνατόν να αντιμετωπιστεί μόνο σε εθνικό επίπεδο. Απαιτείται παρέμβαση του κοινοτικού νομοθέτη για να συμπληρώσει το υφιστάμενο παράγωγο κοινοτικό Δίκαιο υπεισερχόμενος ο κοινοτικός νομοθέτης σε θέματα εκκαθάρισης και διακανονισμού συναλλαγών επί τίτλων.

Ο κοινοτικός νομοθέτης πρέπει, λοιπόν, να στήσει γέφυρες ανάμεσα στο Δίκαιο του εκδότη, στο Δίκαιο του κεντρικού μητρώου και στο Δίκαιο των επιμέρους θεματοφυλάκων, ανάμεσα δηλαδή στα Δίκαια όλων των πιθανών συστημάτων εκκαθάρισης συναλλαγών, έτσι ώστε να διασφαλίζονται τα δικαιώματα των επενδυτών στην ενοποιημένη ευρωπαϊκή αγορά κεφαλαίου.

Πρέπει να παραμεριστούν οι τεχνικές και νομικές φύσεως ασυμβατότητες των συστημάτων, στα οποία είναι καταχωρημένοι οι τίτλοι, οι οποίες δημιουργούν ανασφάλεια Δικαίου και αυξάνουν το κόστος των συναλλαγών.

Οι ασυμβατότητες αυτές έχουν εν γένει σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στο αίτημα της σταθερότητας και ασφάλειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ανάπτυξη συνθηκών υγιούς ανταγωνισμού και δυσχεραίνουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία της ενιαίας Ευρωπαϊκής Αγοράς Κεφαλαίων.

Η έλλειψη εναρμονισμένου θεσμικού πλαισίου αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα της επιλογής της επένδυσης βάσει ορθολογικών, οικονομικών κριτηρίων, της αποτελεσματικότητας δηλαδή και της αποδοτικότητας της επένδυσης.

Αυτό το οποίο πρέπει να γίνει και το βλέπετε στη διαφάνεια, ξεκινάμε για ένα νέο αξιογραφικό διακοινοτικό Δίκαιο με την έννοια του επαναπροσδιορισμού του γνωστού μας δικαιώματος επί του αξιογράφου και της ρύθμισης

των υποχρεώσεων των θεματοφυλάκων πράγμα που σημαίνει επέκταση και προσαρμογή στα νέα δεδομένα και του δικαιώματος εκ του αξιολογίου. Σας ευχαριστώ πολύ.

8.7 Συνεδρία 8 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστούμε θερμά τους εισηγητές του παρόντος πάνελ για την αρτιότητα της παρουσιάσεώς των. Υποδεχόμεθα τον γενικό γραμματέα του υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών, κύριο Σιδηρόπουλο, ο οποίος συμμετέχει στο επόμενο πάνελ. Η παράκληση του τόσο αποτελεσματικού αντιπροέδρου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στη διοργάνωση, κυρίου Χαραλάμπους, είναι να συνεχίσουμε με το επόμενο πάνελ για δύο λόγους.

Πρώτον, διότι επακολουθούν τα συμπεράσματα του συνεδρίου και το γεύμα και δεύτερον, διότι κατανοούμε την ανάγκη πολλών συνέδρων να φύγουν έγκαιρα για να επιστρέψουν στις επαρχίες. Θερμή παράκληση, να μου κάνετε τη χάρη για την τόσο επιτυχή διεξαγωγή αυτού του πάνελ να υποβληθούν ερωτήσεις μετά για να γλιτώσουμε χρόνο. Μία ερώτηση μπορεί να γίνει δεκτή. Παρακαλώ, έχετε το λόγο.

Κος ΧΡΥΣΙΚΟΣ: Όλο το καλοκαίρι βομβαρδιστήκαμε από μία έννοια του δομημένου ομολόγου. Επειδή λοιπόν το ζήτημα σήμερα που ανέπτυξαν τόσο ο κύριος Μαμμωνάς όσο και ο κύριος Φράγκος είχε σχέση με τις επενδύσεις ασφαλιστικών ταμείων. Ήθελα λοιπόν να μας αναλύσουν την έννοια του δομημένου ομολόγου και αν με το σημερινό νόμο 3586/2007 είναι δυνατή η επένδυση σε δομημένο ομόλογο. Ευχαριστώ.

Κος ΜΑΜΜΩΝΑΣ: Σύντομα θα σας αναφέρω, νομίζω ότι με τη ρύθμιση του νόμου ξεκαθαρίζει αυτό το θέμα, δηλαδή, το νέο θεσμικό πλαίσιο επιτρέπει την επένδυση των Ταμείων στα λεγόμενα δομημένα ή σύνθετα ομόλογα, τα οποία βέβαια είναι κάτι προφανώς διαφορετικό από τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου, εκεί συνίσταται η διαφορά, αλλά σε συγκεκριμένο ποσοστό, δηλαδή στο 2% του συνόλου του αποθεματικού του κάθε Ταμείου.

Δηλαδή έχουμε σήμερα το περιθώριο ενός 23%, μιλάμε επί του συνόλου του ενεργητικού του κάθε Ταμείου να επενδυθεί σε μετοχές κ.λπ. αξιόγραφα συν 2% δυνατότητα επένδυσης σε δομημένα ή σύνθετα ομόλογα, συν 1% σε προθεσμια-

κές καταθέσεις. Αυτές είναι οι επενδύσεις που επιτρέπονται με το νέο θεσμικό πλαίσιο και αυτό, νομίζω, συμβάλλει και σε μία κάποια αποδαιμονοποίηση, αν θέλετε, των χρηματοοικονομικών αυτών προϊόντων.

Κος ΧΡΥΣΙΚΟΣ: Να μας πείτε μαζί με ποια είναι η έννοια του δομημένου ομολόγου και την έννοια του swaps, γιατί μπερδεύτηκαν και οι δύο έννοιες το καλοκαίρι, και του δομημένου ομολόγου και του swaps. Ακούμε αυτές τις έννοιες και επειδή εκκρεμούν στα δικαστήρια αυτήν τη στιγμή υποθέσεις, όπως ξέρετε, στον ειδικό ανακριτή στο Εφετείο Αθηνών παραπέρα στα συμβούλια στον Άρειο Πάγο, καλό είναι από τώρα για το καθεστώς προ του 3586 να έχουμε μία υπεύθυνη ενημέρωση τι ήταν δομημένο ομολόγο και τι ήταν το swaps. Ευχαριστώ.

Κος ΦΡΑΓΚΟΣ: Κατ' αρχάς με το δομημένο ομολόγο του καλοκαιριού υπήρχαν δύο προβλήματα. Ένα πρόβλημα ήταν αυτό των προμηθειών και την περιφορά που έκανε από διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέχρι να καταλήξει στο συγκεκριμένο ταμείο. Αυτό είναι ένα θέμα που αφορά τη Δικαιοσύνη για τις προμήθειες. Τι είναι ένα ομολόγο πρώτα απ' όλα; Είναι να δανείζει κάποιος το κράτος και υπόσχεται σε τακτά χρονικά διαστήματα ένα τοκομερίδιο 5% ή 3% ή οτιδήποτε. Το δομημένο έχει μία δομή και λέει, το συγκεκριμένο που είχα δει έλεγε, ότι τα δύο πρώτα χρόνια θα είναι το επιτόκιο 8% ή 6% αν θυμάμαι καλά, και μετά το επιτόκιο θα εξαρτώνταν από τους δείκτες, είτε χρηματιστηριακούς δείκτες είτε τη διαμόρφωση των επιτοκίων, του πληθωρισμού βασικά. Είχε μία δομή, για αυτό λέγεται δομημένο.

Επομένως η άποψη και σωστά φαίνεται διατυπώθηκε μετά στο νόμο. Αυτό καθ' εαυτό το δομημένο ομολόγο δεν είναι κακό, όπως υπάρχουν επίσης και ομολόγα, τα οποία είναι μεταβλητού επιτοκίου. Υπάρχουν τα ομολόγα σταθερού επιτοκίου καθ' όλη τη διάρκεια έχουν 5% ή 3% ή ό,τι τέλος πάντων όταν εκδοθεί ένα ομολόγο και υπάρχουν και αυτά του μεταβλητού επιτοκίου που εξαρτώνται από τον πληθωρισμό βασικά, τα οποία πολλά Ταμεία τα παίρνουν, γιατί όπως ξέρουμε οι συντάξεις συνδέονται με τον πληθωρισμό, δηλαδή όταν παίρνει ο άλλος 80% του τελευταίου του μισθού κ.λπ., ο μισθός αυξάνεται, ένας παράγοντας που επηρεάζει το μισθό είναι ο πληθωρισμός, άρα το δομημένο ομολόγο αυτό καθ' εαυτό δεν είναι κακό.

Εξαρτάται βέβαια αυτό που είπα και πριν ότι πρέπει να το δει κανείς στις υποχρεώσεις του Ταμείου, δηλαδή, μπορεί και ένα 10χρονο ομολόγο π.χ. να είναι κακό για ένα συγκεκριμένο ταμείο όταν έχει πολλά 10χρονα, θα είναι λάθος να

ξαναπάρει ένα 10χρονο. Όπως επίσης η αγορά ενός ακινήτου μπορεί να είναι κακή, διότι ένα Ταμείο, το οποίο έχει προβλήματα ή θα φαίνεται να έχει προβλήματα ρευστότητας σύντομα σε ένα δύο χρόνια δεν επενδύει σε ακίνητα, τα ακίνητα είναι δύσκολο να τα ρευστοποιήσεις.

Το ίδιο κανείς δεν επενδύει σε δομημένα. Επειδή η ρευστοποίηση αυτών, η αγορά τους είναι μικρή, είναι δύσκολα να ρευστοποιηθούν, επομένως δεν είναι κακά ως χρηματοοικονομικά εργαλεία, πρέπει να τα δει κανείς στο πλαίσιο της στρατηγικής που θα αναπτύξει για ένα Ταμείο και βεβαίως να κάνει το πρόβλημα που υπάρχει με αυτά, τη σωστή τους αποτίμηση, γιατί δεν διαπραγματεύονται.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Παρακαλώ, κάτι θέλει να προσθέσει ο κύριος Μιχαλόπουλος και ο κύριος Τσιμπανούλης.

Κος ΜΙΧΑΛΟΠΟΥΛΟΣ: Στην ερώτηση που υποβάλατε σε συνέχεια αυτών, τι είναι τα δομημένα. Να ξεκαθαρίσουμε, εδόθηκε ο ορισμός, ο προηγούμενος νόμος μιλούσε για ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και όταν μιλούσε για ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου μιλούσε για αυτά που είναι σταθερού επιτοκίου, αλλά σε περίοδο πληθωρισμού βγάλαμε και τα ομόλογα, τα οποία ήταν συνδεδεμένα το κουπόνι που παίρνατε, τον τόκο έναντι του ενοικίου που κάνατε στο Ελληνικό Δημόσιο που παίρνατε με βάση το τρίμηνο έντοκο γραμμάτιο.

Εξαρτιόταν δηλαδή από την πορεία του πληθωρισμού κ.λπ. Στη συνέχεια τα δομημένα ομόλογα η βασική τους διαφορά είναι ότι με τον καινούργιο νόμο επιτρέπουμε τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου και κυμαινόμενου με την έννοια που σας είπα, που εξαρτάται από έναν μόνο παράγοντα.

Τα σύνθετα ομόλογα είναι το πρόβλημα, ότι εξαρτώνται από άλλους παράγοντες, οι οποίοι δεν γνωρίζουμε, δηλαδή το 10ετές swar, το swar είναι η ανταλλαγή επιτοκίων έναντι, γιατί υπήρξε ίσως στη συμφωνία, απ' ό,τι γνωρίζω, πήγε κάποιος και είπε σου προσφέρω αυτά τα χρήματα που ζητάς και έναντι του επιτοκίου, το οποίο εγώ θα αναλάβω να πληρώσω 6,25% για δύο χρόνια, και στη συνέχεια ήταν η διαφορά από δείκτες, οι οποίοι δεν προσδιορίζονται, δεν ξέρουμε αυτήν τη στιγμή πώς θα εξελιχθούν, έναντι αυτού που αναλαμβάνω εγώ να πληρώσω, δηλαδή η εταιρεία που προσέφερε το προϊόν στους επενδυτές, εγώ, ελληνικό κράτος, θα μου δίνεις αυτό το επιτόκιο.

Αυτό είναι η ανταλλαγή των επιτοκίων, αυτό είναι το swar. Ένα το κρατούμενο. Το δεύτερο κρατούμενο ακούγεται, υπάρχει και το swar rates η διαφορά των επιτοκίων έτσι όπως πληρώνεται, τι θα πληρώνει στη συνέχεια. Είναι διεθνείς

όροι, οι οποίοι προβλέπουν πώς θα εξελιχθούν οι αγορές, δηλαδή από σήμερα πώς θα εξελιχθούν οι αγορές για το επόμενο διάστημα και υπάρχει η διαφορά.

Θέσατε και ένα άλλο ερώτημα, το οποίο απάντησε και ο κύριος Φράγκος στην επένδυση. Σας το είπα και προηγούμενα, όταν κάνω μία επένδυση, επειδή έχουμε δαιμονοποιηθεί και σήμερα υπάρχουν ομόλογα, τα οποία κοστίζουν 120 ευρώ. Τα 100 ευρώ κοστίζουν 120 ευρώ. Τι σημαίνει; Ότι είναι παράνομο να το πάρω; Κάνω κάποια παρατυπία; Όχι. Είναι προφανές ότι, όταν πάω να εξετάσω μία επένδυση, τουλάχιστον απ' όσο γνωρίζουμε, η επένδυση λέει το εξής πράγμα, με την προϋπόθεση ότι μου το δίνεις 120 μπορεί να με συμφέρει, εάν κάνω την υπόθεση ότι θα το κρατήσω μέχρι τη λήξη του θα πάρω όλες τις χρηματοροές, τις οποίες έχω να απολαμβάνω, τις συγκρίνω, βρίσκω μια απόδοση γιατί έχω επενδύσει 100 ευρώ, για τα οποία έδωσα 120 ευρώ, παίρνω μια απόδοση μέχρι το τέλος εάν το κρατήσω μέχρι το τέλος και αυτή την απόδοση θα τη συγκρίνω, υπάρχει άλλο προϊόν στην αγορά που να μου δίνει ίδια ή μεγαλύτερη;

Αυτό φαντάζομαι ότι, όταν κάποιος αγόρασε πέρα από τις προμήθειες, αυτό δεν μας ενδιαφέρει, δεν είναι του αντικειμένου μας εδώ πέρα θα πρέπει να συγκρίνω το πρώτο αυτό. Το δεύτερο όμως που πρέπει να συγκρίνω και ειδικά τα Ταμεία όφειλαν να συγκρίνουν ήταν αν έχουν τη δυνατότητα. Επειδή είναι μακροχρόνια αυτά τα προϊόντα να μπορέσουν να τα σπάσουν και για να μπορέσουν να τα σπάσουν, πρέπει να υπάρχει οργανωμένη αγορά.

Είναι αυτό που σας είπα προηγουμένως. Αυτά τα προϊόντα, τα οποία εκδίδονται, που έχουν ως κεντρικό αποθετήριο το εξωτερικό, δεν είναι διαπραγματεύσιμα στην ΗΔΑΤ και γενικότερα για διάφορους λόγους δεν υπάρχει οργανωμένη αγορά, δηλαδή δεν υπάρχει αγορά που να ξέρουμε πραγματικά εκτός από κάποιες περιπτώσεις ότι θα το βρω στο 87, γιατί ακούγονται διάφορες αποτιμήσεις, τις αποτιμήσεις μπορεί να τις κάνει ο οποιοσδήποτε αλλά δεν σημαίνει ότι αυτή είναι η αξία, την οποία μπορείς εκείνη τη στιγμή, άμα το χρειαστείς, να πας να το πάρεις ή να το κάνουμε και να είναι τοκογλυφία.

Κος ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ: Επειδή ο μόνος νομικός του πάνελ έχει, νομίζω, το δικαίωμα να πει μία κουβέντα ως προς το ζήτημα αυτό, πρόκειται για ένα φαινόμενο υστέρησης νομοθετικής. Το 1902 του 1990 ο νόμος πολύ σωστά επέτρεψε στα ασφαλιστικά ταμεία να επενδύουν ελεύθερα, έλεγε, μέχρι το 100% σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και τραπεζικά ομόλογα.

Ο νομοθέτης τότε είχε στο μυαλό του άλλου είδους ομόλογα. Τα δομημένα ομόλογα ή σύνθετα ομόλογα είναι πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, όπως

προκύπτει σαφέστατα και από το καινούργιο θεσμικό πλαίσιο, το νόμο 3606. Μέχρι λοιπόν και το 2004, αρχή του 2004 βγήκαν όλοι οι νόμοι που επαναλήφθηκαν επέτρεπαν, συνέχιζαν αυτή την άνευ περιορισμού επένδυση των ασφαλιστικών ταμείων σε ομόλογα χωρίς προφανώς να έχει ο νομοθέτης στο μυαλό του ότι θα υπάρξουν αυτά τα καινούργια ομόλογα.

Όταν λοιπόν προέκυψαν αυτά τα καινούργια ομόλογα, τίθεται το θέμα υπό ποιους όρους έγιναν αυτές οι επενδύσεις, διότι είναι θέμα επενδυτικής αποφάσεως και αν θα μπορούμε να υπαγάγουμε νομικά, τυπικά και δογματικά αν θέλετε, είναι ομόλογα του κράτους.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Μία τελευταία ερώτηση.

Κος ΜΑΡΚΗΣ: Θα επεκτείνω λίγο το ερώτημα που έθεσε ο συνάδελφός μου ο κύριος Χρυσικός. Λέγομαι Μαρκής και είμαι αντιεισαγγελέας του Αρείου Πάγου. Δεν θα ασχοληθώ καθόλου να χαρακτηρίσω τα γεγονότα του καλοκαιριού ως μία παρενέργεια του συστήματος, γιατί ενδεχομένως μετά από λίγο ή περισσότερο καιρό να κληθώ λειτουργικά να αντιμετωπίσω το περιστατικό.

Με εντυπωσιάζει το γεγονός ότι από το πάνελ ακούστηκε ότι δεν μας ενδιαφέρει το θέμα των προμηθειών. Νομίζω ότι εκεί είναι ακριβώς. Αυτό που ήθελα λοιπόν να ακούσω είτε από τον κύριο Μαμμωνά, είτε από οποιονδήποτε άλλο που συμμετέχει στο πάνελ, αν η νέα νομοθετική ρύθμιση με την οποία επιδιώκεται η καθιέρωση ασφαλιστικών δικλείδων και διαφάνειας στο χώρο των επενδύσεων των ασφαλιστικών ταμείων έχει λάβει υπόψη την εμπειρία αυτής της περιπέτειας; Αυτή είναι η ερώτηση.

Κος ΦΡΑΓΚΟΣ: Είναι σαφές ότι το νέο θεσμικό πλαίσιο έγινε ακριβώς υπό το φως αυτών των γεγονότων και υπό την πίεση αυτών των εξελίξεων. Συνεπώς ελήφθη υπόψη και μάλιστα θα έλεγα και υπέρ το δέον ίσως όπως θα περίμενε κανείς με την έννοια ότι περιλήφθηκε ρητή διάταξη σε ένα θεσμικό πλαίσιο που ορίζει σαφώς και καθαρά ότι το όριο των προμηθειών πρέπει να είναι μέσα στα επιτρεπτά από την αγορά όρια. Το ποια είναι η αγορά θα μας το πει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προκύπτει και υποχρέωση πλέον εκ του νόμου και σας είπα ότι ο νόμος ίσως κακώς για όσους έχουν την εμπειρία της διατύπωσης και της επεξεργασίας των νομοσχεδίων από την άποψη ότι μπήκε σε πολλές τεχνικές λεπτομέρειες ο νόμος, όμως το κάναμε αυτό ενσυνείδητα, προκειμένου να καλύψουμε εξαρχής τα όποια κενά.

Κος ΜΑΡΚΗΣ: Δεν αναφέρομαι στις προμήθειες, οι οποίες πρέπει να υπάρχουν σε κάθε συναλλαγή. Ο καινούργιος νόμος είναι σαφής.

Κος ΦΡΑΓΚΟΣ: Σας ανέφερα, είναι η βάση της ΗΔΑΤ εκεί πάνω θα βάλουμε τις όποιες προμήθειες, οι οποίες θα κριθούν εύλογες ή όχι. Εγώ αυτήν τη στιγμή που είπα ότι δεν ενδιαφερόμαστε για τις προμήθειες δεν είναι επί της συναλλαγής ήταν επί της πορείας του δομημένου ομολόγου που δεν τη γνωρίζω. Είναι άλλο πράγμα πως το πήρε ο επενδυτής, ο οποίος ονομάζεται ασφαλιστικό ταμείο και έκανε τη συναλλαγή, εκεί επάνω πόσο το πήρε και τι προμήθεια έβαλε, την τελευταία στιγμή πόσο πλήρωσε και αν το συνέφερε αυτό που πλήρωσε, με αυτή την έννοια είπα ότι οι προμήθειες, οι οποίες στη διαδρομή αυτού του ομολόγου που δεν το ξέρω και δεν μας αφορά. Εδώ μας αφορά η πράξη επί των ομολόγων με όλο το κόστος, όπου συμπεριλαμβάνονται προμήθειες κ.λπ. αν ήταν η ενδεχόμενη να την κάνει αυτή τη πράξη. Αυτό σαν αναλυτές επενδύσεων μπορώ να πω, τα άλλα είναι στην κρίση σας.

Κος ΤΣΙΜΠΑΝΟΥΛΗΣ: Το θέμα από τη νομική του σκοπιά έχει ως εξής. Εδώ αυτό είναι θέμα κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς κατά πόσον δηλαδή αυτός ο οποίος διαθέτει το προϊόν στον αγοραστή τον ενημερώνει καταλλήλως ως προς όλους τους παράγοντες της συναλλαγής. Θα μου επιτρέψετε μισό λεπτό, γιατί είναι πολύ σημαντικό το ζήτημα. Το έθεσε και η ΑΕΜΕΦ, οι εποπτικές αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου και της Γαλλίας ασχολούνται με τα σύνθετα προϊόντα εντονότατα ως προς το αν το θέμα της ευθύνης είναι του τελικού διανεμητή, διανομέα του προϊόντος ή και του παραγωγού του, ευθύνη παραγωγού. Μιλούν δηλαδή για *providers and distributors ... ability*, δεν είναι θέμα μόνο του τελικού αλλά και του αρχικού και το συζητούν αυτό το θέμα εντονότατα αυτές τις ημέρες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Κύριε Μαρκή, οφείλω να σας πω ότι ο κύριος Ασπρογέρακας πολύ σωστά είπε ότι ορισμένες αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο θέμα της διαγραφής μετοχών από το χρηματιστήριο, εφόσον γίνονται κατά υπέρβαση εξουσίας δημιουργούν ενδεχόμενη ποινική ευθύνη, συνεπώς θα ήθελα να σας πω, επειδή με τόσο σεβασμό και με τόση προσοχή βλέπουμε αυτό το τεράστιο θέμα που ανέκυψε ότι ενδεχομένως και μία μη λήψη αποφάσεων ενός Διοικητικού Συμβουλίου για ένα τέτοιο προϊόν που θα ήταν εμφανώς συμφέρον για τα οικονομικά του Ταμείου να αποτελεί ανάλογη συμπερι-

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

φορά. Ευχαριστούμε πάρα πολύ. Να μας επιτρέψετε που κάναμε μία παραβίαση των όρων της διάρκειας, αλλά ήταν πολύ σοβαρό το θέμα και πρέπει να το δούμε πολύ σοβαρά.

Το επόμενο πάνελ ακολουθεί αμέσως. Παρακαλείται ο κύριος Παπακωστόπουλος να λάβει το λόγο. Ευχαριστούμε πολύ.

9. ΣΥΝΕΔΡΙΑ 9

Οι Κώδικες Δεοντολογίας και Διοικητικές Κυρώσεις



9.1 Κ. ΠΑΠΑΚΩΣΤΟΠΟΥΛΟΣ (Συντονιστής)

Εισαγωγή

Κυρίες και κύριοι. Επειδή ο χρόνος πιάζει αρχίζουμε κατευθείαν. Καλησπέρα ή καλημέρα. Το τελευταίο πάνελ, το οποίο έχω την τιμή να συντονίσω και δεν θα ήθελα να κατηγορηθώ για προσπάθεια δημιουργίας εικονικής πραγματικότητας, δηλαδή για μια προσπάθεια χειραγώγησης συνεδρίου, εάν πω ότι το πάνελ αυτό αποτελεί το διά ταύτα των προηγούμενων πολύ σημαντικών συνεδριών που ακούσατε μέχρι σήμερα.

Εξάλλου κάθε συντονιστής έχει, πιστεύω, το καθήκον να παινέσει το πάνελ του, γιατί αλλιώς θα πέσει και θα τον πλακώσει. Λέω το διά ταύτα, γιατί με το πάνελ αυτό θα προσπαθήσουμε να οριοθετήσουμε λίγο τι είναι θεμιτό και τι είναι αθέμιτο όσον αφορά τη συμπεριφορά των παραγόντων της χρηματιστηριακής αγοράς.

Προσέξτε, δεν λέω ότι είναι σύνομο ή παράνομο, λέω θεμιτό ή μη θεμιτό και θα εξηγήσω λίγο παρακάτω για ποιο λόγο. Θα προσπαθήσουμε μέσα στο λίγο χρόνο που έχουμε οι εισηγητές να αξιολογήσουν συγκεκριμένες συμπεριφορές συγκεκριμένων ατόμων, προσώπων, φυσικών ή νομικών, διότι είναι αυτό το οποίο θα κληθείτε εσείς ως δικαστικοί λειτουργοί, δικαστές ή εισαγγελείς να αντιμετωπίσετε στην καθημερινή σας επαγγελματική ζωή.

Θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας, όταν αξιολογούμε αυτές τις πράξεις ως θεμιτές ή αθέμιτες, ότι υπάρχει μια δομή της χρηματιστηριακής αγοράς που τόσο καλά οι προηγούμενοι εισηγητές σας περιέγραψαν. Η δομή είναι αυτή, μέσα σε αυτήν τη δομή καλούνται όλοι οι συμμετέχοντες επενδυτές, μεσολαβητές, εταιρείες να λειτουργήσουν. Υπάρχει όμως και μία αποδεκτή αν θέλετε πρακτική, η οποία έχει διαμορφωθεί, όχι μόνο με την εισαγωγή νέων θεσμών ή νέων Δικαίων π.χ. του ευρωπαϊκού Δικαίου, όπου μέσα στην οικογένεια τη γαλλοϊταλική κοντινένταλ οικογένεια των δικαίων μας συστημάτων έχουν μπει και τα αγγλοσαξονικά τα Δίκαια, όπου είναι δύσκολη η μεταφορά εννοιών και όρων στο δικό μας το σύστημα, αλλά διότι και η διεθνής πρακτική, η

διεθνοποίηση των συναλλαγών επιβάλλουν ορισμένες συναλλαγές, τις οποίες εμείς εδώ ενδεχομένως να θεωρούσαμε ως προβληματικές, η διεθνής πρακτική τις αποδέχεται.

Θα ήθελα στο σημείο αυτό να υπενθυμίσω ή να θέσω τρία, τέσσερα βασικά σημεία, τα οποία θα διευκολύνουν ίσως και την αξιολόγηση αυτών των συγκεκριμένων συμπεριφορών και πρώτα πρώτα να έρθω να πω ότι ακούστηκε κατά τη διάρκεια του συνεδρίου κατά κόρον η λέξη επενδυτής.

Δεν είναι νομική έννοια η λέξη επενδυτής, είναι μια έννοια οικονομική, είναι λίγο φλου, συγνώμη για την έκφραση, όσον αφορά τον προσδιορισμό της, ο επενδυτής είναι, σύμφωνα με το δικό μας το δίκαιο, είτε μέτοχος, είτε ομολογιούχος, είτε αγοραστής, αν θέλετε, αλλά το επενδυτής δεν μας λέει τίποτα.

Θα πρέπει να υπενθυμίσουμε επίσης ότι υπάρχουν πολλά είδη επενδυτών, κάποιος ο οποίος αγοράζει μία μετοχή μπορεί να το κάνει διότι θέλει να αποκτήσει την επιχείρηση με τη βοήθεια της οποίας να ασκήσει την επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης που αγοράζει. Άρα ένας μέτοχος-επιχειρηματίας.

Υπάρχει ο μέτοχος ο οποίος κάνει μία απλή επένδυση, την παραδοσιακή επένδυση, επενδύω 100 ευρώ σήμερα για να τα κάνω αύριο ή μεθαύριο 120 ευρώ. Υπάρχει ο επενδυτής με τη γενική την έννοια, ο οποίος το κάνει για να καλύψει κινδύνους, είναι το *headging*, το οποίο λέμε και υπάρχει ο επενδυτής ο οποίος είναι καθαρά καιροσκόπος, αγοράζει το πρωί και πουλάει αμέσως μετά σε ένα τέταρτο.

Όλοι αυτοί οι επενδυτές, όλες αυτές οι συναλλαγές είναι νόμιμες, νομιμότερες και επιτρέπονται από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία. Στο θέμα της πληροφόρησης στο οποίο αναφέρθηκε, βεβαίως ο όγκος και η ποιότητα της πληροφόρησης είναι άκρως σημαντική για τη λειτουργία μίας χρηματιστηριακής αγοράς. Σαφέστατα. Όμως, εκείνο το οποίο μετράει περισσότερο είναι η επεξεργασία της πληροφόρησης και τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει κανένας και εκεί η πληροφόρηση η τελική είναι μη σύμμετρη και δεν μπορεί ποτέ τόσο ο πωλητής όσο και ο αγοραστής, δηλαδή όλοι οι μετέχοντες στη χρηματιστηριακή αγορά να έχουν τη σύμμετρη αν θέλετε πληροφόρηση και είναι αυτό το οποίο ανάγκασε και τους οικονομολόγους να εγκαταλείψουν σιγά, σιγά το παλιό τους μοντέλο για τη διαμόρφωση των τιμών, θυμόσαστε το μοντέλο αγορά και ζήτηση, η οποία καθορίζει εκείνο το περίφημο χ στη μέση όπου είναι η τιμή, διότι ακριβώς λειτουργούσαν κάτω από το μοντέλο του πλήρους, του τέλειου ανταγωνισμού. Δεν λειτουργεί επιστημονολογικά, είναι μη λυσιτελής, αν θέλετε, το μοντέλο αυτό.

Τέλος, όσον αφορά στο θέμα της ωριμότητας του επενδυτή η χρηματιστηριακή νομοθεσία απαιτεί μία αυξημένη ωριμότητα. Αντικείμενο της χρηματιστηριακής νομοθεσίας είναι κατά κύριο λόγο η προστασία της χρηματιστηριακής αγοράς μέσω της διαφάνειας, δεν μπορεί να κάνει κάτι παραπάνω και όχι της προστασίας του επενδυτή.

Αυτό το λέω διότι ο αστικός μας κώδικας προστατεύει πολύ καλύτερα αυτόν που αγοράζει παπούτσια, από εκείνον ο οποίος αγοράζει, αν θέλετε, μία μετοχή. Υπενθυμίζω ότι δεν υπάρχει δυνατότητα ακυρωσίας, ακυρότητα, αναστροφής της πωλήσεως όσον αφορά στο θέμα της αγοραπωλησίας μέσω χρηματιστηρίου ή σε ελάχιστες οριακές περιπτώσεις και υπενθυμίζω επίσης το πάρα πολύ βασικό, το οποίο έθεσε υπόψη σας και ο κύριος Δρυλλεράκης, το οποίο νομίζω είναι κομβικό σημείο ότι στην εταιρική διακυβέρνηση, εκείνο το οποίο μετράει είναι η προστασία της επιχείρησης, όχι η προστασία του μετόχου και αυτό ακριβώς είναι ένα κομβικό σημείο, διότι όλες οι χρηματοπιστωτικές αναλύσεις οικονομικές, θέτουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση των ωφελειών του μετόχου και όχι της εταιρείας. Στη διακυβέρνηση και με βάση το ισχύον νομοθέτημα, πρώτο ρόλο έχει η προστασία της εταιρείας.

Κλείνω εδώ και παρακαλώ τον πρώτο ομιλητή, τον κύριο Ποταμίτη, έναν εκλεκτό συνάδελφο να προχωρήσει με τη δεοντολογική συμπεριφορά ή μη δεοντολογική συμπεριφορά των ΕΠΕΥ-ΑΕΔΑΚ. Ευχαριστώ.

9.2 Σ. ΠΟΤΑΜΙΤΗΣ

Κώδικες δεοντολογίας ΕΠΕΥ – ΑΕΔΑΚ/ΑΚ

Ευχαριστώ πολύ. Και ευχαριστώ και τους διοργανωτές που μου απένειμαν διδακτορικό, το οποίο δεν έχω, δεν είμαι Δ.Ν. Θα το ήθελα όμως. Ευχαριστώ θερμά.

Το θέμα μου είναι οι κώδικες δεοντολογίας ΕΠΕΥ-ΑΕΔΑΚ-ΑΕΕ και των αναδόχων. Είναι πάρα πολλοί αυτοί, θα περιοριστώ να πω ορισμένες σκέψεις γι' αυτό που θα λέγαμε κανόνες δεοντολογίας των ΕΠΕΥ.

Νομίζω ότι οι κανόνες δεοντολογίας σε κάθε επαγγελματικό χώρο έχουν την ίδια θεμελιώδη λογική και νομίζω ότι οι χώροι της κεφαλαιαγοράς έχουν ακριβώς τα ίδια θέματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν άρα μπορεί κανείς να κάνει ευλόγως ορισμένες προεκτάσεις κατ' αναλογική εφαρμογή.

Το σύνολο των κανόνων που είναι μέσα σε ένα κώδικα δεοντολογίας είναι κανόνες που έχουν να κάνουν με το πώς ένας επαγγελματίας πρέπει να λει-

τουργεί. Και αυτοί οι κανόνες είναι εξαιρετικά λεπτομερείς, πολλές φορές και είναι ενδεχομένως κάπως παράδοξο ότι τέτοιοι εξαιρετικά λεπτομερείς κανόνες δεν βρίσκονται ενσωματωμένοι μέσα σε νομοθετήματα.

Θα έλεγα ότι αυτό δημιουργεί σοβαρούς κινδύνους και κάνει το ρόλο των δικαστών, αυτών που έρχονται να ερμηνεύσουν τα νομοθετήματα, εξαιρετικά κρίσιμο, γιατί έρχεται τώρα ο δικαστής, ο οποίος πρέπει να ερμηνεύσει μία πολύ λεπτομερή ρύθμιση σε ένα περιβάλλον αγοράς, το οποίο συνεχώς μεταβάλλεται, επομένως η δουλειά του είναι δύσκολη και έχει μεγάλη αναφορά στην αγορά, στο πραγματικό περιβάλλον. Χρειάζεται, επομένως, να βρίσκει κάποιο τρόπο για να γεφυρώσει τη διατύπωση, η οποία παραμένει σταθερή με την αγορά, η οποία συνεχώς μεταβάλλεται.

Ο λόγος για τον οποίο έχουμε αυτού του είδους τη νομοθετική παρέμβαση είναι γιατί η αυτορρύθμιση φαίνεται να μη λειτουργεί. Και μας νοιάζει να λειτουργεί η ρύθμιση γιατί το χρηματιστήριο δεν είναι ένα αναγκαίο κακό, δεν είναι κάπνισμα, δεν είναι τζόγος, το χρηματιστήριο και η κεφαλαιαγορά εν γένει είναι ο μοναδικός μηχανισμός που έχουμε για να μπορούμε την αποταμίευση να την τοποθετούμε αποτελεσματικά σε παραγωγικές δραστηριότητες.

Δεν έχουμε άλλο μηχανισμό αποκάλυψης τιμών, δεν έχουμε άλλο μηχανισμό για να ταιριάξουμε τις επιθυμίες του καθενός να έχει μια απόδοση με τον κίνδυνο που υφίσταται στην επενδυτική τοποθέτηση, γι' αυτό τον προσέχουμε και γι' αυτό όμως θα πρέπει να βλέπουμε όλη αυτή τη διαδικασία θετικά, όχι ως περιορισμό, όχι ως καταστολή μιας κακής επικίνδυνης συνήθειας.

Αναφέρω απλώς ότι αυτοί οι κανόνες βρίσκονται πλέον σε ένα νόμο τον 3606/07 από τον Αύγουστο, σε ένα νόμο, ο οποίος έχει συμπληρωθεί όπως προβλέπεται και από το ευρωπαϊκό σύστημα με δύο κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που ήδη ισχύουν από την 1η Νοεμβρίου.

Θα θέσω τέσσερα ερωτήματα για να μπορέσουμε να αντιμετωπίσουμε αυτό το υλικό. Το πρώτο είναι αν αυτοί οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς μπορούν να δημιουργήσουν αστική ευθύνη. Ο δεύτερος είναι αν οι κανόνες που έχουν τεθεί έχουν ως αντικείμενο να εξαλείψουν τον επενδυτικό κίνδυνο. Αν μπορεί να γίνει ερμηνεία των κανόνων χωρίς αναφορά στις πρακτικές της αγοράς και αν μιλάμε για ένα Δίκαιο, το οποίο μπορεί να είναι κάτι άλλο από ένα Δίκαιο πανευρωπαϊκό. Με χαρά άκουσα και τον κύριο Τσιμπανούλη να αναφέρεται στο ίδιο πράγμα προηγουμένως.

Δεν θα κάνω μία ανάλυση δογματική, δεν είμαι σε θέση να το κάνω, ξέρω ότι ο κανόνας που εφαρμόζεται για να δούμε αν υπάρχει αστική ευθύνη είναι

αν το ζητούμενο του νόμου είναι να προστατέψει το δημόσιο συμφέρον ή να προστατέψει ιδιωτικά συμφέροντα. Το λέω πολύ γενικά και ίσως απλοϊκά.

Όταν ερχόμαστε στο περιβάλλον του χρηματιστηριακού Δικαίου και όταν έχουμε αυτούσιους πολύ λεπτομερείς κανόνες συμπεριφοράς, οργάνωσης, λειτουργίας, είναι προφανές ότι όλοι έχουν ως σκοπό και την προστασία του δημοσίου συμφέροντος, άρα θα πρέπει να βρούμε ποιο είναι το συμφέρον το οποίο κυριαρχεί, το δημόσιο ή το ιδιωτικό.

Ένας τρόπος να το καταλάβουμε είναι να σκεφτούμε τι είναι η κεφαλαιαγορά. Η κεφαλαιαγορά έχει δύο πτυχές. Ένα κομμάτι είναι μια πολυμερής αγορά ενδιάμεσων, των χρηματιστών να πούμε για να το απλοποιήσουμε. Στο κλασικό χρηματιστήριο κάθονται γύρω από το κάγκελο και ανταλλάσσουν προσφορές. Αυτό είναι το κλασικό σχήμα.

Αυτό το σχήμα είναι μια αλυσίδα, η οποία είναι τόσο δυνατή όσο είναι ο πιο αδύνατος κρίκος. Άρα υπάρχουν κανόνες οργάνωσης, λειτουργίας, οι οποίοι έρχονται να διασφαλίσουν ακριβώς αυτό, ότι κάθε ένας που κάθεται γύρω από το κάγκελο ή το αποϋλοποιημένο πλέον κάγκελο που είναι όλη η ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά έχει κάποια ελάχιστα εχέγγυα αξιοπιστίας, έχει οργάνωση, έχει εποπτεία, έχει κεφάλαια. Δεν έχει συγκέντρωση κινδύνου πάνω από ένα αποδεκτό ελάχιστο ποσοστό. Άρα στις περιπτώσεις αυτές αυτό που προσπαθούμε να προστατέψουμε είναι η αξιοπιστία της αγοράς εν γένει. Άρα στις περιπτώσεις αυτές θα έλεγα ότι κυριαρχεί το δημόσιο συμφέρον. Σε άλλες περιπτώσεις έρχεται ο νομοθέτης να καλύψει τι; Τη μεγάλη ασυμμετρία, τη μεγάλη διαφορά δυναμικού μεταξύ ενός ενδιάμεσου, μίας μεγάλης τράπεζας ενδεχομένως και εμένα, ενός ιδιώτη καταναλωτή.

Η δική μας σύμβαση, την οποία ούτως ή άλλως τη συντάσσει η τράπεζα και εγώ προσχωρώ, θέλω, δεν θέλω, δεν είναι προφανές ότι καλύπτει όλα τα δικά μου συμφέροντα επαρκώς, άρα έρχεται εδώ η νομοθεσία με πολλούς από τους κανόνες συμπεριφοράς και λέει, αυτή τη σύμβαση εγώ θα τη συμπληρώσω και με άλλους όρους και θεωρώ ότι αυτοί οι όροι τίθενται για την προστασία των ιδιωτικών συμφερόντων, των δικών μου, άρα εγώ θα πρέπει να μπορώ να στραφώ κατά της εταιρείας, η οποία έχει παραβεί έναν τέτοιο κανόνα για να αποζημιωθώ.

Ας έρθω τώρα στο θέμα του επενδυτικού κινδύνου και θέλω να είμαι πάρα πολύ emphaticός. Ο επενδυτικός κίνδυνος είναι αυτό το οποίο κάνει την αγορά να λειτουργεί. Δεν θέλουμε να τον καταστρέψουμε, αντίθετα, θέλουμε να τον προφυλάξουμε. Τι θέλουμε να κάνουμε;

Θέλουμε να βεβαιωθούμε ότι ο κάθε ένας που μπαίνει στην αγορά και ειδικά εμείς που είμαστε σε επίπεδο καταναλωτών, ξέρουμε, έχουμε κατάλληλη συμβουλή και κατάλληλη ενημέρωση για τι κίνδυνο αναλαμβάνουμε, έτσι ώστε τη δική μου επενδυτική προτίμηση, το πόσα λεφτά θα ήθελα να έχω να μπορώ να το ταιριάξω με το πόσα λεφτά είμαι διατεθειμένος να χάσω.

Άρα η προστασία που παρέχει ο νόμος είναι σωστή και πρέπει να είναι ακριβώς η διασφάλιση ότι ξέρω τι μπορεί να κερδίσω ξέροντας και τι μπορώ να απωλέσω. Σε καμία περίπτωση όμως δεν είναι η εξαλείψιση του κινδύνου, γιατί, αν εξαλείψουμε τον κίνδυνο, θα εξαλείψουμε τη διαφορά αποδόσεων και όλες οι αποδόσεις θα είναι τελικά στο επίπεδο του πληθωρισμού, κάτι το οποίο δεν είναι απλώς παράλογο αλλά θα ήταν καταστροφικό και για την οικονομία.

Προστατεύοντας τον επενδυτικό κίνδυνο προστατεύουμε καινοτομικές επενδύσεις, προστατεύουμε καινοτομικές δραστηριότητες και αυτές είναι που θα κάνουν την οικονομία να προχωρήσει, άρα ο κίνδυνος είναι καλό πράγμα, είναι σύμμαχός μας, είναι οικονομικά απολύτως απαραίτητος.

Είπα εξαρχής ότι η δουλειά του ερμηνευτή των κανόνων Δικαίου με τη λεπτομέρεια και τεχνικό περιεχόμενο που έχουν είναι πάρα πολύ δύσκολη. Δεν μπορεί να γίνει χωρίς να αναφερθούμε στην αγορά και φέρνω ως παράδειγμα για τον ισχυρισμό μου αυτό μια από τις διατάξεις του καινούργιου νόμου, η οποία αφορά την υποχρέωση ενός ενδιαμέσου να εξασφαλίσει τη βέλτιστη εκτέλεση των εντολών ενός πελάτη του.

Θα αναφερθώ στη διάταξη έτσι όπως αναφέρεται στους επαγγελματίες, γιατί για τους ιδιώτες πελάτες η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έχει διευκρινίσει ότι το μόνο κριτήριο που εφαρμόζεται θα είναι το κριτήριο τιμή. Όταν μιλάμε όμως για άλλους πελάτες πιο εκπαιδευμένους με μεγαλύτερη γνώση των κινδύνων, δέχεται ο νόμος και δέχεται και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως κανονιστικό όργανο ότι βέλτιστη εκτέλεση σημαίνει βέλτιστη εκτέλεση με αναφορά σε μια σειρά από κριτήρια, τιμή, κόστος, ταχύτητα, ασφάλεια εκτέλεσης και εκκαθάρισης όγκο χρήσης συναλλαγής κ.λπ.

Πώς ένας δικαστής θα μπορέσει να κάνει τη στάθμιση αυτή, αν δεν μπορεί να προσεγγίσει και αν δεν ασχοληθεί προφανώς να προσεγγίσει ασφάλεια εκκαθάρισης, τι σημαίνει ταχύτητα, δηλαδή ταχύτητα υπό ποια έννοια, το χρηματιστήριο έχει μία ταχύτητα. Ταχύτητα υπό ποια έννοια; Το χρηματιστήριο έχει μια ταχύτητα, άρα γιατί μιλά ο νομοθέτης για ταχύτητα; Υποθέτω ότι σκέφτεται ότι μπορεί η ίδια συναλλαγή να γίνει σε διαφορετικές αγορές. Ποιες είναι αυτές οι διαφορετικές αγορές; Ποια είναι τα δικά του χαρακτηριστικά;

Και αν σήμερα στην Ελλάδα υπάρχει ένα χρηματιστήριο, αύριο μπορεί να υπάρχουν πέντε και μεθαύριο δεκαπέντε, άρα υπάρχει απόλυτη ανάγκη να αναφέρεται κανείς στην πραγματικότητα των πρακτικών της αγοράς έτσι όπως υφίστανται κάθε στιγμή. Και στο σημείο αυτό θα έλεγα ακόμα και η νομολογία σε επίπεδο συγκεκριμένης εφαρμογής αρχίζει και γίνεται κάπως λιγότερο χρήσιμη.

Κάνω και μία άλλη σκέψη εδώ γιατί και οι λέξεις πολλές φορές μας παρασύρουνε, όταν μιλάμε για βέλτιστη εκτέλεση, προφανώς δεν θα κοιτάξουμε με την αγορά και θα πάρουμε την καλύτερη δυνατή γιατί αυτό σημαίνει αυτόματα ότι όλοι οι άλλοι είναι παράνομοι, δεν μπορεί να εννοεί αυτό ο νόμος. Ο νόμος εννοεί προφανώς ότι βέλτιστη συναλλαγή είναι η ελάχιστη εύλογα αποδεκτή από τον επενδυτή, είναι η ελάχιστη εύλογη προσδοκία του.

Θέλω να κλείσω λέγοντας ότι για να καταλάβουμε το πώς θα πρέπει να ερμηνευτεί το σύνολο των κανόνων δεοντολογίας στην Ελλάδα θα πρέπει να δούμε ότι προέρχονται όπως ένα μεγάλο κομμάτι πια της νομοθεσίας μας και ειδικά στην κεφαλαιαγορά από ευρωπαϊκές Οδηγίες.

Αυτό πολλές φορές οδηγεί και σε αστοχίες του νομοθέτη γιατί οι μεταφράσεις δεν είναι πάντα επιτυχείς και θα έλεγα ότι θα υποχρεωθούμε σιγά σιγά να μην κοιτάζουμε μόνο το ελληνικό κείμενο, αλλά και άλλα κείμενα σε άλλες γλώσσες για να καταλάβουμε τι εννοεί ο Έλληνας μεταφραστής. Αυτό όμως είναι ένα άλλο θέμα.

Η Οδηγία 29/2004, περί της οποίας έχει γίνει και εδώ πάρα πολύς λόγος και πολύ σωστά, είναι εξαιρετικής σημασίας, έχει ως έναν από τους βασικούς στόχους να δημιουργηθεί μία ενιαία ευρωπαϊκή αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων ή όπως και να τα πούμε, Δημήτρη, και επενδυτικών υπηρεσιών.

Για να γίνει αυτό πρέπει προφανώς οι κανόνες να εφαρμόζονται κατά τρόπο ενιαίο. Αυτός ο οποίος έρχεται να εφαρμόσει έναν κανόνα στην Ελλάδα πρέπει να ξέρει πως αυτός ο κανόνας εφαρμόζεται στη Γερμανία, στη Γαλλία και σε άλλες χώρες, να υπάρχει δηλαδή ένας διάλογος πέραν των συνόρων, έτσι ώστε να εξυπηρετήσουμε αυτό στο οποίο στοχεύει η Οδηγία.

Είναι ενδιαφέρον επίσης και με αυτό θα κλείσω ότι η ίδια η διαδικασία Λαμβανουζι, από την οποία πλέον έχουν προκύψει πολλές από τις καινούργιες ρυθμίσεις, προβλέπει μία ενδιαφέρουσα γέφυρα που πηγαίνει πέραν των συνόρων αλλά συνδέει και τους κανόνες με την αγορά.

Η Ένωση των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς έχει εξουσιοδοτηθεί να εκδίδει νομικά μη δεσμευτικές αλλά προφανώς εξαιρετικά σημαντι-

κές για την ερμηνεία προτροπές για το πώς οι συγκεκριμένοι κανόνες θα πρέπει να εφαρμόζονται.

Νομίζω ότι θα πρέπει όταν ερχόμαστε να ερμηνεύσουμε να έχουμε κατά νου τι έχει πει αυτή η Ευρωπαϊκή Ένωση, γιατί αυτό το οποίο έχουμε αυτή τη στιγμή σε εξέλιξη και είναι μία σημαντική εξέλιξη για το νομικό μας πολιτισμό, είναι ένα ευρωπαϊκό Δίκαιο επενδύσεων, το οποίο θέλει να είναι δυναμικό, δηλαδή να ενισχύει τις αγορές προστατεύοντας προφανώς ταυτόχρονα και τις εύλογες προσδοκίες των επενδυτών. Ευχαριστώ.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστώ πολύ τον κύριο Ποταμίτη για την προσήκουσα και εμπρόθεσμη παρουσίαση. Κυρίες και κύριοι, θα ήθελα να σας παρουσιάσω την κυρία Parnell και θα την παρακαλούσα να προσέλθει για την παρουσίασή της. Ευχαριστώ.

9.3 M. PARNELL

Διοικητικές κυρώσεις – Πώς τα δικαστήρια συνδράμουν τις Εποπτικές Αρχές

Ευχαριστώ πολύ. Καλημέρα. Θα ήθελα να εστιάσω την προσοχή μου σε μερικά πράγματα. Να πω όσον αφορά τους αλλοδαπούς επενδυτές εντελώς το αντίθετο ισχύει. Το πλαίσιο στο Ηνωμένο Βασίλειο στόχο έχει την προστασία του μεμονωμένου επενδυτή, αυτή είναι η φιλοσοφία και ο στόχος που εντάσσεται στο νομοθετικό πλαίσιο του Ηνωμένου Βασιλείου.

Ας μιλήσουμε τώρα για τα ένδικα μέσα. Υπάρχουν τρία. Οι προφανείς επιλογές, τα ποινικά αδικήματα, τα πειθαρχικά αδικήματα και διάφορα μέσα του Αστικού Δικαίου. Τα εγκληματικά αδικήματα είναι η προφανής διευθέτηση. Κάποιος από τους χθεσινούς ομιλητές παραδόξως είπε ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο η κατάχρηση αγοράς δεν είναι ποινικό αδίκημα αλλά πειθαρχικό αδίκημα και επίτηδες ορίστηκε ως τέτοιο λόγω της δυσκολίας της εξασφάλισης επιτυχούς δίωξης για την κατάχρηση αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο από τα αγγλικά δικαστήρια.

