

Οι σύγχρονες υπηρεσίες θεματοφυλακής και ο ρόλος τους στη διακίνηση της παγκόσμιας ρευστότητας

1. Εισαγωγή

Η νέα παγκόσμια πολιτική συγκυρία συνοδεύεται από τη συνεχή διεθνοποίηση της επενδυτικής δραστηριότητας. Ήδη από τη δεκαετία του '70 έγινε αισθητή η ανάγκη διεθνοποίησης της επενδυτικής πράξης και της συνυφασμένης με αυτή δυνατότητα μεγιστοποίησης αποδόσεων και ευρύτερης κατανομής επενδυτικών κινδύνων. Η διεθνοποίηση αυτή δε θα ήταν δυνατή χωρίς το συνεχώς αυξανόμενο φάσμα των υπηρεσιών και προϊόντων θεματοφυλακής (custody services) οι οποίες επιτρέπουν στο διαχειριστή κεφαλαίων τη διεθνοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων.

Το θέμα είναι ιδιαίτερα επίκαιρο για την ελληνική επενδυτική κοινότητα η οποία βρίσκεται στο μεταίχμιο του μετασχηματισμού της από έναν καθαρά τοπικό επενδυτικό ορίζοντα σε έναν ορίζοντα διεθνούς επενδυτικής προοπτικής. Η σημασία αυτής της αλλαγής για την ουσιαστική ένταξή μας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) είναι προφανής.

2. Η σημασία των υπηρεσιών θεματοφυλακής

Οι υπηρεσίες θεματοφυλακής και τα αντίστοιχα τραπεζικά προϊόντα (custody services) αποτελούν την πεμπουσία της τεχνικής συγκροτήσεως της παγκόσμιας κεφαλαιαγοράς, καθότι ένας βασικός συντελεστής ανάπτυξης των οικονομιών είναι η αποδοτική επένδυση κεφαλαίων σε παγκόσμια κλίμακα, η οποία επιτυγχάνεται με την ομαλή, ταχεία και χωρίς υψηλό κόστος διακίνηση της ρευστότητας και τη συνεχή μετατροπή της σε διάφορες μορφές οι οποίες συγκεκριμενοποιούνται με τη δημιουργία των διαφόρων επενδυτικών προϊόντων.

Κατά συνέπεια οι υπηρεσίες θεματοφυλακής αφ' ενός μεν αποτελούν την τεχνική υποδομή για τη μετατροπή της ρευστότητας από τη μορφή του χρήματος στις διάφορες μορφές των υποκαταστάτων του στην κεφαλαιαγορά, όπως είναι λόγου χάριν τα χρεόγραφα και αφ' ετέρου γεφυρώνουν τις κεφαλαιαγορές, καθότι η τοπική και διεθνής διακίνηση του κεφαλαίου με τη μορφή του χρεογράφου είναι αδύνατη χωρίς κατάλληλη τεχνική

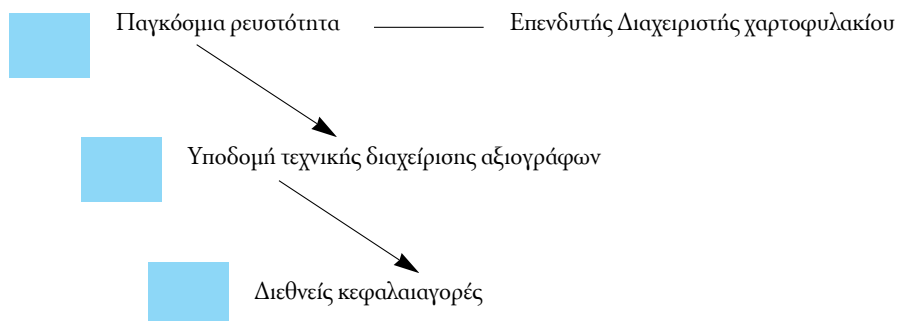


Z. ΝΤΡΕΝΗ

Πτυχιούχος ΠΑΣΠΕ
Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης
Μέλος Οικονομικού
Επιμελητηρίου Ελλάδος

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Η Διαχείριση Αξιογράφων ως βασικός παράγοντας της υποδομής κεφαλαιαγορών:



Ο θεματοφύλακας εκτελεί τη μετατροπή της ρευστότητας από την αρχική της μορφή (cash) σε εξειδικευμένα τραπεζικά προϊόντα σύμφωνα με τις επενδυτικές αποφάσεις του επενδυτή ή του διαχειριστή χαρτοφυλακίου.

