

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ



ΘΕΜΑ:

ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

ΣΔΟ(ΧΡΗΜΕΛ)
Π.635

ΣΥΝΤΑΚΤΕΣ:

ΙΩΑΝΝΗΣ ΠΑΓΙΔΑΣ
ΠΡΑΤΙΚΑΚΗΣ ΜΙΧΑΗΛ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ:

ΛΥΓΓΙΤΣΟΣ
ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ

ΤΕΙ ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ
ΤΜΗΜΑ
ΕΚΔΟΣΕΩΝ & ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗΣ

ΘΕΜΑ :

ΝΕΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

Απρίλιος 2010

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη παρούσα πτυχιακή μελέτη ασχοληθήκαμε με το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο του χρηματοπιστωτικού τομέα. Η εργασία αναπτύχθηκε μέσα από επτά κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο, κεφάλαιο, έγινε λόγος για το χρηματοπιστωτικό σύστημα μιας οικονομίας και αναφέρθηκε η σημασία των τίτλων της αγοράς και της χρηματαγοράς καθώς αναφέρθηκαν και οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές.

Στο δεύτερο κεφάλαιο σκιαγραφήθηκαν οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, οι οποίοι είναι πιστωτικοί, έχουν να κάνουν με το επιτόκιο, τη ρευστότητα, τον κίνδυνο της αγοράς και τον λειτουργικό κίνδυνο.

Στο τρίτο κεφάλαιο, καταγράφηκαν στοιχεία για τη βασιλεία I και τα εποπτικά κεφάλαια ενός τραπεζικού ιδρύματος. Αναφέρθηκαν τα πρωτογενές και δευτερογενές κεφάλαιο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, καταγράφηκαν στοιχεία για τη βασιλεία II και τους 3 πυλώνες που έχουν να κάνουν με αυτήν, καθώς και τις 4 βασικές αρχές που τη διέπουν.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, έγινε λόγος για τις ανταγωνιστικές κεφαλαιαγορές και εξωχρηματηστηριακές συναλλαγές.

Στη συνέχεια, στο έκτο κεφάλαιο, δόθηκε η σημασία της οδηγίας MiFID και η προστασία του επενδυτικού κοινού. Καταγράφονται οι βασικές απαιτήσεις της οδηγίας κατά τη διάρκεια και μετά τη διενέργεια της επένδυσης.

Τέλος, η εργασία ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα.

Πίνακας Περιεχομένων

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	5
1.1 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΟΙ ΤΙΤΛΟΙ ...	7
1.1.1 Χρηματοπιστωτικοί Τίτλοι της Χρηματαγοράς	9
1.1.2 Χρηματοπιστωτικοί Τίτλοι της Κεφαλαιαγοράς.....	10
1.1.3 Η Προσφορά Χρηματοπιστωτικών Τίτλων.....	11
1.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ.....	12
1.2.1 Η Τάση για Αποδιαμεσολάβηση.....	15
2 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΕΙ ΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ.....	18
2.1 Ο ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	19
2.1.1 Αντιμετώπιση του Πιστωτικού Κινδύνου.....	22
2.2 Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ	25
2.2.1 Αντιμετώπιση του Κινδύνου του Επιτοκίου.....	27
2.3 Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	31
2.3.1 Πηγές Κινδύνου Ρευστότητας.....	31
2.3.2 Αντιμετώπιση του Κινδύνου Ρευστότητας.....	32
2.4 Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ.....	36
2.5 Ο ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	37
3 Η ΒΑΣΙΛΕΙΑ Ι.....	38
3.1 ΤΑ ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΝΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ Ι.....	39
3.1.1 Το Πρωτογενές Κεφάλαιο.....	39
3.1.2 Το Δευτερογενές Κεφάλαιο	40
3.2 ΤΟ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΝΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ Ι.....	40
3.3 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ Ι.....	42
4 Η ΒΑΣΙΛΕΙΑ ΙΙ.....	43

4.1	Ο ΠΥΛΩΝΑΣ Ι	44
4.1.1	Η Αντιμετώπιση του Πιστωτικού Κινδύνου.....	44
4.1.2	Η Αντιμετώπιση του Λειτουργικού Κινδύνου	48
4.2	Ο ΠΥΛΩΝΑΣ ΙΙ	50
4.2.1	Η Πρώτη Βασική Αρχή.....	50
4.2.2	Η Δεύτερη Βασική Αρχή.....	51
4.2.3	Η Τρίτη Βασική Αρχή.....	51
4.2.4	Η Τέταρτη Βασική Αρχή.....	52
4.3	Ο ΠΥΛΩΝΑΣ ΙΙΙ	52
5	Η ΟΔΗΓΙΑ MIFID, Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ, ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ	54
5.1	Η MIFID ΚΑΙ Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ	54
5.1.1	Οι Τάσεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα	54
5.1.2	Το Ευρωπαϊκό Διαβατήριο για τις Επενδυτικές Επιχειρήσεις και τα Χρηματιστήρια.....	59
5.2	Η MIFID ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.....	60
5.2.1	Η Ανάπτυξη των Εξωχρηματιστηριακών Συναλλαγών	61
5.2.2	Οι Εξωχρηματιστηριακές Συναλλαγές στην Ελλάδα.....	61
6	Η ΟΔΗΓΙΑ MIFID ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ	63
6.1	ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ	63
6.1.1	Βασικές Επενδυτικές Υπηρεσίες.....	63
6.1.2	Χρηματοπιστωτικά Μέσα.....	64
6.1.3	Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί.....	65
6.2	ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	65
6.2.1	Κατηγοριοποίηση Πελατών.....	66
6.2.2	Είδη Παρερχομένων Επενδυτικών Υπηρεσιών	69
6.2.3	Παροχή Πληροφόρησης προς τον Επενδυτή.....	74