Τέλος έχουμε τα μέσα του Αστικού Δικαίου. Η διαδικασία πτώχευσης και η διαδικασία αποζημίωσης για τους επενδυτές. Τι να διαλέξουμε απ' όλα αυτά τώρα; Μπορεί κανείς να δει τους ρυθμιστικούς στόχους αλλά βασικά αν υπάρχουν χρήματα και ξέρεις ότι υπάρχουν χρήματα και τα οποία μπορεί να αφαιρε-

θούν, να διαγραφούν, ό,τι σενάριο και αν εξετάσουμε, στο Ηνωμένο Βασίλειο όλοι θα ακολουθήσουν το χρήμα δεν υπάρχει άλλος τρόπος, αυτό θα γίνει.

Έχουμε εδώ κάποια βασικά σενάρια. Αυτά είναι τα βασικά, τα οποία όλοι συναντούμε και εσείς βλέπετε στην καθημερινή σας δραστηριότητα να συμβαίνουν στις αγορές και στα δικαστήρια ή στις εισαγγελίες. Η πιθανή πραγματική εξαφάνιση χρημάτων από μία εταιρεία.

Δεύτερον, πού έχουν πάει τα χρήματα; Μετά το γεγονός προσπαθεί κανείς να δει αν έχει γίνει απάτη, αν τα χρήματα έχουν φύγει από τη χώρα δεν υπάρχει περίπτωση να τα ακολουθήσεις και θα είναι πάρα πολύ ακριβό να το προσπαθήσεις. Και, τέλος, είναι αυτό που ονομάζω το λιγότερο σημαντικό σενάριο, παραβιάσεις κανόνων κυμαινόμενης σοβαρότητας, οπότε θα πούμε στον υπαίτιο μην το ξανακάνεις ή μπορεί να υπάρχουν πιο σοβαρές παραβάσεις που μπορεί να οδηγήσουν και στη διαγραφή της εταιρείας.

Πρώτη προτεραιότητα λοιπόν είναι να εξασφαλίσουμε το status quo, να βρούμε τα λεφτά. Πώς θα το κάνουμε αυτό; Τέλος της δεκαετίας του '80, το '88, όταν ξεκινήσαμε, εγώ πήγαινα δικαστήρια, εκπροσωπούσα την FSA και οι δικαστές με ρωτούσαν ποια είσαι; Τι είναι το FSA; Τι κάνει; Τι αρμοδιότητες έχεις;

Η FSA αποφάσισε λοιπόν ότι λογικό θα ήταν δεδομένου ότι αυτοί δεν αντιλαμβάνονται τα θέματα να τους ενημερώνει, γιατί χρειαζόμαστε τη βοήθειά τους. Ιδίως για να βρούμε το χρήμα. Να εξασφαλίσουμε το χρήμα. Δεν ξέρω πώς έχει η κατάσταση εδώ στην Ελλάδα αλλά στο Ηνωμένο Βασίλειο η FSA μπορεί να πάει στα πολιτικά ή στα διοικητικά δικαστήρια και να ζητήσει ασφαλιστικά μέτρα. Μπορεί να ζητήσει τα ασφαλιστικά μέτρα για οποιαδήποτε υπηρεσιακά στοιχεία, τα οποία ελέγχει ο κατηγορούμενος, δεν είναι ανάγκη να είναι ο κύριος, δεν είναι ανάγκη να τα διαθέτει στην ίδια τη χώρα. Υπάρχει αυτή η πάρα πολύ χρήσιμη αρμοδιότητα, την οποία χρησιμοποιούμε με μεγάλη επιτυχία και συνεχίζουμε να τη χρησιμοποιούμε για να εξασφαλίσουμε το χρήμα, γιατί, αν έχεις το χρήμα, μπορείς να το επιστρέψεις στους επενδυτές.

Και τι συμβαίνει; Έχουμε λοιπόν αυτές τις δικαστικές εντολές, τα ασφαλιστικά μέτρα, είναι πάρα πολύ αποτελεσματικό αυτό, έχουμε μία ταχύρρυθμη διαδικασία, εγώ έχω πάει Σάββατο πρωί στο σπίτι του δικαστή και κάθισα στην τραπεζαρία του και πήρα μία δικαστική εντολή.

Επίσης ενόχλησα ακόμα και έναν δικαστή την Κυριακή, ενώ έπαιζε γκολφ, αυτό ήταν λίγο πιο δύσκολο, δεν ήθελε να με δει, αλλά εν πάση περιπτώσει εν τέλει με βοήθησε και μου έδωσε μία δικαστική εντολή επιτόπου. Η διαδικασία αυτή, ενώ έχει αναπτυχθεί από τα δικαστήρια στη διάρκεια των ετών απλώς

επειδή ξέρουμε ότι οι οικονομικές αγορές είναι ζωντανά πράγματα και το χρήμα μπορεί να εξαφανιστεί πατώντας ένα κουμπί, πρέπει λοιπόν να είσαι σε θέση να έχεις ταχύτατη ανταπόκριση του δικαστηρίου στη ρυθμιστική αρχή για να μπορέσει η ρυθμιστική αρχή να βρει πού είναι τα χρήματα.

Μπορούμε λοιπόν στο Ηνωμένο Βασίλειο, αν έχεις πληροφορίες, μπορείς στο εδώ και τώρα, αν στο εδώ και τώρα θεωρείς ότι μπορείς να εξασφαλίσεις τα χρήματα, μπορείς να πας στον δικαστή και σε ένα 24ωρο να το πετύχεις. Νομίζω ότι πιο γρήγορα απ' αυτό δεν γίνεται. Το δικαστικό σώμα και οι εισαγγελείς νομίζω ότι ανταποκρίνονται πάρα πολύ επιτυχώς σε αυτές τις αιτήσεις μας.

Τώρα, τα ασφαλιστικά μέτρα συνδέονται με κάποια πιθανολόγηση νομικού δικαιώματος, πρέπει να υπάρχει κάποια νομική απαίτηση, δεν μπορεί να μην υπάρχει νομική απαίτηση, πρέπει να υπάρχει κάποια νομιμοποίηση. Μόνο τότε δίνεται.

Τι γίνεται αν ποτέ δεν πάει στο δικαστήριο, δεν γίνει η κύρια δίκη ποτέ.

Αν ποτέ δεν γίνει αποδεκτή η διαδικασία και αν ποτέ δεν έχουμε οριστική δικαστική κρίση. Από τη στιγμή που παγώνουν τα χρήματα το άτομο το οποίο προσπάθησε να τα ιδιοποιηθεί παρανόμως, η εταιρεία, χάνουν το ενδιαφέρον τους για αυτά, δεν είναι αποτελεσματικό για αυτούς, δεν είναι οικονομικά συμφέρον να πάνε μετά στο δικαστήριο και να έχουν τον κίνδυνο να βγει εναντίον τους μία δυσμενής δικαστική απόφαση.

Τελικά λοιπόν επιτυγχάνεται κάποιος συμβιβασμός. Το άτομο που παρανόμησε υπόσχεται στο δικαστήριο ότι δεν θα το ξανακάνω αυτό χωρίς άδεια, φέρνει τα λεφτά από το Λιχτενστάιν που τα έχει βάλει και η FSA ή τα δικαστήρια επιστρέφουν τα χρήματα στον κάθε μεμονωμένο επενδυτή.

Μια χρήσιμη διάταξη είναι η εξής, από τη στιγμή που έχει γίνει κάποιος τέτοιος συμβιβασμός σε διοικητικό δικαστήριο η παραβίαση αυτού του συμβιβασμού συνιστά περιφρόνηση δικαστηρίου και επισείεται φυλάκιση ως ποινή. Υπάρχουν λοιπόν κάποια ένδικα μέσα, έχουμε την άμεση δικαστική εντολή που σου επιτρέπει να επιστρέψεις τα χρήματα στους επενδυτές άμεσα. Έχεις την κατάσταση, όπου αν παραβιάσεις τη δικαστική εντολή ή αν δεν συμβιβαστείς με κάποιον συμβιβασμό που ανέλαβες μία υποχρέωση μπορεί να βρεθείς στη φυλακή και η ανώτατη ποινή που πετύχαμε μέχρι στιγμή είναι εννέα μήνες που είναι αρκετός καιρός, επιπροσθέτως των χρημάτων που έχουμε βρει.

Τώρα η ποινική διαδικασία είναι μία άλλη επιλογή που έχουμε. Εγώ δεν νομίζω ότι η ποινική διαδικασία είναι πολύ αποτελεσματική στο Ηνωμένο Βασίλειο όσον αφορά τη ρυθμιστική αρχή. Υπάρχουν πάρα πολλά μειονεκτήματα. Η ίδια

η FSA δεν είναι εισαγγελία ούτε θέλει να είναι εισαγγελία ούτε έχει τα μέσα, είναι ρυθμιστική αρχή με αρμοδιότητες να ασκεί κάποια δίωξη.

Προσπαθεί λοιπόν να παραπέμπει τις περιπτώσεις αυτές στις αρμόδιες εισαγγελικές αρχές, δεν επιθυμούμε να αναλαμβάνουμε μόνοι μας ποινική δίωξη. Πρακτικοί παράγοντες. Τι αποδεικτικά στοιχεία έχουμε συγκεντρώσει στη διάρκεια της έρευνάς μας. Πρόκειται η έρευνα αυτή να ανταποκριθεί στις αυστηρές αποδεικτικές διαδικασίες της ποινικής διαδικασίας. Θα μπορούσαμε να εξασφαλίσουμε όλες τις προϋποθέσεις; Τη συνέχεια των αποδεικτικών στοιχείων, τη συνοχή τους. Οι ποινικοί κανόνες μπορεί να οδηγήσουν σε περιπλοκές. Όταν έχουμε έναν φορέα που δεν είναι αστυνομικός φορέας είναι μία ρυθμιστική αρχή που κάνει μία έρευνα, πιστεύω λοιπόν ότι δεν πρέπει εμείς να αποκτούμε αστυνομικές αρμοδιότητες, δεν είναι αυτός ο σκοπός μας.

Υπάρχουν και οι δυσκολίες ως προς την αποτίμηση των πιθανοτήτων επιτυχίας που έχουμε, πρόκειται να πετύχουμε καταδίκη; Στο Ηνωμένο Βασίλειο έχουμε ενόρκους και ποτέ δεν ξέρεις τι θα κάνουν οι ένορκοι και πώς θα εξετάσουν μία περίπτωση και τι θα αποφασίσουν. Μπορείς να έχεις έναν καταπληκτικό εισαγγελέα με φοβερά αποδεικτικά στοιχεία και οι ένορκοι να πουν δεν τα δεχόμαστε.

Δεν ζητείται από τους ενόρκους να αιτιολογήσουν την απόφασή τους, τους ζητείται απλώς να εκφράσουν την ετυμηγορία τους. Επομένως είναι καλύτερο να έχουμε ένα πανέλ με δύο ή τρεις δικαστές. Μία περιπλοκή είναι οι ένορκοι. Το άλλο είναι η διάρκεια και η πολυπλοκότητα της δίκης. Αυτό στην οικονομική απάτη μπορεί να είναι από δύο εβδομάδες μέχρι δύο χρόνια η ποινική δίκη.

Για δοκίμασε να έχεις 12 ενόρκους να ασχοληθούν δύο χρόνια με μία υπόθεση, είναι σχεδόν αδύνατον. Θυμάμαι, υπήρχε μία περίπτωση που συνεχιζόταν η δίκη επί 12 μήνες και κατέρρευσε επειδή ένας από τους ενόρκους αρρώστησε σοβαρά κατά τη διάρκεια αυτών των 12 μηνών και έφυγε.

Επίσης να αναφέρω ότι υπάρχει η δυσκολία της απόδειξης της υποκειμενικής υπόστασης της πρόθεσης, του δόλου, αυτή είναι μία διαβόητα δύσκολη διαδικασία. Ξέρουμε πόσο δύσκολο είναι να πείσεις ενόρκους ότι έχουμε εδώ δόλο. Η ποινική διαδικασία λοιπόν στη Βρετανία μπορεί μερικές φορές να είναι επιτυχής αλλά σε λίγες περιπτώσεις, σε προσεκτικά επιλεγμένες περιπτώσεις.

Ας δούμε τώρα την παραβίαση των κανόνων. Είναι χρήσιμο να έχεις μία εσωτερική διαδικασία επιβολής προστίμων ή απαγορεύσεων ή απεριορίστων προστίμων, αυτά μπορεί να τα επιβάλει η ίδια η ρυθμιστική αρχή και βεβαίως η δημοσιότητα εδώ είναι ένας μεγάλος αποτρεπτικός παράγων.

Υπάρχουν κάποιοι πρακτικοί παράγοντες εδώ. Πρώτον, στο Ηνωμένο Βασίλειο έχουμε δημιουργήσει μία διαδικασία εκτός των δικαστηρίων και εκτός των ποινικών, εκτός των διοικητικών και εκτός των αστικών δικαστηρίων. Έχουμε στήσει ένα πειθαρχικό μηχανισμό και υπάρχουν και ένδικα μέσα. Εγώ λοιπόν μπορώ να επιβάλω πρόστιμο 100 εκατομμυρίων ευρώ. Η εταιρεία μπορεί να το προσβάλει αυτό και να το παραπέμψει σε ένα ανεξάρτητο πάνελ που υπάγεται στο υπουργείο Δικαιοσύνης και όπου επιλεγμένα μέλη του δικαστικού σώματος με συγκεκριμένη εμπειρία στους τομείς των αξιογράφων συμμετέχουν, τρεις τέτοιοι δικαστές.

Το τριμελές αυτό πάνελ, λοιπόν, χωρίς να δεσμεύεται από τους αυστηρούς κανόνες της αστικής και της ποινικής διαδικασίας έχουν δικούς τους δικονομικούς κανόνες με μεγαλύτερη ευελιξία, από τη στιγμή όμως που ξέρεις ότι όταν παραπέμψεις μία υπόθεση στο δικαστήριο, το δικαστήριο αυτό έχει μόνο έξι μήνες στη διάθεσή του.

Τα πάνελ λοιπόν μπορούν να εργάζονται με πιο αποτελεσματικές συνθήκες. Όταν ξέρεις ότι υπάρχει χρήμα, το καλύτερο είναι να επιλέξεις την επιδίωξη δικαστικής εντολής και αν έχεις τη συνεργασία των δικαστηρίων τότε τα πράγματα είναι πάρα πολύ γρήγορα, πάρα πολύ αποτελεσματικά και πάρα πολύ γρήγορα, είναι ο καλύτερος τρόπος αποζημίωσης του μεμονωμένου επενδυτή που αγόρασε το προϊόν που του προκάλεσε την απώλεια.

Η δεύτερη επιλογή είναι η πειθαρχική διαδικασία, προσωπική μου συμβουλή, έχω πολλές φορές χάσει υποθέσεις και γι' αυτό προτιμώ την πειθαρχική διαδικασία. Τα ποινικά δικαστήρια πιστεύω ότι πρέπει να είναι το ύστατο μέσο στη φαρέτρα μας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστούμε πάρα πολύ για την πολύ ενδιαφέρουσα παρουσίαση, κυρία Parnell. Θα συνεχίσουμε με τον τρίτο ομιλητή του πάνελ αυτού, τον πρόεδρο της ΕΛΤΕ, Επιτροπής Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων, τον κύριο Ζαφειρόπουλο.

9.4 Π. ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΣ

Αντικείμενο της ΕΛΤΕ και ο ρόλος των ορκωτών ελεγκτών λογιστών

Κυρίες και κύριοι, καλησπέρα σας πλέον. Θέλω να ευχαριστήσω για την πρό-

σκληση τους οργανωτές της σημερινής εκδήλωσης και να σας διαβεβαιώσω ότι για μένα είναι ιδιαίτερη τιμή να εκπροσωπώ την υπηρεσία μου, την Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων μπροστά στο σημερινό εκλεκτό ακροατήριο.

Θα ήθελα να σας πω λίγα λόγια για την ΕΛΤΕ, γιατί είναι μία σχετικά νέα υπηρεσία και είναι λογικό να μη γνωρίζετε πάρα πολύ καλά ποιο είναι το αντικείμενό της. Έχουμε δύο βασικά αντικείμενα, τα λογιστικά πρότυπα και τα ελεγκτικά πρότυπα, για να το πω πάρα πολύ απλά. Έχουμε ιδρυθεί ως Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου με το νόμο 3148/2003, έχουμε δηλαδή την ίδια νομική μορφή με αυτήν που έχει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και σήμερα κυρίως θα ασχοληθούμε με το μέρος εκείνο που αφορά τον ποιοτικό έλεγχο της εργασίας των ορκωτών λογιστών. Θα προσπαθήσω, θα επιχειρήσω στα επόμενα λίγα λεπτά να αντιδιαστείλω την ευθύνη των ορκωτών λογιστών με την ευθύνη των διοικούντων τα νομικά πρόσωπα στις εταιρείες.

Ο νόμος έχει αναθέσει την αρμοδιότητα, το όλο νομοθετικό μας πλαίσιο, την όλη αρμοδιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στις διοικήσεις των επιχειρήσεων. Τώρα, τι είναι αυτή η εταιρική διακυβέρνηση; Έχει πάρα πολλές εκφράσεις, μία έκφρασή της είναι να εγκαταστήσουμε ένα σωστό διοικητικό σύστημα, ένα οργανωτικό σύστημα στην επιχείρηση. Να εγκαταστήσουμε και να διατηρούμε ένα επαρκές σύστημα εσωτερικού ελέγχου.

Είναι η κανονιστική συμμόρφωση των επιχειρήσεων και είναι και η επαρκής πληροφόρηση. Ο ορκωτός ελεγκτής θέλω να μείνει ότι ασχολείται με την επάρκεια της πληροφόρησης. Η εταιρική διακυβέρνηση έχει όργανα, επιτελικά όργανα, εκτελεστικά όργανα, εποπτικού χαρακτήρα όργανα, όργανα που έχουν δύο χαρακτήρες και εποπτικό και εκτελεστικό. Ποια είναι τα όργανα αυτά; Το Διοικητικό Συμβούλιο, στις τράπεζες, στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η Επιτροπή Ελέγχου, ένα από τα όργανα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο ορκωτός λογιστής.

Έτσι, το πρώτο συμπέρασμα που θα μπορούσαμε να συναγάγουμε είναι ότι ο ορκωτός λογιστής έχει θεσπιστεί ως εποπτικό όργανο της εταιρικής διακυβέρνησης, μίας από τις εκφράσεις της εταιρικής διακυβέρνησης που είναι η οικονομική πληροφόρηση.

Η οικονομική πληροφόρηση εκδηλώνεται κυρίως με τη δημοσιοποίηση των αιτήσεων και των περιοδικών των τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων. Το θεσμικό μας πλαίσιο προνοεί, ώστε για να εξασφαλιστεί η αξιοπιστία αυτής της οικονομικής πληροφόρησης έχει θεσπιστεί ο έλεγχος ή η επισκόπηση και εδώ,

παρακαλώ, θα το δούμε και αργότερα υπάρχει διαφορά μεταξύ ελέγχου και επισκόπησης, δηλαδή υπάρχει διαφορά μεταξύ της εργασίας που κάνει ο ορκωτός ελεγκτής στο τέλος του χρόνου με αυτήν που κάνει σε αυτό που λέμε τρίμηνα.

Έχει λοιπόν θεσπιστεί ο έλεγχος αυτής της οικονομικής πληροφόρησης σε έναν άνθρωπο, ο οποίος έχει αυξημένα επαγγελματικά και επιστημονικά προσόντα που είναι ο ορκωτός ελεγκτής.

Άρα ο ορκωτός ελεγκτής δεν φτιάχνει την πληροφόρηση, την ελέγχει την πληροφόρηση. Ενισχυτικό του επιχειρήματος ότι ο ορκωτός ελεγκτής δεν δημιουργεί πληροφόρηση, αλλά ελέγχει την πληροφόρηση είναι η διάταξη του άρθρου 12 του 3148 που καθιερώνει ως ασυμβίβαστο καθήκον την οποιαδήποτε συμμετοχή του ορκωτού ελεγκτή στη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων, του ισολογισμού βεβαίως που έχει αναλάβει να ελέγξει.

Έτσι ως γενικότερο συμπέρασμα θα μπορούμε να πούμε ότι όλο το θεσμικό μας πλαίσιο τι έχει καθιερώσει; Τη μη ευθύνη του ελεγκτή για την ακρίβεια και την επάρκεια της οικονομικής πληροφόρησης. Αυτό είναι αρμοδιότητα της διοίκησης της εταιρείας, του διοικητικού της συμβουλίου και την πλήρη ευθύνη του ελεγκτή για τη μη αποκάλυψη της ανεπάρκειας και ανακρίβειας της οικονομικής πληροφόρησης.

Τα κριτήρια για την οριοθέτηση της ευθύνης του ελεγκτή βρίσκονται στα ελληνικά ελεγκτικά πρότυπα και στα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα που έχουν θεσπιστεί με την κανονιστική πράξη της ΕΛΤΕ την 483 στις 6 Οκτωβρίου 2004 που είναι δημοσιευμένη στο 1589β στις 22/10/2007.

Θα ήθελα εδώ να ξεχωρίσουμε δύο έννοιες. Άλλο τα ελεγκτικά πρότυπα, άλλο τα λογιστικά πρότυπα, άλλο τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα, άλλο τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και θέλω να σας πω ότι αυτή η κανονιστική πράξη είναι ένα κείμενο, το οποίο είναι περίπου 50 σελίδων και θα δούμε ορισμένα κρίσιμα σημεία του που οριοθετούν τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να κάνει τη δουλειά του ο ελεγκτής.

Έχουμε το ελληνικό ελεγκτικό πρότυπο 1120 που εκεί ξεχωρίζεται τι είναι έλεγχος και τι επισκόπηση. Ο έλεγχος, αν γίνει, δίνει τον ύψιστο βαθμό διασφάλισης σε αυτόν που διαβάσει τις οικονομικές καταστάσεις. Η επισκόπηση παρέχει μέτριο, όχι ύψιστο βαθμό διασφάλισης. Είναι κάτι λιγότερο.

Το ελληνικό ελεγκτικό πρότυπο 2220, εδώ θεσπίζεται η υποχρέωση εγκατάστασης και συντήρησης ενός εσωτερικού συστήματος ποιοτικού ελέγχου από τις ελεγκτικές επιχειρήσεις και υποχρεώνει τις ελεγκτικές επιχειρήσεις, ό,τι ελεγκτική εργασία κάνουν είτε έλεγχο είτε επισκόπηση να την υπαγάγουν σε αυτές

τις διαδικασίες. Άρα έρχεται θεσμικά και καθιερώνεται η υποχρέωση των ιδίων των ελεγκτών να έχουν εσωτερικά συστήματα ελέγχου της ποιότητάς τους.

Το ελεγκτικό πρότυπο 2230 που θεσπίζει την υποχρέωση να υπάρχει γραπτή τεκμηρίωση για κάθε ελεγκτική εργασία είτε αυτή είναι έλεγχος, είτε είναι επισκόπηση και αυτή η τεκμηρίωση, η οποία είναι πάρα πολύ κρίσιμο σημείο όταν κάνουμε πια ως υπηρεσία ποιοτικό έλεγχο για να δούμε αν έχει κάνει τη δουλειά του σωστά ο ελεγκτής, αναφέρεται στο τι ελεγκτικές διαδικασίες έκανε, πόσο πολύ έλεγχο έκανε, να το πω λίγο απλοϊκά, τι είδους ελεγκτικές διαδικασίες έκανε και τι συμπεράσματα συνήγαγε απ' αυτά τα οποία έκανε.

Έχουμε το ελεγκτικό πρότυπο 2250 όπου θεσπίζεται η υποχρέωση του ελεγκτή να αναφέρει τυχόν παραβάσεις νόμων, αφού λάβει πρώτα νομική συμβουλή. Αντιλαμβάνεστε ότι ο ορκωτός ελεγκτής δεν είναι νομικός, κατά τη διάρκεια της εργασίας του μπορεί να υποπέσουν στην αντίληψή του ορισμένες πράξεις, οι οποίες από την κοινή γνώση από τη μικρή γνώση και όχι εξειδικευμένη γνώση νομικών που έχει μπορεί να θεωρήσει ότι μπορεί να συνιστούν πράξεις παράνομες ή εν πάση περιπτώσει περιέργες, τον υποχρεώνουμε να ζητήσει νομική συμβουλή και βεβαίως πρέπει μετά να αναφερθεί ανάλογα.

Υπάρχουν αρκετά ελεγκτικά πρότυπα αλλά από το 3300 και μετά είναι καμία 30αριά πρότυπα τα οποία αναφέρουν αναλυτικούς κανόνες του τρόπου και των μεθόδων, τις οποίες υποχρεώνεται να ακολουθήσει ο ελεγκτής για να σχεδιάσει και να εκτελέσει σωστά την εργασία του. Βλέποντάς τα αυτά μετά εμείς, όταν κάνουμε ποιοτικό έλεγχο, μπορούμε να δούμε αν έκανε σωστά τη δουλειά του ο ορκωτός λογιστής.

Τέλος έχουμε ένα πολύ κρίσιμο ελεγκτικό πρότυπο το 7700, όπου θεσπίζει την υποχρέωση του ελεγκτή να εκφράσει με τρόπο σαφή τη γνώμη του επί των οικονομικών καταστάσεων και να μην περιοριστεί απλώς σε παράθεση των ευρημάτων.

Μέχρι την εισαγωγή των διεθνών λογιστικών προτύπων βλέπαμε πιστοποιητικά ορκωτών ελεγκτών που ήταν πάρα πολύ μεγάλα, έλεγαν τι έκαναν ίσως όχι με τόσο καθαρό τρόπο, μετά απαριθμούσαν ένα σωρό προβλήματα τα οποία ενδεχομένως είχαν βρει κατά τη διάρκεια της εκτέλεσης της εργασίας τους και μετά έλεγαν, αφού λοιπόν ληφθούν υπόψη όλα αυτά τα προβλήματα, κατά τα άλλα η επιχείρηση δεν έχει κανένα πρόβλημα. Αυτό προσομοιάζει με έναν γιατρό, ο οποίος λέει αφού ληφθεί υπόψη ότι έχεις έιτζ, καρκίνο, φυματίωση, κατά τα άλλα είσαι υγιέστατος.