υποδομή εκκαθάρισης και διαχείρισης τίτλων. Η υλοποίηση της επενδυτικής ελευθεροπραξίας στον τομέα της κεφαλαιαγοράς όπως αυτή έχει δημιουργηθεί με τη νέα παγκόσμια πολιτική συγκυρία, είναι δυνατή μόνο με τη δημιουργία μιας κατάλληλης τεχνικής υποδομής. Η συμμετοχή των υπηρεσιών θεματοφυλακής (custody services) στη δημιουργία της κατάλληλης τεχνικής υποδομής των κεφαλαιαγορών είναι πρωτεύουσας σημασίας.

3. Οι υπηρεσίες θεματοφυλακής στον κύκλο συναλλαγής αξιογράφων

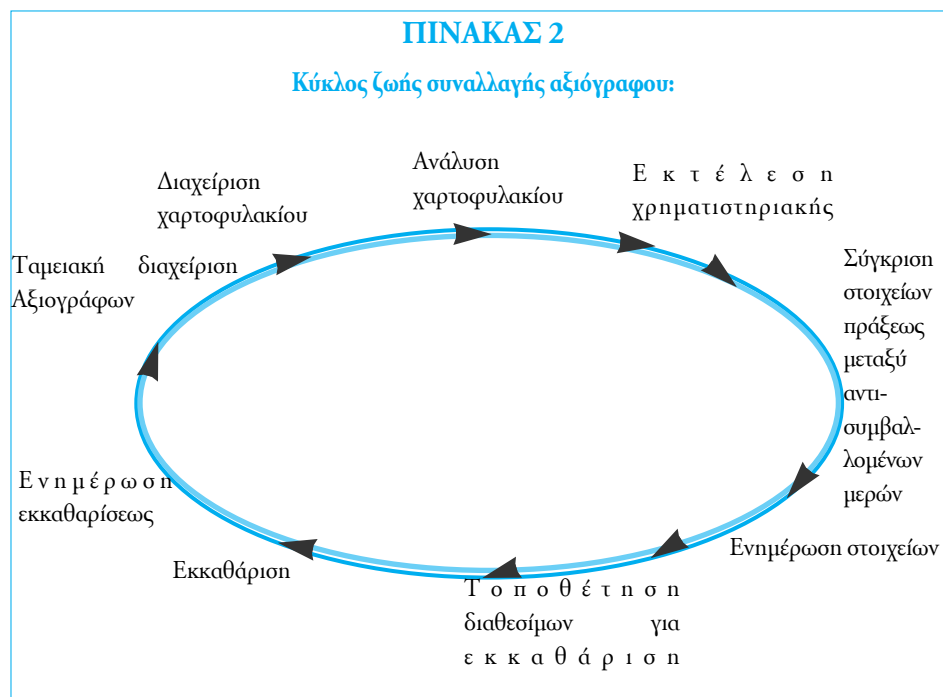
Για να αντιληφθούμε τον τρόπο με τον οποίο οι τράπεζες εντάσσουν τις υπηρεσίες θεματοφυλακής στο γενικό πλαίσιο των εργασιών τους είναι απαραίτητο να ερευνήσουμε τον κύκλο ζωής μιας συναλλαγής αξιογράφων. Ο Πίνακας αρ. 2 απεικονίζει τη συναλλαγή αξιογράφων στις διάφορες φάσεις της. Σημαντικό στοιχείο στη διαμόρφωση των αντίστοιχων τραπεζικών προϊόντων είναι η ένταξη των υπηρεσιών της εκάστοτε φάσεως στον κύκλο της διαδικασίας κατά τέτοιο τρόπο, ούτως ώστε να προστίθεται πραγματική αξία στο ενεργητικό των επενδυτών.

