



## ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΣΤΡΟΓΓΥΛΗΣ ΤΡΑΠΕΖΗΣ

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:  
Χ. Α. Παπαδημητρίου

## ΕΠΟΠΤΕΙΑ

## ΑΓΟΡΩΝ

Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ δεν είναι απλή υπόθεση. Όσο καλό κι αν είναι το κανονιστικό και, γενικότερα, το νομικό πλαίσιο, η ουσιαστική προστασία του επενδυτή, αλλά και των ίδιων των μελών ή των συντελεστών της κεφαλαιαγοράς, εξαρτάται από την ουσιαστική παρακολούθηση, την άμεση αντίδραση και την αποτελεσματικότητα των οργάνων εποπτείας της.

“Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΔΕΝ ΕΙΝΑΙ ΑΓΟΡΑΝΟΜΙΑ”, σημειώνει χαρακτηριστικά ο πρόεδρος του ανώτατου εποπτικού οργάνου, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κ. **Σταύρος Θωμαδάκης**. “Χρειαζόμαστε την εποπτεία κυρίως για την αποφυγή κινδύνων”, συμπληρώνει ο κ. **Γιάννης Στουρνάρας**, πρόεδρος της Εμπορικής Τράπεζας και, μέχρι πρόσφατα, πρόεδρος του Συμβουλίου Οικονομικών Εμπειρογνομόνων στο υπουργείο Εθνικής Οικονομίας. Οφείλουμε να φροντίζουμε για την “εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, τη λειτουργία ενός αποτελεσματικού μηχανισμού αποκάλυψης των τιμών και την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού”, συμπληρώνει ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών, κ. **Παναγιώτης Αλεξιάκης**.

### ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ

Ο ΚΥΡΙΟΣ ΛΟΓΟΣ για τον οποίο απαιτείται ισχυρή παρουσία εποπτικών αρχών, για τις οποίες έχει διασφαλιστεί η πλήρης ανεξαρτησία και αυτονομία δράσης των, είναι, τελικά, η τήρηση των θεμελιωδών κανόνων συμπεριφοράς. Αυτό που ελέγχεται, διαρκώς και όχι απλώς κατά τη θέσπιση του πλαισίου των κανονισμών, είναι η φερεγγυότητα και αξιοπιστία των φορέων και, σε τελευταία ανάλυση, ο έλεγχος των κινδύνων.

ΕΝΑΝΤΙ ΑΥΤΟΥ ΤΟΥ ΣΤΟΧΟΥ, η εποπτεία μπορεί και πρέπει να ασκείται ως η συνισταμένη της δράσης και των πρωτοβουλιών πολλαπλών κέντρων παρακολούθησης της καθημερινότητας των αγορών κεφαλαίου. Η εποπτεία της κεφαλαιαγοράς είναι αντικειμενικώς συνδεδεμένη με εκείνην που ασκείται στο τραπεζικό σύστημα, αλλά και αυτής που παρακολουθεί τις ασφαλιστικές εταιρείες.

ΤΟ ΑΙΤΗΜΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ, ιδιαίτερα στην περίοδο που πέρασε, της ταχύτατης ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς, το οποίο, σε τελευταία ανάλυση και παρά τις αποχρώσεις, συνέπιπτε με τα αιτήματα των επαγγελματιών της αγοράς, ήταν αίτημα διαφάνειας, πρόληψης και αποτελεσματικής λειτουργίας.



## ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΑΓΟΡΩΝ



ΠΟΛΛΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ που εμφάνισε η κεφαλαιαγορά στην περίοδο αυτή, κάποιες που παραμένουν, οφείλονται στην καθυστέρηση με την οποία αναδιοργανώθηκαν το περιβάλλον και οι μηχανισμοί εποπτείας. Η επίσπευση στην καθιέρωση και συμπλήρωση του εποπτικού πλαισίου, ιδιαίτερα ενόψει της αναβάθμισης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς μεταξύ των μεγάλων αγορών, βελτιώνει την εικόνα και την εμπιστοσύνη με την οποία μπορούν να περιβάλουν οι επενδυτές, εγχώριοι και διεθνείς, τις περίπλοκες λειτουργίες και πρωτοβουλίες των συντελεστών της κεφαλαιαγοράς.

### ΥΙΟΘΕΤΗΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ

Η ΑΝΑΔΙΟΡΓΑΝΩΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΩΝ εισαγωγής νέων τίτλων σε διαπραγμάτευση, η πληρέστερη ενημέρωση του κοινού και η συστηματική παρακολούθηση των εταιρειών αποτελούν, σήμερα, πρακτικές προτεραιότητες του εποπτικού έργου. “Η αγορά ήταν και θα παραμείνει μηχανισμός κατανομής των κινδύνων”, παρατηρήθηκε χαρακτηριστικά στη διάρκεια της συζήτησης που διοργάνωσε το Δελτίο της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών.

ΠΡΑΓΜΑΤΙ, Ο ΟΓΚΟΣ ΤΗΣ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ αυξήθηκε ήδη και εκτιμάται ότι θα επεκταθεί περαιτέρω στο αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα, αναδεικνύοντας με εμφανέστερο τρόπο την ανάγκη καλύτερης ανάλυσης και τον εξίσου σημαντικό ρόλο της προσφυγής στις επαγγελματικές συμβουλές.

ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΟΨΗ ΑΥΤΗ, η άμεση συμφωνία του προέδρου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στην πρόταση που διατυπώθηκε στη διάρκεια της συζήτησης, για την υιοθέτηση και στην Ελλάδα των διεθνών λογιστικών προτύπων και, ταυτοχρόνως, τη συγκρότηση ειδικής αρχής για την ερμηνεία τους, αποδεικνύει ότι το έργο της εποπτείας παραμένει όσο ποτέ επίκαιρο.

ΟΠΩΣ ΑΛΛΩΣΤΕ και το συμπληρωματικό συμπέρασμα για την ανάγκη συνεργασίας των εποπτικών οργάνων της κεφαλαιαγοράς με τη Δικαστική Αρχή, την Τράπεζα της Ελλάδος, την Επιτροπή Ανταγωνισμού και το Σώμα Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος. Σε κάθε περίπτωση, η αποτελεσματική συνεργασία, ο υψηλός συντονισμός και η συνεχής επικοινωνία μεταξύ των βασικών συντελεστών της αγοράς αποτελούν την αντικειμενική βάση επί της οποίας και μόνον θα επιτυγχάνεται η ορθολογική και αποτελεσματική εποπτεία της αγοράς.

Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

*Θα ήταν καλό, πριν πάμε σε άλλα θέματα, να έχουμε μια προσέγγιση του τρόπου με τον οποίο τα τρία παρόντα μέρη, αντιλαμβάνονται την έννοια της εποπτείας για την κεφαλαιαγορά. Ποιος είναι δηλαδή ο ρόλος του προέδρου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ποια η θέση της διοίκησης του Χρηματιστηρίου Αξιών, ποια η συμμετοχή των τραπεζών στο τμήμα ευθύνης τους.*

ΣΤΑΥΡΟΣ  
ΩΜΑΔΑΚΗΣ:



Να σημειώσω κατ' αρχήν ότι η εποπτεία της Κεφαλαιαγοράς με την ευρύτερη δυνατή έννοια και των φορέων της είναι μια λειτουργία που, διεθνώς και ασφαλώς στην Ελλάδα έχει αναπτυχθεί πολύ πρόσφατα. Πρόκειται για θέμα που μας απασχολεί κυρίως στη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα των κανονισμών επάρκειας κεφαλαίων, στοιχείο βασικό για την εποπτεία που ωστόσο απασχόλησε σχετικά πρόσφατα τη λειτουργία των αγορών.

Να ξεκαθαρίσω ακόμη τι δεν είναι η εποπτεία: δεν είναι αγορανομία, δεν είναι εποπτεία των τιμών, δεν είναι έλεγχος τιμών.

Εποπτεία είναι ο έλεγχος ότι τηρούνται θεμελιώδεις κανόνες λειτουργίας και συμπεριφοράς. Είναι έλεγχος φερεγγυότητας και αξιοπιστίας των φορέων της αγοράς. Είναι έλεγχος των κινδύνων του συστήματος. Γι' αυτό άλλωστε ενώ πολύς κόσμος αντιλαμβάνεται την εποπτεία ως μια "αστυνομικού τύπου καταστολή", το κυριότερο έργο της είναι διαγνωστικό, προληπτικό και σε τελικό στάδιο μόνον κατασταλτικό.

Η προληπτική εποπτεία περιλαμβάνει δύο βασικά πράγματα. Πρώτον, τη δημιουργία κανόνων. Δεύτερον, την παρακολούθηση εφαρμογής των κανόνων.