Σήμερα πια έρχονται και υποχρεώνουν με τα ελεγκτικά πρότυπα τους ορ-

κωτούς ελεγκτές όχι μόνο να παραθέσουν τα γεγονότα που βρήκαν αλλά ως ειδικοί και γνώστες, γιατί αυτό περιμένει ο αναγνώστης των οικονομικών καταστάσεων, να δώσουν τη γνώμη τους εάν οι οικονομικές καταστάσεις που διαβάζει κάποιος είναι σωστές ή όχι.

Τι συμπέρασμα βγάζουμε απ' όλα αυτά; Ότι τα ελληνικά ελεγκτικά πρότυπα και τα διεθνή ελεγκτικά πρότυπα είναι το μέτρο με το οποίο μετράμε την ευθύνη του ελεγκτή ή με άλλα λόγια πόσο καλά έκανε τη δουλειά του. Ευχαριστώ πολύ για την υπομονή σας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ

Ευχαριστώ πολύ τον κύριο Ζαφειρόπουλο, ο οποίος προσδιόρισε με πολύ μεγάλη σαφήνεια το ρόλο των ορκωτών ελεγκτών, ο οποίος εν πολλοίς δεν είναι γνωστός στο ευρύ κοινό ή στο επενδυτικό κοινό που πολλές φορές ζητάει να ελέγχουν τα πάντα και να έχουν άποψη για τα πάντα.

Προχωρούμε στην τελευταία ομιλία με τον κύριο Ορφανίδη, ο οποίος εκτός των πανεπιστημιακών τίτλων που αναφέρονται στο πρόγραμμα είναι και δικαστικός λειτουργός. Παρακαλώ πολύ, κύριε Ορφανίδη, έχετε το λόγο.

9.5 Δ. ΟΡΦΑΝΙΔΗΣ

Η Οδηγία 2004/39 (MiFID) – Σκοπός και έννομες συνέπειες

Ευχαριστώ πολύ, κύριε πρόεδρε. Κυρίες και κύριοι σύνεδροι, αιτία ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η παγκοσμιοποίηση της αγοράς. Συνέπειά της είναι η παγκοσμιοποίηση του Δικαίου, πυρήνας του ευρωπαϊκού κοινοτικού Δικαίου είναι η δημιουργία ενιαίας αγοράς και αυτή στηρίζεται σε τέσσερις θεμελιώδεις ελευθερίες. Κυκλοφορίας των εμπορευμάτων, κυκλοφορίας των προσώπων, παροχής των υπηρεσιών και κυκλοφορίας του κεφαλαίου.

Η ανάπτυξη καθεμίας από αυτές εξαρτάται από την ανάπτυξη της άλλης. Και η ανάπτυξη όλων μαζί εξαρτάται από τη λειτουργία, και τη δημιουργία μίας αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων σε όλη την επικράτεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σκοπός λοιπόν της Οδηγίας 2004/39 των ευρωπαϊκών κοινοτήτων, της λεγόμενης MiFID, είναι η δημιουργία κοινής αγοράς στα χρηματοπιστωτικά μέσα. Τρόπος υλοποίησης του σκοπού αυτού αποτελεί η διαμόρφωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με την καθιέρωση κοινού νομικού πλαισίου για τα κράτη-

μέλη του. Αυτός είναι και ο λόγος που η συγκεκριμένη Οδηγία αποκαλείται ακρογωνιαίος λίθος ή θεμελιώδης νόμος ακόμα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Έχει δύο βασικά χαρακτηριστικά. Το πρώτο είναι ο ανταγωνισμός μεταξύ χρηματιστηρίων και χρηματιστηριακών εταιρειών. Αυτό σημαίνει ότι γίνονται συναλλαγές μετοχών από φυσικά και νομικά πρόσωπα, όπως επενδυτικές τράπεζες, ΕΠΕΥ και άλλους, και εκτός χρηματιστηρίου.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό της είναι η ισχυρή, όπως αναφέρει, προστασία των επενδυτών. Όσον αφορά στο πρώτο της χαρακτηριστικό, καθιερώνεται το ευρωπαϊκό διαβατήριο. Δηλαδή επιτρέπεται η δραστηριοποίηση στον τομέα των χρηματιστηριακών συναλλαγών όλων όσοι δραστηριοποιούνται σε αυτόν το χώρο σε κάθε κράτος-μέλος με μία προϋπόθεση, να διαθέτουν άδεια εργασίας σε ένα τουλάχιστον κράτος-μέλος.

Επίσης έχουμε μία διεύρυνση αυτών που ονομάζουμε χρηματιστηριακά πράγματα εκτός από τις ομολογίες, το συνάλλαγμα, τα χρεόγραφα, τις μετοχές, χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες παράγωγες συμβάσεις και άλλα, αναφέρω αυτά ενδεικτικά. Προκειμένου τόσο φυσικά όσο και νομικά πρόσωπα να κατανοήσουν και να διευκολυνθούν στην εφαρμογή της συγκεκριμένης Οδηγίας εξεδόθη η Οδηγία 2006/73 των ευρωπαϊκών κοινοτήτων και ο Κανονισμός 1287/2006.

Ας έρθουμε τώρα στις έννομες συνέπειες κάνοντας μία προσέγγιση βέβαια γιατί όλα αυτά είναι μια ύλη καινούργια και για τους δικαστικούς και οι συνέπειες αυτές αφορούν στο δεύτερο χαρακτηριστικό της, την ισχυρή προστασία των επενδυτών.

Γενικά προστασία των επενδυτών σημαίνει προστασία τους έναντι αναξιόπιστων προσφορών τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Η ανάγκη προστασίας πηγάζει από την πρακτική διαπίστωση ότι κατά κανόνα, επαναλαμβάνω, κατά κανόνα ο επενδυτής ή για να είμαστε ακριβείς αυτός ο οποίος σκοπεύει να επενδύσει αποτελεί το αδύνατο συμβαλλόμενο μέρος σε σχέση με το παρέχον της επενδυτικής υπηρεσίας πρόσωπο.

Και αυτό διότι κατά κανόνα, επαναλαμβάνω, στερείται ειδικών γνώσεων, πληροφοριών και εμπειρίας της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Ισχυρή τώρα προστασία σημαίνει ότι έρχεται τώρα η Οδηγία και καθιερώνει ένα αυστηρότερο πλαίσιο προστασίας. Για την υλοποίησή του όμως παραπέμπει στην εθνική έννομη τάξη, στις έννομες τάξεις των κρατών-μελών.

Όμως τα κράτη μέλη υποχρεούνται να λάβουν δικά τους μέτρα που να υλοποιούν το πλαίσιο αυτό έτσι όπως απαιτεί η ίδια η Οδηγία, δηλαδή με αυτή την αυστηροποίηση. Έχουμε λοιπόν δύο μέρη, το ένα είναι το παρέχον τις επενδυτικές υπηρεσίες πρόσωπο και το άλλο είναι ο επενδυτής, ο οποίος βέβαια είναι αρχικά πελάτης και ο όρος πελάτης αναφέρεται στην Οδηγία και είναι ένα φυσικό ή ένα νομικό πρόσωπο που ενδιαφέρεται και δέχεται τις υπηρεσίες του παρέχοντος επενδυτικής υπηρεσίας προσώπου.

Επειδή όπως όλοι αντιλαμβανόμαστε το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι εκτενές και πολύπλοκο πρωτίστως απευθύνεται στο παρέχον επενδυτικής υπηρεσίας πρόσωπο ζητώντας ενημέρωση, πληροφόρηση και συμβουλή.

Μπορούμε να πούμε λοιπόν ότι στον όρο παροχή επενδυτικών συμβουλών συμπεριλαμβάνεται και η πληροφόρηση και η ενημέρωση και η συμβουλή του παρέχοντος επενδυτικής υπηρεσίας προσώπου προς τον πελάτη. Η MiFID επιβάλλει στο παρέχον επενδυτικές υπηρεσίες πρόσωπο να παρέχει ακριβείς σαφείς και μη παραπλανητικές πληροφορίες. Καθιερώνει με το άρθρο 19 παρ. 1 την υποχρέωση της ορθής και πλήρους ή άλλως της αντικειμενικής παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Ενσωματώθηκε η Οδηγία στην ελληνική έννομη τάξη με το Ν3606/2007, ισχύει από 1/11/2007 και ο ελληνικός νόμος ενσωματώνει την Οδηγία ορθώς κατά τούτο. Με το άρθρο 4 κατατάσσει την παροχή επενδυτικών συμβουλών στις κύριες επενδυτικές υπηρεσίες και αυτό, κατά την άποψή μου, έτσι πρέπει να είναι για δύο λόγους.

Η παροχή επενδυτικών συμβουλών είναι αυτή που μπορεί να οδηγήσει σε επένδυση. Το μέσο της επένδυσης είναι ατομική ιδιοκτησία του πελάτη. Πρόκειται για ένα θεμελιώδες ατομικό δικαίωμα τόσο για το εθνικό σύνταγμα όσο και για το κοινοτικό Δίκαιο, άρθρο 17 του συντάγματος, άρθρο 6 της συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Εξάλλου όπως έχει κρίνει το δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων η άμεση επένδυση υπό τη μορφή συμμετοχής σε επιχείρηση διά της κατοχής μετοχών καθώς και η απόκτηση τίτλων στην κεφαλαιαγορά συνιστούν κινήσεις κεφαλαίων.

Συνεπώς, όταν ο πελάτης αποφασίζει να κάνει μια επένδυση στην αγορά, ενεργεί στα πλαίσια της θεμελιώδους κοινοτικής ελευθερίας της κυκλοφορίας του κεφαλαίου. Συνεπώς έχουμε μία σύμβαση η οποία αποκαλείται σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Με το προϊσχύον Δίκαιο, το άρθρο 2 παρ. 1 και 2 του Ν2396/96 αποτελού-

σε μία αυτοτελής σύμβαση παρεπόμενη. Με την Οδηγία μιλάμε πλέον για μια αυτοτελή κύρια σύμβαση που συνάπτεται μεταξύ του παρέχοντος επενδυτικής υπηρεσίας προσώπου, αυτού που δίνει τις συμβουλές, την πληροφόρηση, την ενημέρωση, και του πελάτη, από τη στιγμή που θα ξεκινήσουν οι συνομιλίες μεταξύ τους ακριβώς γι' αυτό το λόγο, την ενημέρωση, τη συμβουλή και την πληροφόρηση.

Από τη θεμελιώδη Οδηγία δεν προκύπτει υποχρέωση έγγραφου τύπου. Η προβλεπόμενη στην παρ. 7 του άρθρου 19 της Οδηγίας τήρηση αρχείου από την επιχείρηση επενδύσεων αφορά σε έγγραφα που έχουν καταρτιστεί μεταξύ αυτής και του πελάτη αλλά μετά από συμφωνία τους. Συνεπώς ο έγγραφος τύπος δεν είναι συστατικός της σύμβασης αλλά εξυπηρετεί βέβαια πάρα πολύ την απόδειξη.

Επομένως η υποχρέωση αντικειμενικής παροχής θεμελιώνεται σε τρεις παραμέτρους, στην προστασία του θεμελιώδους δικαιώματος ατομικής ιδιοκτησίας, την προστασία της θεμελιώδους ελευθερίας της κίνησης κεφαλαίων και της έλλειψης ειδικών γνώσεων κατά κανόνα του επενδυτή.

Γι' αυτό λοιπόν αυστηροποιείται το πλαίσιο και το πρόσωπο που παρέχει συμβουλές, υποχρεούται το ίδιο να ελέγξει εάν είναι γνώστης της χρηματιστηριακής αγοράς το πρόσωπο που ενδιαφέρεται να επενδύσει ο πελάτης.

Η ευθύνη που δημιουργείται, δημιουργείται υπό τις εξής προϋποθέσεις. Από τη σύμβαση της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών έχει ένα δικαίωμα αποζημίωσης. Το δικαίωμα αυτό το έχει όταν έχει επέλθει ζημία από τις πληροφορίες που έχει πάρει και τις συμβουλές, πείστηκε, επένδυσε και ζημιώθηκε, υπάρχει νόμιμος λόγος ευθύνης και αιτιώδης συνάφεια μεταξύ ζημίας και ευθύνης. Και επειδή βασίζεται η σύμβαση αυτή στις τρεις προαναφερθείσες παραμέτρους η ευθύνη του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες προσώπου είναι αυξημένη.

Θα μπορούσαμε λοιπόν να πούμε, για να συντομεύω, ότι μια τέτοια αγωγή θα νομιμοποιείτο στις διατάξεις 6 παρ. 1 της συνθήκης της Ευρωπαϊκής Ένωσης 17 του Συντάγματος στα αντίστοιχα άρθρα της Οδηγίας στο 287 έννοια ενοχής, στο 297 διαφέρουν στη θετική ζημία, στο διαφυγόν κέρδος με το 298, στο 330 ευθύνη λόγω πταίσματος, στο 914 στην ευθύνη του προστίσαντος, στην ευθύνη από πταίσμα του προστιθέντος και στο 71, όπου επιτρέπεται να στραφεί σε βάρος των οργάνων νομικού προσώπου που παρέχουν επενδυτικές συμβουλές και σε βάρος του νομικού προσώπου.

Τώρα κλείνοντας κάποιες κριτικές σκέψεις και προτάσεις. Υπάρχει μία άποψη που λέει ότι μέχρι το 2011 η χρηματοπιστωτική αγορά της οποίας τώρα το

80% του όγκου της το έχουν οι 300 μεγαλύτερες τράπεζες θα φτάσει στις 10. Είτε 300 σήμερα είτε 10 αυτό εντείνει την ανάγκη προστασίας του αδαούς, του άπειρου επενδυτή.

Με τη θεμελιώδη Οδηγία ο στόχος της ενιαίας αγοράς εξυπηρετείται καλά αλλά είναι συζητήσιμο αν εξυπηρετείται το ίδιο καλά πράγματι η προστασία του αδαούς επενδυτή. Η Ελλάδα έχει ως κράτος-μέλος τη δυνατότητα να εφαρμόσει τις δικές της διατάξεις αλλά μόνο η απλή ενσωμάτωση της Οδηγίας, όπως επιβάλλει το κοινοτικό Δίκαιο, δεν αρκεί. Ενδεχομένως να χρειάζεται ο νομοθέτης να κάνει μία ρύθμιση ειδική για την αστική ευθύνη και ενδεχομένως να επιφέρει και κάποιες αλλαγές στην πολιτική δικονομία, αλλά μία σε ύψιστο βαθμό ενοποίηση η προστασία του επενδυτή θα ήταν, θα τολμούσα να πω η καθιέρωση κάποια στιγμή ενός ενιαίου ευρωπαϊκού αστικού κώδικα και ενός ενιαίου κώδικα πολιτικής δικονομίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η διαφορά που υπάρχει σήμερα με την εφαρμογή των εθνικών διατάξεων είναι ότι μπορούν να δημιουργηθούν αποκλίσεις ως προς την προστασία. Ένα κράτος-μέλος τέτοιες υποθέσεις να ορίζει ότι τέτοιες υποθέσεις θα δικάζονται από ένα μονομελές πρωτοδικείο ή από το πρωτοδικείο γενικά σε πρώτο βαθμό. Άλλο κράτος-μέλος μπορεί να ορίσει ότι σε πρώτο βαθμό θα δικάζονται από το εφετείο, ένα κράτος-μέλος να έχει συντομότερο χρόνο παραγραφής της απαίτησης, ένα άλλο μεγαλύτερο.

Γι' αυτό λοιπόν κατά συμπέρασμα θεμελιώδης η Οδηγία, ανάγκη η παρέμβαση του εθνικού νομοθέτη για διευκρίνιση της ευθύνης και, αν προχωρήσει η ενοποίηση στο βαθμό που πρέπει να προχωρήσει, ενιαίοι κώδικες αστικός και κώδικας πολιτικής δικονομίας. Ευχαριστώ πάρα πολύ.

9.6 Συνεδρία 9 – Ερωτήσεις, Απαντήσεις

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Ευχαριστώ και εγώ πολύ τον κύριο Ορφανίδη. Τελείωσε και η παρουσίαση των ομιλητών σε αυτό το πάνελ και έχω την αίσθηση ακούγοντας και τους ομιλητές αυτού του πάνελ και των προηγουμένων ότι ένα από τα κύρια προβλήματα, τα οποία θα έχει να αντιμετωπίσει ο δικαστικός λειτουργός σε θέματα χρηματιστηριακής αγοράς, θα είναι ίσως το πρόβλημα της κατανομής των ευθυνών, δηλαδή του καταλογισμού της ευθύνης στο βαθμό στον οποίο αναλογεί στον καθένα, εννοώ από τη μία πλευρά την ευθύνη του προσώπου το οποίο ξέρει ότι αναλαμβάνει επενδυτικό κίνδυνο και από την άλλη την πλευρά βέβαια

των προσώπων, φορέων, επαγγελματιών οι οποίοι καλούνται να προσφέρουν μία επαρκή και μία αξιόπιστη πληροφόρηση.

Δεν θα είναι πάντοτε εύκολο, αντιλαμβάνομαι, λόγω του πολύ τεχνικού χαρακτήρα τον οποίο παρουσιάζουν οι συμβάσεις αυτές οι οποίες ειρήσθω εν παρόδω δεν εξικνούνται μόνο στο αγοράζω ή πουλάω μετοχή ή μία κινητή αξία, πολλές φορές αποτελούν μέρος μίας πολύ σύνθετης σύμβασης την οποία καλούμεθα να αναλύσουμε και βεβαίως είναι πολλές φορές να φτάσουμε στην καρδιά της σχετικής σύμβασης για να καταλάβουμε τελικά αυτή η συναλλαγή, αυτή η αγοραπωλησία μετοχών γιατί έγινε.

Θα ήθελα να υπάρξουν κάποιες ερωτήσεις για ένα πολύ μικρό χρονικό διάστημα. Παρακαλώ, έχετε το λόγο.

Κος ΠΟΛΟΓΙΩΡΓΗΣ: Θα ήθελα να κάνω το εξής ερώτημα. Η ποινική ευθύνη του ορκωτού λογιστού, ο οποίος συντάσσει το πιστοποιητικό σχετικά με τους ισολογισμούς της εταιρείας. Μας είπε ο κύριος Ζαφειρόπουλος προηγούμενα ότι ο ορκωτός λογιστής εκφέρει γνώμη. Αν αυτό είναι έτσι και νομίζω πως έτσι πρέπει να είναι προσωπικά, τότε άσχετα αν ο ορκωτός λογιστής είναι δημόσιος υπάλληλος κατά την έννοια του ποινικού νόμου, τότε καταλήγω στο συμπέρασμα, τουλάχιστον εγώ, δεν ξέρω αν το πάνελ συμφωνεί, ότι δεν υπάρχει θέμα διαπράξεως του αδικήματος της ψευδούς βεβαιώσεως. Μπορεί να υπάρχει ενδεχομένως άλλο αδίκημα αλλά τουλάχιστον αυτό με δεδομένο την έκφραση γνώμης, το είπατε και εσείς και έτσι νομίζω είναι, δεν θα μπορούμε να μιλάμε, δεν ξέρω η νομολογία τι λέει σε αυτό, δεν θα μπορούμε να μιλάμε ότι διέπραξε ο ορκωτός λογιστής έχοντας συντάξει το πιστοποιητικό το οποίο έχει δημοσιευτεί, δεν έχει διαπράξει λοιπόν το αδίκημα της ψευδούς βεβαιώσεως. Ποια είναι η άποψή σας; Η νομολογία τι λέει; Το θέμα είναι νομικό, γιατί προηγουμένως το έθεσα για τον συνάδελφο τον κύριο Λιάππη, αλλά μετεφέρθη σε αυτό το πάνελ. Συμφωνώ απόλυτα, το θέμα είναι νομικό, μόνο καθ' όσον αφορά την άποψή του, την είπα και προηγούμενα ότι οι ορκωτοί λογιστές φέρουν γνώμη.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ: Το θέμα εστιάζεται, αν θέλετε, και παίζεται κυρίως στο κατά πόσο αυτό το πιστοποιητικό είναι δημόσιο έγγραφο ή όχι. Υπάρχουν δύο απόψεις. Κατά την άποψη μίας ισχυρής αν θέλετε πλειοψηφίας δεν αποτελεί δημόσιο έγγραφο, είναι απλώς πληροφοριακό έγγραφο προς τους μετόχους αλλά είναι θέμα το οποίο, αν θέλετε, ερευνάται και από τα δικαστήρια, υπάρχουν αποφάσεις δικαστηρίων οι οποίες λένε, μία εγώ γνωρίζω για να είμαι ειλικρινής που πράγματι

μπορεί να θεωρηθεί ως δημόσιο έγγραφο αλλά είναι κάτι το οποίο αμφισβητείται. Συνεπώς εκεί έγκειται, αν θέλετε, όλο το πρόβλημα. Εάν αυτό το πιστοποιητικό είναι δημόσιο έγγραφο ή όχι.

Δεν φαίνεται από το καταστατικό του ΣΟΕΛ να είναι δημόσιος υπάλληλος ή δημόσιος λειτουργός, είναι ιδιωτικός φορέας, μιλάω για το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών, οπότε εκεί δεν φαίνεται εκ της συμμετοχής του, αν θέλετε, να είναι δημόσιο έγγραφο. Το ίδιο που ισχύει με τους δικηγόρους βασικά, παρ' όλο που εμάς είναι δημοσίου δικαίου τα έγγραφα, τα οποία συντάσσουμε δεν είναι δημόσια έγγραφα.

Κάτι αντίστοιχο λοιπόν όταν εκφράζουμε μία γνώμη την οποία δίνουμε στους πελάτες μας, γιατί περί πελατών πρόκειται και εκεί στην εταιρεία για τους μετόχους δεν είναι δημόσιο έγγραφο, άσχετα αν πολλοί έχουν τη δυνατότητα, έχουν την πρόσβαση να το διαβάσουν και να βασιστούν ενδεχομένως πάνω εκεί και ασφαλώς υπάρχει ευθύνη πειθαρχική ή ποινική. Ποινική μιλάω με βάση το Ν2190/1920 το εταιρικό δίκαιο.

Κος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ: Έχουμε τώρα τον γενικό γραμματέα, τον κύριο Σιδηρόπουλο. Όλοι τον γνωρίζουμε. Εγώ τη σύσταση που θα κάνω για τον κύριο Σιδηρόπουλο, θα τον αποκαλέσω τον Παρθενώνα του υπουργείου Οικονομικών, έχουν περάσει τόσες κυβερνήσεις, ο κύριος Σιδηρόπουλος είναι εκεί, είναι γεμάτος από σίδηρο. Κύριε Σιδηρόπουλε, έχετε το λόγο.

10. ΚΑΤΑΛΗΚΤΙΚΗ ΟΜΙΛΙΑ



10.1 Ι. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ

Η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς ως σημαντικός παράγοντας ενίσχυσης των επενδύσεων

Εκ μέρους του υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών θα ήθελα να συγχαρώ τους διοργανωτές αυτού του συνεδρίου και ειδικά τον επικεφαλής τον κύριο Γιάγκο Χαραλάμπους για την άρτια οργάνωση αυτού του πολύ εξειδικευμένου και άκρως ενδιαφέροντος συνεδρίου που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια αυτού του τριημέρου, όπως επίσης και τους συμμετέχοντες σε αυτό για τη μαζική παρουσία τους και την επένδυση του χρόνου τους στην παρακολούθηση των εργασιών αυτού του συνεδρίου.

Κυρίες και κύριοι, είναι κοινό μυστικό ότι η αξιόπιστη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την ενίσχυση των επενδύσεων και της επιχειρηματικότητας που με τη σειρά τους συμβάλλουν στην πρόοδο της οικονομίας. Από την αρχή της θητείας της η κυβέρνηση έθεσε ως προτεραιότητα τη θωράκιση της κεφαλαιαγοράς από φαινόμενα που θέτουν σε κίνδυνο την αξιοπιστία της.

Βασική μας προτεραιότητα ήταν να μην επαναληφθούν τα φαινόμενα όπως εκείνα που σημειώθηκαν την περίοδο 1999-2000 που τραυμάτισαν την εικόνα του χρηματιστηριακού θεσμού στα μάτια του επενδυτικού κοινού.

Το γεγονός ότι σήμερα ο δείκτης του χρηματιστηρίου προσεγγίζει, πλησιάζει τα επίπεδα του δείκτη του χρηματιστηρίου της περιόδου εκείνης, χωρίς να έχουμε αυτή την ένταση, αυτή την έξαρση και αυτές τις ακρότητες που είχαμε παρατηρήσει την εποχή εκείνη αυτό και μόνο δείχνει πόσο πετυχημένες ήταν οι νομοθετικές παρεμβάσεις και πόσο ωριμάσαμε προς την κατεύθυνση αυτή.

Για το λόγο αυτό αναβαθμίσαμε και ενισχύσαμε το ρόλο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με στόχο την προστασία των επενδυτών από πράξεις κατάχρησης της αγοράς, κατάχρησης των πληροφοριών και χειραγώγησης της αγοράς διασφαλίζοντας τη διαφάνεια και την αξιοπιστία σε ό,τι αφορά τη σωστή και έγκυρη ενημέρωση.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει πλέον το κατάλληλο ρυθμιστικό και νομικό

πλαίσιο για την αποτελεσματική αντιμετώπιση πρακτικών που δεν συνάδουν με τη λειτουργία μιας ώριμης χρηματιστηριακής αγοράς.

Στην ενίσχυση της αξιοπιστίας της αγοράς συνέβαλαν επίσης όλα τα μέτρα, όπως η έγκυρη και ολοκληρωμένη υιοθέτηση των διεθνών λογιστικών προτύπων από τις εισηγμένες επιχειρήσεις με βάση έναρξης το οικονομικό έτος 2005 και πολλές μη εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο έχουν αρχίσει να εφαρμόζουν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και αυτό είναι πράγματι μια επιτυχία της αγοράς.