3.1 Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Ο κύκλος ζωής μιας συναλλαγής αξιογράφων αρχίζει με την επενδυτική απόφαση. Το σημείο αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας, καθότι είναι το κριτικό σημείο μεταξύ της διαδικασίας της αγοραπωλησίας των αξιογράφων (dealing) και της διαχείρισής τους (administration). Όταν ληφθεί η επενδυτική απόφαση να κρατηθεί, να αγοραστεί ή να πωληθεί μια θέση ενός χαρτοφυλακίου, ό,τι ακολουθεί από τεχνικής απόψεως με σκοπό την υλοποίηση της απόφασης αυτής είναι πλέον συνυφασμένο με την επενδυτική κρίση. Ο επενδυτής αποφασίζει με γνώμονα την τιμή, το χρονικό σημείο, τη ρευστότητα και την προβλεπόμενη απόδοση του χρεογράφου σε συνάρτηση βέβαια με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Αρκετές τράπεζες έχουν αναπτύξει εργασίες, οι οποίες συμπεριλαμβάνουν και τις δύο βασικές λειτουργίες, τόσο την καθ' εαυτού επενδυτική απόφαση (front-office function), όσο και τις διαχειριστικές εργασίες (administrative services). Συνήθως, οι υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου (investment management services) προσφέρονται μέσω θυγατρικών εταιρειών. Σε ορισμένες χώρες μάλιστα αυτό είναι απαραίτητο καθότι η τοπική νομοθεσία απαιτεί διαχωρισμό των υπηρεσιών διαχείρισης και χαρτοφυλακής (όπως λ.χ. οι ΗΠΑ/ ERISA legislation).

3.2 Ανάλυση Χαρτοφυλακίου



Η ανάλυση ενός χαρτοφυλακίου απαιτεί ακριβή στοιχεία των διατηρούμενων θέσεων και της μετρούμενης αποδόσεως (performance measurement). Στο σημείο αυτό οι λειτουργίες οι οποίες αναφέρονται στις έννοιες ενημέρωση (reporting) και λογιστική παρακολούθηση και οι οποίες είναι βασικά στοιχεία των υπηρεσιών θεματοφυλακής γίνονται το πλέον σημαντικό στοιχείο για τη λήψη της επόμενης επενδυτικής απόφασης. Οι Διαχειριστές χαρτοφυλακίου προϋποθέτουν πλέον, ότι οι θεματοφύλακες τους διαθέτουν συστήματα, τα οποία θα τους τροφοδοτούν με ακριβή στοιχεία που αφορούν αναλύσεις αποτιμήσεων και αποδόσεως των χαρτοφυλακίων που χειρίζονται, φοροτεχνικά στοιχεία, στοιχεία συμπεριφοράς αντισυμβαλλομένων μερών κλπ. Ήδη, λοιπόν, στο πρώτο στάδιο του κύκλου ζωής της συναλλαγής αξιόγραφου καθίσταται ουσιαστική η σημασία της λειτουργικότητας της ενημέρωσης (reporting) για τη διαδικασία της επενδυτικής απόφασης (investment management process).

3.3 Εκτέλεση χρηματιστηριακής πράξης, αντιστοίχιση στοιχείων μεταξύ αντισυμβαλλομένων μερών και ενημέρωση

Η εκτέλεση της αγοραπωλησίας

χρεογράφων είναι κατά κύριο λόγο μια διαχειριστική λειτουργία (administrative function). Η επενδυτική απόφαση έχει πλέον ληφθεί και ο επενδυτής θα συνεχίσει να λαμβάνει επενδυτικές αποφάσεις στηριζόμενος στην υπόθεση, ότι η αλλαγή σε μια θέση του χαρτοφυλακίου είναι πλέον γεγονός. Την πληροφορία αυτή μπορεί να του τη δώσει μόνο ο θεματοφύλακας τον οποίο χρησιμοποιεί. Λόγω της ταχύτητας η οποία διακρίνει τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, οι οποίες επιδιώκουν να εκμεταλλευθούν τις διάφορες εξελίξεις στις εκάστοτε κεφαλαιαγορές, η ταχύτητα μεταφοράς των πληροφοριών, οι οποίες αφορούν την κατάσταση (status) των εντολών εκκαθάρισης, είναι ιδιαίτερα σημαντική. Συχνά μάλιστα έχουμε αλυσιδωτές αντιδράσεις, εάν μια εκκαθάριση δεν πραγματοποιηθεί τη συμφωνηθείσα ημερομηνία εκκαθάρισης (settlement date).