Αναφέρομαι και πάλι στο θέμα της κεφαλαιακής επάρκειας, που αποτελεί μείζον εργαλείο για την προληπτική εποπτεία. Εργαλείο που ισχύει και για τις τράπεζες και για τις χρηματιστηριακές εταιρείες και για τις ΕΠΕΥ. Εργαλείο που χρησιμοποιείται για τη θεμελιώδη προστασία του συστήματος από υπερβολική ανάληψη κινδύνων στην οποία ενδέχεται να οδηγηθούν οι μεσολαβητές της κεφαλαιαγοράς.

Θέλω να θυμίσω ότι η εποπτεία με την έννοια της προληπτικής δράσης κύριο σκοπό έχει να διασφαλίζει: Πρώτον, ότι το σύστημα της κεφαλαιαγοράς λειτουργεί σωστά, είναι δηλαδή λειτουργικό. Δεύτερον, ότι αυτοί που συμμετέχουν σ' αυτό το σύστημα είναι αξιόπιστοι και φερέγγυοι. Τρίτον, ότι υπάρχει στο σύστημα διαφάνεια. Διαφάνεια που ορίζεται στη βάση ορισμένων θεμελιωδών κανόνων. Διαφάνεια που υποστηρίζει τον αξιοπιστο σχηματισμό των τιμών και την αποτελεσματικότερη κατάληξη των επενδυτικών αποφάσεων.

Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

*Πώς όμως εποπτεύεται η καθημερινή λειτουργία της αγοράς μετοχών;*



**ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:**



Θα ήθελα να συνεχίσω από εκεί που τελείωσε ο κ. Θωμαδάκης και να σημειώσω ότι αυτό που έχει ξεχωριστή σημασία για μας είναι η παρακολούθηση της αγοράς. Ένα Χρηματιστήριο κάνει τρία πράγματα: Φροντίζει, πρώτον, για την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, δεύτερον, για τη λειτουργία ενός αποτελεσματικού μηχανισμού αποκάλυψης των τιμών και τρίτον, για την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και γενικότερα της αγοράς. Στόχος μας επομένως είναι να φροντίσουμε ώστε να διασφαλίζεται η σωστή συμπεριφορά, εκείνη που πράγματι συντελεί στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς όπως την προσδιόρισα πιο πάνω.

Στο πλαίσιο αυτής της προσπάθειάς μας οφείλουμε να δρούμε προληπτικά, ώστε ν' αποφεύγουμε ανεπιθύμητες πρακτικές, συμπεριφορές. Όταν πάλι διαπιστώνουμε κάτι τέτοιο έχουμε την υποχρέωση να ενημερώνουμε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία βεβαίως είναι το αρμόδιο εποπτικό όργανο για να λάβει όποια μέτρα απαιτούνται.

Θέλω να δώσω έμφαση στην έννοια της προληπτικής εποπτείας, τόσο σε ό,τι αφορά τη λειτουργία των μελών μας, όσο και εκείνης των εισηγμένων εταιρειών, διότι πραγματικά είναι τα δύο σημεία στα οποία χρειάζεται να είμαστε αποτελεσματικοί προκειμένου οι αγορές μας να λειτουργούν σωστά, να είναι αποτελεσματικές και διαφανείς. Με δύο λόγια ν' αποφεύγουμε, όσο γίνεται, το πρόβλημα πριν δημιουργηθεί.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Πώς όμως βλέπουν οι τράπεζες, στις οποίες αναλογεί ένα τεράστιο τμήμα της ευθύνης για τη διαμεσολάβηση, το θέμα της εποπτείας;*

**ΓΙΑΝΝΗΣ  
ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ:**



Γιατί, κατ' αρχήν, χρειαζόμαστε την εποπτεία; Κυρίως για την αποφυγή κινδύνων. Οι κίνδυνοι αυτοί μπορεί να είναι πιστωτικοί, μπορεί να είναι κίνδυνοι αγοράς, μπορεί να είναι κίνδυνοι ρευστότητας και μπορεί να είναι κίνδυνοι λειτουργικοί. Δηλαδή ανεπάρκεια του μάντζιμεντ ή ανεπάρκεια των εσωτερικών συστημάτων ελέγχου.

Οι τράπεζες, λόγω παγκοσμιοποίησης και της ανάπτυξης νέων τεχνικών, αναλαμβάνουν πολύ μεγάλο βάρος. Οφείλουν δηλαδή και οι ίδιες οι τράπεζες να συμμετέχουν στο έργο της εποπτείας και να διαθέτουν τα απαραίτητα στοιχεία που υποστηρίζουν το έργο των εποπτικών αρχών.

Η σύγχρονη τάση είναι ν' αναπτύσσονται συστήματα παρακολούθησης αξιών που είναι σε κίνδυνο (values at risk) και άλλες παρόμοιες μέθοδοι, μέσω των οποίων, κάθε τράπεζα έχει πλέον την υποχρέωση να παρακολουθεί την εξέλιξη των κινδύνων στα στοιχεία του ενεργητικού της.

Η εποπτεία σήμερα είναι πιο επίκαιρη παρά ποτέ. Δεν σημαίνει ότι επειδή ζούμε σε μια εποχή ταχύτατης παγκοσμιοποίησης η σημασία της εποπτείας περιορίζεται. Το αντίθετο μάλιστα. Σας θυμίζω ότι μόλις πριν λίγο καιρό χρειάστηκε η παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας των Ηνωμένων

Πολιτειών για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα που δημιουργήθηκε με την εταιρεία αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (τη Long Term Capital Management-LTCM) αφού η κατάρρευση αυτού του αμοιβαίου θα είχε σοβαρές συνέπειες για το τραπεζικό σύστημα, όχι μόνο στην Ευρώπη και τις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά για όλο τον κόσμο.

Η εποπτεία, εκτός του ότι πρέπει να είναι προληπτική, πρέπει ακόμη να στηρίζεται σε κανόνες που θα μας επιτρέπουν να αντιμετωπίσουμε μια κρίση όταν εκδηλωθεί. Γεγονός που θέτει το κρίσιμο ζήτημα του συντονισμού των εποπτικών αρχών, θέμα με ιδιαίτερη σημασία αφού σε δύο μήνες θα γίνουμε μέλη της ζώνης του ευρώ.

Ο συντονισμός αφορά τρεις κυρίως επόπτες. Τον επόπτη της κεφαλαιαγοράς, τον επόπτη του τραπεζικού συστήματος και τον επόπτη των ασφαλιστικών εταιρειών. Πρέπει να πάμε σε ένα σύστημα όπου οι τρεις αυτοί επόπτες, πρώτον, συντονίζονται καλύτερα απ' ό,τι σήμερα και, δεύτερον, ένας απ' αυτούς, ως τον ονομάζουμε συντονιστή-επόπτη (θα εναλλάσσονται στο ρόλο αυτό κατά περίοδο) θα πρέπει να έχει την ευθύνη πρωτοβουλίας. Το υπόδειγμα αυτό υπάρχει ήδη στις περισσότερες χώρες της Ευρώπης και ιδιαίτερα στις Σκανδιναβικές, στις οποίες η άσκηση της νομισματικής πολιτικής διαχωρίζεται από την ευθύνη εποπτείας της τραπεζικής αγοράς.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Συμπεραίνουμε λοιπόν, κατ' αρχήν, πριν πάμε σε μια πιο τεχνική προσέγγιση, πως το πρωταρχικό μέλημα της εποπτείας είναι η πρόληψη. Επομένως και η έγκαιρη προειδοποίηση του κοινού για τους κινδύνους που μπορεί να αναπτυχθούν στην αγορά.*

*Συγγέουμε συχνά το ρόλο της εποπτείας για την πρόληψη κινδύνων και της αναζήτησης ευθυνών από τους επόπτες. Η πρόσφατη εμπειρία μας έδειξε ότι το κοινό αναζητά ευθύνες, ιδιαίτερα όταν η αγορά εμφανίζει καθοδική, και μάλιστα παρατεταμένη, από τις εποπτικές αρχές. Κάτι που έχει γίνει ευθέως σε ό,τι αφορά την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τη διοίκηση του Χρηματιστηρίου, αλλά και προς την πλευρά των τραπεζών, ιδιαίτερα στο θέμα της αναδοχής.*

*Με την έννοια αυτή έχουν ζητηθεί ευθύνες και από τα τρία μέρη που συμμετέχουν σήμερα στη συζήτησή μας. Θα ήθελα λοιπόν να διευκρινίσετε σε ποιο βαθμό η πρόληψη συμπεριλαμβάνει και τη μετάδοση, την πληροφόρηση προς το κοινό για τους κινδύνους που υπάρχουν στην αγορά και οι οποίοι σε κάποια περίοδο μπορεί να είναι μεγαλύτεροι.*

**ΓΙΑΝΝΗΣ  
ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ:**

Επιτρέψτε μου μια γενικότερη τοποθέτηση. Η ελληνική κεφαλαιαγορά αναπτύχθηκε, τα τελευταία χρόνια, πάρα πολύ γρήγορα. Ήταν φυσικό στην πορεία αυτής της ταχύτατης ανάπτυξης το θεσμικό πλαίσιο να μην προσαρμοσθεί με τους ίδιους ρυθμούς, κάτι που έχουμε παρατηρήσει και σε άλλες χώρες.