6.3	ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	76
6.3.1	<i>Εντολές Πελατών.....</i>	77
6.3.2	<i>Ενημέρωση μετά την Διενέργεια της Επένδυσης.....</i>	78
7	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	79
7.1	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΑΣΙΛΕΙΑ.....	79
7.2	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΜΙFID	83
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	87
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: ΤΑ ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	90

Κατάλογος Σχημάτων

Σχήμα 1-1: Η Μεταφορά Πόρων μέσω του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	13
Σχήμα 1-2: Είδη Χρηματοπιστωτικών Διαμεσολαβητών.....	14
Σχήμα 2-1: Η Διαδικασία Τιλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών	23
Σχήμα 2-2: Η Εξυπηρέτηση των Ομολόγων που Εκδίδει μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού	24
ΣΧΗΜΑ 6-1: Τα Στάδια Προστασίας των Επενδυτών πριν την Διενέργεια της Επένδυσης	66
ΣΧΗΜΑ 6-2: Παράδειγμα Ελέγχου Καταλληλότητας από την Αγροτική Τράπεζα	71
ΣΧΗΜΑ 6-3: Παράδειγμα Ελέγχου Συμβατότητας από την Αγροτική Τράπεζα	72
ΣΧΗΜΑ 6-4: Τα Στάδια Προστασίας Μετά και Κατά την Διενέργεια της Επένδυσης	77

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος μιας χώρας είναι πολύ σημαντική για την δυναμική μιας οικονομίας. Κατ' αρχάς, τα τραπεζικά ιδρύματα, ως *χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές*, λαμβάνουν τις αποταμιεύσεις (κυρίως των νοικοκυριών), έναντι κάποιου πιστωτικού επιτοκίου, και εν συνεχεία τις μετατρέπουν σε δάνεια προς άλλους ιδιώτες, στους οποίους επιβάλλουν το χρεωστικό επιτόκιο. Ως εκ τούτου, η εύρυθμη λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων έχει τεράστια σημασία για δυο μεγάλα κοινωνικά σύνολα (εκτός βεβαίως των μετόχων τους), τα οποία αναπτύσσουν συναλλακτικές ή επαγγελματικές σχέσεις μαζί τους, δηλαδή για τους αποταμιευτές και τους επενδυτές. Επίσης, οι τράπεζες χρειάζονται για την πραγματοποίηση πληρωμών, είτε από μια τράπεζα σε μιαν άλλη είτε μέσα στην ίδια τράπεζα είτε σε οποιαδήποτε τράπεζα του κόσμου. Ακόμη και οι πληρωμές μέσω πιστωτικής ή χρεωστικής κάρτας και οι λογαριασμοί των κινητών τηλεφώνων καταλήγουν ως τμήμα μιας τραπεζικής συναλλαγής.

Για τους παραπάνω λόγους οι κυβερνήσεις των χωρών παρεμβαίνουν στην λειτουργία του τραπεζικού συστήματος της χώρας μέσω ρυθμίσεων, παρακολούθησης και εποπτείας.

Η **ρύθμιση** του τραπεζικού συστήματος συνίσταται στην επιβολή, είτε απευθείας από το νομοθετικό σώμα είτε άλλα όργανα εκτελεστικής εξουσίας, συγκεκριμένων κανόνων που πρέπει να διέπουν την συμπεριφορά (δηλαδή τις αποφάσεις για την σύνθεση του ενεργητικού και του παθητικού) ενός τραπεζικού ιδρύματος (Γεωργούτσος και Σταϊκούρας, 2008:200). Η **παρακολούθηση** έχει να κάνει την διαδικασία επαλήθευσης του κατά πόσον τηρούνται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα οι θεσμοθετημένοι κανόνες συμπεριφοράς (Γεωργούτσος και Σταϊκούρας, 2008:200). Η **εποπτεία**, στόχος της οποίας αποτελεί η επίτευξη ενός αρίστου μίγματος ανταγωνιστικότητας και

φερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος, έχει να κάνει με την γενικότερη παρακολούθηση της συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και ως εκ τούτου περιλαμβάνει ορισμένες φάσεις όπως είναι οι ακόλουθες: α) οι προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας, β) η παρεμβατική πολιτική, γ) η εγγύηση των καταθέσεων, δ) ο αναχρηματοδοτικός δανεισμός, και ε) η προληπτική εποπτεία.

Η προληπτική εποπτεία συνήθως λαμβάνει χώρα μέσω του ελέγχου του ύψους των *ιδίων κεφαλαίων* ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η σημασία των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγάλη για την αντιμετώπιση των κινδύνων, στους οποίους είναι εκτεθειμένο ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (βλέπε **Κεφάλαιο 2**), και γενικά για την λειτουργία ενός χρηματοοικονομικού οργανισμού, καθώς αυτά χρησιμεύουν προκειμένου πρώτον να αναληφθούν πραγματικές επενδύσεις, όπως είναι οι επενδύσεις σε κτίρια, γραφεία, και εξοπλισμό, δεύτερον να καλυφθούν απρόβλεπτες ζημίες, και τρίτον να προστατευθούν οι ανασφάλιστοι καταθέτες.

Ακόμη, ο ρόλος των ιδίων κεφαλαίων είναι στρατηγικός για κάθε ενέργεια ενός πιστωτικού ιδρύματος. Κατ' αρχάς, το ύψος των ιδίων κεφαλαίων καθορίζει την ικανότητα «μόχλευσης» του πιστωτικού ιδρύματος, δηλαδή την δυνατότητα που έχει ένα τραπεζικό ίδρυμα να αυξάνει το ενεργητικό του και συνεπακόλουθα την κερδοφορία του (π.χ. παρέχοντας δάνεια, επενδύοντας σε εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία). Επίσης, τα ίδια κεφάλαια είναι σημαντικά για την μεγέθυνση της εταιρίας (μέσω εξαγορών) καθώς και για την ανταμοιβή των μετόχων (δια των διανεμόμενων μερισμάτων, και των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών).