Σε ό,τι αφορά το ρόλο του θεματοφύλακα στη διαδικασία εκκαθάρισης, πρέπει να αναφερθεί ότι ο θεματοφύλακας εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη ροή, την ταχύτητα και την ακρίβεια της μεταβίβασης των πληροφοριών που αφορούν την αγοραπωλησία (trade details) μεταξύ του επενδυτή (ή του διαχειριστή του χαρτοφυλακίου του) και του αντισυμβαλλόμενου μέρους. Μια σημαντική εργασία του τμήματος σχέσεων

με τους πελάτες είναι να επιτηρεί τη διαδικασία ανταλλαγής πληροφοριών πέραν της τεχνικής διαστάσεως, όπως αυτή καλύπτεται από τα διάφορα συστήματα, τα οποία χρησιμοποιεί ο θεματοφύλακας και να ενημερώνει όσο το δυνατό σύντομα τον πελάτη του για τυχόν ανωμαλίες πάσης φύσεως. Η παρακολούθηση της συμπεριφοράς των αντισυμβαλλομένων μερών είναι επίσης μια άκρως ενδιαφέρουσα πληροφορία για τον πελάτη του θεματοφύλακα, ελλείψει συμβατών συστημάτων μεταξύ όλων των μερών.

Στην προσπάθειά του να επισπεύσει τη ροή των πληροφοριών ο θεματοφύλακας προσπαθεί να συνεισφέρει στη διαδικασία αντιστοίχισης στοιχείων (matching) μιας πράξεως, μεταξύ των αντισυμβαλλομένων μερών, πριν καν ειδοποιηθεί από τον πελάτη του μέσω της εντολής εκκαθάρισης. Αυτό βέβαια δεν είναι δυνατό σε όλες τις κεφαλαιαγορές. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, για παράδειγμα υπάρχει ένας ηλεκτρονικός μηχανισμός, ο οποίος επιτρέπει στο θεματοφύλακα ως μέλος του Χρηματιστηρίου να λαμβάνει στοιχεία που έχουν δώσει οι χρηματιστές στο INS (Institutional Net Settlement). Το INS είναι ένα ηλεκτρονικό σύστημα που αφορά μόνο στοιχεία αγοραπωλησίας χρεογράφων (trading activities). Αυτό σημαίνει, ότι ο θεματοφύλακας στο Ηνωμένο Βασίλειο μπορεί τεχνικά να διευκολύνει και να συντομεύει τη διαδικασία αντιστοίχισης (βέβαια με ειδική εντολή του πελάτη του) πριν ακόμα οι χρηματιστές έχουν ανταλλάξει παραστατικά της χρηματιστηριακής πράξεως (contract notes). Στις ΗΠΑ το ρόλο αυτό αναλαμβάνει το αποθετήριο τίτλων (CSD/DTC) και το εκτελεί ηλεκτρονικώς. Δηλαδή, το DTC συνδέει τους θεματοφύλακες στη διαδικασία της σύγκρισης για να απλοποιηθεί η διαδικασία εκκαθάρισης. Στη Φραγκφούρτη αυτό δεν είναι δυνατό. Ο θεματοφύλακας λοιπόν έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον να πληροφορηθεί όσο το δυνατόν ταχύτερα τα στοιχεία της χρηματιστηριακής πράξεως για να μπορέσει να ενεργήσει για λογαριασμό του πελάτη του πριν καν ενημερωθεί μέσω πελατειακής εντολής. Πολλές τράπεζες, οι οποίες έχουν μεγάλο τμήμα αγοράς στη θεματοφυλακή επικροτούν μια νέα

πρωτοβουλία (ETC/Electronic Trade Confirmation), σκοπός της οποίας είναι η όσο το δυνατόν ταχύτερη συμμετοχή του θεματοφύλακα στη διαδικασία της αντιστοίχισης.