Γεγονός όμως είναι ότι όλες οι εισηγμένες από το 2005 εφαρμόζουν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και κατά συνέπεια έχουν μια ενιαία βάση σύγκλισης για όλες αυτές τις επιχειρήσεις για το νέο πλαίσιο και τη διαφάνεια πληροφόρησης των επενδυτών. Επιπλέον το 2006 κατ' εφαρμογή των νόμων 3152/2003 για την «Ίδρυση και εποπτεία των χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών» και 3371/2005 για θέματα κεφαλαιαγοράς κάναμε σημαντικά βήματα για να εξασφαλίσουμε μία αξιόπιστη λειτουργία και νομίζω ότι σε μεγάλο βαθμό το έχουμε πετύχει. Όμως αυτό δεν σημαίνει ότι υπάρχουν περιθώρια για χαλάρωση. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς βρίσκεται σε μια διαρκή εγρήγορση για να εντοπίσει ανεπιθύμητα φαινόμενα, για αυτά τα φαινόμενα είμαστε σήμερα σε πολύ καλύτερη θέση σε σχέση με το παρελθόν για να τα ελέγξουμε.

Προς αυτή την κατεύθυνση συμβάλλουν επίσης οι τελευταίες νομοθετικές πρωτοβουλίες που έχουμε λάβει για την εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και στο πλαίσιο του υπολογισμού των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων, Βασιλείας 2 ο Ν3601/2007 με τα οποία καταργείται η υποχρέωση συγκέντρωσης στο Χρηματιστήριο Συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων που είναι σήμερα εισηγμένα σε οργανωμένη αγορά και ενισχύεται ο ανταγωνισμός.

Η πεμπτοσύνη του συστήματος, όλα τα νομοθετήματα, όλες οι νομοθετικές παρεμβάσεις στόχευαν σε αυτό, πώς να ενισχύσουν τον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων ούτως ώστε και η πληροφόρηση να είναι έγκυρη και να υπάρχει μεγαλύτερη και καλύτερη διαφάνεια προκειμένου ο επενδυτής να είναι σωστά ενημερωμένος, έγκυρα ενημερωμένος όσο αυτό είναι δυνατόν.

Παρέχεται έτσι ένα υψηλότερο επίπεδο προστασίας των επενδυτών, αυξάνεται η αποτελεσματικότητα των αγορών, διευκολύνεται η διασυννοριακή παροχή υπηρεσιών στην κοινότητα. Με τη στενή παρακολούθηση και έγκυρη ενσωμάτωση των ανάλογων κοινοτικών Οδηγιών η χώρα μας συμμετέχει ενεργά στη νέα πραγματικότητα της διεθνοποιημένης χρηματιστηριακής αγοράς και των νέων δεδομένων για την προστασία των μικροεπενδυτών.

Είναι γνωστό ότι η Ευρώπη στο θέμα των κεφαλαιαγορών υστερεί σημαντικά έναντι των Ηνωμένων Πολιτειών και αυτός ακριβώς είναι ο λόγος, αυτή ακριβώς είναι η λειτουργία της επιτροπής Λαμφαλουσί και τα πορίσματά της τα οποία προσπαθούμε να περάσουμε στο εσωτερικό μας Δίκαιο, στην εθνική μας νομοθεσία με στόχο να ενισχύσουμε την κινητικότητα των κεφαλαίων εντός του ευρωπαϊκού χώρου, να μειώσουμε το κόστος, να καταστήσουμε με άλλα λόγια πιο ανταγωνιστική την κεφαλαιαγορά στη χώρα μας.

Η διασφάλιση της αποτελεσματικής εποπτείας και η συνεργασία εποπτευομένων φορέων οδήγησε στις ελάχιστες επιπτώσεις για την Ελλάδα από τη διεθνή κρίση σχετικά με το θέμα των μειωμένων εξασφάλισων.

Δημοσιογραφικές πληροφορίες αναφέρουν το κόστος αυτής της κρίσης συνεπεία των δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις Ηνωμένες Πολιτείες, ανέρχεται για τις τράπεζες στα 400 δισ. δολάρια.

Το κόστος είναι τεράστιο, πολλοί δε σπεύδουν να συνδέσουν αυτό το τεράστιο κόστος με την κερδοσκοπία και το ράλι που συμβαίνει στις τιμές του αργού πετρελαίου. Ένα είναι βέβαιο, ότι για τη χώρα μας οι απώλειες από αυτή την κρίση είναι περιορισμένες αν όχι ελάχιστες και αυτό ακριβώς σε μεγάλο βαθμό συνδέεται αφενός μεν με την υγιή ανάπτυξη της χρηματοδότησης της στεγαστικής πίστης μέσα από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα αλλά κυρίως και σε μεγάλο βαθμό από τους ελέγχους και την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην αγορά του κεφαλαίου.

Οι επενδύσεις σε προϊόντα που επηρεάστηκαν από τη χρηματοοικονομική αυτή κρίση ήταν εξαιρετικά περιορισμένες σε μέγεθος σε ό,τι αφορά την ελληνική οικονομία. Φυσικά οι συνέπειες από ένα τόσο σημαντικό γεγονός στο χρηματοπιστωτικό τομέα αναμένεται να αναληφθούν μακροπρόθεσμα γι' αυτό σας είπα, δύο φορές αναφέρομαι σε αυτό το κόστος, το τελικό κόστος όμως δεν είναι εύκολο να υπολογιστεί γιατί εκείνο που δεν γνωρίζουμε είναι κατά πόσο αυτό θα επηρεάσει τον πραγματικό τομέα, την πραγματική οικονομία, πόσο δηλαδή θα μεταφερθεί στην παραγωγή των χωρών οι οποίες υπέστησαν, πόσο θα αυξηθούν τα επιτόκια συνεπεία αυτής της κρίσεως και πόσο αυτό σε τελική ανάλυση θα επηρεάσει τις δαπάνες εξυπηρέτησης του χρέους και των νοικοκυριών και των υπερδανεισμένων χωρών.

Στα πλαίσια λοιπόν των θεμάτων αυτών και προκειμένου να διασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία των χρηματοοικονομικών και χρηματοπιστωτικών αγορών με την πρωτοβουλία του υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών συστήθηκε και ξεκινάει τις εργασίες της, ξεκίνησε ήδη η επιτροπή κρίσεως με κύριο στό-

χο το συντονισμό για την αντιμετώπιση των κρίσεων στο χρηματοπιστωτικό χώρο.

Αυτή η επιτροπή κρίσεων είναι μία επιτροπή, η οποία αποτελείται από τους εποπτικούς φορείς όπου στη χώρα μας είναι η Τράπεζα της Ελλάδος που ελέγχει το χρηματοπιστωτικό σύστημα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που ελέγχει τις χρηματιστηριακές εταιρείες και η Επιτροπή Εποπτείας Επιχειρήσεων Ιδιωτικής Ασφάλισης που ελέγχει τις ασφαλιστικές εταιρείες και οι εκπρόσωποι αυτών των φορέων στο υπουργείο Οικονομίας ακριβώς συνέρχονται, συζητούν τρόπους και δράσεις, προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι συνέπειες μιας κρίσης που θα εκδηλωθεί στο διεθνή χώρο, διότι η παγκοσμιοποίηση δεν φέρνει μόνο θετικά αποτελέσματα, έχει και τις παρενέργειές της έχει και τα κόστη της και αυτά τα κόστη μία σύγχρονη κοινωνία με ισχυρούς θεσμούς με αποτελεσματικές υπηρεσίες μπορεί σε μεγάλο βαθμό να ελαχιστοποιήσει.

Κυρίες και κύριοι, η στρατηγική της κυβέρνησης για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας μέσω ενός στοχευμένου μείγματος οικονομικής πολιτικής που υιοθετήθηκε απέδωσε σημαντικά και μετρήσιμα αποτελέσματα.

Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό διότι μέσα από τη διαδικασία της ήπιας προσαρμογής πετύχαμε πράγματι και τη φορολογική επιβάρυνση να μειώσουμε αλλά συγχρόνως και τις παραγωγικές επενδύσεις να τονώσουμε, προκειμένου η χώρα να μπορεί να αναπτύσσεται με έναν τρόπο πιο υγιή, με έναν εξωστρεφή χαρακτήρα, προκειμένου να έχουμε συνεχείς και διατηρήσιμους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Η δημοσιονομική προσαρμογή που έγινε τα τελευταία 3,5-4 χρόνια έχει προχωρήσει σημαντικά και με ιδιαίτερα ικανοποιητικά αποτελέσματα. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα της ελληνικής κυβέρνησης, όπως αυτά χαρακτηρίζονται, και περιλαμβάνουν τα ελλείμματα του κράτους, των νοσοκομείων, των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης, τον ΟΤΑ και των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου, δηλαδή του ευρύτερου κυβερνητικού τομέα από 8% το 2004 είναι κάτω του 3% σήμερα και το 2006 και το 2007 διαμορφώνονται σε επίπεδο κάτω του 3% και αυτό είναι για πρώτη φορά που συμβαίνει μετά την ένταξη της χώρας μας στην ευρωζώνη.

Το δημόσιο χρέος συνεπεία ακριβώς του ελέγχου των ελλειμμάτων, συνεπεία των εσόδων από τις αποκρατικοποιήσεις και συνεπεία του περιορισμού των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και το δημόσιο χρέος αρχίζει να αποκλιμακώνεται από 108,5% το 2004 εκτιμάται ότι θα είναι στο 101% του ΑΕΠ το 2007.

Η ανάπτυξη λοιπόν είναι δυναμική και αυτό το λέμε διότι δεν συνδέεται

κατά παθητικό τρόπο από τις δημόσιες επενδύσεις ή από τη δημόσια κατανάλωση, με άλλα λόγια δηλαδή δεν συνδέεται άμεσα με το δημόσιο χρήμα το οποίο σε τελική ανάλυση αν είναι αποτέλεσμα φορολόγησης δεν δημιουργεί ελλείμματα, αν όμως είναι αποτέλεσμα δανεισμού σε οδηγεί σε ένα φαύλο κύκλο δημιουργίας ελλειμμάτων, υπερχρέωσης, από τον οποίο δύσκολα μπορείς να εξέλθεις.

Η ανάπτυξη που επιτεύχθηκε τα τελευταία χρόνια κατά κύριο λόγο συνδέθηκε με την ανάπτυξη των επενδύσεων και την ανάπτυξη των εξαγωγών και κυρίως προς την κατεύθυνση αυτή συνέβαλαν η μείωση των φορολογικών συντελεστών. Είναι γνωστό σε όλους ότι οι φορολογικοί συντελεστές από το 35% για τις επιχειρήσεις μειώθηκαν στο 25%. Μα θα μου πείτε 10 μονάδες είναι σημαντικές; Είναι σημαντικότερες, διότι οι επιχειρήσεις μέσα από αυτή τη μείωση της φορολογίας μπορούν να βελτιώσουν σημαντικά τα κέρδη, τα οποία έχουν, προκειμένου να προχωρήσουν σε αυτοχρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων.

Αυτή η βελτίωση της ικανότητας των επιχειρήσεων να αυτοχρηματοδοτήσουν ένα σημαντικό μέρος του επενδυτικού τους προγράμματος μαζί με τις επιχορηγήσεις που παρέχονται από το νέο αναπτυξιακό νόμο δίνουν μία αυτοδυναμία στις επιχειρήσεις και ωθούν αυτές να προχωρήσουν σε νέες επενδύσεις, προκειμένου να επεκτείνουν και να βελτιώσουν το παραγωγικό τους δυναμικό και την εξαγωγική τους ικανότητα.

Προχωρήσαμε σε μία στοχευμένη εξαγωγική πολιτική μέσα από την αναβάθμιση του ΟΠΕΕ. Ο Οργανισμός Προώθησης Εξαγωγικών Επιχειρήσεων λειτούργησε αποφασιστικά και με τις εκθέσεις που διοργάνωσε στα διάφορα σημεία του κόσμου σε μεγάλα αστικά κέντρα συνέβαλε τα μέγιστα στην επίτευξη διψήφων αριθμών ανάπτυξης τα τελευταία τέσσερα χρόνια.

Οι εξαγωγές αυξήθηκαν πάρα πολύ και αυτό σε μεγάλο βαθμό συνδέεται ακριβώς με τη βελτίωση του κλίματος που επικρατεί στις επιχειρήσεις ακριβώς λόγω του ότι και η φορολογική τους επιβάρυνση μειώθηκε και μέσα από τις επενδύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί έχει βελτιωθεί σημαντικά η εξαγωγική τους ικανότητα.

Στην επιτάχυνση της υλοποίησης του Γ' ΚΠΣ δεν θα αναφέρω τα νούμερα για να μη σας κουράζω με αριθμούς, αλλά ήταν ιδιαίτερα χαμηλά τα ποσοστά απορρόφησης του Γ' ΚΠΣ. Αυτά έχουν αυξηθεί πάρα πολύ, έχουμε ήδη ξεπεράσει το 60% στα δύο χρόνια που έχουμε μπροστά μας για την ολοκλήρωση του Γ' ΚΠΣ, πιστεύουμε ότι θα ξεπεράσουμε και το 90% και αυτό δημιουργεί

πρόσθετους πόρους που κατευθύνονται στις υποδομές και οι υποδομές είναι το βασικό στοιχείο για την επέκταση της παραγωγικής ικανότητας και τη βελτίωση της παραγωγικότητας των ιδιωτικών επενδύσεων.

Στις αποκρατικοποιήσεις που έλαβαν χώρα και οι οποίες ως κύριο στόχο είχαν την ενίσχυση του ανταγωνισμού. Πολλοί λένε ότι μέσα από τις αποκρατικοποιήσεις επιδιώκεται η αύξηση των εσόδων για τη μείωση του χρέους. Ναι, είναι και αυτό μία συνειδητή πολιτική προκειμένου να μειωθεί το χρέος δεδομένου ότι ως πληθυσμός, όπως ξέρετε, έχουμε τεράστια προβλήματα γήρανσης του πληθυσμού, δημογραφικά προβλήματα και θα πρέπει στη 1οετία του '30 ή του '20 αν είναι δυνατόν να βρεθούμε με ελάχιστο δημόσιο χρέος προκειμένου τα δημόσια οικονομικά να μπορέσουν να χρηματοδοτήσουν τις όποιες υστερήσεις εσόδων υπάρξουν συνεπεία της γήρανσης του πληθυσμού.

Κατά συνέπεια προέχει η δραστική μείωση του δημόσιου χρέους και αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών κατ' επανάληψη έχει θέσει το στόχο του 2010 που είναι ισοσκελισμένοι προϋπολογισμοί. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό, διότι αν πετύχουμε ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς το 2010, σήμερα είμαστε, επαναλαμβάνω το 2007 το έλλειμμα είναι 2,9% του ΑΕΠ και σύμφωνα με τον προϋπολογισμό που κατατίθεται την Τρίτη στη Βουλή το έλλειμμα για το 2008 περιορίζεται στο 1,7%.

Αυτό είναι πολύ σημαντικό διότι στα επόμενα δύο χρόνια μετά το 2008 θα μπορέσουμε να το μειώσουμε ούτως ώστε να φτάσουμε στο 0%, διότι μέσα από αυτό το μηδενισμό του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης θα μπορέσουμε να δημιουργήσουμε ικανά πρωτογενή πλεονάσματα, τα οποία θα μειώσουν δραστικά το δημόσιο χρέος.

Η ανάπτυξη λοιπόν στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια είναι ξεκάθαρο ότι προέρχεται από τις ιδιωτικές επενδύσεις, από τις εξαγωγές και αυτό ακριβώς αντανακλά την αλλαγή του κλίματος της οικονομικής πολιτικής.

Βεβαίως αυτό δεν αρκεί. Χρειάζεται παραπέρα προσπάθεια, διότι εκείνο που έχει ιδιαίτερη σημασία σημαίνει ότι και οι άλλοι τρέχουν και οι ανταγωνιστές μας τρέχουν και έχουμε να ανταγωνιστούμε και τις νέες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης που στο χώρο της νοτιοανατολικής Ευρώπης που έχουμε ιδιαίτερα χαμηλό κόστος εργασίας βεβαίως κατ' επανάληψη εμείς έχουμε πει ότι το κόστος εργασίας δεν μπορεί να είναι η μόνη μεταβλητή, βάσει της οποίας θα ανταγωνιστούμε τις χώρες αυτές.

Σε κάθε περίπτωση όμως εκείνο το οποίο προέχει είναι η βελτίωση της παραγωγικότητας και αυτή η βελτίωση της παραγωγικότητας θα γίνει μόνο μέσα

από ένα στοχευμένο μείγμα οικονομικής πολιτικής που θα ενισχύσει αυτές τις επενδύσεις.

Δημιουργήσαμε ένα νέο αναπτυξιακό υπόδειγμα, το οποίο βασίζεται στην επιχειρηματικότητα μέσα από τα κίνητρα που ανέφερα, την εξωστρέφεια και τις υψηλής προστιθεμένης αξίας δραστηριότητες. Η ανάπτυξη είναι ισχυρή. Φέτος εκτιμάμε ότι θα ξεπεράσει το 4%. Αυτό είναι σημαντικό διότι στο παρελθόν μιλούσαμε ότι θα πετύχουμε ρυθμούς ανάπτυξης της τάξης 5% ενδεχομένως, προκειμένου να βοηθήσουμε τη λύση των διαχρονικών και διαρθρωτικών προβλημάτων που έχει η ελληνική οικονομία.

Όμως αυτοί οι υπολογισμοί όταν γίνονται, γίνονται με ένα πετρέλαιο της τάξης των 30 δολαρίων το βαρέλι. Σήμερα, όπως ξέρετε, έχει ξεπεράσει τα 50 το βαρέλι και αντιλαμβάνεστε ότι το γεγονός ότι η ελληνική οικονομία πέτυχε δραστική μείωση του πληθωρισμού, συρρίκνωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με αυτόν το διπλασιασμό, αν θέλετε, της τιμής του αργού πετρελαίου μέσα στα τελευταία χρόνια αυτό και μόνο δείχνει την επιτυχία του μείγματος της οικονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκε.

Η ανεργία από το 11,3% που ήταν το 2004 το δεύτερο τρίμηνο του 2008 είναι γύρω στο 7,8% και το σημαντικό και το παρήγορο είναι ότι έχει παραπέρα πτωτική τάση. Η πρόοδος λοιπόν της ελληνικής οικονομίας τα περασμένα χρόνια είναι αδιαμφισβήτητη και οφείλεται, όπως είπαμε, κυρίως στο μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα και στο μείγμα της οικονομικής πολιτικής.

Παράλληλα όχι μόνο η ελληνική οικονομία, αλλά και οι ελληνικές επιχειρήσεις σημειώνουν εντυπωσιακή πρόοδο. Με πρωτοστάτη τις ελληνικές τράπεζες, οι οποίες πλέον διαθέτουν περισσότερα από 2.300 υποκαταστήματα στην ευρύτερη περιοχή της νοτιοανατολικής Ευρώπης αναπτύσσονται δυναμικά.

Σχεδόν άλλες 4.000 ελληνικές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται ενεργά στη νοτιοανατολική Ευρώπη και την ανατολική Μεσόγειο δημιουργώντας ένα πολύ σημαντικό επιχειρησιακό δίκτυο σε μία περιοχή που αντιπροσωπεύει αγορά άνω των 140 εκατομμυρίων κατοίκων και εξελίσσεται δυναμικά.

Τέλος οι εξαγωγικές επιχειρήσεις μας σημειώνουν υψηλές επιδόσεις και τα προϊόντα τους φτάνουν στις περισσότερες αγορές του κόσμου. Με βάση αυτά τα δεδομένα η Ελλάδα αποτελεί ένα αδιαμφισβήτητο οικονομικό, επιχειρηματικό κέντρο της ευρύτερης περιοχής.

Αποτελεί τη βάση για την επιτυχή επιχειρηματική δραστηριότητα στη νοτιοανατολική Ευρώπη αλλά και στις χώρες της Μέσης Ανατολής και της βόρειας Αφρικής. Στο πλαίσιο των εξελίξεων που λαμβάνουν χώρα στην ευρύτερη περι-

οχή και της οικονομικής πολιτικής που ακολουθούμε οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας διαγράφονται ακόμη πιο θετικές για τα επόμενα χρόνια.

Οι αναπτυξιακές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας είναι διασφαλισμένες και στηρίζονται ακριβώς στις μεταρρυθμίσεις και στην αξιοποίηση των κοινωνικών πόρων αλλά και στο πρόγραμμα των δημόσιων επενδύσεων, το οποίο είμαστε σε θέση τώρα να εφαρμόσουμε ακριβώς είτε για να απορροφήσουμε κοινοτικούς πόρους περισσότερους είτε για να βελτιώσουμε τις υποδομές μας.

Το 2008 το πρόγραμμα των δημοσίων επενδύσεων θα ξεπεράσει τα 9 δισ. ευρώ και αυτό ακριβώς δείχνει και το μέγεθος της αναπτυξιακής συμβολής του δημόσιου τομέα στην προσπάθεια αυτή. Με τις συμπράξεις του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα, τα ΣΔΙΤ, θα δώσουμε μια νέα πνοή στον εκσυγχρονισμό των υποδομών στο δημόσιο τομέα, νοσοκομεία, κτίρια, φυλακές, ό,τι άλλο μπορείτε να φανταστείτε και οτιδήποτε έχει σχέση με τα δημόσια κτίρια, με δημόσιες επενδύσεις, διότι μέσα από τις συμπράξεις αυτές μειώνουμε δραστικά το βάρος του δημόσιου χρέους, αφού τα έργα αυτά εν πολλοίς θα χρηματοδοτούνται και από ιδιωτικά κεφάλαια, το σημαντικότερο όμως, και αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία, είναι ότι εισάγουμε ιδιωτική λογική επιχειρηματικότητα μέσα στις δημόσιες επενδύσεις και αυτό βελτιώνει πάρα πολύ την απόδοση των κεφαλαίων και των πόρων.

Χτίζουμε λοιπόν σε μία πρόοδο που έχει ήδη πραγματοποιηθεί αλλά δεν είναι αρκετή, πρέπει να πετύχουμε το στόχο της σύγκλισης, πρέπει να πετύχουμε το στόχο της ανάπτυξης. Η ελληνική οικονομία θα αντιμετωπίσει αυτές τις προκλήσεις εάν και εφόσον μπορέσει να επιταχύνει το ρυθμό ανάπτυξης ή να διατηρήσει αυτόν το ρυθμό ανάπτυξης μειώνοντας όμως δραστικά το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Αυτό απαιτεί επενδύσεις, απαιτεί κινήσεις κεφαλαίου, απαιτεί μια οργανωμένη κεφαλαιαγορά και νομίζω ότι οι εργασίες του τριήμερου συνεδρίου σας εδώ θα συμβάλουν στο να υπάρξει μια πιο αποτελεσματική, πιο ευέλικτη, πιο υγιής κεφαλαιαγορά και η Δικαιοσύνη θα κάνει τη δουλειά της σύμφωνα με το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο. Σας ευχαριστώ πάρα πολύ.

11. ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΤΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ



11.1 Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Παρουσίαση της Οργανωτικής Ομάδας

Ένα συνέδριο σαν αυτό δεν μπορεί να γίνει χωρίς ομάδα. Παρακαλώ όπως η ομάδα έρθει εδώ για να τη δείτε, να δείτε πόσο κουράστηκαν, είναι η Μελίνα Σταυροπούλου, ο Γιάννης Σαββίδης, ο Σεραφείμ Βαρβαρής, η Ελευθερία Αποστολίδου, ο Χαρίλαος Μερτζάνης, ο Χρήστος Νούνης, η Βιβή Ραΐση, η Ασπασία Τρεβλάκη, η Κωνσταντίνα Σουλτάτη, η Ευγενία Γαλανάκη, ο Συριόπουλος Βαγγέλης, ο Κυριάκος Κυριάκος, η Ανδρεωτάκη Μαρία, Εύα Ψαθάκη και Ηλιόπουλος Παντελής και τελευταία παρακαλώ την κυρία Όλγα να έρθει εδώ. Η Όλγα εκπροσωπεί το ξενοδοχείο. Όλοι έχουν κουραστεί πάρα πολύ, τους ευχαριστούμε. Θα δώσω τώρα το λόγο στον κύριο Κυριτσάκη και στον κύριο Πάγια να σας χαιρετήσουν και εάν έχετε πέντε λεπτά να μου χαρίσετε θα σας πω συνοπτικά τι έχουμε παρακολουθήσει. Παρακαλώ τώρα τον κύριο Κυριτσάκη και μετά τον κύριο Πάγια να πάρουν το λόγο.

11.2 Δ. ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ

Ευχαριστίες, καλωσόρισμα και κλείσιμο

Να καλωσορίσω και εγώ τον κύριο γενικό γραμματέα του υπουργείου Οικονομικών, τον κύριο Σιδηρόπουλο, που πρέπει να πω ότι και στα θέματα τα δικά μας έδειξε μια κατανόηση, διότι είχαμε μία επικοινωνία στη φάση αυτών των διαπραγματεύσεων και στάθηκε με σωφροσύνη στο όλο θέμα.

Απολογισμός λοιπόν, 31/12 εδώ στο συνέδριο εμείς στο τριήμερο αυτό να πούμε τι αποκομίσαμε, πιστεύω, οι περισσότεροι. Να πω ότι όχι μόνο ισοσκελίστηκε ο προϋπολογισμός των γνώσεων, κύριε Σιδηρόπουλε, που εσείς αναφέρατε αλλά ξεπεράστηκε κατά πολύ. Στο τριήμερο αυτό παρότι το πρόγραμμα, πρέπει να το πούμε, ήταν αρκετά βεβαρημένο, πάρα πολύ, πήραμε μια διαχρονική παρουσία της κεφαλαιαγοράς αλλά και τη σημαντική της οργάνωση για τους στόχους, τα ενδιαφέροντα, τα προβλήματα και γενικότερα τους σκοπούς που υπηρετεί και κυρίως για τη χειραγώγηση και την παρουσίαση αυτή, την πα-

ραπλάνηση του επενδυτικού κοινού, οι όροι αυτοί δεν μας είναι και πάρα πολύ οικείοι, όμως, στο τριήμερο αυτό ακούσαμε πάρα πολλά. Θα έλεγα σε επόμενες συναντήσεις, επειδή έγινε μία πρόταση και πιστεύω ότι θα υπάρξει από πολλούς συναδέλφους ενδιαφέρον, να γίνει μια ανατομία συγκεκριμένων υποθέσεων και κυρίως της εποχής αυτής της γνωστής, για να δούμε ως δικαστές ποια είναι τα προβλήματα και ποια είναι τα θέματα και ποια είναι τα ασθενή σημεία τα οποία πρέπει να γνωρίζουμε για να έχουμε ορθή δικαιοδική κρίση.