Δυστυχώς, στην χώρα μας με ευκολία απαγγέλλουμε κατηγορίες. Όπως, για παράδειγμα, συνέβη πρόσφατα με τα στοιχεία που δόθηκαν στη δημοσιότητα για τους τρόπους χρήσης κεφαλαίων που αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο: επί μία εβδομάδα καταδικάζεται, από ορισμένους, το γεγονός ότι χρησιμοποιήθηκαν κεφάλαια, εκτός από επενδύσεις και για τη μείωση του χρέους ή για την προώθηση συγχωνεύσεων μεταξύ εταιρειών. Ωστόσο, αυτό ήταν ένα από τα κεντρικότερα οικονομικά αιτήματα των τελευταίων ετών. Και η μείωση της δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων και η διευκόλυνση των συγχωνεύσεων ώστε οι ελληνικές επιχειρήσεις να αποκτήσουν το άριστο μέγεθος. Δυσκολεύομαι επομένως να κατανοήσω γιατί ζητούνται ευθύνες από τις εποπτικές αρχές επειδή τα αντληθέντα κεφάλαια χρησιμοποιήθηκαν με τον τρόπο που η ίδια η αγορά απαιτούσε και, κατά την άποψή μου, σωστά. Είναι λοιπόν κι αυτό ένα κρίσιμο θέμα σωστής ενημέρωσης του κοινού.

Να έλθω όμως στο θέμα του τρόπου με τον οποίο πραγματοποιούνται οι αναδοχές των τραπεζών. Πράγματι η περσινή πολύ μεγάλη αύξηση του γενικού δείκτη δημιούργησε προσδοκίες, γεγονός που, με τη σειρά του, οδήγησε σε ανταγωνισμό μεταξύ τραπεζών όσον αφορά τις αναδοχές.

Σε πρόσφατη συζήτηση των τραπεζών με τον πρόεδρο του Χρηματιστηρίου, συμφωνήθηκε να επανεξετάσουμε τον τρόπο με τον οποίο γίνονται οι αναδοχές και δεσμευτήκαμε να γίνουμε πολύ πιο αυστηροί στην επιλογή και τις διαδικασίες εισαγωγής των επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο. Οχι μόνο ως προς το ύψος του δείκτη p/e (δηλαδή της τιμής προς την κερδοφορία). Αλλά και γενικότερα για την επιλογή της χρονικής στιγμής που η μετοχή μιας επιχείρησης θα εισέλθει στο χρηματιστήριο. Λάθη, προφανώς, έχουν γίνει, αλλά όπως εύστοχα παρατήρησε κάποιος στη συνάντηση που ανέφερα, σημασία έχει να μαθαίνουμε από τα σφάλματά μας. Πιστεύω ότι αυτό έχει πλέον κατανοηθεί και θέλω να υπενθυμίσω ότι πολλά από τα λάθη συνδέονται αναπόφευκτα με την απότομη ανάπτυξη της αγοράς, που δεν είναι βεβαίως μια γραμμική διαδικασία.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Η διοίκηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών έχει συχνά, στο παρελθόν, κατηγορηθεί για κακούς χειρισμούς ή καθυστερήσεις σε ορισμένα τεχνικά, κατ' αρχήν, θέματα, όπως είναι ο ορισμός των ορίων διακύμανσης. Θέματα που, κατά καιρούς, κρίθηκε ότι διαδραμάτιζαν ρόλο θετικό ή αρνητικό στην πορεία της αγοράς. Αν και σε πολλά απ' αυτά, η αρμοδιότητα ήταν ή έχει πλέον μεταφερθεί στην πλευρά της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, πώς κρίνετε εσείς κ. Αλεξάκη το ρόλο σας ως παράγοντα παρακολούθησης και ανάπτυξης της αγοράς;*

**ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:**

Θέλω να υπενθυμίσω ότι όταν αναφερόμαστε γενικώς στο Χρηματιστήριο, δεν πρέπει να ξεχνούμε ότι υπάρχουν πέντε βασικοί συντελεστές της αγοράς, που όλοι μαζί αποτελούν αυτό που συνήθως λέμε "Χρηματιστή-

ριο”: Οι εισηγμένες εταιρείες, οι εταιρείες μέλη (δηλαδή οι χρηματιστηριακές εταιρείες), οι ανάδοχοι, οι θεσμικοί επενδυτές και, βεβαίως, το Χρηματιστήριο. Είναι λογικό να περιμένει κανείς και από τους πέντε αυτούς παράγοντες τη σωστή συμπεριφορά που απαιτεί η εύρυθμη λειτουργία του Χρηματιστηρίου.

Βεβαίως, η διοίκηση του ΧΑΑ έχει και το δικό της ρόλο για την καθιέρωση ορθής συμπεριφοράς σε όλο το εύρος της αγοράς. Αυτή είναι η προσπάθεια την οποίαν κάνουμε και θέλω να σημειώσω τη συμφωνία μου με τα όσα προηγουμένως είπε ο κ. Στουρνάρας. Οχι μόνο για το κομμάτι των αναδόχων, που βεβαίως είναι πολύ σημαντικό, όπου πρέπει να υπάρξει προσοχή στις αποτιμήσεις, το ΧΑΑ προσπαθεί συνεχώς για την επίτευξη αυτών των στόχων, μέσω της οργανωτικής του δομής. Η οποία περιλαμβάνει τις διαδικασίες εισαγωγής εταιρειών αλλά και αύξησης μετοχικού κεφαλαίου των ήδη εισηγμένων, της επαρκούς ενημέρωσης του κοινού, τις διαδικασίες παρακολούθησης των εταιρειών σε ό,τι αφορά την παροχή πληροφόρησης στο επενδυτικό κοινό (για τη συμπεριφορά των βασικών μετόχων σε σημαντικά θέματα, όπως εισαγωγές, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και συναλλαγές σε μετοχές), της παρακολούθησης της διεξαγωγής των συναλλαγών από τις χρηματιστηριακές εταιρείες μέλη, όπου πρέπει να αποφεύγονται ανεπιθύμητες πρακτικές. Ήδη τώρα ξεκίνησε, πιλοτικά, η on line παρακολούθηση της αγοράς και η επερχόμενη σύνδεσή της, για λόγους εποπτείας, με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όπου παρακολουθούνται οι συναλλαγές, ασκείται προληπτική δράση αλλά και κατασταλτική όπου χρειάζεται ώστε να μην τραυματίζεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών και η αξιοπιστία του χρηματιστηρίου. Προχωρούμε ακόμη στην αντικατάσταση των διοικητικών αποφάσεων μ’ έναν ευέλικτο κανονισμό λειτουργίας, η δημιουργία τομέα ανάπτυξης εργασιών στο ΧΑΑ με διευθύνσεις και δραστηριότητες μάρκετινγκ, πωλήσεων, έρευνας και ανάπτυξης, η ενεργοποίηση νέων αγορών, όπως είναι η ΕΛΓΑ, η ΝΕΧΑ και οι δευτερογενείς εισαγωγές, η ηλεκτρονική πρόσβαση στο ΧΑΑ και η ηλεκτρονική διεξαγωγή συναλλαγών για τους επενδυτές, η προώθηση μελών εξ αποστάσεως και οι διεθνείς συνεργασίες.

Ο δικός μας ρόλος, πέραν των προηγούμενων, είναι να παρέχουμε την πληροφόρηση. Εκείνη που απαιτεί η ολοένα και καλύτερη λειτουργία της αγοράς και αυτό είναι ένα σημείο στο οποίο αποδίδουμε ιδιαίτερη έμφαση. Ο καθένας από τους συμμετέχοντες πρέπει να είναι σε θέση να αντλήσει στο μέγιστο βαθμό πληροφόρηση και να λαμβάνει με τον τρόπο αυτόν τις αποφάσεις που κρίνει ορθές. Πρόκειται για ένα πολύ σημαντικό ρόλο στον οποίο πιστεύουμε ότι πρέπει να ανταποκριθούμε και για τον οποίο θα φροντίσουμε, στο άμεσο μέλλον, να κάνουμε πολύ περισσότερα.



## ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΑΓΟΡΩΝ

**ΣΤΑΥΡΟΣ  
ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:**

Το εγχείρημα της on line παρακολούθησης, για το οποίο συνεργαζόμαστε πολύ στενά με το Χρηματιστήριο, έχει δύο διαστάσεις. Η μία αφορά στην παρακολούθηση των συναλλαγών επί των μετοχών και η άλλη στην παρακολούθηση του τρόπου με τον οποίον συμπεριφέρονται οι χρηματιστηριακές εταιρείες.

Η δεύτερη αυτή διάσταση ενδιαφέρει ιδιαίτερα εμάς, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, γιατί αποτελεί τμήμα σημαντικό της προληπτικής παρακολούθησης της συμπεριφοράς.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Τμήμα της πληροφόρησης είναι τα όσα περιλήφθηκαν σε αυτό που έγινε γνωστό ως “λίστες Αλεξάκη” ή “λίστα Θωμαδάκη”, πρωτοβουλίες που προάγουν βεβαίως τη διαφάνεια. Χωρίς ωστόσο να σημαίνει αυτό ότι η αγορά είναι πάντοτε έτοιμη να αντιληφθεί πλήρως τη χρησιμότητα της διαφάνειας. Ερχόμαστε από μια περίοδο περιορισμένης, λειψής και, κάποτε, στρεβλής πληροφόρησης και, όπως όλα δείχνουν, πηγαίνουμε τώρα σε μια φάση εντατικής και πολύπλευρης ενημέρωσης. Ποια είναι η σύνδεση μεταξύ πληροφόρησης και εποπτείας της αγοράς; Και ακόμη, ποια ευθύνη έχουν οι τράπεζες και άλλοι τραπεζικοί και επενδυτικοί οίκοι στην ανάπτυξη τμημάτων ανάλυσης και διοχέτευσής της;*

**ΣΤΑΥΡΟΣ  
ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:**

Να σημειώσω κάτι επ’ αυτών που είπε προ ολίγου ο κ. Στουρνάρας. Στην κεφαλαιαγορά υπάρχουν πολλών μορφών κίνδυνοι και θα μπορούσα να ξεχωρίσω τρεις:

Κίνδυνοι συστήματος που έχουν να κάνουν με τη λειτουργία του, όπως όταν το σύστημα συναλλαγών ή η εκκαθάριση δεν λειτουργεί σωστά. Πρόκειται για σημαντικά θέματα και είναι βασικό μέλημα της εποπτείας να φροντίζει ώστε κίνδυνοι αυτής της κατηγορίας να περιορίζονται και να εξαλείφονται. Σας θυμίζω ότι τα προβλήματα που είχαμε στο Χρηματιστήριο του ’96 είχαν να κάνουν με τέτοιους κινδύνους, τους οποίους έχουμε τώρα ελέγξει.

Η δεύτερη κατηγορία αφορά τους μεσολαβητές. Δηλαδή τι μπορεί να συμβεί στο σύστημα όταν μια τράπεζα ή χρηματιστηριακή εταιρεία παρουσιάσει οικονομικό πρόβλημα. Στην περίπτωση αυτή λειτουργεί το σύστημα της προληπτικής εποπτείας, η οποία έχει το καθήκον να παρακολουθεί τους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι μεσολαβητές. Και στο θέμα αυτό έχουμε κάνει τεράστια βήματα. Είναι χαρακτηριστικό ότι μετά το ’97, όταν χρειάστηκε να αφαιρέσουμε τις άδειες ορισμένων χρηματιστηριακών εταιρειών, δεν έχει πέσει έξω καμία χρηματιστηριακή εταιρεία, ακριβώς γιατί λειτουργεί το σύστημα πρόληψης και ενδυναμώνονται συνεχώς οι κεφαλαιακές θέσεις των μεσολαβητών.

Εχουμε όμως και μία τρίτη κατηγορία κινδύνου: τον κίνδυνο αγοράς (market risk). Αυτόν δεν μπορείς να τον περιστείλεις, γιατί η λειτουργία της κε-



φαλαιαγοράς είναι λειτουργία ανάληψης και αποτίμησης κινδύνων. Δεν μπορεί δηλαδή η εποπτική αρχή να απαγορεύσει την εισαγωγή μιας μετοχής για την οποία πιστεύουμε ότι θα παρουσιάσει μεγάλες διακυμάνσεις. Η αγορά ήταν και θα παραμείνει μηχανισμός κατανομής κινδύνων. Επομένως, δεν μπορείς εκ των πραγμάτων να αφαιρέσεις τον κίνδυνο αγοράς.

Η απάντησή μου για το τι πρέπει να κάνει η εποπτεία ως προς τον κίνδυνο που δεν μπορούμε να απαλείψουμε είναι απλή: οφείλουμε να διασφαλίζουμε τη διαφάνεια. Αυτό που πρέπει να ξέρει ο καθένας είτε είναι λιανικός επενδυτής, είτε είναι χονδρικός, ως προς τον κίνδυνο αγοράς, είναι τα στοιχεία που έχει μπροστά του. Και με βάση αυτά τα στοιχεία να λαμβάνει αποφάσεις. Με όσο μεγαλύτερη πληροφόρηση είναι δυνατόν. Γι' αυτό θεσπίσαμε, ήδη από το 1998, τις τριμηνιαίες λογιστικές καταστάσεις, κάτι που αποτέλεσε ένα τεράστιο βήμα στην υποχρέωση των εταιρειών να αποκαλύπτουν στοιχεία. Από αυτό άλλωστε το γεγονός πηγάζει ένα άλλο: τα ενημερωτικά δελτία εισαγωγής των εταιρειών, αν τα προσέξουμε, όχι μόνον ενσωματώνουν πλήρως τις προβλέψεις της σχετικής Ευρωπαϊκής Οδηγίας, αλλά έχουν και πολλά πρόσθετα στοιχεία που ζητούνται από εμάς και από το Χρηματιστήριο, στοιχεία λεπτομερούς πληροφόρησης.

Στη βάση αυτή προχωρούμε τώρα σε ένα κανονισμό συμπεριφοράς εισηγμένων εταιρειών, ο οποίος προσπαθεί να θέσει κανόνες σε έναν πάρα πολύ δύσκολο τομέα. Δηλαδή το πώς οι εισηγμένες εταιρείες πληροφορούν το επενδυτικό κοινό για ορισμένα βασικά εταιρικά γεγονότα. Και είναι δύσκολο γιατί η πρόωση, όπως και η καθυστερημένη ενημέρωση, μπορεί να στρεβλώσουν την αγορά. Άρα αυτό που προσπαθούμε, και ουσιαστικά αυτός είναι ο μόνος τρόπος προστασίας της αγοράς απ' αυτή τη φοβερή φημολογία, είναι να παράγουν οι εισηγμένες εταιρείες την έγκυρη πληροφόρηση. Όχι όμως να την παράγουν πρόωρα, δίνοντας οι ίδιες λαβή σε φημολογία, αλλά να την παράγουν την κατάλληλη στιγμή.

Χρειάζεται όμως οι επενδυτές ν' αξιοποιούν τις πληροφορίες που τους δίνονται. Ξέρετε βεβαίως ότι πολλές από τις αιτιάσεις, τις κατηγορίες και τις μομφές που μας έχουν αποδοθεί είναι ότι δεν πήγαμε στους επενδυτές να τους πούμε "κοίταξε αυτή η τιμή είναι υψηλή, εκείνη είναι χαμηλή". Αυτό είναι αδύνατον να το κάνουμε και δεν πρέπει να το κάνουμε. Θα στρεβλώναμε εμείς την αγορά και θα λειτουργούσαμε ως αγορανομία. Κάτι που δεν είμαστε και δεν πρέπει ποτέ να γίνουμε.

Πρέπει να φροντίζουμε για την παραγωγή πολύ μεγάλης πληροφόρησης, αλλά πρέπει και ο δέκτης της πληροφόρησης να κάνει ό,τι μπορεί για να την αξιοποιεί. Αυτό είναι πολύ σημαντικό στοιχείο γιατί τελικά η διαφάνεια επιτρέπει πολύ καλύτερες συνθήκες αυτοπροστασίας των επενδυτών.