3.4 Τοποθέτηση θέσεων χαρτοφυλακίου για την εκκαθάριση προηγηθείσας χρηματιστηριακής συναλλαγής

Από τη στιγμή εκτέλεσής της χρηματιστηριακής πράξεως (trading) ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να εξασφαλίσει ότι τόσο η εκταμίευση θα είναι δυνατή, δηλαδή υπάρχει διαθεσιμότητα από τον αγοραστή, όσο ότι οι πωληθέντες τίτλοι είναι διαθέσιμοι από τον πωλητή. Η υποχρέωση αυτή μεταβιβάζεται στο θεματοφύλακα και αποτελεί το πρώτο τμήμα των βασικών λειτουργιών των διαδικασιών, οι οποίες ονομάζονται υπηρεσίες μετακίνησης και ελέγχου αξιογράφων.

Τόσο ο επενδυτής όσο και ο θεματοφύλακας εργάζονται πλέον πυρετωδώς και εναντίον του χρόνου. Το κεντρικό αποθετήριο (CSD) έχει χρονοδιαγράμματα και προθεσμίες λήψεως μνηυμάτων που αφορούν τους τίτλους και τα ταμειακά αποθέματα. Ο εκάστοτε τοπικός θεματοφύλακας έχει τα δικά του χρονοδιαγράμματα. Τα διάφορα εθνικά συστήματα λογιστικού συμψηφισμού πληρωμών έχουν τους δικούς τους χρονικούς περιορισμούς. Ο συντονισμός όλων αυτών των ενεργειών, οι οποίες είναι απαραίτητες για την πραγματοποίηση της εκκαθάρισης της πραγματοποιηθείσας χρηματιστηριακής πράξεως προσφέρουν στο θεματοφύλακα τη δυνατότητα να προσφέρει στον επενδυτή μια σειρά τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών.

Για τον αγοραστή των αξιογράφων, ο οποίος πρέπει να διαθέτει ταμειακά αποθέματα για να πληρώσει τους τίτλους του, θα μπορούσε ο θεματοφύλακας να προσφέρει δανειοδοτικές διευκολύνσεις για την κάλυψη των πιστωτικών αναγκών. Θα μπορούσαν οι δανειοδοτικές διευκολύνσεις να είναι διαθέσιμες βραχυπρόθεσμα (overnight basis) για την κάλυψη επί παραδείγματι βραχυπρόθεσμων πιστωτικών αναγκών, οι οποίες προκύπτουν από ανωμαλίες που προκύπτουν κατά την περίοδο εκκαθάρισης σε διαφορετικές

κεφαλαιαγορές. Θα μπορούσαν, επίσης, να είναι και μέσο μακροπρόθεσμης χρονικής διάστασης και να εξυπηρετούν τις ανάγκες του επενδυτή που προκύπτουν από τη γενική ταμειακή στρατηγική του (funding strategic position). Επί πλέον θα μπορούσε ο θεματοφύλακας να προσφέρει τις επονομαζόμενες δανειοδοτικές διευκολύνσεις (daylight overdraft facilities) για να καλύπτει ταμειακά κενά του επενδυτή πελάτη του που προκύπτουν από αγοραπωλησίες θέσεων με τιμή (valeur) ίδιας ημέρας.

Επί πλέον, οι εκκαθαρίσεις πωλήσεων μπορεί να απαιτούν συναλλαγματικές πράξεις (foreign exchange transactions) για την εκκαθάριση σε τίτλους αγορών πέραν της αγοράς του πωλητού. Οι επενδυτές με διεθνές επενδυτικό προφίλ έχουν κατ' ανάγκη ταμειακά αποθέματα και ρευστότητα σε διάφορα νομίσματα από μερίσματα, εκκαθαρίσεις και διάφορα εισοδήματα από επενδύσεις σε χρεόγραφα εκτός εθνικού νομίσματος. Κατά συνέπεια οι θεματοφύλακες μπορούν να προσφέρουν υποστήριξη για τη διαχείριση ταμειακών αποθεμάτων σε διάφορα νομίσματα. Οπου το επιτρέπει η νομοθεσία, οι θεματοφύλακες προσφέρουν νομισματικούς λογαριασμούς. Αυτό σημαίνει, ότι μπορούν να προσφέρουν ένα κεντρικό σημείο αναφοράς για το διεθνή επενδυτή σε ό,τι αφορά στη διαχείριση ταμειακών αποθεμάτων σε διάφορα νομίσματα και να αποφεύγουν συναλλαγματικές πράξεις που προκύπτουν από νέες ανάγκες.