Για τους παραπάνω λόγους κρίνεται αναγκαία η άσκηση εποπτείας επί των ιδίων κεφαλαίων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Σε αυτό το πλαίσιο λοιπόν κινήθηκαν οι *Συμφωνίες της Βασιλείας* (βλέπε **Κεφάλαιο 3** και **Κεφάλαιο 4**), οι οποίες αναφέρονται στις συμφωνίες τραπεζικού

ελέγχου (με συστάσεις σχετικά με τους τραπεζικούς νόμους και τους κανονισμούς) γνωστές ως «Βασιλεία I» και «Βασιλεία II», οι οποίες έχουν εκδοθεί από την *Επιτροπή Τραπεζικού Ελέγχου της Βασιλείας* (BCBS). Καλούνται συμφωνίες της Βασιλείας δεδομένου ότι η BCBS διατηρεί τη γραμματεία του στην τράπεζα των διεθνών τακτοποιήσεων που εδρεύει στη Βασιλεία, τόπος που η επιτροπή συνεδριάζει.

Το 1988, η *Επιτροπή Τραπεζικού Ελέγχου της Βασιλείας* πρότεινε ένα σύστημα κεφαλαιακής μέτρησης, δηλαδή την *Βασιλεία I*, το οποίο εισήγαγε την εφαρμογή ενός πλαισίου μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων του ενεργητικού (*σταθμισμένο ενεργητικό*), θέτοντας ταυτόχρονα ένα ελάχιστο όριο απαιτούμενων εποπτικών κεφαλαίων (τα οποία ενδεχομένως να ταυτίζονται με τα ίδια κεφάλαια) ίσο με 8% του σταθμισμένου ενεργητικού. Με την έλευση δε της Συμπληρωματικής Συμφωνίας της Βασιλείας (Βασιλεία II), και την συνακόλουθη ενσωμάτωσή της στο Κοινοτικό και Εθνικό Δίκαιο των κρατών-μελών, επιχειρήθηκε η διεύρυνση του εποπτικού πλαισίου της κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα υποχρεούνταν πλέον να διακρατούν επαρκή ίδια κεφάλαια για την έκθεση τους όχι μόνο έναντι του πιστωτικού κινδύνου, αλλά και του κινδύνου της αγοράς.

Στην Ελλάδα έχει ήδη ολοκληρωθεί η ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο των διατάξεων των Οδηγιών 2006/48/EK και 2006/49/EK, σχετικά με την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ. Το νέο αυτό πλαίσιο, το οποίο είναι γνωστό ως **Βασιλεία II** καθιερώνει τρεις θεμελιώδεις άξονες (πυλώνες) εποπτείας.

Η Επιτροπή της Βασιλείας αναγνωρίζοντας ότι η «Βασιλεία I» έχει πλέον καταστεί παρωχημένη και ανεπαρκής στην αντιμετώπιση των νέων προκλήσεων στο χρηματοπιστωτικό χώρο διεθνώς, ξεκίνησε τη διαδικασία διαβούλευσης για την αναθεώρησή της, με τη δημοσιοποίηση του πρώτου Συμβουλευτικού Κειμένου (*Ιούνιος 1999*). Τα τρία Συμβουλευτικά Κείμενα (δεύτερο-Ιανουάριος 2001, τρίτο-Απρίλιος 2003), οι τέσσερις Ποσοτικές Μελέτες Επίπτωσης (*Quantitative Impact Studies*), καθώς και οι δημοσιευμένες μελέτες των συναφών

εξειδικευμένων ομάδων εργασίας, αποτελούν το πολύπλοκο και εκτενέστατο πλέγμα των νέων προτάσεων αναθεώρησης του εποπτικού πλαισίου της κεφαλαιακής επάρκειας, ευρύτερα γνωστού ως «Βασιλεία II».

Ένας από τους βασικότερους στόχους της «Βασιλείας I» ήταν η δημιουργία συνθηκών ίσου ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων λόγω των διαφορετικών εποπτικών καθεστώτων που ίσχυαν διεθνώς. Η προτεινόμενη «Βασιλεία II» απομακρύνθηκε από την ιδέα ότι οι εποπτικοί κανόνες πρέπει να είναι οι ίδιοι για όλους όπως τίθεται στην «Βασιλεία I», και αναγνώρισε ότι όσο πιο ανεπτυγμένο και αποτελεσματικό είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα στην εκτίμηση και διαχείριση των αναλαμβανόμενων κινδύνων, τόσο λιγότερο κεφάλαιο θα πρέπει να διακρατά για μια συγκεκριμένη δραστηριότητα.

Η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση (financial globalization), η οποία αναφέρεται στις ολοένα και αυξανόμενες δια-συνοριακές ροές χρηματοοικονομικών κεφαλαίων, και η οικονομική ολοκλήρωση, η οποία αναφέρεται στην σύνδεση που υπάρχει μεταξύ της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και των διεθνών κεφαλαιαγορών¹, αποτελούν δυο σημαντικά φαινόμενα της σημερινής εποχής. Σε αυτό το πλαίσιο, αναπτύχθηκε η Οδηγία 2004/39/EK περί χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστή και ως Οδηγία MiFID (Market in Financial Instruments Directive), μετά της οποίας και θα ασχοληθούμε σε αυτή την εργασία.