**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Η ελληνική αγορά περιμένει, εδώ και πολύ καιρό, τη λεγόμενη αναβάθμισή της. Ενα από τα κύρια ζητήματα που λαμβάνει υπόψη του ο διεθνής οργανισμός που λαμβάνει την απόφαση της αναβάθμισης, αφορά τον τρόπο με τον οποίο διαδίδεται η πληροφορία. Νιώθετε, κ. Αλεξάκη, ότι στο θέμα αυτό είμαστε πλέον έτοιμοι;*

**ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:**

Εχουν εγκαθιδρυθεί και μέσω του ΧΑΑ συγκεκριμένοι μηχανισμοί παροχής πληροφόρησης στην αγορά, ενώ υπάρχουν και από τις εταιρείες και τα μέλη. Ωστόσο, θα έλεγα ότι χρειάζεται και άλλη προσπάθεια για να δίνουμε περισσότερη πληροφόρηση και να τη δίνουμε έγκυρα και σωστά. Ενώ έχουν γίνει ορισμένα σημαντικά βήματα, όπως ανέφερα και πιο πάνω, πιστεύω ότι πρέπει να γίνει ακόμα μεγαλύτερη προσπάθεια, από την πλευρά των εισηγμένων εταιρειών, καθώς μάλιστα, με την εισοδό μας στην ΟΝΕ και στο ενιαίο νόμισμα για τον κάθε επενδυτή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) ισχύει η κλαδική διάσταση των επενδυτικών τοποθετήσεων και επομένως επιλογή όχι στο επίπεδο κάθε μιας χώρας αλλά ολόκληρης της ΕΕ. Η κάθε εταιρεία χρειάζεται πλέον να μεταφέρει την πληροφόρηση σε όλο το εύρος της ΕΕ. Διότι πλέον οι επενδυτές δεν τοποθετούνται με βάση τη χώρα, αλλά με βάση τον κλάδο.

Το έχουμε τονίσει στις συναντήσεις που έχουμε κάνει με τις εισηγμένες και προτιθέμεθα επίσης να το κάνουμε περισσότερο στο μέλλον. Χρειάζεται μεγαλύτερη συστηματικότητα, ισότιμη μεταχείριση όλων των επενδυτών και αναλυτών, Ελλήνων και ξένων, δημιουργία ειδικών τμημάτων στην εισηγμένη εταιρεία για το σκοπό αυτό και καταγραφή όλων των χρηματοοικονομικών οίκων, ώστε να εγκαθιδρυθεί επικοινωνία μαζί τους. Επίσης, είναι χρήσιμο κάθε εισηγμένη να προαναγγέλλει πότε θα δημοσιοποιήσει στοιχεία αλλά και να μη παρέχει αποσπασματική πληροφόρηση.

Σημαντικό θέμα είναι επίσης ο τρόπος με τον οποίο παρέχεται η πληροφόρηση από τις εταιρείες προς τα μέσα ενημέρωσης, αφού συχνά δεν έχει την ποιότητα ή την πληρότητα που απαιτείται. Είναι σημαντικό να μη δίνουμε ψευδείς εντυπώσεις στην αγορά. Γι' αυτό το Χρηματιστήριο Αθηνών προχωρά στη δημιουργία ενός κόμβου πληροφόρησης όπου η κάθε εισηγμένη εταιρεία, που έχει νέα να δώσει στην αγορά, αντί να τα δίνει μέσω ενός δημοσιογράφου ή μέσω ενός εντύπου, κάτι που συχνά δημιουργεί προβλήματα, θα τα περνά στον κόμβο του Χρηματιστηρίου, απ' όπου, μέσω πρακτορείων ειδήσεων και γενικότερα των μέσων ενημέρωσης, θα διαχέονται σε όλη την αγορά.

Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

*Να έλθουμε όμως και πάλι στον ιδιαίτερο ρόλο που έχουν να διαδραματίσουν οι τράπεζες ως προς την παροχή πρωτογενούς πληροφόρησης. Πληροφόρηση που πρέπει όχι μόνο ν' αντιστοιχεί τυπικώς στους κανόνες, κάτι που παρακολουθεί και το ΧΑΑ και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αλλά πληροφόρηση επί της οποίας μπορεί να υπάρξει έλεγχος ουσίας. Όταν μια τράπεζα αναλαμβάνει την ξεχωριστή ευθύνη να "συνυπογράψει" τα στοιχεία παρουσίασης μιας εταιρείας που εισάγει τη μετοχή της, υποτίθεται ότι έχει εποπτεύσει πως τα στοιχεία αντιστοιχούν στην πραγματικότητα, αφού άλλωστε, ως ανάδοχος αναλαμβάνει ένα μέρος του κινδύνου της μελλοντικής χρηματιστηριακής πορείας της συγκεκριμένης μετοχής. Πέραν ακόμη της αρχικής φάσης, οι τράπεζες θα όφειλαν να παρακολουθούν, μέσω των τμημάτων ανάλυσης που διαθέτουν, την πορεία μιας εισηγμένης απ' αυτές επιχείρησης, λαμβάνοντας βεβαίως και θέση μέσα στην αγορά. Κάτι που κάνουν άλλωστε ορισμένοι μεγάλοι επενδυτικοί οίκοι του εξωτερικού, επηρεάζοντας μάλιστα σε σπουδαίο βαθμό την αγορά. Πιστεύετε, κ. Στουρνάρα, ότι οι τράπεζες ανταποκρίνονται στο σύνθετο αυτό καθήκον τους;*

ΓΙΑΝΝΗΣ  
ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ:

Θα απαντήσω στο ερώτημά σας δίνοντας μια ακόμη διάσταση του θέματος "διαφάνεια". Την ανάγκη υιοθέτησης διεθνών λογιστικών προτύπων. Πρόκειται για ένα σοβαρό θέμα που, μάλιστα, οδηγεί σε διαφορετικές αποτιμήσεις και συμπεράσματα, όπως φαίνεται από ορισμένες εκθέσεις ξένων επενδυτικών οίκων. Για ποιο λόγο γίνεται αυτό; Συμβαίνει επειδή, τράπεζες και επιχειρήσεις, δεν έχουμε ακόμη υιοθετήσει τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Με αποτέλεσμα, ο κάθε αναλυτής να αισθάνεται ελεύθερος να ερμηνεύει, να προσαρμόζει και να υπολογίζει τα στοιχεία των επιχειρήσεων κατά το δικό του τρόπο.

Πιστεύω ότι έχει έρθει τώρα η στιγμή να υιοθετήσουμε τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Αν όχι τα αμερικανικά, που είναι αρκετά εξεζητημένα, τουλάχιστον αυτά που συνήθως αποκαλούμε διεθνή λογιστικά πρότυπα. Η κίνηση αυτή θα λύσει πάρα πολλά προβλήματα, θα επιτρέψει στον επενδυτή να συγκρίνει τις επιχειρήσεις σε ομοιόμορφη βάση, κάτι το οποίο σήμερα δεν γίνεται εύκολα.

Πολύ σωστά επισημάνατε το θέμα της ευθύνης των τραπεζών στην πληροφόρηση. Οι τράπεζες πράγματι διαθέτουν πλούτο πληροφόρησης. Όταν μια τράπεζα εξετάζει το δανεισμό μιας επιχείρησης, προχωρά την ανάλυσή της σε βάθος, συλλέγει πληροφορίες από την αγορά, φροντίζει να αναλύσει τις μακροπρόθεσμες προοπτικές της. Διαθέτουν επομένως οι τράπεζες την απαιτούμενη πληροφόρηση.

Πρέπει λοιπόν να απαιτούμε από τις επιχειρήσεις να ανταποκρίνονται στην ανάγκη πλήρους και ορθής πληροφόρησης. Και ακόμη, να υπάρχει ανανέωση όσων στοιχείων και πληροφοριών περιλαμβάνει το ενημερωτι-



κό δελτίο, τουλάχιστον μια φορά το χρόνο. Με την ετήσια ενημέρωση του περιεχομένου των ενημερωτικών δελτίων πιστεύω ότι θ' αποκατασταθεί σε πολύ μεγάλο βαθμό αυτό που σήμερα δεχόμαστε ως σχετικό έλλειμμα πληροφόρησης.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Θα ήθελα ωστόσο να παρατηρήσω ότι δεν αρκεί να διαθέτουμε σημαντική ποσότητα πληροφόρησης. Χρειάζεται ακόμη να μπορούμε να έχουμε την κατάλληλη βοήθεια, ώστε να κατανοήσουμε, να “χωνέψουμε” τα στοιχεία. Αυτό δεν είναι αποκλειστικά δουλειά που μπορεί να προσφερθεί απευθείας από τους δημοσιογράφους, αφού κι αυτοί κινδυνεύουν να μην έχουν τη δυνατότητα να ανάλυσουν προσεκτικά και σε βάθος τα στοιχεία που διατίθενται. Χρειάζεται κάποιος να αναλαμβάνει την ευθύνη της ανάλυσης των στοιχείων.*

**ΓΙΑΝΝΗΣ  
ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ:**

Εχω τονίσει πολλές φορές ότι υστερούμε στο αναλυτικό επίπεδο. Το παρατηρήσαμε άλλωστε τους τελευταίους μήνες, όταν είδαμε εκθέσεις μεγέθους μισής σελίδας να επηρεάζουν το ελληνικό χρηματιστήριο. Ακόμη κι εκθέσεις που ήταν γραμμένες “στο πόδι”. Κι όμως δεν βρέθηκε ένας έλληνας θεσμικός, μαζί βεβαίως και οι τράπεζες, δεν αποποιούμαι των ευθυνών μας. Διαθέτουμε τμήματα μελετών και θα έπρεπε να είμαστε σε θέση να αναλαμβάνουμε την ευθύνη μιας υπεύθυνης πληροφόρησης, ενημερώνοντας το επενδυτικό κοινό για τις προοπτικές των βασικών εισηγμένων επιχειρήσεων αλλά και της αγοράς γενικότερα.