Η προσφορά σε δανειοδοτικές διευκολύνσεις μπορεί να συνοδεύεται και από προσφορά της συμφωνηθείσας ημερομηνίας εκκαθάρισης της χρηματοπιστηριακής πράξεως (contractual settlement). Ο θεματοφύλακας στην περίπτωση αυτή αναλαμβάνει την υποχρέωση (πάντα βέβαια υπό την προϋπόθεση, ότι τηρούνται τα χρονοδιαγράμματα των μνηυμάτων (deadlines) να προβεί σε εκκαθάριση της χρηματοπιστηριακής πράξεως πληρώνοντας ασχέτως εάν το αντισυμβαλλόμενο μέρος διαθέτει τίτλους ή όχι την ημέρα της εκκαθάρισης. Αυτό το προϊόν βέβαια απαιτεί εκ μέρους του θεματοφύλακα ιδιαίτερη προσοχή σε δύσκολες αγορές και περιορισμό σε ορισμένα αντισυμβαλλόμενα μέρη του

επενδυτή του γιατί διαφορετικά οι κίνδυνοι δεν επιδέχονται έλεγχο. Το προϊόν αυτό (CSDA/Contractual Settlement Data Accounting) διευκολύνει βέβαια τη διαχείριση των ταμειακών διαθεσίμων του πωλητή των τίτλων. Επίσης επωφελείται και ο αγοραστής των τίτλων, ο οποίος πληρώνεται εάν ακόμα αδυνατεί να πληρώσει το αντίτιμο. Αρα κατ' αυτό τον τρόπο διευκολύνεται και η ταμειακή διαχείριση του αγοραστή.

4. Η διερεύνηση του ρόλου της θεματοφυλακής

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι το εννοιολογικό εγχειρίδιο που χρησιμοποιείται από όλους που συμμετέχουν με τον οποιονδήποτε τρόπο στην επενδυτική διαδικασία έχει υποστεί τα τελευταία χρόνια σημαντικές τροποποιήσεις. Ο όρος Υπηρεσία Θεματοφυλακής δημιουργήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του '70 στις ΗΠΑ, όταν μετά τη σχετική τροποποίηση του θεσμικού πλαισίου, επιτράπη στα συνταξιοδοτικά ταμεία να διεθνοποιήσουν τις επενδυτικές δραστηριότητές τους. Η παθητική έννοια της θεματοφυλακής μετετράπη ήδη τη δεκαετία του '80 σε ευρύ φάσμα τραπεζικών υπηρεσιών και προϊόντων που έπρεπε να καλύπτει τις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες κυρίως των θεσμικών επενδυτών. Στη δεκαετία του '90 και κυρίως κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών της, όχι μόνο ο συνεχώς αυξανόμενος αριθμός των αγορών που χαρακτηρίζονται από την ελευθεροπραξία στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, οι σύγχρονοι θεματοφύλακες παγκοσμίως προσφέρουν τις υπηρεσίες τους στους θεσμικούς επενδυτές σε περίπου 85 αγορές, αλλά και οι πλέον πολυδιάστατες ανάγκες των επενδυτών εξαναγκάζουν τους θεματοφύλακες να διευρύνουν συνεχώς τόσο το φάσμα υπηρεσιών και προϊόντων όσο και την τεχνική υποστήριξή τους, με αποτέλεσμα η αγορά του θεματοφύλακα να χαρακτηρίζεται πλέον όχι τόσο από τα βασικά προϊόντα της (core services), αλλά από τη δυνατότητα των θεματοφυλάκων να προσφέρουν εξειδικευμένες λύσεις για τις ιδιαίτερες ανάγκες του εκάστοτε θεσμικού επενδυτή.

Η τροποποίηση της κλασικής αντίληψης του θεματοφύλακα σήμερα γίνεται εμφανής και στην τροποποίηση της σχετικής ορολογίας και στο χαρακτηρισμό των αντιστοίχων υπηρεσιών των θεματοφυλάκων των οποίων ο αριθμός περιορίζεται τα τελευταία χρόνια σημαντικά, καθότι οι υπερμεγέθεις επενδύσεις που είναι απαραίτητες για τη συνεχή προσαρμογή των συστημάτων στις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες των θεσμικών επενδυτών επιτρέπουν μόνο σε πολύ λίγες τράπεζες, που προσφέρουν προϊόντα και υπηρεσίες θεματοφύλακα, να επιβιώσουν στο χώρο αυτό. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες στον τομέα αυτό (The Bank of New York, Chase, Citibank) διαχειρίζονται περίπου το 60% της παγκόσμιας θεματοφυλακής.