Δεν ξέρω αν γενικότερα διασκεδάστηκε η εικόνα του χρηματιστηρίου από την εδώ εμφάνιση. Θα πρέπει να πω, δεν ξέρω αν εσείς έχετε ευθύνη σε αυτό ή ποιος έχει, αλλά στο κοινό, εγώ ούτε επενδυτής υπήρξα ούτε έχω να παίξω, ούτε να διαθέσω αλλά στο ευρύ κοινό θεωρείται ότι δεν είναι τόσο αθώο που μας είπε ο κύριος Ποταμίτης προηγουμένως και τον συγχαίρω διότι ήταν πάρα πολύ ειλικρινής. Είπε για μία δεοντολογία, θα μου πείτε πουθενά δεν τηρείται η δεοντολογία, λέμε για τη δημοσιογραφία δεν υπάρχει δεοντολογία, ξέρω εγώ στη δικηγορία, παντού σε όλους τους τομείς δεν υπάρχει δεοντολογία αυτή η πρέπουσα αλλά και στο χρηματιστήριο, πιστεύω, ακόμα περισσότερο.

Επομένως, επιβάλλεται και πρέπει προς αυτή την κατεύθυνση να μην είναι η σπάθη μόνο της ποινής για να υπάρξει το μέτρο της συμμόρφωσης και του σεβασμού του επενδυτή, του εξειδικευμένου και, κυρίως, η ενημέρωση του ανειδίκευτου αυτού του ανθρώπου που έναν ιδρώτα που μαζεύει τον επενδύει στο χρηματιστήριο, μία ελπίδα κάπως να βελτιώσει και βρίσκονται επιτηδείοι και τα παίρνουν τα χρήματα. Αυτή είναι η εντύπωση που δίνεται, ότι, όπως στη ρουλέτα πας και σου παίρνουν τα χρήματα, έτσι και στο χρηματιστήριο θα πας και ο κίνδυνος να τα χάσεις είναι πολύ μεγάλος και γι' αυτό τώρα λέω ότι ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς οπωσδήποτε είναι σημαντικός ως ελεγκτικός οργανισμός να βοηθήσει και τον πολίτη, αλλά και τους θεσμούς να γίνουν σεβαστοί, ότι δηλαδή προσφέρουν αυτό που επιβάλλεται και έχουν αυτό το σκοπό με αγαθοεργή προαίρεση.

Ο απολογισμός του τριήμερου πέρα από τις γνώσεις που μας προσέφερε, είναι γεγονός, κοινή διαπίστωση και δεν νομίζω κανείς να έχει κάποια επιφύλαξη για αυτό, την παραμονή σε αυτό το ωραίο καλαίσθητο ξενοδοχείο με τις καλύτερες προδιαγραφές. Τόσο τα εδέσματα, τόσο η εξυπηρέτηση του προσωπικού, γενικότερα η όλη παρουσία τους είναι εξαιρετική και πρέπει την κυρία Όλγα να τη συγχαρούμε και να μεταβιβάσει και στον διευθυντή του ξενοδοχείου και στο προσωπικό, την ευαρέσκεια όλων των συναδέλφων που τύχαμε να έχουμε την αποδοχή των υπηρεσιών τους σε αυτό το τριήμερο.

Οι κύριοι εισηγητές, το είδατε όλοι σας, ήταν υψηλότατου επιπέδου, ο καθένας στον τομέα του, υψηλότατου επιπέδου που πρέπει να πω ότι έχω παρακολουθήσει πάρα πολλά συνέδρια, ήταν ένα επίπεδο πάρα πολύ αυξημένο και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει ένα team πολύ υψηλό, είναι ένα παρήγορο δείγμα.

Είπα στην κυρία, Αποστολίδου, αν την λέω καλά, ότι μας φέρατε τους καλύτερους και γι' αυτό έχετε αυτή την εικόνα. Μου απάντησε ότι έχουμε και καλύτερους. Αυτό είναι ένα πολύ σημαντικό και πρέπει αυτό το στελεχιακό δυναμικό να βγει προς τα έξω, αφού έχει τις ικανότητες, έχει τις γνώσεις, έχει τη δυνατότητα να προσφέρει, να βοηθήσει και να συνδράμει γενικά το επενδυτικό κοινό που τόσο αποβλέπει όπως λέμε το χρηματιστήριο και γενικότερα η ελληνική οικονομία, όπως ακούσατε να σας λέμε. Με χρηματοοικονομικούς όρους δεν είμαι πολύ οικείος και θα σας παρακαλέσω να με συγχωρήσετε αν κάνω κάποια άστοχη επισήμανση.

Θα πρέπει να πω ότι και η διασκέδαση η οποία μας προσφέρθηκε ήταν εξαιρετικής ποιότητας, προπαντός το χθεσινό βράδυ, ήταν πάρα πολύ καλό και πιστεύω ότι όλα αυτά παίζουν ρόλο και αξίζουν τα συγχαρητήρια τα πολλά στον κύριο Χαραλάμπους και στους συνεργάτες του, αλλά πρωτίστως στον κύριο Χαραλάμπους, ο οποίος διέθεσε χρόνο πολύ, είναι αλήθεια, και στην οργάνωση για να παρουσιαστεί αυτή η εικόνα που πιστεύω ότι για όλους είναι θετική.

Επειδή όμως ακούστηκαν και ορισμένες βολές και ίσως και εγώ διατύπωσα ορισμένες γενικότερα για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να πω στον κύριο Χαραλάμπους διότι ο ίδιος πήρε το περισσότερο βάρος εδώ της όλης παρουσίασης της κεφαλαιαγοράς ότι λέμε στην Κρήτη *ότι η κορυφή είναι κορυφή ας είναι και χιονισμένη τον βράχο δέρνει θάλασσα μα πάντα βράχος μένει*. Έτσι και ο κύριος Χαραλάμπους στάθηκε βράχος αυτό το τριήμερο, στέκεται βράχος σε αυτή την όλη προσπάθεια που έκανε και αυτό το εύχομαι σε όλους τους συνεργάτες του να συνεχίσουν με το ίδιο ενδιαφέρον, την ίδια επιτυχία να διοργανώνουν συνέδρια.

Από τη μεριά μας για τους συναδέλφους μας της Ένωσης που βοήθησαν να έχουμε αυτή τη συμμετοχή και να απολαύσουμε αυτό το τριήμερο. Ευχαριστούμε τόσο τον κύριο Αθανασίου, την κυρία Δεμέστιχα, τον κύριο Τάκη Λυμπερόπουλο που είχε απ' ό,τι ξέρετε, κύριε Χαραλάμπους, μία μεγάλη παρουσία και τους γραμματείς της Ένωσής μας όλους και κυρίως να ευχαριστήσω τώρα που είναι η ώρα των ευχαριστιών όλους εσάς που είχατε την υπομονή να ακούσετε, να παρευρεθείτε, να διατυπώσετε απόψεις, θα μπορούσατε αν ο χρόνος ήταν

περισσότερος να πείτε και άλλα περισσότερα, προβληματισμούς απ' όλους για θέματα καίρια που μας αφορούν ιδιαίτερα και θα μας βοηθήσουν, πιστεύω, να εμφανιστούμε προς τους πολίτες όταν απονέμουμε τη δικαιοδοτική μας κρίση με περισσότερη υπευθυνότητα, γνώση και καλή παρουσία. Σας ευχαριστώ όλους για την εδώ παρουσία σας. Ευχαριστώ πάρα πολύ, να έχετε πάντα υγεία και να διοργανώνετε έτσι αυτής της ποιότητας και του επιπέδου, συνέδρια. Ευχαριστώ πάρα πολύ.

Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Τώρα δύο λόγια από τον κύριο Μπάγια της Ένωσης Εισαγγελέων Ελλάδας. Παρακαλώ, κύριε Μπάγια.

11.3 Σ. ΜΠΑΓΙΑΣ

Ευχαριστίες, καλωσόρισμα και κλείσιμο

Κύριε γενικό γραμματέα του υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, κυρίες και κύριοι σύνεδροι, κυρίες και κύριοι συνάδελφοι, ολοκληρώνεται και νομίζω με απόλυτη επιτυχία ολοκληρώνονται οι εργασίες του τριήμερου αυτού συνεδρίου από κάθε άποψη και από πλευράς επιμόρφωσης και από πλευράς οργάνωσης.

Στην έναρξη του συνεδρίου αυτού μιλήσαμε ότι πρέπει να ξεπεραστεί η αναχρονιστική αντίληψη να αντιμετωπίζεται η Δικαιοσύνη ως μία αντιπαραγωγική αντιοικονομική διαδικασία, αλλά ως παράγων, ως μοχλός προόδου και ανάπτυξης ενός σύγχρονου κράτους.

Μιλήσαμε ότι οι δαπάνες για τη Δικαιοσύνη, αναφέραμε είναι επενδύσεις, πραγματικές επενδύσεις οι οποίες θα αποφέρουν πολλαπλά οφέλη. Ένα δείγμα των επενδύσεων αυτών που μπορούν να γίνονται, των δαπανών, είναι και το συγκεκριμένο συνέδριο, είναι βέβαια ένα μικρό δείγμα, ένα μικρό παράδειγμα θα λέγαμε.

Κύριε γενικό γραμματέα, στην τελευταία συνάντηση που είχαμε με τον υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών οι πρόεδροι των δικαστικών ενώσεων πριν να προλάβω να τον χαιρετίσω, πριν να προλάβω να του μιλήσω απευθύνθηκε σε εμένα ενθυμούμενος αυτά που του επαναλάμβανα στις προηγούμενες συναντήσεις μας και μου είπε, ξέρω, ξέρω κύριε Μπάγια, συμφωνώ, η Δικαιοσύνη δεν είναι αντιπαραγωγική διαδικασία.

Παρακαλώ να του μεταφέρετε αυτή την άποψή του, την ορθή άποψή του, την πεποίθησή του ότι αναμένουμε, οι δικαστικοί λειτουργοί αντιδρούν και στην πράξη. Για τις εισηγήσεις θέλω να πω ότι από αύριο θα προσπαθήσουμε όσοι θέλουν επικοινωνώντας με την Ένωσή μας να τις πάρουν και γραπτώς. Θα επικοινωνήσουμε εμείς προσωπικά με τις κυρίες και κυρίους εισηγητές.

Κλείνοντας, θερμά ευχαριστήρια στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στο ΣΕΒ, στο Οικονομικό Πανεπιστήμιο που διοργάνωσαν το συνέδριο, στην Επιτροπή που μας παρουσίασε ο κύριος Χαραλάμπους, ασφαλώς το υπουργείο Οικονομικών που χρηματοδότησε, έβαλε τα χρήματα για αυτό το συνέδριο, όλες τις κυρίες και όλους τους κυρίους εισηγητές για τις εμπεριστατωμένες εισηγήσεις, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της συναδέλφου ενώσεως και τις κυρίες και τους κυρίους συνέδρους και βεβαίως όλους εσάς, κυρίες και κύριοι συνάδελφοι, που διαθέσατε ένα σημαντικό κομμάτι από τον πραγματικά πολύτιμο χρόνο σας.

Και όσο για τις δυσκολίες, κυρίες και κύριοι συνάδελφοι, που αντιμετωπίζουμε, που αντιμετωπίζει το δικαστικό μας σώμα στο σύνολό του, το σώμα των δικαστικών λειτουργών το έχουμε πει επανειλημμένα, ως το πούμε άλλη μία φορά, στο τέλος θα τα καταφέρουμε. Σας ευχαριστώ πολύ.

11.4 Γ. ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΥΣ

Συμπεράσματα του συνεδρίου

Κυρίες και κύριοι, σας ευχαριστώ όλους που ήρθατε και ήσασταν παρόντες σε αυτό το συνέδριο επενδύοντας σημαντικό από τον πολύτιμο χρόνο σας.

Ο κύριος υπουργός, ο κύριος Χατζηγάκης μας έχει πει για τους εγχώριους και τους διεθνείς παράγοντες που οδήγησαν στην ενίσχυση και τον εκσυγχρονισμό του θεσμικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς, μπορώ να πω ότι ο λόγος του με έχει εκπλήξει στη λεπτομέρειά του. Πραγματικά φαίνεται να έχει μία καλή εικόνα των χρηματιστηριακών αγορών.

Ο κύριος Κυριτσάκης, στους στόχους μας για την αποστολή μας λέει ότι η εξοικείωση των δικαστικών λειτουργών σε συνδυασμό με το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς εμπεδώνει την εμπιστοσύνη και βοηθά στη δικαιοδοτική κρίση.

Ο κύριος Μπάγιας, οι επενδύσεις χρειάζονται και στη Δικαιοσύνη. Η αναβάθμιση της δικαστικής λειτουργίας δεν είναι αντιπαραγωγική διαδικασία, αντίθετα αποτελεί μοχλό ανάπτυξης και προόδου του κράτους στο σύνολό του.

Ο κύριος **Πιλάβιος**, έχει μεγάλη σημασία ο σημαντικός όγκος νόμων και κανονισμών που έχουν εισαχθεί τα τελευταία χρόνια για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Υπάρχει ομοιότητα στις χρηματιστηριακές αναταραχές και στην ιστορία της Ελλάδας.

Ο κύριος **Πραστάκος**, ανάδειξη των σχέσεων μεταξύ έρευνας και ρύθμισης. Το πανεπιστήμιο διενεργεί θεωρητική και πρακτική έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση και τα λογιστικά πρότυπα.

Ο κύριος **Δράκος**, η επικοινωνία με όλους είναι η αρχή και το τέλος.

Ο κύριος **Κωνσταντόπουλος**, το Χρηματιστήριο Αθηνών είναι μία αγορά που ωθεί την Ελλάδα στην παγκοσμιοποιημένη οικονομία.

Η κυρία **Μητροπούλου**, η διασφάλιση της πρωτογενούς αγοράς οδηγεί σε σημαντικές επενδύσεις σε προσωπικό, κτίρια και εξοπλισμό.

Ο κύριος **Μερτζάνης**, οι αγορές περιλαμβάνουν διαφορετικές εταιρείες ή τύπους αγορών ενώ η διαδικασία συναλλαγών χαρακτηρίζεται από τα προβλήματα της δυσμενούς επιλογής ή του ηθικού κινδύνου, τα οποία αποτελούν τη βάση για την εισαγωγή εξωτερικών ρυθμίσεων.

Η κυρία **Αποστολίδου**, η συνεργασία αποτελεί προϋπόθεση για την επίτευξη του έργου της κεφαλαιαγοράς και εδώ, τονίζω, έχουμε κάνει περισσότερα απ' ό,τι φαντάζεστε με τα MOUS.

Ο κύριος **Αυλωνίτης**, η διαφάνεια προστατεύει τους επενδυτές και «ξεκουράζει» τις εποπτικές αρχές.

Ο κύριος **Νισυραίος**, σκοπός της εποπτείας είναι η διαφύλαξη της αξιοπιστίας της αγοράς με ειδικότερο στόχο την εύρυθμη λειτουργία και την προστασία των επενδύσεων.

Ο κύριος **Ρόκας**, η σημασία της νομολογίας παραμένει ιδιαίτερως αυξημένη και μετά την εισαγωγή του πλήθους των νέων ρυθμίσεων.

Ο κύριος **Κυριακόπουλος**, παρά τον όγκο και τα συστήματα εποπτείας, η Τράπεζα της Ελλάδος οργανώνεται να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά το νέο περιβάλλον των τραπεζικών αγορών.

Ο κύριος **Γκόρτσος**, η νομοθεσία των αγορών για τις κεφαλαιαγορές έχει πλήρως ενσωματωθεί έγκαιρα και αποτελεσματικά στο Ελληνικό Χρηματιστηριακό Δίκαιο.

Ο κύριος **Κωνσταντινίδης**, στη σύγκρουση ανάμεσα στην αξία για την αναζήτηση της αλήθειας και την αξία του επαγγελματικού απορρήτου, ορισμένες φορές υπερισχύει η αξία του επαγγελματικού απορρήτου στην ποινική δίκη.

Ο κύριος **Ασπρογέρακας**, η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς έχει υπερβεί την

παραδοσιακή αντίληψη της διοικητικής παρέμβασης, ενώ σήμερα ειδικά η αποτελεσματική εποπτεία ενάντια στην κατάκτηση της αγοράς απαιτεί τη θέσπιση αντικειμενικών κριτηρίων εξέτασης τυχόν καταχρηστικών πρακτικών ή σημαντική ενίσχυση των ανακριτικών αρμοδιοτήτων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η κυρία **Philippou**, με δυο λέξεις **bold and resolute**.

Ο κύριος **Παννούλης**, η ιστορία και η σημασία της για την ανάπτυξη του ρυθμιστικού πλαισίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Ο κύριος **Λαγκαφώσης**, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς πρέπει να έχει όλες τις απαιτούμενες αρμοδιότητες για την άσκηση του έργου της αλλά να τελεί και η ίδια υπό αυστηρό έλεγχο.

Ο κύριος **Τέντες**, οι νομολογιακές εξελίξεις των τελευταίων ετών σε διάφορα θέματα χρηματιστηριακού Δικαίου και ιδίως τα ζητήματα παραγραφής των αξιώσεων από συμβάσεις χρηματιστηριακής παραγγελίας, της αποδείξεως των συμβάσεων αυτών και το ζήτημα του επιτρεπτού της παροχής πιστώσεων εκ μέρους των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών προς τους πελάτες τους αποτελούν ιδιαίτερα σημαντικά ζητήματα.

Η κυρία **Λάνη** τόνισε ότι η διαφάνεια αποτελεί βασικό ζήτημα ενίσχυσης εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο κύριος **Τσουτσάνης** ανέφερε τη σημασία της εξειδίκευσης των δικαστών.

Ο κύριος **Conway** ανέπτυξε την επίπτωση της κρίσης από την αγγλική τράπεζα **NORTHERN ROCK**, επεσήμανε την ανάγκη συνεργασίας μεταξύ εποπτικών αρχών.

Η κυρία **Δριστά** περιέγραψε το προληπτικό και κατασταλακτικό έργο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που έχει ως στόχο τον περιορισμό φαινομένων χειραγώγησης και κατάκτησης προνομιακών πληροφοριών.

Η κυρία **Schierhorn** ανέφερε την ανάγκη συνεργασίας με στόχο την αποφυγή χειραγώγησης των αγορών.

Ο κύριος **Χαμπέος** μας είπε ότι τα παράγωγα προϊόντα είναι απαραίτητα σε μία αναπτυσσόμενη χρηματοοικονομική αγορά αλλά απαιτούν εξειδικευμένη γνώση και συνετή χρήση για να είναι αποτελεσματικά στο εποπτικό και στο ρυθμιστικό πλαίσιο.

Ο κύριος **Μερσίνης**, η απαγόρευση νομιμοποίησης των εσόδων από παράνομες δραστηριότητες όπως υιοθετήθηκαν από την ελληνική νομοθεσία από το νόμο 2331/95 για πρώτη φορά και τροποποιήθηκαν από το νόμο 2424/2005, βοήθησαν στην ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Ο κύριος **Galvao** μας συμβουλεύει «Adapt to new times and challenges».

Η κυρία **Απαλαγάκη** μας ενημέρωσε για την ανάδειξη των νομικών σχέσεων που διέπουν όλους τους εμπλεκόμενους φορείς στη διαδικασία αναδοχής τίτλων.

Ο κύριος **Παπαδήμος** μας είπε ότι τα ενημερωτικά δελτία αποτελούν πηγή ενημέρωσης και αναφέρθηκε στο νόμο 3401/2005.

Ο κύριος **Λιάπτης** αναφέρθηκε στις πρόσφατες εξελίξεις στο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο της Τράπεζας της Ελλάδος.

Ο κύριος **Παπαγεωργίου** τόνισε ότι οι αλλαγές στη δομή και στον τρόπο διάχυσης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών απαιτεί συνεχή ενημέρωση.

Ο κύριος **Δρυλλεράκης**, η εταιρική διακυβέρνηση περιέχει τους πρόσθετους κανόνες συνδεδετικού Δικαίου που επιβάλλονται στις εισηγμένες εταιρείες προκειμένου να υπηρετηθεί η διαφάνεια και η απρόσωπη αντικειμενική λειτουργία της.

Η κυρία **Αλεξανδροπούλου** προσέγγισε το θέμα του «the squeeze out» και τα νομικά ζητήματα που ενδεχομένως να προκύπτουν από την εφαρμογή του θα χρειαστεί να απασχολήσουν τη Δικαιοσύνη.

Ο κύριος **Καραγιάννης** διατύπωσε τη θέση ότι οι εταιρείες που μετέχουν στην αγορά των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι εποπτευόμενοι οργανισμοί και η εποπτεία τους αναδεικνύεται από τη θέσπιση κανόνων και προϋποθέσεων.

Ο κύριος **Μαμμωνάς** αναφέρθηκε στις πρόσφατες εξελίξεις στο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο.

Ο κύριος **Φράγκος** μας είπε ότι χρειάζεται να τηρούνται συγκεκριμένες διαδικασίες για τις επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων.

Ο κύριος **Μιχαλόπουλος** τόνισε ότι η ρύθμιση αποτελεί σύνθετο ζήτημα και ότι η διαμόρφωση άλλης ρύθμισης απαιτεί την ενσωμάτωση πολλών εποπτικών παραγόντων και εναλλακτικών προσεγγίσεων.

Ο κύριος **Τσιμπανούλης** μας είπε ότι οι τίτλοι σε λογιστική μορφή και η ενιαία Ευρωπαϊκή Αγορά δημιουργούν νέα δεδομένα στην εκκαθάριση συναλλαγών επί τίτλων και το Ελληνικό Δίκαιο οφείλει να αφομοιώσει με τελολογική, συστηματική και λειτουργική αποτελεσματικότητα τα νέα συναλλακτικά μορφώματα.

Ο κύριος **Ποταμίτης** αναφέρθηκε στη ρύθμιση της αγοράς, αποβλέπει στην προστασία των εύλογων επενδυτικών προσδοκιών και όχι στην εξασφάλιση του επενδυτικού κοινού.

Ο κύριος **Ζαφειρόπουλος** προσέθεσε για τα ελληνικά, διεθνή και ελεγκτικά πρότυπα ότι είναι το μέτρο για τη μέτρηση της ευθύνης των ελεγκτών.

Ο κύριος **Ορφανίδης** επικρότησε την ανάπτυξη ενοποιημένης εποπτείας του κλάδου των χρηματιστηριακών υπηρεσιών τονίζοντας την ανάγκη ίσης μεταχείρισης όλων των εταιρειών του χρηματιστηριακού κλάδου.

Η κυρία **Parnell** τόνισε ότι «Injunctive relief is the most effective and immediate remedy available to regulatory agencies».

Ο κύριος **Χαραλάμπους** κατέληξε σε ένα συμπέρασμα «ότι το όραμά μας πιστεύω πρέπει να είναι μία Ελλάδα με αποτελεσματικές και συντονισμένες δραστηριότητες και εποπτικές αρχές» και η αποστολή μας είναι «η εξυπηρέτηση των ενδιαφερομένων φορέων για μία ομαλή λειτουργία της αγοράς».

Ευχαριστώ πάρα πολύ.

12. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ



12.1 Rory Conway: The Sub-Prime Crisis and Liquidity Squeeze – Legal Implications for Central Banks

Outline

- Introduction to the Financial Markets Law Committee
- Brief description of liquidity crisis in UK Asset-Backed Commercial Paper market
- Discussion of potential central bank interventions and the legal issues arising
 - ‘covert’ market operations (MAD & state aid)
 - ‘Montreal Accord’ (competition law issues)
- Conclusions

Good afternoon and thank you very much indeed for having me. It is a great pleasure for me to attend today on behalf of the Financial Markets Law Committee of the Bank of England. I very much hope that, as approach the end of the second day of the conference approaches, your appetite for hearing about financial law remains as voracious as it was when you started on Friday afternoon.

INTRODUCTION TO THE FINANCIAL MARKETS LAW COMMITTEE

The Financial Markets Law Committee is made up of senior lawyers drawn from a selection of the main financial and legal institutions across the City of London. Its role is to identify issues of legal uncertainty in the framework of the wholesale financial markets which might give rise to material risks, and to consider how such issues should be addressed. The Committee is housed in and backed by the Bank of England, but is in fact wholly independent.

In the context of financial markets supervision, I’m going to speak about the recent ‘liquidity crisis’ in the UK market for certain transferable securities known as asset-backed commercial paper or asset-backed bonds. That liquidity crisis, which has not yet subsided, a few weeks ago came close to precipitating

a wider financial crisis in the UK by threatening the viability of major financial institutions such as NORTHERN ROCK plc. Various legal issues arise in relation to the types of response available to central banks in such times of crisis and I propose to briefly outline a couple of them.

DESCRIPTION OF LIQUIDITY CRISIS IN UK ASSET-BACKED COMMERCIAL PAPER MARKET

As has been well documented, the crisis currently gripping many of the world's major markets is believed to have its origins in the US sub-prime mortgage market. US mortgages were used as assets to secure commercial paper, the issuance of which is a popular method of raising debt finance. In the UK, some banks even began to favour this method of financing over the taking of deposits as a method of raising funds for loans to the retail market. This debt was then repackaged many times over as it was traded on the global markets, until the point was reached where the party in possession of commercial paper could no longer identify the specific assets that secured that paper. The news that a significant amount of bad debt existed in the US mortgage market was particularly damaging in this context, because holders of commercial paper could not be sure how much of that bad debt they were exposed to. Such uncertainty rapidly breeds illiquidity. This situation was greatly compounded in the markets for commercial paper because the maturity periods of the paper being traded were significantly shorter than the maturity periods of the assets underlying it, with the result that issuers needed short term liquidity in order to meet liabilities that were not matched with underlying revenues.