Πόσο μάλλον που ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζονται οι εκθέσεις από διεθνείς επενδυτικούς οίκους δεν είναι αποκομμένος, πολλές φορές, από τη στρατηγική των οίκων αυτών, αφού οι ίδιοι, λογικά, αγοράζουν και πουλάνε μετοχές, τόσο δι' ίδιον λογαριασμό, όσο και για τους πελάτες τους. Οπως όλοι γνωρίζουμε, δεν ζούμε σε κοινωνία αγέλων. Ετσι, ενώ βασιμώς μπορούμε να υποθέσουμε ότι οι εκθέσεις πολλές φορές περικλείουν ένα σημαντικό βαθμό σκοπιμότητας, εμείς ως εγχώριοι θεσμικοί, δεν έχουμε μπορέσει να αντιπαρατεθούμε σε αναλυτικό επίπεδο στους ξένους θεσμικούς επενδυτές, όταν διακρίνουμε φανερά στοιχεία προσπάθειας να αντληθούν με αντικειμενικά συμπεράσματα, δεδομένης βέβαια της αβεβαιότητας που κάθε ανάλυση τέτοιου είδους περικλείει.

Θέλω να φέρω ένα παράδειγμα. Το παράδειγμα της σύγκλισης και της ONE. Και στο πεδίο αυτό είχαμε συχνά να αντιμετωπίσουμε επικριτικές και συχνά εσφαλμένες προσεγγίσεις. Κερδίσαμε όμως γιατί είχαμε ανά πάσα στιγμή επιχειρήματα ν' αντικρούσουμε είτε κάποιες εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, είτε της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, είτε κάποιων οίκων, που μπορεί, σε ορισμένες φάσεις να διατύπωναν επιφυλάξεις για τις δυνατότητες της Ελλάδας. Κερδίσαμε τη μάχη των επιχειρημάτων και της ουσίας. Αυτό πρέπει να περάσει σήμερα και στη λειτουργία της αγοράς.

Διότι όπως όλοι βλέπουμε, η ελληνική οικονομία είναι σήμερα μια από τις πλέον δυναμικές οικονομίες. Και σημασία έχει όχι απλώς το πού βρίσκονται, αλλά το πόσο γρήγορα προχωράς. Κι εμείς πηγαίνουμε πολύ γρήγορα. Βρισκόμαστε δεύτεροι στην κατάταξη με βάση το δυναμισμό, με την Ιρλανδία να έχει την πρώτη θέση στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Είναι προφανώς κρίμα η δυναμική αυτή να μην αντικατοπτρίζεται στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

ΣΤΑΥΡΟΣ  
ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:

Μια μικρή παρένθεση για τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Πρόκειται, προφανώς, για ένα πολύ μεγάλο θέμα, το οποίο συζητήσαμε πρόσφατα και στην Ευρωπαϊκή Περιφερειακή Επιτροπή της IOSCO, στην οποία προεδρεύουμε τώρα. Μάλιστα η Ελλάδα έχει αναλάβει την ευθύνη να συντονίσει ως προς το ζήτημα αυτό την προσέγγιση μεταξύ εκείνων που ανήκουν στην Ευρωπαϊκή Ένωση και υπολοίπων χωρών της Ευρώπης.

Συμφωνώ με τον κ. Στουρνάρα και γνωρίζω από συζητήσεις που έχουμε ήδη κάνει με τον κ. Αλεξάκη ότι και αυτός συμφωνεί. Επομένως θα ήθελα να ανακοινώσω με την ευκαιρία της σημερινής μας συζήτησης πως είναι καιρός να πάρουμε μια μεγάλη πρωτοβουλία και να φτιάξουμε μία επιτροπή εμπειρογνομόνων για το θέμα των διεθνών λογιστικών προτύπων. Θα ήθελα βεβαίως να παρατηρήσω ότι η χρήση των διεθνών λογιστικών προτύπων πρέπει να εφαρμοστεί ταυτοχρόνως σε πολλές χώρες γιατί μόνον έτσι μπορεί να υπάρξει η συγκρισιμότητα που είναι το ζητούμενο.

Αυτή τη στιγμή υπάρχει πρωτοβουλία σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, τα οποία σημειωτέον έχουν ακόμη αρκετές γκρίζες περιοχές. Αν κοιτάξετε τα 39 πρότυπα προσεκτικά, θα δείτε ότι δίνουν πολλές επιλογές σε κρίσιμα ζητήματα και αυτή είναι η βασική διαφορά τους από το πρότυπο των “US GAAP”. Επιλογές που πρέπει να ξεκαθαριστούν. Η Κύπρος, για παράδειγμα, εφαρμόζει τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, αλλά έχει πάρει ορισμένες επιλογές απ’ αυτές που δίνουν τα πρότυπα, οι οποίες δεν είναι ανάγκη ότι θα είναι οι ίδιες που θα υιοθετήσει όταν θα τα εφαρμόσει η Γαλλία. Γι’ αυτό η μεν Ευρωπαϊκή Ένωση προσπαθεί να φτάσει σε ένα ομοιογενή ορισμό των λογιστικών προτύπων, εμείς δε ως Περιφερειακή Επιτροπή της IOSCO θέλουμε να συντονίσουμε τις εξελίξεις στην Ένωση, με εκείνες στις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης.

Ακόμη, και είναι σημαντικό, μαζί με την επιβολή των προτύπων πρέπει να θεσμοθετηθεί και μία αρχή, η οποία θα τα ερμηνεύει. Όπως, για παράδειγμα στις Ηνωμένες Πολιτείες υπάρχει το “FASB” που είναι ανεξάρτητο σώμα και δίνει ερμηνείες των προτύπων, όπως άλλωστε εμείς έχουμε το ΕΣΥΛ. Πρέπει λοιπόν να κάνουμε βήματα γνωρίζοντας πάντως ότι το ζήτημα είναι διεθνές και όχι απλώς εθνικό.





**ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:**

Μπορεί, πράγματι, η ξαφνική αύξηση της ροής πληροφόρησης να δημιουργεί προβλήματα αφομοίωσής της. Πιστεύω όμως ότι το πρόβλημα αυτό θα εκλείψει όταν οργανωθεί σε μόνιμη βάση και υπάρξει τακτική και συνεχής διαχείριση της πληροφόρησης. Για παράδειγμα, τα πρόσφατα στοιχεία που έδωσε το ΧΑΑ για τους βασικούς μετόχους ή την κατηγοριοποίησή των προς εισαγωγή εταιρειών. Όλα αυτά τα στοιχεία καθώς θα τα επεξεργάζονται, θα εισάγονται στο internet ώστε όποιος αναζητεί θέματα επενδυτών, χρήσεως κεφαλαίων κλπ, θα τα βρίσκει ανά πάσα στιγμή εκεί και έτσι θα παύσουν, σταδιακά, να αποτελούν αντικείμενο ξεχωριστής προσοχής, αφού δεν θα παρέχονται σε ad hoc βάση.