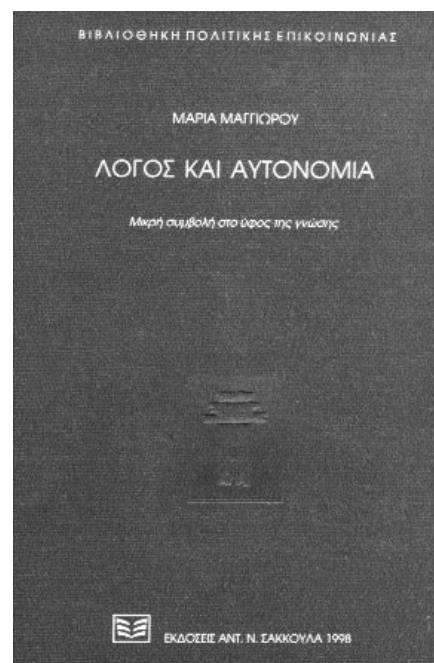
Οι συνεχώς εναλλασσόμενες μορφές υπηρεσιών και προϊόντων στη θεματοφυλακή καθιστούν τον τομέα αυτό πεδίο εξελίξεων και έρευνας. Οι υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας (δανεισμός αξιογράφων, ανάλυση αποδόσεως, διαχείριση κινδύνου κλπ) είναι πλέον καθοριστικής σημασίας για τους θεσμικούς επενδυτές και διαχειριστές χαρτοφυλακίων στην αξιολόγηση των προτάσεων και εν κατακλείδι στην επιλογή του θεματοφύλακα.

5. Συμπεράσματα και ελλείψεις στον ελληνικό χώρο

Τον τελευταίο καιρό καθίσταται εμφανής η προσπάθεια των ελληνικών τραπεζών να διευρύνουν το φάσμα των υπηρεσιών της θεματοφυλακής στη διττή της διάσταση (υπηρεσίες θεματοφυλακής της ελληνικής αγοράς για τη διεθνή επενδυτική κοινότητα και εξυπηρέτηση διεθνών επενδυτικών πράξεων Ελλήνων επενδυτών). Οι προσπάθειες αυτές απαιτούν υπερμεγέθεις επενδύσεις στον τομέα επεξεργασίας στοιχείων και ανθρώπινου δυναμικού. Η επιτυχής υλοποίηση της διάρθρωσης των υπηρεσιών θεματοφυλακής αποτελεί βασικό παράγοντα επιτυχίας της προσπάθειας εκσυγχρονισμού του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στον τομέα της κεφαλαιαγοράς.

Βιβλιογραφία

Atlas for Global Custody (Deutsche Bank, 1994)



ΛΟΓΟΣ και ΑΥΤΟΝΟΜΙΑ

Μαρίας Μαγγιώρου

Το βιβλίο καλεί τον αναγνώστη να προβληματισθεί πάνω στο κεντρικό ζήτημα των πολλαπλών αυτονομιών του λόγου της πολιτικής και της κοινωνίας. Αν και η συγγραφέας αισθάνεται την ανάγκη να απολογηθεί για το 'αντιουμβατικό της' γράμμα, θα έλεγα ότι και μόνο οι 'σκιές των νοημάτων' με τις οποίες 'παίζει' σε κάθε σημείο του κειμένου, δικαιώνουν πλήρως την επιλογή και την κατάταξη του βιβλίου στη σειρά αυτή. Πρόκειται για μια πολυδιάστατη αξιολόγηση του εξουσιαστικού λόγου απέναντι στον οποίο οφείλουμε να είμαστε σταθερά περιέργοι και κριτικοί

Α.-Ι.Δ. Μεταξάς
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

Περιοδικό Global Custodian (USA, Sep. 1995)

Περιοδικό Global Custodian (USA, Sep. 1996)

Περιοδικό Global Custodian (USA, Sep. 1997)