Η MiFID, η οποία αντικατέστησε την ήδη υπάρχουσα Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (Investment Services Directive, ISD), ξεκίνησε να γράφεται το 1999, αποτελείται από 73 Άρθρα, και εφαρμόζεται από την 1η Νοεμβρίου 2007 και στις 27 χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς επίσης και στην Ισλανδία, Νορβηγία και Λιχτενστάιν. Στην Ελλάδα η Οδηγία εφαρμόζεται

¹ Prasad *et al.* (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence." *International Monetary Fund*, March 17, p.203.

μέσω του Ν. 3606 / 17.08.2007 και διευκρινιστικών αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ) και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Οι βασικοί στόχοι της εν λόγω Οδηγίας είναι οι εξής². Πρώτον, μέσω της παροχής δυνατότητας στους χρηματοπιστωτικούς ομίλους να δραστηριοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση με μοναδική προϋπόθεση το να έχουν λάβει την έγκριση των αρμόδιων εθνικών τους αρχών, η ενδυνάμωση του διασυνοριακού ανταγωνισμού στον τομέα παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Δεύτερον, η αλλαγή της φύσης του ανταγωνισμού στις συναλλαγές επί μετοχών, καθώς εκδηλώνεται ολοένα εντονότερο το ενδιαφέρον για την εξεύρεση εναλλακτικών τρόπων διαπραγμάτευσης μετοχών εκτός των οργανωμένων αγορών, σε εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές μεταξύ επενδυτικών τραπεζών. Τρίτον, προκρίνεται η προστασία του επενδυτικού κοινού σε όλες τις φάσεις διενέργειας μια επένδυσης. Τέλος, δίνεται έμφαση στη διαφάνεια, καθώς στο μέλλον οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να γίνονται συνδρομητές σε δίκτυα πληροφοριών και αυτά να τους παρέχουν συνολικά την εικόνα των αγορών κατά τομείς και όχι μόνον του τι διατίθεται στο τοπικό χρηματιστήριο που δραστηριοποιούνται.

1 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, μιας οικονομίας, αποτελούμενο από θεσμούς φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές (δηλαδή τις μονάδες με πλεονάζοντα κεφάλαια) με τους επενδυτές (δηλαδή τις μονάδες με έλλειμμα κεφαλαίων), με αποτέλεσμα την μεταφορά κεφαλαίων από τους πρώτους προς τους δεύτερους. Οι χρηματοπιστωτικοί θεσμοί περιλαμβάνουν (α) τις χρηματοπιστωτικές αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι που εκδίδουν οι επενδυτές (Ενότητα 1.1), και (β) τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, οι οποίοι παρέχουν στους επενδυτές τις

² <http://stock.ana-mpa.gr/ftthema.php?id=8200>

απαιτούμενες εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης προκειμένου να συμπληρώσουν τα απαιτούμενα κεφάλαια για την χρηματοδότηση των επενδύσεων τους (Ενότητα 1.2).

Όταν η μεταφορά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές προς τους επενδυτές γίνεται μέσω των *χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών*, τότε έχουμε **έμμεση χρηματοδότηση** των ελλειμματικών μονάδων, ενώ όταν οι αποταμιευτικές μονάδες δανείσουν απευθείας, παρακάμπτοντας τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, τις επενδυτικές μονάδες, τότε έχουμε άμεση **χρηματοδότηση** των ελλειμματικών μονάδων.

Η άμεση χρηματοδότηση των μονάδων που επιθυμούν να επενδύσουν σε μια οικονομία παρουσιάζει τις εξής δυσκολίες. Κατ' αρχάς, θα έπρεπε, αρχικά, οι αποταμιευτές, προκειμένου να αποκτήσουν την απαραίτητη πληροφόρηση, αφ' ενός μεν να διερευνήσουν το κάθε αντισυμβαλλόμενο μέρος, αφ' ετέρου δε να επαληθεύσουν τις όποιες πληροφορίες αντλήσουν από αυτό, και εν συνεχεία, εφ' όσον προχωρήσουν στην δανειοδότηση των επενδυτών, να παρακολουθούν την πορεία αποπληρωμής, και, εάν χρειαστεί, να ακολουθήσουν την διαδικασία νομικής διευθέτησης των επισφαλών απαιτήσεων που ενδεχομένως προκύψουν.