Θα συμφωνήσω ακόμη απόλυτα με τον κ. Στουρνάρα, ότι είναι αναγκαίο να υπάρχουν τεκμηριωμένες αναλύσεις για την πορεία της αγοράς, της κεφαλαιαγοράς, οι οποίες συνδέονται και με την πορεία της οικονομίας και την πορεία των εισηγμένων εταιρειών. Είμαστε στην κατάσταση εκείνη όπου μικρές αναλύσεις ξένων επενδυτών και επηρεάζουν δυσανάλογα, ενώ θα έπρεπε να υπάρχουν και αναλύσεις εγχώριων αναλυτών. Στο σημείο αυτό θα ήθελα να τονίσω την πρωτοβουλία του Χρηματιστηρίου Αξιών να προχωρήσει στην ίδρυση ενός Κέντρου Ερευνών Κεφαλαιαγοράς, το οποίο δεν είναι απαραίτητο να λειτουργήσει μόνο του, αλλά να συνεργαστεί ή να ενταχθεί σε άλλα ερευνητικά ιδρύματα. Στόχος είναι να υπάρξει ένας μηχανισμός μέσω του οποίου που θα παρέχεται έγκυρη πληροφόρηση από εγχώριους φορείς και θα έχει το κύρος που απαιτείται για να είναι αποδεκτή και στην Ελλάδα και στο εξωτερικό.

Ως προς το θέμα των αναδόχων, επί του οποίου έγινε μια σημαντική συζήτηση, ειδικότερα για ενέργειες όπως το βιβλίο προσφορών, η συνεργασία του αναδόχου για μία προς εισαγωγή εταιρεία με τους θεσμικούς επενδυτές και τις χρηματιστηριακές εταιρίες για τον καθορισμό του εύρους τιμών και βεβαίως το θέμα της καλής προετοιμασίας των προς εισαγωγή εταιρειών. Νομίζω ότι σε όλα αυτά τα θέματα δεν πρέπει να ξεχνούμε ότι πρόκειται για εμπειρία που συσσωρεύτηκε πρόσφατα στη χώρα μας και θα πάρει λίγο καιρό ακόμη για να αφομοιωθεί, τόσο από τους αναδόχους και τις εισηγμένες, όσο και από τους επενδυτές. Τελικά όμως θα οδηγήσει τα πράγματα προς τη σωστή κατεύθυνση.

**Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:**

*Θα ήθελα να προσεγγίσουμε τώρα το θέμα της συνεργασίας μεταξύ των οργάνων εποπτείας της κεφαλαιαγοράς με τις αρχές η δράση των οποίων μπορεί επίσης να επηρεάσει την αγορά. Παράδειγμα η Επιτροπή Ανταγωνισμού, η δικαστική εξουσία. Επίσης, χρειάζομαι τη γνώμη σας και επί του θέματος της κατασταλτικής αρμοδιότητας των εποπτικών αρχών. Υπάρχουν κ. Θωμαδάκη, δυσκολίες συνεργασίας και επιβολής των αποφάσεων των αρχών εποπτείας;*

ΣΤΑΥΡΟΣ  
ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:

Να παρατηρήσω, πριν απαντήσω στην ερώτησή σας, ότι πράγματι τα τελευταία τρία έτη βρισκόμαστε μπροστά σε ένα μεγάλο όγκο πληροφόρησης που αποδεσμεύεται προς το επενδυτικό κοινό και πράγματι έχουμε ένα έλλειμμα αναλυτών. Είναι επομένως υποχρέωση των φορέων της αγοράς, να εξεύρουν λύσεις. Διότι κινδυνεύουμε αλλιώς να βρεθούμε με μια μονοπωλιακή κατάσταση όπου ελάχιστοι επενδυτικοί οίκοι, κυρίως στο εξωτερικό, αποκτούν τεράστια δύναμη επιρροή, την οποία μπορεί να εκμεταλλευτούν προς το συμφέρον τους.

Είναι όμως εξίσου σημαντικό να στραφεί ο επενδυτής προς τους επαγγελματίες. Δεν είναι δυνατόν ακριβώς και λόγω του μεγάλου όγκου της πληροφορίας ο επενδυτής να έχει την ψευδαίσθηση ότι μπορεί ο ίδιος να λειτουργεί ως επαγγελματίας trader για να βγάλει κέρδη. Πρέπει να στραφεί προς τους επαγγελματίες-διαχειριστές και νομίζω πως οι επαγγελματίες-διαχειριστές πρέπει να κάνουν αυτή τη στιγμή από τη μεριά τους μία πολύ ενεργητική πολιτική προσέλκυσης των επενδυτών.

Δηλαδή αυτή τη στιγμή δεν είναι δυνατόν όλοι όσους αποκαλέσαμε “εγκλωβισμένους” να αναζητούν από τις εφημερίδες ή από τους πολιτικούς ή από εμάς “πατέντες” για το πώς θα λύσουν το πρόβλημά τους. Ο καθένας έχει και διαφορετικό ζήτημα να λύσει και πρέπει όπως είπα να μπορεί να προσφύγει σε επαγγελματική συμβουλή, άρα πρέπει να δημιουργηθεί προσφορά συμβουλών και όχι βεβαίως μια μαζική παραγωγή γενικών οδηγιών, από τις εφημερίδες.

Γι’ αυτό έχω πει πως, τόσο οι θεσμικοί επενδυτές ως επαγγελματίες-διαχειριστές χαρτοφυλακίων, όσο και οι χρηματιστηριακές εταιρείες, πρέπει να αναβαθμίσουν τον τρόπο προσέλκυσης των πελατών τους, όχι ως έμποροι, ή απλοί μεσολαβητές, αλλά ως διαχειριστές περιουσίας, διαχειριστές συμφερόντων και διαχειριστές πίστης. Αυτό είναι σημαντικό και απαντά στο πώς πρέπει να γίνεται ο χειρισμός των πληροφοριών. Ετσι άλλωστε πράττουν οι φορείς σε όλες τις αγορές.

Όπως μας δείχνει η εμπειρία των άλλων κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, υπάρχουν πολλοί διάλογοι συνεργασίας μεταξύ εποπτικών αρχών και στο επίπεδο που ανέφερε πριν ο κ. Στουρνάρας, εποπτικές αρχές διαφόρων αντικειμένων και στο διεθνές επίπεδο, εποπτικές αρχές μεταξύ χωρών, διαφορετικών χωρών μεταξύ τους αλλά και σοβαρά θέματα συνεργασίας μεταξύ εποπτικών αρχών της κεφαλαιαγοράς με τις δικαστικές αρχές. Σε ορισμένες μάλιστα ευρωπαϊκές χώρες τα χρηματιστηριακά αδικήματα είναι αποκλειστικά ποινικά αδικήματα, ενώ εδώ είναι και διοικητικά αδικήματα, άρα υπόκεινται σε διοικητικές κυρώσεις.

Σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες υπάρχει εμπειρία πολύ στενής συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών της Κεφαλαιαγοράς και των δικαστικών αρχών που ασχολούνται με το οικονομικό έγκλημα, με τα χρηματιστηριακά αδικήματα, με θέματα που αφορούν στο ξέπλυμα χρήματος, κ.ο.κ. Πι-



στεύω πως στην χώρα μας η συνεργασία αυτή παραμένει ένα μεγάλο ζητούμενο, κάτι που πρέπει να επιλύσουμε, διότι όλοι βρισκόμαστε μπροστά σε φαινόμενα που είναι και πρωτόγνωρα.

Να σας δώσω ως παράδειγμα την περίφημη δίκη της Λαυρεωτικής. Η Λαυρεωτική ήταν ένα μέγα χρηματιστηριακό σκάνδαλο του 1994. Εφτασε σε δίκη πέντε χρόνια αργότερα και έγινε δυνατή η ακροαματική διαδικασία και η επιτυχής διεκπεραίωση επειδή είχε ετοιμάσει ένα πολύ ολοκληρωμένο φάκελο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Παραστήσαμε ως πολιτική αγωγή και ως μάρτυρες και λόγω αυτού έγινε δυνατόν να υπάρξουν και ποινικές καταδίκες. Η ποινική δικαιοσύνη εκ των πραγμάτων είναι μία αργόσυρτη διαδικασία και απαιτεί πάρα πολύ προσεκτική θεμελίωση των κατηγοριών.

Δεν μπορείς με γενικολογίες να καταδικάζεις ανθρώπους και είναι γι' αυτό ακριβώς πολύ αναγκαίο να υπάρχει προσεκτική θεμελίωση. Οι εποπτικές αρχές εκ των πραγμάτων είναι αυτές που ξέρουν τα στοιχεία, τους νόμους, μπορούν και οφείλουν να θεμελιώσουν πολύ καλά και γι' αυτό ακριβώς χρειάζεται και η συνεργασία με τις δικαστικές αρχές. Έχουμε άλλωστε ήδη στείλει δεκάδες περιπτώσεις στη δικαιοσύνη, οι οποίες τραβούν το δρόμο τους. Εδώ όμως έχουμε ατυχή παραδείγματα όπου οι δικαστικές αρχές έχουν θεωρήσει ως υποψήφιους κατηγορούμενους για χρηματιστηριακά κακώς κείμενα όχι τους παραβάτες, τους οποίους εμείς ερευνούμε, αλλά τις ίδιες τις εποπτικές αρχές που ερευνούν. Πρόκειται για παγκόσμια πρωτοτυπία.