Unlike some of its counterparts in other jurisdictions (most notably the European Central Bank) the Bank of England initially refused to inject liquidity into the markets.

DISCUSSION OF POTENTIAL CENTRAL BANK INTERVENTIONS AND THE LEGAL ISSUES ARISING

- 'covert' market operations (MAD & state aid)
- 'Montreal Accord' (competition law issues)

NORTHERN ROCK plc is a UK bank that was particularly exposed to the US

mortgage market, having switched its finance-raising focus away from deposit-taking and towards the issuance of commercial paper about a year earlier. In early September, as a maturity date for its commercial paper approached, NORTHERN ROCK was in urgent need of liquidity. Market conditions being what they were, however, the bank was unable to turn to other market participants for the cash it needed. Ultimately the Bank of England stepped in and publicly bailed it out with a number of fairly sizeable loans. This very nearly backfired, however, as the public nature of the bail-out caused depositors to panic and to begin queuing outside of NORTHERN ROCK branches in order to remove their savings. This, of course, compounded NORTHERN ROCK's liquidity problems, and a full-scale run on the bank was only avoided when the UK government took the unprecedented step of itself guaranteeing deposits.

Criticism has been levelled at the Bank of England for choosing to intervene so publicly. Surely a covert loan to NORTHERN ROCK would have been preferable as it would not have panicked the public? While the Financial Markets Law Committee is not privy to legal advice received by the Bank, it has been suggested in the press that the EU's Market Abuse Directive presented an apparent restriction on such covert action.

The Market Abuse Directive provides (at Article 6) for “[i]ssuers of financial instruments to inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns” them. This, it has been argued, prevents a central bank from engaging in covert market operations – the idea being that any loan made by the central bank to a liquidity strapped issuer would immediately result in an obligation upon that issuer to inform the public that the loan had been made.

The Directive contains two provisions by which the rule requiring disclosure might be circumvented. The first is contained in Article 6 itself, which goes on to say that “[a]n issuer may ... delay the public disclosure of inside information ... such as not to prejudice his legitimate interests ... provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information”. The European Commission has argued that the Bank of England could have relied on this provision in the NORTHERN ROCK scenario, but the Bank of England insists that it was caught by Article 6, despite the existence of this caveat.

One might speculate that it took the view that the caveat could not apply as NORTHERN ROCK would have been unable to “ensure the confidentiality” of any covert operations. For example, when it first became clear that liquidity in the

markets was low, there was an instance when the Bank of England's 'standing facility for overnight lending' was drawn upon. The identity of the borrower was intended to be kept secret in order to protect its reputation and thereby to avoid discouraging other institutions from using the facility. However, in only a matter of hours, the entire market knew that the borrower was Barclays.

The second potential way around the Article 6 disclosure provision is contained in Article 7 of the Market Abuse Directive. The latter Article provides that the “[D]irective shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary ... policy by a ... national central bank...”. If a covert money market operation could be characterised as “monetary policy” for these purposes then the Market Abuse Directive would not apply to such an operation. In the NORTHERN ROCK case, however, no such argument was available to the Bank of England, since the UK implementation of the Market Abuse Directive operates in such a manner as to apply the carve-out only to the central bank itself, and not to the private counterparty. NORTHERN ROCK itself, therefore, would still have been required to make a public disclosure.

The public debate on the NORTHERN ROCK crisis has focussed on the Market Abuse Directive, but there is a second potential legal issue relating to bail-outs of individual institutions, which arises out of the EU rules on ‘state aid’. Article 87 of the EC treaty contains a prohibition on “aid granted by a member state or through state resources in any form whatsoever” – this would seem to catch, potentially at least, a financial bail-out (particularly if the bail-out applied to a single institution as opposed to an entire market or sector).

Clearly, there is an argument that the bail-out of NORTHERN ROCK was a ‘market stability measure’ and was therefore not in the nature of state aid. One might well accept that the bail-out of an otherwise sound entity which runs short of liquidity as a result of a market problem is not a ‘state-aid’ for the purposes of Community law. Whether or not that would be a fair characterisation of the NORTHERN ROCK situation is a more difficult question.

Cash injections from central banks are not, of course, the only way in which market liquidity problems can be overcome. A more novel approach to alleviating the liquidity problems in the commercial paper market has been taken in Canada, where a similar ‘crisis’ to that unfolding in the UK has been taking

place. Back in August, the major institutions involved in the Canadian commercial paper market got together and ‘froze’ the market for a set period, originally due to expire in mid-October. During this frozen period, the idea was to broker an arrangement whereby all outstanding asset backed commercial paper would be converted into term floating rate notes maturing no earlier than the scheduled termination date of the corresponding underlying assets. In other words, the maturity dates of the assets and liabilities in the market would be brought into line with one another, hopefully prompting market participants to resume trade. This arrangement has come to be known as the **Montreal Accord**. The standstill period has recently been extended by a further two months (to 14 December), but the group of institutions involved in negotiating the longer term arrangements are currently predicting that a final deal will be achieved in time for that revised deadline.

In the Canadian example, there was much speculation that Caisse – the largest pension manager in Canada and a major holder of commercial paper – had ‘knocked heads together’ in order to broker the deal. This prompts the question: is there any reason, in principle, why a central bank such as the Bank of England could not engage in a similar ‘head-knocking’ exercise?

Regardless of the practicalities of this question, a legal issue arises, as a deal within Europe would need to be compliant with the EC Competition rules. An arrangement whereby institutions undertook to restrict trade in commercial paper would be at risk of violating the Article 81 prohibition on agreements that have “*as their object or effect*” the restriction of competition within the EU. Any arrangement of the kind agreed in Montreal would have to be brought within the safe-harbour provided in paragraph 3 of Article 81, which applies to agreements that contribute to “*improving the production or distribution of goods or to promoting technical or economic progress ...*”.

In the UK, Article 81 of the EC treaty is bolstered by national law by virtue of section 2 of the 1998 Competition Act, which also contains a prohibition on agreements that restrict competition. Were it to attempt to broker a deal in the nature of the Montreal Accord, the Bank of England would need to ensure, in addition to complying with Article 81, that it acted in accordance with the UK Competition Act. Various obstacles arise in relation to compliance with the UK Act, but those obstacles are, with sufficient care and planning, surmountable.

CONCLUSIONS

In conclusion, there are a number of laws that are designed to facilitate efficient economic behaviour, but that can potentially tie the hands of central banks as they attempt to respond to financial crises. This despite the fact that those laws were neither primarily aimed at central banks nor designed with financial crises in mind. The rules that I have mentioned emanate from the EU as opposed to the national legislature, but the manner in which they are implemented on a national level can have the effect of compounding their restrictive effects.

There are, in the UK at least, usually ways in which these restrictions may be circumvented for the purposes of crisis control. However, complex issues can arise, and central banks may be well advised to consider how those issues are to be resolved in the event of a crisis, prior to the occurrence of such a crisis.

12.2 Gil Galvao: Money Laundering

INTRODUCTION

My topic for today is money laundering.

But before engaging directly in the subject, allow me to mention three stories that may be of interest for the reflection I wish to make. Two of them are related to my mandate as Vice President of the Portuguese Securities' Market Commission. The third happened during my Presidency of the Financial Action Task Force.

The first one deals with futures contract. It was reported that someone had a long position with a broker, having agreed on a fixed purchase price to buy some commodity from the seller at the expiration of the contract. But it was also found that the same person had also a short position that was a mirror of the first position, having agreed to sell the same commodity to a buyer at the same fixed sales price and at the same expiration date. This seems bizarre!

The second case involved transactions with stock of a certain company that had been excluded from the primary market and that was somehow dormant in the limbo of the so-called "third market"... At a certain point in time, after more than six months without any transaction at all, there was an offer to buy those shares at roughly the equivalent of 3.00 Euro each. A transaction took place,

and 3000 shares were bought, let's say by John, at that price. Fifteen days later, a takeover bid on company A was publicly announced by company B at the price of roughly the equivalent to 8.00 Euro per share. John sold the shares, and thus made a profit of roughly Euro 15,000, not much money, that's true. However, investigations conducted, it was found that the decision to make the takeover bid at the price of 8.00 Euro per share was taken one month before its delayed public announcement, and fifteen days before the transaction at 3.00 Euro per share took place; it was also found that John was a neighbour and close friend of, let's name him Peter, one of the directors of company B that made the bid; that Peter participated in the meeting of the directors of B that decided the bid and fixed the 8.00 Euro price; and, finally, it was also found that the day after the takeover transaction was finalized, a check on the amount equivalent to roughly 7,500 Euro was deposited by John on the bank account of Peter. Notwithstanding all these facts, the competent Public Prosecutor office did not accuse anybody of insider trading, on the ground that the existing evidence was indirect... Odd coincidences only!

Finally, the third story.

At a FATF plenary meeting there was a huge discussion on the need to reverse the burden of proof on money laundering cases, so that monies and property in possession of people involved in criminal activities with no known profession or other source of wealth could be confiscated or declared lost in favour of the State.

While there were many arguments in favour of such a position, a representative of one of the member countries around the table surprised almost everybody by stating that he saw no need for such a change on his country's laws. Asked why he held that opinion, our friend stated that, in his country, as a rule, judges, using the general principles of assessing evidence in accordance with the rules of experience and based on their free conviction, had usually no difficulty to ascertain that all those huge amounts of money or property in possession of someone involved in criminal activities that had neither a known professional activity nor a known legal source of income were the products of his criminal activity, and thus immediately subject to confiscation, without the need to link them to a specific criminal act. Is this a surprise?

Now, let's deal with money laundering that my time is running short!

1. Fighting Money Laundering

It all started in the middle of the 1980's when a threat haunted the world – the threat of drugs and drug traffickers. Similarly to what happens today with terrorism, States and citizens were concerned with the terrible scourge that drug consumption represented. It was then that began the systematic attempt to prevent criminals and criminal organizations from profiting from their criminal acts.

Money laundering is the processing of the criminal proceeds to conceal their illegal origin. In popular terms, it consists in “making dirty money look clean” or “make crime pay”. The main aim of the launderer is to disguise, definitely, the illicit origin of the substantial profits generated by the criminal activity, so that such profits can be used as if they were derived from a legitimate source. This is done by screening the sources, changing the form, or moving the funds to less controlled places. The main difficulty to identify the money laundering procedure lies, however, in the fact that the money laundering transactions are of similar nature as legitimate transactions, the only difference being the criminal origin of monies involved.

Fighting money laundering is, thus, an attempt to depriving criminals from the possibility of profiting from their criminal acts, and this was the approach of the 1988 UN Vienna Convention, of all early nineties international instruments, including the FATF 40 Recommendations, as well as of the 2000 UN Palermo Convention on Transnational Organized Crime. The concept underlying the fight against the laundering of the proceeds of a criminal activity is therefore the following: if you cannot prevent the criminal activity itself from existing, you should at least make all the efforts to deprive the criminals from the proceeds of their crimes!

2. Recent developments: Combating terrorist financing

In the aftermath of the 9/11 attacks, the fight against money laundering was broadened to cover also the combat against terrorism financing. The Financial Action Task Force approved, on October 31st, 2001, the Eight Special Recommendations on Terrorist Financing. Further to the call for the ratification of the UN instruments against terrorist financing (Rec.1), the Special Recommendations deal with the criminalisation of the financing of terrorism and associ-

ated money laundering (Rec.2), the freezing and confiscation of terrorist assets (Rec.3), the reporting of suspicious transactions related to terrorism (Rec.4), the international co-operation (Rec.5), the alternative remittance systems (Rec.6), the wire transfers (Rec.7) and the non-profit organisations (Rec.8).

In 2005, a new 9th Special Recommendation on “Cash Couriers” has been adopted.

3. Recent developments: Revision of the FATF 40 Recommendations

Noting that money laundering methods and techniques did change, namely with the use of legal persons to disguise the true ownership and control of illegal proceeds, and the increased use of professionals to provide assistance in laundering criminal funds, the Financial Action Task Force decided to review its 40 Recommendations, which were approved during the FATF Plenary meeting of June 2003.

There were significant changes to the existing Recommendations, and the aim was, quoting the FATF press release, to “*create a comprehensive, consistent and substantially strengthened international framework for combating money laundering and terrorist financing*”. Some of the most relevant changes include, in the penal area:

- the reference to the UN Palermo Convention on Transnational Organized Crime;
- the adoption of a stronger standard for money laundering predicate offences, specifying a list of crimes that must be considered as such. This list includes participation in an organized criminal group and racketeering; terrorism, including terrorist financing, trafficking in human beings and migrant smuggling, sexual exploitation, including sexual exploitation of children, illicit trafficking in narcotic drugs and psychotropic substances, illicit arms trafficking, illicit trafficking in stolen and other goods, corruption and bribery, fraud, counterfeiting currency, counterfeiting and piracy of products, environmental crime, murder, grievous bodily injury, kidnapping, illegal restraint and hostage-taking, robbery or theft, smuggling, extortion, forgery, piracy, and insider trading and market manipulation;
- the inclusion of key institutional measures in anti-money laundering systems, notably regarding international judicial and judiciary co-operation.

And also some changes on the financial side, including:

- the expansion of the Customer Due Diligence process;
- an enhanced customer identification measures for higher risk customers and transactions, including politically exposed persons;
- the extension of money laundering measures to accountants, notaries and independent legal professionals;
- the extension of many anti-money laundering requirements to cover terrorist financing.

4. Recent developments: the 2005 European Union Directive

On October 26, 2005, the third European directive on money laundering was published. The “Directive 2005/60/EC of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing” represents Europe’s commitment to fighting the international problems of money laundering and terrorist financing by implementing the global standards produced by the Financial Action Task Force in the 2003 revised Recommendations.

There are some significant differences to the second money laundering directive:

a) The main difference is the inclusion of terrorist financing within the subject matter of the Directive further to money laundering;

b) Interesting might be the definition of «politically exposed persons», meaning “natural persons who are or have been entrusted with prominent public functions and immediate family members, or persons known to be close associates, of such persons” as well as the definition of «beneficial owner» meaning the natural person(s) who ultimately owns or controls the customer and/or the natural person on whose behalf a transaction or activity is being conducted”;

c) Regarding customer due diligence, the Directive includes a new explicit requirement for ongoing monitoring. It is also more precise over the obligation to identify and verify the identity of any beneficial owner. It now explicitly prohibits credit and financial institutions from keeping anonymous accounts or anonymous passbooks. And, further to non face to face transactions it also requires enhanced due diligence for customers or situations that are by their nature higher risk, including also transactions or business relationships with

a politically exposed person residing in another Member State or in a third country, but it allows firms to determine the extent of customer due diligence requirements on a risk sensitive basis.

5. Old Problems

Notwithstanding these recent developments, some problems remain. From the legal point of view, we may mention:

- The question of the autonomy of the money laundering offence and its distinction with the crime of handling (*recel, Hehlerei*), which may depend on whether the defendant's intention was to launder the proceeds of crime or merely to assist a thief; and with the crime of obstruction of justice (*Strafvereitelung*);

- The question of which legal interest is protected by the incrimination of money laundering: whether it is the same interest that is protected with the incrimination of the predicate offence (like in handling); or a collective value, like the economical order, the free market, the credibility of the financial system or even State internal security; or the administration of justice; or the recognition of money laundering as a multi-offensive crime violating several values; and the related problem of self-laundering;

- The question of shell corporations, and the admissibility of companies that incorporate themselves in a jurisdiction where they, deliberately, do not intend to have any activity at all;

- The question of bank secrecy;

- The question of professional secrecy or of confidentiality privilege and the so-called Gatekeepers.

Taking into account my time restrictions, I'll deal only with two of these matters: A) Bank Secrecy; and B) Gatekeepers

A) BANK SECRECY

The basic rule for any financial institution complying with its obligations to counter money laundering and terrorist financing is to know his customer. This is the only way to avoid being the vehicle for criminal activities from customers abusing its ignorance. The corresponding item of this duty is, on the side of

the criminal investigation, the access to the relevant data existing on financial institutions.

In this context, it must be acknowledged that banking confidentiality is a key element of any modern financial system. However, it is universally recognised that there are limits to such confidentiality. Actually, a financial institution that keeps the confidence of criminals is fast on the way to becoming a criminal institution itself, and cannot be allowed to remain with impunity. So, one issue has to be solved before and during the course of the investigations: the problem of bank secrecy. As far as bank secrecy is concerned, it must be said that in cases of money laundering and terrorist financing, legislation has to make it clear that there is no room for bank secrecy. This is of paramount importance for the development of the fight against those criminal activities.

The rejection of bank secrecy in cases of money laundering and terrorist financing has two important consequences:

i) The first one is that any financial institution subject to bank secrecy rules (or other rules of professional secrecy), which has to comply with the obligation to report suspicious transactions should be exempted from any liability whatsoever, provided that it has reported in good faith;

ii) The second consequence is that no entity should be able to refuse the disclosure of any information requested by the competent judicial authority in cases of investigation of money laundering or terrorist financing.

The fact that the money laundering transactions are of similar nature as legitimate transactions, the only difference being the criminal origin of the monies involved, makes it already difficult to identify the procedure; thus it is absolutely paramount to override bank secrecy, and it is impossible to build an effective anti-money laundering system where bank secrecy reigns!

B) GATEKEEPERS

The question of the submission of lawyers and accountants to anti-money laundering and terrorist financing obligations has raised controversy. During the last years, a new term has made its career in the anti-money laundering jargon: the gatekeeper. A gatekeeper can be defined as someone who is responsible for allowing someone else access to a field, although he/she does not necessarily own the gate or the field he/she allows someone to access to.

Gatekeepers are, according to the recent terminology, lawyers and account-

ants. They may provide numerous services, which can be misused for money laundering purposes: introduction to banks and other financial institutions, management of deposit, savings or securities accounts, real estate transactions, investment services, company formation, creation of trusts, etc. However, lawyers have a special privileged relation with their clients within the framework of the fundamental right of defence. Therefore, the imposition of the obligations laid down in the directive on lawyers raises some difficult issues, namely on how to harmonize the requirements of the professional secrecy and the needs to fight organized crime. A balanced solution requires a lot of good sense, and a particular ability to find the adequate answers, specifically to identify cases where lawyers should be subject to anti-money laundering provisions and cases where their activities should be excluded from such provisions.

After a deep debate, the Council and the Parliament of the EU decided that notaries and independent legal professionals, as defined by the Member States, should be made subject to the provisions of the Directive when participating in certain financial or corporate transactions, since in these transactions there is a greater risk of their services being misused for money laundering purposes.

The new Article 2, nr. 3, b) subjects notaries and other independent legal professionals to the obligations laid down in the directive when “they participate, whether by acting on behalf of and for their client in any financial or real estate transaction, or by assisting in the planning or execution of transactions for their client concerning” some specific financial transactions. The rationale for this solution is the idea that the privilege of professional secrecy was granted to the lawyer/customer relationship to safeguard the fundamental right of defence. The execution of financial transactions, namely in the transactions referred to in the 2005 Directive on behalf of their clients and with their clients money, cannot be construed as a typical act of the lawyer’s profession, and therefore may not deserve that kind of protection. On the other hand, from the axiological point of view, the value of the fight against serious criminality precedes, in these cases, other values, not necessarily related to the fundamental right of defence.

However, Member States shall not be obliged to apply the obligations to report suspicions and to provide the authorities with all necessary information to notaries, independent legal professionals, with regard to information they receive from or obtain on one of their clients, in the course of ascertaining the legal position for their client or performing their task of defending or repre-

senting that client in, or concerning judicial proceedings, including advice on instituting or avoiding proceedings, whether such information is received or obtained before, during or after such proceedings. This should mean that when somebody, be it a lawyer or someone else, is acting as a financial intermediary (whether this is legal or not is a different question) he/she should be subject to the obligations of the financial intermediaries.

The provisions of the Directive were an attempt to find a balanced solution for the problem of making compatible the fundamental right to the defence and the need to fight highly organized criminal activities, including money laundering and terrorist financing. Still it is open to discussion whether that balance was actually achieved and whether the submission of lawyers to the obligations of the Directive will have an effective impact on the fight against money laundering.

In this context let me just make a short reference to a decision taken by the German Constitutional Court on March 30, 2004, in a case where two lawyers, convicted for money laundering, had put forward constitutional complaints (*Verfassungsbeschwerde*) for violation of their fundamental rights. The lawyers were acting for some people who were involved in some kind of financial fraud, namely a type of *Ponzi scheme-Pyramid scheme*. The *Bundesverfassungsgericht* started by stating that the acceptance of monies by lawyers for payment of their fees could fulfil the legal type of the money laundering crime, and that this does not raise any constitutional problem. Then, the Court held that § 261, 2, 1 of the Penal Code (incriminating money laundering) is in conformity with the Fundamental Law insofar as the defence Attorney in penal procedure is punishable only when he knows for sure (*sichere Kenntnis*) at the moment of accepting the payment of his fees that the funds that are being given him for payment of his services are derived from a predicate offence to money laundering!

C) CONCLUSION

To conclude allow me to return to the stories I've mentioned at the beginning and try to take away some lessons from them.

The first case illustrates on one side the imagination of launderers and on the other side the difficulties that the authorities may find to identify a laundering procedure. In fact, it may seem a bit odd that someone takes mirror position

on the futures market. It's apparently a no lose/no win game. But, if the losses incurred in one of the contracts are settled with «dirty money», the scenario changes completely. The launderer will get rid of the dirty money, and will get a quite nice explanation for its wealth: legitimate profits from innocent futures contracts. It becomes a win/win game!

The second case illustrates how difficult is to fight sophisticated crimes in the late 20th or early 21st centuries with 19th century concepts. The idea that charging someone with a financial crime accusation demands such a degree of evidence that in the limit would somehow require a written confession of the crime perpetrators seems definitely excessive!

Finally, the third case illustrates two different legal cultures. One, more theoretical, that seems to believe that all problems may be solved with a new change in legislation: reverse the burden of proof and the money laundering problem will be solved... The other, a much more pragmatic approach: knowing that its success may depend from the way facts are read by those who have to judge, attempts to open the road to the adaptation of the traditionally existing instruments to new times and challenges.

*

That is exactly what it is needed in the near future: adapt legal culture to the new times and challenges!

13. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΜΜΕΤΑΣΧΟΝΤΩΝ



Ένωση Δικαστών και Εισαγγελέων
Πρόεδρος: Κυριτσάκης Δημήτριος

Σύνεδροι

ΑΓΓΕΛΑΤΟΥ ANNA	ΓΚΑΡΑ ΣΤΑΜΑΤΙΑ
ΑΓΓΕΛΟΠΟΥΛΟΥ ANΤΩΝΙΑ	ΓΡΙΒΑ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ
ΑΓΓΕΛΟΠΟΥΛΟΥ-ΤΡΙΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ	ΔΑΜΑΛΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΑΓΡΑΠΙΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ	ΔΑΜΑΣΙΩΤΟΥ ΑΓΓΕΛΙΚΗ
ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ	ΔΕΜΕΣΤΙΧΑ ΑΓΓΕΛΙΚΗ
ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ ΜΑΡΙΑΝΘΗ	ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ
ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ ΦΩΤΕΙΝΗ	ΔΙΚΑΙΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΑΛΕΞΑΝΔΡΗ ΑΘΗΝΑ	ΔΟΥΛΚΙΔΟΥ ΣΟΦΙΑ
ΑΝΑΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ	ΔΡΑΚΟΥ ΑΓΓΕΛΙΚΗ
ΑΝΑΣΤΑΣΟΠΟΥΛΟΥ ΔΗΜΗΤΡΑ	ΕΥΣΤΑΘΟΠΟΥΛΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΑΝΔΡΕΟΥΛΑΚΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ	ΕΥΣΤΡΑΤΙΑΔΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΑΝΡΕΟΠΟΥΛΟΥ ΜΑΡΙΑ	ΖΑΠΡΑΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ
ΑΣΗΜΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΣΟΦΙΑ	ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΒΑΓΓΕΛΑΤΟΣ ΑΡΙΣΤΕΙΔΗΣ	ΖΙΑΚΑΣ ΣΠΥΡΙΔΩΝ
ΒΑΣΣΑΜΗΣ ΛΑΖΑΡΟΣ	ΖΩΓΡΑΦΟΥ ΓΚΟΛΦΩ
ΒΑΡΚΑ ΜΑΡΙΑ	ΗΛΙΟΠΟΥΛΟΥ ΧΑΡΙΚΛΕΙΑ
ΒΕΛΙΣΣΑΡΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ	ΘΑΝΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
BENETH ΕΥΑΝΘΙΑ	ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΥ ΧΡΙΣΤΙΝΑ
ΒΙΟΠΟΥΛΟΥ ΙΩΣΗΦΙΝΑ	ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΒΛΑΧΟΣ ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ	ΘΩΜΑ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΒΡΥΝΙΩΤΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ	ΘΩΜΑΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΓΑΒΡΙΗΛΙΔΟΥ ΧΡΙΣΤΙΝΑ-ΖΑΦΕΙΡΙΑ	ΙΑΤΡΙΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΓΕΩΡΓΟΥΛΙΑ ΓΙΑΝΝΟΥΛΑ	ΚΑΓΚΑΝΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ
ΓΙΑΜΟΥΖΗ ΕΛΕΝΗ	ΚΑΛΑΜΙΔΑΣ Γ
ΓΚΑΝΗ ΧΡΥΣΟΥΛΑ	ΚΑΛΑΜΠΟΚΑ ΕΥΓΕΝΙΑ
ΓΚΑΝΙΑΤΣΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ	ΚΑΛΛΙΠΕΡΟΠΟΥΛΟΥ ΣΜΑΡΑΓΔΑ
ΓΚΑΝΙΑΤΣΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ	ΚΑΛΟΓΕΡΑΤΟΥ ΕΦΗ
	ΚΑΛΟΥΔΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ
ΚΑΝΕΛΛΟΠΟΥΛΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΚΑΙΠΟΠΟΥΛΟΥ ΣΤΑΥΡΟΥΛΑ
ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗ ΖΩΗ
ΚΑΡΗΣΤΗΝΑΙΟΥ ΣΟΦΙΑ
ΚΑΤΣΙΑΝΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ
ΚΕΦΑΛΑ ΓΙΑΝΝΟΥΛΑ
ΚΕΧΑΓΙΑ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΚΙΜΙΣΚΙΔΟΥ ΘΩΜΑΣ
ΚΙΟΥΣΗ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΚΟΚΜΟΤΟΥ ΕΥΘΥΜΙΑ
ΚΟΣΚΙΝΑ ΑΝΤΩΝΙΑ
ΚΟΤΣΙΦΗ ΕΥΤΕΡΠΗ
ΚΟΥΙΝΕΛΗ ΜΑΡΙΑΝΝΑ
ΚΟΥΛΑΞΙΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΚΟΥΡΑΚΟΥ ΜΑΛΑΜΑΤΕΝΙΑ
ΚΟΥΤΣΟΠΑΓΟΥ ΑΝΤΩΝΙΑ
ΚΡΗΤΙΚΟΥ ΣΟΦΙΑ
ΚΡΙΤΣΙΝΕΛΙΑ ΜΑΡΙΑ
ΚΥΡΙΤΣΑΚΗ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ
ΚΥΡΙΤΣΑΚΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ
ΚΩΝΣΤΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ ΘΕΩΝΗ
ΛΙΑΚΕΑ ΣΤΑΥΡΟΥΛΑ
ΛΙΑΝΟΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ
ΛΟΥΙΖΙΔΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΛΥΜΠΕΡΟΠΟΥΛΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ
ΜΑΓΓΑΝΑ ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΙΑ
ΜΑΓΓΙΝΑΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΜΑΛΛΙΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ
ΜΑΝΕΤΤΑ ΧΡΥΣΟΥΛΑ
ΜΑΝΤΑΚΑ ΙΩΑΝΝΑ
ΜΑΝΩΛΙΔΗ ΕΥΘΥΜΙΑ
ΜΑΝΩΛΙΔΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΜΑΡΟΥΔΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΜΑΥΡΟΕΙΔΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΜΕΛΑ ΕΛΙΣΣΑΒΕΤ