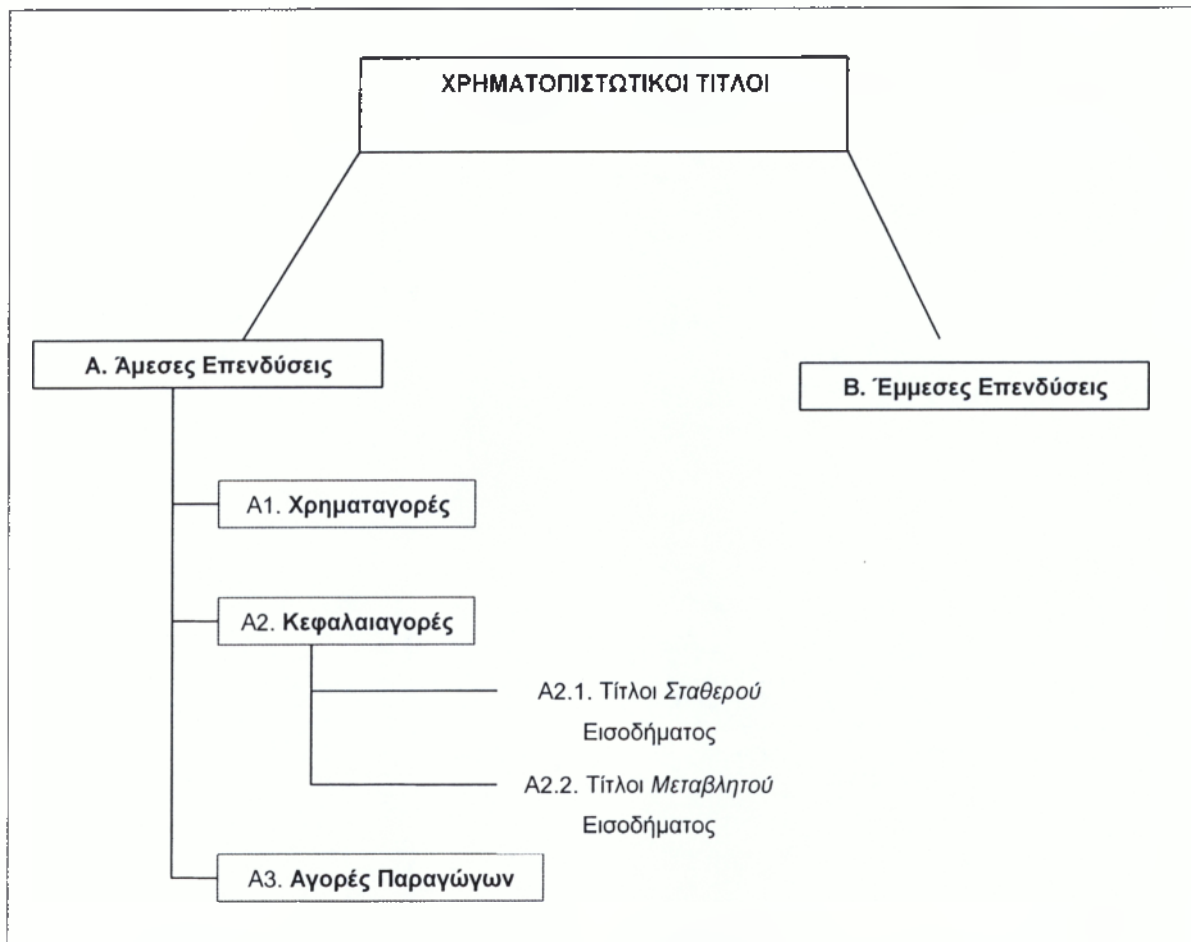
Ένα δεύτερο πρόβλημα που θα αντιμετώπιζαν όσοι αποταμιευτές προσπαθούσαν να παρακάμψουν το τραπεζικό σύστημα προκειμένου να δανείσουν τους επενδυτές είναι αυτό της απόκτησης ρευστότητας με κόστος χαμηλότερο της απόδοσης των προς δανεισμό κεφαλαίων. Τέλος, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι το, κατά πάσα πιθανότητα, μικρό πιστωτικό χαρτοφυλάκιο εκάστης αποταμιευτικής μονάδας είναι δυνατόν να οδηγήσει σε μεγάλες απώλειες, καθώς η πιθανότητα ταυτόχρονης πτώχευσης ενός περιορισμένου αριθμού δανειοληπτών είναι σαφώς μεγαλύτερη από την αντίστοιχη πιθανότητα ενός μεγαλύτερου αριθμού δανειοληπτών.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η εύρυθμη λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν επιφέρει μια απλή μεταφορά αποταμιεύσεων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές παραγωγή, αλλά μια επιλεκτική διοχέτευση των κεφαλαίων αυτών. Συγκεκριμένα, οι αποταμιευτές

προτιμούν τους τίτλους επενδυτών που πείθουν ότι έχουν καλές προοπτικές, και ως εκ τούτου η προτίμησή τους αυτή, όμως, δίνει την δυνατότητα στις επιχειρήσεις της πιο πάνω κατηγορίας να αντλήσουν με σχετική ευκολία τα κεφάλαια που τους χρειάζονται, πουλώντας νέες μετοχές ή ομολογίες. Με άλλα λόγια, το χρηματοπιστωτικό σύστημα ενισχύει τις επιχειρηματικές προσπάθειες που είναι καλά οργανωμένες και αναπτύσσονται σε δυναμικούς τομείς (αλλιώς δε θα είχαν καλές προοπτικές). Κατά συνέπεια, μέσα από το μηχανισμό αυτό ευνοούνται οι δραστηριότητες που συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη.

1.1 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΙΜΟΙ ΤΙΤΛΟΙ

Η διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών μιας σύγχρονης οικονομίας, στις οποίες διαπραγματεύονται οι χρηματοπιστωτικοί τίτλοι ή μέσα παρουσιάζεται στο ακόλουθο σχήμα (Elton and Gruber, 1995: 12).



Σχήμα 1-1: Η Διάρθρωση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών μιας Αναπτυγμένης Χώρας

Οι **άμεσες επενδύσεις** διενεργούνται είτε στις χρηματαγορές, είτε στις κεφαλαιαγορές, είτε στις αγορές παραγώγων. Η βασική διαφορά μεταξύ *χρηματαγορών* και *κεφαλαιαγορών* έγκειται στο ότι στην μεν πρώτη διαπραγματεύονται τίτλοι με διάρκεια μικρότερη του έτους, στην δε δεύτερη τίτλοι με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους.

Στην **πρωτογενή αγορά** (Primary Market) διατίθενται από τις *επενδυτικές τράπεζες* νέες εκδόσεις τίτλων (μικρής ή μεγάλης διάρκειας) στο επενδυτικό κοινό. Υπάρχουν δύο τύποι πρωτογενών εκδόσεων (συναντάται κυρίως σε μετοχές): (α) τα Initial Public Offerings (IPOs), όπου η γίνεται για πρώτη φορά

διάθεση τίτλων στο επενδυτικό κοινό, και (β) τα Seasoned New Issues, όπου γίνεται επανέκδοση τίτλων που ήδη έχουν εκδοθεί.