Ένα σημαντικό στοιχείο στη συνεργασία εποπτικών φορέων και δικαστικών αρχών, και θέλω να το τονίσω αυτό, είναι η εκπαίδευση. Πιστεύουμε ότι, όπως συμβαίνει και σε αρκετές άλλες χώρες, η εκπαίδευση δικαστών και δικαστικών λειτουργών στα θέματα του χρηματιστηρίου και της κεφαλαιαγοράς είναι αναγκαία. Κάνουμε ήδη πολλές προτάσεις και προσπάθειες και, κατά σύμπτωση, σήμερα ξεκινήσαμε το πρώτο εκπαιδευτικό-ενημερωτικό πρόγραμμα δικαστικών λειτουργών του Ελεγκτικού Συνεδρίου σε συνεργασία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, του ΧΑΑ του ΣΜΕΧΑ με διάρκεια μιας εβδομάδας.

Να σας δώσω όμως ένα παράδειγμα θέματος συνεργασίας που μπορεί να δημιουργηθεί. Κάποιος για τον οποίον διαπιστώνουμε ότι έχει κάνει χρηματιστηριακή παράβαση έχει κάνει και άλλες παραβάσεις: φοροδιαφυγή, ξέπλυμα χρήματος. Αλλά και αντιστρόφως: άλλες αρχές εξετάζοντας μια περίπτωση φοροδιαφυγής ή κάτι άλλο, βρίσκουν και χρηματιστηριακές παραβάσεις. Αν δεν υπάρχει διάυλος επικοινωνίας και γρήγορος συντονισμός των αρχών η πρόληψη και η καταστολή παραμένουν νεκρό γράμμα, χωρίς αποτέλεσμα. Όπως και στις άλλες ευρωπαϊκές χώρες, με τις οποίες συνεργαζόμαστε, είναι καλό να υπάρχουν αποδεκτοί, παραδεδεγμένοι και παραδοσιακοί δεσμοί μεταξύ των αρχών, που εξυπηρετούν αυτή τη διαδικασία.

ΓΙΑΝΝΗΣ  
ΣΤΟΥΡΝΑΡΑΣ:

Όπως είπα προηγουμένως, οι τάσεις, στην Ευρωπαϊκή Ένωση όσο και παγκόσμια, οδηγούν στον καλύτερο συντονισμό των εποπτών, όχι μόνο μέσα στις ίδιες τις χώρες, αλλά και μεταξύ χωρών. Έχει ήδη αναπτυχθεί η διμερής ανταλλαγή πληροφόρησης μεταξύ εποπτών διαφόρων κλάδων και κυρίως των τριών κλάδων (τράπεζες-κεφαλαιαγορά-ασφαλιστικές εταιρείες) με την ανταλλαγή memoranda of understanding, δηλαδή άτυπων συμφωνιών συναντίληψης. Στην Ελλάδα, όσοι έχουμε εμπειρία από το δημόσιο τομέα, βλέπουμε δυστυχώς μια προσπάθεια περιχαράκωσης αρμοδιοτήτων. Ωστόσο, η παγκόσμια τάση είναι για μεγαλύτερο συντονισμό μεταξύ των εποπτών, ανάγκη που προκύπτει από την παγκοσμιοποίηση αλλά και για να αποφύγουμε αυτό που λέμε “Institutional Arbitrage”, όταν δηλαδή ένας επενδυτής χρησιμοποιεί χαλαρότερους κανόνες μιας χώρας ή ενός κλάδου για να πετύχει αυτό που θέλει σε βάρος του επενδυτικού κοινού. Αυτή η δυνατότητα πρέπει να αποφευχθεί.

Όπως ήδη ανέφερα, στη χώρα μας διαπιστώνεται, μια μάλλον κακώς εννοούμενη περιχαράκωση αρμοδιοτήτων. Υπάρχει μια σύγχυση. Άλλο ανεξαρτησία μεταξύ διοικητικών αρχών, που είναι απόλυτα σεβαστή και άλλο η ανάγκη συντονισμού τους. Δεν σημαίνει ότι επειδή είναι ανεξάρτητες η Δικαστική Αρχή, η Τράπεζα της Ελλάδος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Ανταγωνισμού, το Σώμα Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος, πως δεν πρέπει να συνεργάζονται μεταξύ τους. Διότι τότε και πολύτιμη πληροφόρηση θα χαθεί, αλλά και πολύτιμη γνώση που μπορεί να γίνει ανέξοδα κτήμα όλων των εποπτικών αρχών, εφόσον για το δημόσιο συμφέρον εργάζονται όλες.

Πρέπει επομένως να αναζητήσουμε τη στενότερη συνεργασία μεταξύ των εποπτικών αρχών, σύμφωνα με τα πρότυπα που ισχύουν σήμερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Θα σας πω ότι στο Συμβούλιο ECOFIN στο Τούρκου της Φινλανδίας το 1999, αν θυμάμαι καλά, οι υπουργοί Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών ανάθεσαν σε επιτροπή τεχνοκρατών να τους πούνε τι ακριβώς χρειάζεται σήμερα σε επίπεδο εποπτείας στην ευρωζώνη και την κοινή αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η επιτροπή, γνωστή με το όνομα “Επιτροπή Μπράουερ”, κατάληξε ότι απαιτείται κυρίως μεγαλύτερος συντονισμός των εποπτών τόσο μέσα σε κάθε χώρα, μεταξύ δηλαδή διαφορετικών διοικητικών αρχών, όσο και μεταξύ των χωρών.

Χ.Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ:

*Κύριε Αλεξάκη έχετε την καθημερινή διαχείριση της αγοράς και επομένως “δικάζεστε” καθημερινώς από την κοινή γνώμη και τους παράγοντες της αγοράς, ενώ αντιμετωπίζετε την πίεση των μεγάλων θεσμικών “παικτών” και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Πώς τοποθετείστε απέναντι στο αίτημα μεγαλύτερης συνεργασίας, πώς δηλαδή περιχαράκώνετε εσείς τις ευθύνες σας;*



**ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
ΑΛΕΞΑΚΗΣ:**

Πιστεύουμε ότι πρέπει να υπάρχει αποτελεσματική συνεργασία, υψηλός συντονισμός και συνεχής επικοινωνία μεταξύ όλων των βασικών συντελεστών αγοράς. Το πιστεύουμε και μάλιστα έχουμε εφαρμόσει ένα ειδικό επικοινωνιακό πρόγραμμα, το οποίο πέρα από την άμεση πληροφόρηση, η οποία ίσως χρειαστεί να μεταφερθεί από τον ένα φορέα στον άλλο, έχουμε φροντίσει με όλους τους βασικούς συντελεστές της αγοράς, να έχουμε τακτικές συναντήσεις ώστε να διευκολύνεται αυτή ακριβώς η μεταφορά της πληροφόρησης, να διαπιστώνονται τα όποια προβλήματα και ο καθένας να δρα προς την αντιμετώπισή τους.

Τώρα, σε ό,τι αφορά άλλους φορείς, όπως είναι η Επιτροπή Ανταγωνισμού, η Δικαστική εξουσία, οι οποίοι χρειάζεται να αντλήσουν πληροφόρηση ή να συνεργαστούν μαζί μας, αυτό το κάνουμε τόσο με την παροχή στοιχείων, όσο και σε θέματα ενημέρωσης της αγοράς. Το ΧΑΑ έχει τις δικές του αρμοδιότητες και ευθύνες σε θέματα όπως η εισαγωγή των τίτλων, η παρακολούθηση των εισηγμένων εταιρειών, της αγοράς και των μελών, η εύρυθμη διεξαγωγή των συναλλαγών, η προώθηση και ανάπτυξη της αγοράς. Η αγορά όμως δεν στηρίζεται στη λειτουργία του κάθε βασικού συντελεστή, απλώς, με βάση το υπάρχον κανονιστικό πλαίσιο. Αντίθετα η περίοδος που διανύσαμε, αλλά και στο συνεχές άνοιγμα των αγορών, η κινητικότητα και ο δυναμισμός της αγοράς, η ευκολία με την οποία μπορούν να παρεισφρύσουν ανεπιθύμητες πρακτικές, παντού καθιστούν για εμάς αναγκαία μια συνεργασία που δεν έχει υποχρεωτικά τη μορφή της εποπτείας, αλλά της ουσιαστικής και συλλογικής παρακολούθησης της αγοράς ώστε να είναι βαθεία και αποτελεσματική.