ΜΕΛΙΣΣΙΝΟΣ ΑΝΤΩΝΙΟΣ
ΜΕΝΤΖΕΛΟΠΟΥΛΟΥ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ
ΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΥ-ΜΠΑΛΑΜΠΙΑΝΗ
ΜΑΡΙΑ
ΜΙΧΟΥ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ
ΜΟΚΚΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΜΟΥΤΕΒΕΛΛΗ ΓΕΩΡΓΙΑ
ΜΠΑΛΤΑΔΑΚΗ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΜΠΑΤΖΑΚΗ ΒΟΥΛΑ
ΜΠΑΤΡΗ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΜΠΙΤΖΟΥΝΗ ΔΙΟΝΥΣΙΑ
ΜΠΟΓΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΜΠΟΖΙΟΝΕΛΛΟΥ ΤΙΝΑ
ΜΠΡΑΤΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΜΩΡΑΪΤΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΝΑΣΤΟΥΛΗ ΑΓΓΕΛΙΚΗ
ΝΙΚΟΛΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΕΛΕΝΗ
ΝΙΚΟΛΟΠΟΥΛΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ
ΝΟΥΛΛΕΛΗ ΞΑΝΘΗ
ΝΤΕΛΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΝΤΟΤΣΙΚΑΣ ΣΕΡΑΦΕΙΜ
ΕΥΛΙΑ ΙΩΑΝΝΑ
ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΠΑΛΑΙΟΚΑΣΤΡΙΤΗΣ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
ΠΑΛΟΥΚΗ ΗΛΕΚΤΡΑ
ΠΑΝΑΓΟΥ-ΤΣΙΝΤΑΒΗ ΚΑΛΛΙΟΠΗ
ΠΑΝΟΥΤΣΟΥ ΚΟΡΝΗΛΙΑ
ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΟΠΟΥΛΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ-
ΕΛΕΝΗ
ΠΑΠΑΔΑΚΗ ΜΑΡΙΑ
ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ ΚΑΚΚΑΛΙΑ
ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ-
ΣΟΥΡΙΚΟΠΟΥΛΟΥ ΦΑΒΙΟΛΛΑ
ΠΑΠΑΔΟΓΙΑΝΝΗ ΜΑΝΩΛΙΑ
ΠΑΠΑΔΟΓΡΗΓΟΡΑΚΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ ΧΡΥΣΗ
ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΥ ΦΩΤΕΙΝΗ
ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ ΕΥΡΙΑΔΙΚΗ-ΕΛΕΝΗ

4ο ΤΡΙΗΜΕΡΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ ΓΙΑ ΔΙΚΑΣΤΙΚΟΥΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΣ

ΠΑΠΑΗΛΙΟΥ ΧΑΡ.
ΠΑΠΑΘΕΟΔΩΡΟΥ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ
ΠΑΠΑΚΩΣΤΑ ΑΣΗΜΑΚΗ
ΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΑΚΗΣ ΘΕΟΦΑΝΗΣ
ΠΑΠΑΣΤΑΜΑΤΙΟΥ ΚΩΝ/ΝΟΣ
ΠΕΠΠΑΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
ΠΕΡΙΣΤΕΡΑΚΗ ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΥ ΑΣΗΜΙΝΑ
ΠΕΤΤΑΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
ΠΙΝΕΛΛΗ ΚΩΣΤΑΝΘΗ
ΠΡΙΟΒΟΛΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΡΕΠΟΥΣΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΡΕΣΒΑΝΗ ΠΑΡΑΣΚΕΥΗ
ΡΟΥΚΟΥΝΑ ΔΩΡΟΘΕΑ
ΣΑΚΕΛΛΑΡΟΠΟΥΛΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΣΑΛΑΚΑ ΜΑΡΙΑ
ΣΑΛΑΤΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΣΑΛΟΥΣΤΡΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΣΑΜΑΚΟΒΛΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ
ΣΑΜΨΟΥΛΗ ΑΣΗΜΙΝΑ
ΣΕΡΕΤΗ ΒΑΪΑ
ΣΙΑΜΟΥ ΘΕΟΔΩΡΑ
ΣΙΓΑΝΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΣΙΝΑΝΙΩΤΗ ΑΡΙΣΤΕΑ
ΣΤΕΦΑΝΙΔΟΥ ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ

ΣΤΕΦΗ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΣΥΜΕΩΝΙΔΗΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ
ΣΥΜΕΩΝΙΔΟΥ ΜΑΡΓΑΡΙΤΑ
ΣΧΟΙΝΟΧΩΡΙΤΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΤΑΝΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ
ΤΑΦΥΛΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΤΖΙΩΡΤΖΗ ΜΑΓΔΑΛΗΝΗ
ΤΡΙΚΑΛΙΔΗ ΣΤΑΜΑΤΙΑ
ΤΣΑΝΑ ΜΑΡΙΑ
ΤΣΙΧΛΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΤΣΟΥΤΣΑΝΗ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΥΦΑΝΤΗ-ΧΡΥΣΙΚΟΥ ΑΣΗΜΙΝΑ
ΦΛΩΡΙΔΟΥ ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΑ
ΦΡΑΓΚΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ
ΦΩΣΚΟΛΟΣ ΚΥΡΙΑΚΟΣ
ΦΩΤΟΠΟΥΛΟΥ ANNA
ΧΑΒΛΟΠΟΥΛΟΥ ΒΙΟΛΕΤΤΑ
ΧΑΛΕΒΙΔΟΥ ΕΡΡΙΕΤΑ
ΧΑΥΤΙΚΗ ΕΛΕΝΗ
ΧΛΑΜΠΟΥΤΑΚΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΧΟΝΔΡΟΥ ΚΑΛΛΙΟΠΗ
ΧΡΥΣΑΛΛΙΔΟΥ ΔΗΜΗΤΡΑ
ΧΡΥΣΙΚΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΧΥΤΗΡΟΓΛΟΥ ΜΑΡΙΑ



Ένωση Εισαγγελέων
Προέδρος: Μπάγιας Σωτήριος

Σύνεδροι

ΑΓΓΕΛΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΑΚΡΙΤΙΔΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ
ΑΠΟΣΤΟΛΟΥ ΕΙΡΗΝΗ
ΑΡΒΑΝΙΤΗ ΧΡΥΣΟΥΛΑ
ΑΣΠΡΟΓΕΡΑΚΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΑΥΓΗΤΑ ΜΑΡΙΑ
ΑΥΛΙΔΟΥ ΕΥΓΕΝΙΑ
ΒΑΡΔΑΚΗ ΚΑΛΛΙΟΠΗ
ΒΑΡΕΛΑ ΑΝΤΩΝΙΑ
ΒΑΣΙΛΕΙΑΔΟΥ ΕΛΕΝΗ
ΒΕΡΓΩΝΗΣ ΕΥΣΤΑΘΙΟΣ
ΓΑΛΑΤΑΛΗ ΜΑΓΔΑΛΗΝΗ
ΓΙΑΜΟΥΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΓΙΑΝΝΑΚΗΣ ΠΑΝΑΓΗΣ
ΓΚΑΝΕ ΜΑΡΙΑ
ΔΕΛΗΓΙΑΝΝΗΣ ΜΙΧΑΗΛ
ΔΗΜΗΤΡΙΑΔΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ-ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΥ
ΞΕΝΗ
ΔΙΩΤΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΔΟΓΚΑ ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΑ
ΖΑΚΚΑ ΠΑΓΩΝΑ
ΖΗΣΗΣ ΑΧΙΛΛΕΑΣ
ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΚΑΖΑΜΠΑΚΑ ΑΜΑΛΙΑ
ΚΑΛΛΙΔΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΚΑΛΟΥΤΑ ANNA
ΚΑΠΑΓΙΑΝΝΗ ΕΥΣΤΑΘΙΑ
ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΑΚΙΔΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΚΑΡΑΛΗ ΕΛΙΣΑΒΕΤ

ΚΑΡΑΜΑΝΗΣ ΣΤΥΛΙΑΝΟΣ
ΚΑΡΑΤΖΙΟΥ ΑΓΟΡΙΤΣΑ
ΚΑΡΑΦΛΟΣ ΑΝΔΡΕΑΣ
ΚΑΤΣΗ ΙΩΑΝΝΑ
ΚΟΝΤΟΘΑΝΑΣΗ ΘΕΟΦΑΝΙΑ
ΚΟΣΜΑ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΚΟΣΜΙΔΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΚΡΙΝΑ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΚΩΝΣΤΑΝΤΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΗΛΙΑΣ
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ
ΛΑΚΑΦΩΣΗΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ
ΛΙΑΝΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΜΑΝΤΑΚΙΟΖΙΔΗΣ ΣΤΑΥΡΟΣ
ΜΑΡΚΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
ΜΑΡΣΙΩΝΗ ΒΙΚΤΩΡΙΑ
ΜΗΤΡΟΥΛΙΑΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΜΙΧΑΗΛΙΔΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΙΟΣ
ΜΙΧΑΗΛΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ
ΜΟΥΣΟΥΡΗ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΜΠΑΓΙΑΣ ΣΩΤΗΡΙΟΣ
ΜΠΕΤΣΙΚΟΚΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΜΠΟΛΛΗ ΝΙΚΗ
ΜΠΟΡΟΔΗΜΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΜΠΟΤΣΑ ΘΕΟΔΩΡΑ
ΜΠΡΑΚΟΥΜΑΤΣΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ
ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΣΩΤΗΡΙΑ
ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ ΕΥΓΕΝΙΑ
ΠΕΤΟΥΜΕΝΟΥ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
ΠΙΣΧΟΙΝΑ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ

4ο ΤΡΙΗΜΕΡΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ ΓΙΑ ΔΙΚΑΣΤΙΚΟΥΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΣ

ΣΑΠΑΝΤΖΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΣΕΒΑΣΤΙΔΗΣ ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ

ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΥ ΔΕΣΠΟΙΝΑ

ΣΙΣΚΟΥ ΕΛΕΝΗ

ΣΜΥΡΛΗ ΖΩΗ

ΣΜΥΡΛΗ ΟΛΓΑ

ΣΟΥΚΑΡΑ-ΚΑΤΣΙΚΑΔΗ ΜΑΡΙΑ

ΣΤΑΘΟΥΛΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΓΕΝΙΑ

ΤΖΙΒΑ ΕΙΡΗΝΗ

ΤΙΝΤΙΚΑΚΗ ΜΑΡΙΑ

ΤΣΑΜΑΛΗΣ ΑΠΟΣΤΟΛΟΣ

ΤΣΙΑΡΔΑΚΑΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ

ΤΣΙΡΩΝΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

ΤΣΟΡΜΠΙΑΤΖΟΓΛΟΥ ΟΔΥΣΣΕΑΣ

ΦΕΡΕΝΤΙΝΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΧΑΣΙΡΤΖΟΓΛΟΥ ΞΑΝΘΙΠΠΗ

ΧΡΙΣΤΟΓΙΑΝΝΑΚΟΠΟΥΛΟΥ ΑΙΜΙΛΙΑ

ΨΑΝΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΨΑΡΡΑΚΗΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

14. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ 1ης ΗΜΕΡΑΣ

- 16:00-17:00 *Εγγραφή*
- 17:00-17:05 *Έναρξη – Ομάδα Οργάνωσης*
Γιάγκος Χαραλάμπους, Χαράλαμπος Αθανασίου, Λήδα Κοντογιάννη, Ιωάννης Ρόκας
- 17:05-17:25 *Εισαγωγική Ομιλία*
«Νόμος και τεχνολογία: αποδοτική χρήση τους στην παρούσα δομή και οργάνωση των Ελληνικών Δικαστηρίων» Σωτήρης Χατζηγάκης, Υπουργός Δικαιοσύνης
- 17:25-17:30 *Χαιρετισμός*
Δημήτριος Κυριτσάκης, Αντιπρόεδρος Αρείου Πάγου και Πρόεδρος Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων
- 17:30-17:35 *Χαιρετισμός*
Σωτήριος Μπάγιας, Αντιεισαγγελέας Εφετών και Πρόεδρος Ένωσης Εισαγγελέων Ελλάδος
- 17:35-17:50 *Εισαγωγική Ομιλία*
«Ο ρόλος των εποπτικών αρχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην Ελλάδα και στην Ε.Ε.»
Αλέξιος Πιλάβιος, Πρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
- 17:50-18:05 *Εισαγωγική Ομιλία*
«Ο ρόλος και η σημασία της ακαδημαϊκής έρευνας στο έργο των κανονιστικών αρχών»
Γρηγόρης Πραστάκος, Πρύτανης Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
- 18:05-18:20 *Εισαγωγική Ομιλία*
«Νόμοι, δικαστήρια και εισηγμένες εταιρείες»
Παναγιώτης Δράκος, Πρόεδρος Εκτελεστικής Επιτροπής Ένωσης Εισηγμένων Εταιρειών – ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ.
- 18:20-18:30 *Διάλειμμα για καφέ*
- 18:30-19:30 *Παρουσίαση: «Το Χρηματιστήριο Αθηνών: αγορές, συστήματα, χρηματοπιστωτικά μέσα, σχέση με εταιρείες και επενδυτές, εποπτεία»*
Σπύρος Καπράλος, Πρόεδρος Χρηματιστηρίου Αθηνών, Ομάδα Παρουσίασης Χρηματιστηρίου Αθηνών
- 19:30-20:30 *Εισαγωγή στη χρηματιστηριακή διαδικασία*

4ο ΤΡΙΗΜΕΡΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ ΓΙΑ ΔΙΚΑΣΤΙΚΟΥΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΣ

Συντονιστές: Γιάγκος Χαραλάμπους, Αντιπρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και Χαράλαμπος Αθανασίου, Πρόεδρος Εφετών-Γενικός Γραμματέας, Ένωση Δικαστών

«Πρωτογενείς αγορές – Αποκάλυψη εταιρικών πληροφοριών»

Ξενοφών Αυλωνίτης, Διευθυντής Δημοσίων Εγγραφών και Εποπτείας Εισηγμένων Εταιρειών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Δευτερογενείς αγορές και διαδικασία συναλλαγών»

Χαρίλαος Μερτζάνης, Διευθυντής Μελετών, Πιστοποίησης και Μηχανοργάνωσης, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών και ανταλλαγή εμπιστευτικών πληροφοριών»

Ελευθερία Αποστολίδου, Διευθύντρια Διεθνών και Δημοσίων Σχέσεων, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Χρηματοπιστωτικά μέσα – Χρήση και ενδεχόμενοι κίνδυνοι»

Αθανάσιος Χαμπέος, Στέλεχος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Νίκος Τεσσαρομάτης, Καθηγητής, ALBA – Γενικός Διευθυντής, ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ

21:00-23:30 *Δεξίωση*

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ 2ης ΗΜΕΡΑΣ

9:30-10:45 *Συνεδρία 1: Εποπτεία και χρηματιστηριακή νομοθεσία*

Συντονιστές: Γιάγκος Χαραλάμπους, Αντιπρόεδρος, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Εποπτεία της κεφαλαιαγοράς: Στόχοι και θεσμικό πλαίσιο»

Ευάγγελος Νισυραίος, Διευθυντής Νομικών Υπηρεσιών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Ο δικαστικός έλεγχος των χρηματοοικονομικών συναλλαγών»

Ιωάννης Ρόκας, Καθηγητής, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

«Τραπεζική εποπτεία: Η νέα προσέγγιση και οι προκλήσεις εφαρμογής της στην πράξη – Ειδικά θέματα»

Παναγιώτης Κυριακόπουλος, Διευθυντής Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος, Τράπεζα της Ελλάδος

«Η επίδραση του Ευρωπαϊκού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς στη διαμόρφωση του Ελληνικού Δικαίου»

Χρήστος Γκόρτσος, Γενικός Γραμματέας, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

10:45-11:00 *Διάλειμμα για καφέ*

11:00-13:15 *Συνεδρία 2: Εποπτεία και κυρώσεις*

Συντονιστής: Δημήτριος Κυριτσάκης, Αντιπρόεδρος Αρείου Πάγου και

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

Πρόεδρος Ένωσης Δικαστών και Εισαγγελέων

«Το απόρρητο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς»

Άγγελος Κωνσταντινίδης, Καθηγητής, Νομική Σχολή, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης

«Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς “εν δράσει” στην πρόληψη και καταστολή του χρηματιστηριακού εγκλήματος»

Δημήτριος Ασπρογέρακας, Αντεισαγγελέας Εφετών

«The FSA's approach to tackling market abuse and the interaction with the judicial authorities in the UK (Η προσέγγιση της FSA στην αντιμετώπιση κατάχρησης αγοράς και η αλληλεπίδραση με τις δικαστικές αρχές στο Ηνωμένο Βασίλειο)»

Georgina Philippou, Head of Department, Enforcement Division, UK FSA

«Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως διαχρονικός ρυθμιστής της εύρυθμης λειτουργίας των χρηματιστηριακών αξιών»

Γεώργιος Παννούλης, Αρεοπαγίτης

«Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, υπηρεσιακή ευθύνη, δικαστικός έλεγχος»

Χαράλαμπος Λακαφώσης, Αντεισαγγελέας Πρωτοδικών

13:15-14:30 Γεύμα

14:30-15:30 Συνεδρία 3: Εποπτεία εταιρειών χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης

Συντονιστής: Άγγελος Κωνσταντινίδης, Καθηγητής, Νομική Σχολή, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης

«Χορήγηση & ανάκληση άδειας εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών»

Ηλιάνα Λάνη, Νομικός, Τμήμα χορήγησης αδειών και εποπτείας AXE, ΕΠΕΥ & ΑΕΛΔΕ, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Συνεχείς υποχρεώσεις εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών»

Νικόλαος Τσουτσάνης, Δικηγόρος

«Έννομες σχέσεις εταιρείας με πελάτες»

Ιωάννης Τέντες, Αρεοπαγίτης

«The Sub-Prime Crisis and Liquidity Squeeze – Legal Implications for Central Banks (Η κρίση των στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου και η έλλειψη ρευστότητας – Νομικές συνέπειες για τις κεντρικές τράπεζες)»

Rory Conway, Financial Markets Law Committee

15:30-15:45 Διάλειμμα για καφέ

15:45-17:00 Συνεδρία 4: Εποπτεία ενάντια στην κατάχρηση αγοράς

Συντονιστής: Σωτήριος Μπάγιας, Αντεισαγγελέας Εφετών και Πρόεδρος Ένωσης Εισαγγελέων Ελλάδος

«Χειραγώγηση τιμών και αγοράς»

Ανθή Δριστά, Διευθύντρια Παρακολούθησης και Ελέγχου Συναλλαγών
Κεφαλαιαγοράς, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Prosecuting Market Manipulation – The German Approach (Δίωξη της
χειραγώγησης αγοράς – Η γερμανική προσέγγιση)»

Regina Schierhorn, Director, Head of Market Abuse Investigations, BaFin

«Ξέπλυμα χρήματος»

Μιχάλης Μερσίνης, Δικηγόρος, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Gil Galvao, Δικαστής, Αντιπρόεδρος Συνταγματικού Δικαστηρίου Πορτο-
γαλίας

17:00-17:30 **Συνεδρία 5: Εποπτεία εισηγμένων εταιρειών**

Συντονιστής: *Ιωάννης Ρόκας*, Καθηγητής, Οικονομικό Πανεπιστήμιο
Αθηνών

«Ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδοχών»

Χαρίκλεια Απαλαγάκη, Καθηγήτρια Νομικής Σχολής, Αριστοτέλειο Παν/
μιο Θεσσαλονίκης – Πρόεδρος Νομικού Συμβουλίου, Τράπεζα Πειραιώς

20:30-22:30 **Δεξίωση**

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ 3ης ΗΜΕΡΑΣ

9:30-10:45 **Συνεδρία 5: Εποπτεία εισηγμένων εταιρειών**

Συντονιστής: *Ιωάννης Ρόκας*, Καθηγητής, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθη-
νών

«Δημόσιες εγγραφές»

Νικόλαος Παπαδήμος, Τμηματάρχης Δημοσίων Εγγραφών, Επιτροπή Κε-
φαλαιαγοράς

«Ερμηνευτικά ζητήματα από τον κανονισμό αναδοχών»

Χαρίκλεια Απαλαγάκη, Καθηγήτρια Νομικής Σχολής, Αριστοτέλειο Πα-
νεπιστήμιο Θεσσαλονίκης

«Το ενημερωτικό δελτίο (prospectus) – Διοικητικός έλεγχος και αξιώσεις
αποζημίωσης των επενδυτών»

Δημήτριος Λιάππης, Λέκτορας, Νομική Σχολή Πανεπιστημίου Αθηνών

«Συνεχείς χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις εταιρειών»

Στέργιος Παπαγεωργίου, Τμηματάρχης Παρακολούθησης Χρηματοοικο-
νομικών Πληροφοριών Εισηγμένων Εταιρειών, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

«Εταιρικό δίκαιο, εταιρική διακυβέρνηση»

Ιωάννης Δρυλλεράκης, Δικηγόρος

«Συγχωνεύσεις και εξαγορές»

Αντιγόνη Αλεξανδροπούλου, Δ.Ν. Δικηγόρος

Δικαιοσύνη & Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς

- 10:45-11:00 **Διάλειμμα για καφέ**
- 11:00-12:00 **Συνεδρία 6: Ο ειδικός χαρακτήρας των θεσμικών επενδύσεων**
Συντονιστής: **Παναγιώτης Καβουρόπουλος**, Γενικός Διευθυντής, Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
«Χορήγηση και ανάκληση άδειας ΑΕΔΑΚ-Α/Κ-ΔΑΚ»
Ομιλητής θα ανακοινωθεί
«Επενδύσεις ασφαλιστικών ταμείων»
Δημοσθένης Μαμμωνάς, Γενικός Γραμματέας Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας
Νικόλαος Φράγκος, Καθηγητής, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών
«Συναλλαγές στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ)»
Μιχάλης Μιχαλόπουλος, Διευθυντής, Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου, Τράπεζα της Ελλάδος
«Εκκαθάριση και διακανονισμός συναλλαγών επί χρηματοοικονομικών μέσων»
Δημήτριος Τσιμπανούλης, Δ.Ν. Δικηγόρος
- 12:00-13:15 **Συνεδρία 7: Κώδικες δεοντολογίας και διοικητικές κυρώσεις**
Συντονιστής: **Κωνσταντίνος Παπακωστόπουλος**, Δικηγόρος, Διαχειριστής της εταιρείας **Κ. Παπακωστόπουλος και Συνεργάτες**
«Κώδικες δεοντολογίας ΕΠΕΥ-ΑΕΔΑΚ/ΑΚ»
Στάθης Ποταμίδης, Δ.Ν. Δικηγόρος
«Administrative Sanctions – How the Courts Help Market Regulator
Michele Parnell, UK Court Judge»
«Κανόνες συμπεριφοράς εισηγμένων εταιρειών – Η οριοθέτηση των υποχρεώσεων των διοικήσεων των εταιρειών και των ελεγκτών τους σύμφωνα με τα Ελληνικά Ελεγκτικά Πρότυπα»
Παναγιώτης Δ. Ζαφειρόπουλος, Πρόεδρος, Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων – ΕΛΤΕ
«Η Οδηγία 2004/39 (MiFID) – Σκοπός και έννομες συνέπειες»
Δημήτριος Ορφανίδης, Δ.Ν., Πανεπιστήμιο Potsdam Γερμανίας – LLM, Πανεπιστήμιο Freiburg im Breisgau Γερμανίας
- 13:15-14:00 **Συνεδρία 8: Συμπεράσματα Συνεδρίου**
Συντονιστής: **Γιάγκος Χαραλάμπους**, Αντιπρόεδρος, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
«Πρόσθετη πρακτική των χρηματιστηριακών εφαρμογών»
- 14:00-14:30 **Καταληκτική Ομιλία: Τίτλος αναμένεται**
Γεώργιος Αλογοσκούφης, Υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών (αναμένεται επιβεβαίωση)
- 14:30 **Γεύμα**