Μία άλλη διάκριση πρωτογενών εκδόσεων αφορά στους αποδέκτες των εκδόσεων και έχει επίσης δύο τύπους. Η πρώτος τύπος αφορά στην **δημόσια προσφορά** (Public Offering), κατά την οποία γίνεται διάθεση των τίτλων σε μεγάλο αριθμό επενδυτών. Κατόπιν, οι τίτλοι της δημόσιας προσφοράς διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά. Ο δεύτερος τύπος αφορά στην **ιδιωτική τοποθέτηση** (Private Placement), κατά την οποία γίνεται διάθεση των τίτλων σε λίγους, κατά κανόνα θεσμικούς, επενδυτές. Οι δια ιδιωτικής τοποθέτησεως προσφερόμενοι τίτλοι δεν έχουν μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα και διακρατούνται ως την λήξη τους.

1.1.1 Χρηματοπιστωτικοί Τίτλοι της Χρηματαγοράς

Στην **χρηματαγορά** διαπραγματεύονται χρηματοπιστωτικοί τίτλοι μικρής διάρκειας, με μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα, και μικρό κίνδυνο αθέτησης πληρωμών (διότι κυρίως εκδίδονται από δημόσιους φορείς και επιχειρήσεις υψηλής φερεγγυότητας). Τέτοιοι τίτλοι, αρκετοί εκ των οποίων μπορούν να θεωρηθούν ως υποκατάστατα του χρήματος, είναι οι ακόλουθοι

- Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου
- Ομόλογα Δημοσίου διάρκειας μέχρι ενός έτους
- Πιστοποιητικά Καταθέσεων (τα οποία εκδίδονται από τις εμπορικές τράπεζες και αφορούν κυρίως μεγάλα ποσά)
- Βραχυπρόθεσμα Ομόλογα Εταιριών (Commercial Paper) (τα οποία εκδίδονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις συνήθως με μόνη εγγύηση την οικονομική επιφάνεια και φερεγγυότητα του εκδότη).

- Τραπεζική Συναλλαγματική (Banker's Acceptances)
- Repos

Τα κεφάλαια που αντλούνται από την χρηματαγορά συνήθως χρησιμοποιούνται για την κάλυψη του κεφαλαίου κίνησης. Στην χρηματαγορά οι επιχειρήσεις και οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί έχουν την ικανότητα να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια κίνησης για να καλύψουν αντίστοιχα ταμειακά ελλείμματα ή να τοποθετήσουν τυχόν πλεονάσματα που έχουν κερδίζοντας τόκο.

Η χρηματαγορά διακρίνεται: σε οργανωμένη, δηλαδή στις επιχειρήσεις οι οποίες είναι οργανωμένες για τον σκοπό αυτό όπως οι τράπεζες και τα ταμειυτήρια, και στην μη οργανωμένη που περιλαμβάνει όλες τις συναλλαγές που γίνονται ανάμεσα στις επιχειρήσεων τους προμηθευτές και τους πιστωτές της. Είναι χαρακτηριστικό ότι η χρηματαγορά και τα προϊόντα που την αποτελούν είναι ευρέως διαδεδομένα για όλα τα πλεονεκτήματα που διαθέτει και για αυτό επιλέγεται από επενδυτές, που μπορεί να χρειαστούν τα κεφάλαια τους άμεσα είτε απλώς δεν θέλουν να πάρουν μακροπρόθεσμες επενδυτικές αποφάσεις

1.1.2 Χρηματοπιστωτικοί Τίτλοι της Κεφαλαιαγοράς

Στην κεφαλαιαγορά λαμβάνουν χώρα αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών τίτλων που έχουν μεγάλη διάρκεια λήξης, ορισμένοι δε δεν έχουν ημερομηνία λήξης, και φέρουν σχετικά υψηλό κίνδυνο αποπληρωμής. Τέτοιοι τίτλοι είναι

- Οι Τίτλοι Σταθερού Εισοδήματος (ομόλογα)
- Οι Τίτλοι Μεταβλητού Εισοδήματος (μετοχές)

Στην αγορά αυτή υπάρχουν τίτλοι που χρησιμοποιούνται για επενδυτικούς σκοπούς και εξυπηρετούν ουσιαστικά τις ανάγκες σε μακροπρόθεσμα κεφάλαια

των οικονομικών μονάδων που συμμετέχουν σε αυτή. Από την κεφαλαιαγορά οι οικονομικές μονάδες αντλούν κεφάλαια για την δημιουργία ή και την επέκταση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

Όπως και η αγορά χρήματος έτσι και η αγορά κεφαλαίου χωρίζεται σε οργανωμένη και στην ανοργάνωτη η οποία περιλαμβάνει τις συναλλαγές που γίνονται μεταξύ ιδιωτών. Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς βοηθά σημαντικά στην ανάπτυξη της οικονομίας με την χρηματοδοτική λειτουργία που αυτή συντελεί και αποτελεί κεντρικό παράγοντα για την βιώσιμη ανάπτυξη της οικονομίας. Ωστόσο για να επιτελέσει τον αναπτυξιακό της ρόλο στον μέγιστο βαθμό η κεφαλαιαγορά, πρέπει εκείνοι που την χρησιμοποιούν ως μηχανισμό χρηματοδότησης να προσφέρουν ικανοποιητική ποσοτική και ποιοτική επιβράβευση στους επενδυτές, και εκείνοι με την σειρά τους να έχουν γνώση ότι η χρηματιστηριακή τους τοποθέτηση ερμηνεύεται ως ανάληψη μιας μετοχικής σχέσης και αξιοποίηση των εταιρικών δικαιωμάτων αλλά και πληροφοριών που παρέχονται.

1.1.3Η Προσφορά Χρηματοπιστωτικών Τίτλων

Σε μια οικονομία της αγοράς οι βασικοί επενδυτές και κατ' επέκταση αυτοί που προσφέρουν χρηματοπιστωτικούς τίτλους θα πρέπει να είναι οι επιχειρήσεις, οι οποίες αναζητούν κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα διάφορα επενδυτικά τους έργα. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αποτελεί ένα από τους κρίσιμους παράγοντες για την επιτυχία και βιωσιμότητα τους (Φοραδάρης, 2006). Οι παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης μιας επιχείρησης χωρίζονται σε δυο μεγάλες κατηγορίες: στις εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, και στις εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης

Οι **εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης** (internal financing) αφορούν στα παρακρατηθέντα κέρδη (retained earnings) και στις αποσβέσεις (Ross et al., 1999: 358). Τα παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν την πηγή κεφαλαίων με το φθηνότερο κόστος για την εταιρία. Οι επενδυτές στερούνται τα μερίσματα που θα

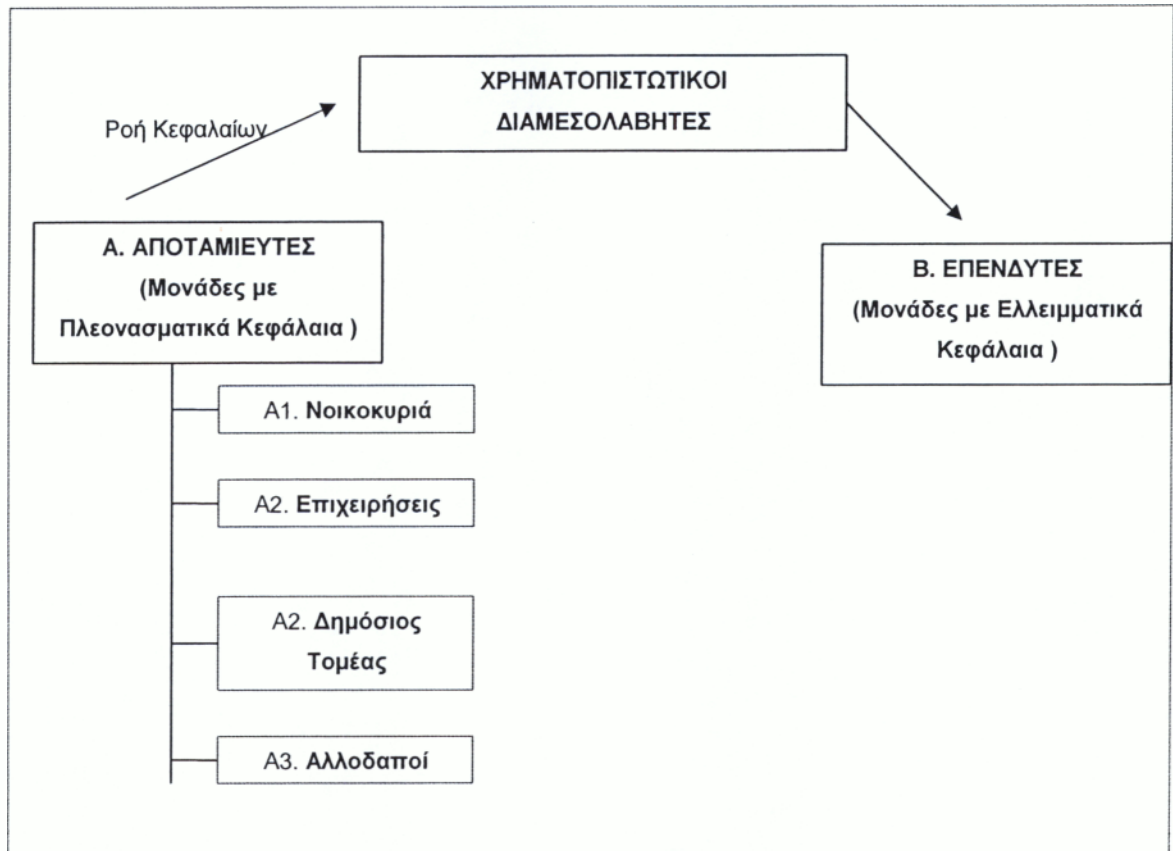
ελάμβαναν, με αντάλλαγμα τη συμμετοχή τους στα αυξημένα κέρδη της εταιρίας, στην περίπτωση κατά την οποία οι υπό των παρακρατηθέντων κερδών χρηματοδοτούμενες επενδύσεις αυτής αποβούν πετυχημένες.

Οι βασικές εξωτερικές πηγές άντλησης κεφαλαίων είναι ο μακροπρόθεσμος δανεισμός (long-term debt), ο οποίος συνίσταται είτε στην έκδοση εταιρικών ομολόγων είτε σε μακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, και η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Η έκδοση εταιρικών ομολόγων (corporate bonds) και ο τραπεζικός δανεισμός έχουν άμεσο αντίκτυπο στα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρίας καθώς αυτή αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει τόκους, στη περίπτωση δε της έκδοσης ομολόγων πρέπει να επωμιστεί και τα έξοδα της έκδοσης τους, τα οποία δεν είναι πάντοτε αμελητέα. Από την άλλη, τα αυξημένα έξοδα από τους τόκους αντισταθμίζονται, εν μέρει, από τους μειωμένους φόρους. Η έκδοση μετοχών δεν συνεπάγεται πρόσθετα οικονομικά βάρη για την εταιρία, εκτός από τα έξοδα έκδοσης, τα οποία όμως επωμίζονται οι επενδυτές οι οποίοι καλούνται, να συμμετάσχουν στην αύξηση. Υπάρχει όμως ο κίνδυνος οι επενδυτές, να διαφωνούν με την αύξηση κεφαλαίου οπότε η εταιρία δεν θα είναι σε θέση να συγκεντρώσει τα κεφάλαια που επιθυμεί.

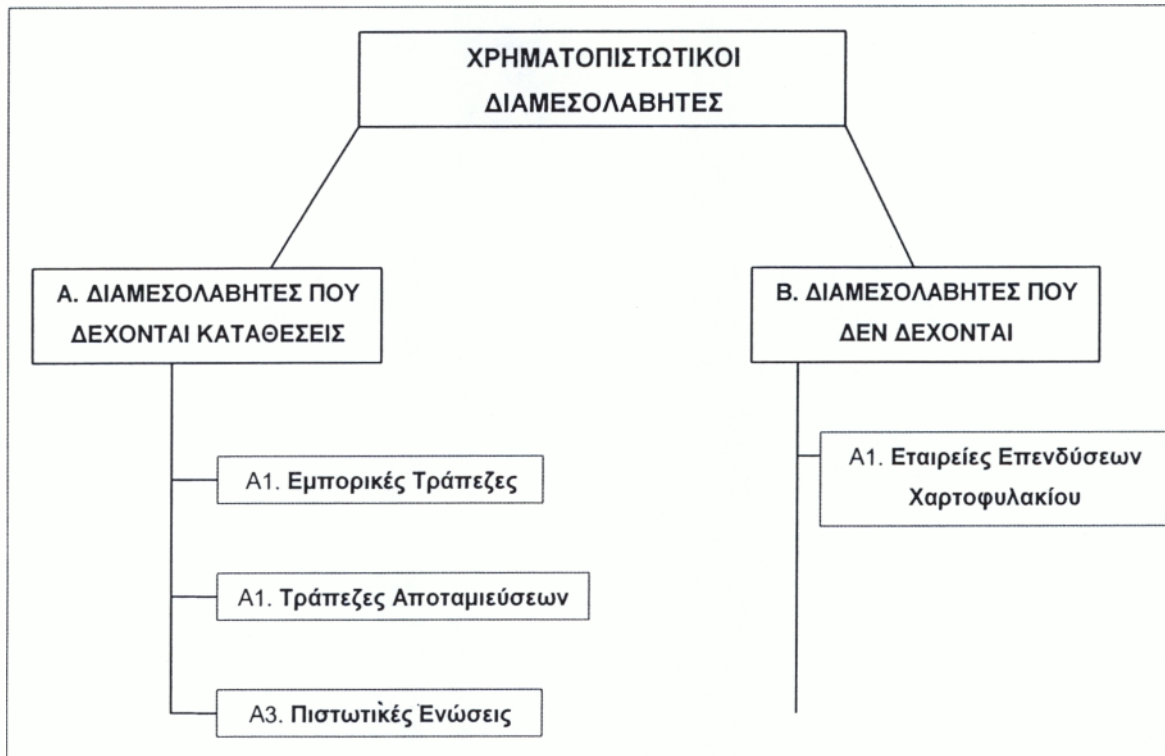
1.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ

Οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές μεσολαβούν ώστε να έρθουν σε επαφή οι αποταμιευτές με τους επενδυτές (Σχήμα 1-1).



Σχήμα 1-1: Η Μεταφορά Πόρων μέσω του Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Υπάρχουν δυο κατηγορίες χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών: αυτοί που δέχονται καταθέσεις και όσοι δεν δέχονται (Myer *et al.* 1993: 31) (Σχήμα 1-2)



Σχήμα 1-2: Είδη Χρηματοπιστωτικών Διαμεσολαβητών

Στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δέχονται καταθέσεις περιλαμβάνονται

- Οι εμπορικές τράπεζες
- Οι τράπεζες αποταμιεύσεων
- Οι συνεταιριστικές τράπεζες
- Οι πιστωτικές ενώσεις

Στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δεν δέχονται καταθέσεις περιλαμβάνονται

- Οι ασφαλιστικές εταιρίες
- Οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)

- Οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης
- Οι εταιρίες πρακτόρευσης
- Οι εταιρίες κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital),
- Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου
- Τα συνταξιοδοτικά ταμεία,
- Τα αμοιβαία κεφάλαια

1.2.1Η Τάση για Αποδιαμεσολάβηση

Αυτή την εποχή υπάρχει μια τάση αποδιαμεσολάβησης, η οποία βεβαίως δεν μπορεί παρά να έχει ως αποτέλεσμα την αποδυνάμωση των εργασιών πιστοδότησης. Πράγματι, κατά τον Καραμούζη (2008), σήμερα, σε διεθνές επίπεδο, κατά μέσο όρο το 60% των εσόδων των τραπεζών προέρχεται από καθαρά έσοδα από τόκους, το 30% από προμήθειες και το 10% από χρηματοοικονομικές πράξεις. Με άλλα λόγια, η παραδοσιακή πηγή εσόδων για τις τράπεζες, ήτοι τα καθαρά έσοδα από τόκους, δεν αποτελεί τον κατεξοχήν τρόπο εξασφάλισης εσόδων για τις τράπεζες, οι οποίες πλέον προσφέρουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών, πλην των παραδοσιακών τραπεζικών υπηρεσιών της πιστοδότησης, όπως είναι η παροχή χρηματοοικονομικών συμβουλών και η διαχείριση χαρτοφυλακίου μεγάλων πελατών.

Στην Ελλάδα ωστόσο, εάν κάποιος εξετάσει την συμβολή των καθαρών εσόδων από τόκους και των υπολοίπων εσόδων στα συνολικά έσοδα των τραπεζικών ιδρυμάτων, δεν φαίνεται να απαντά ένα αντίστοιχο φαινόμενο σημαντικής μείωσης της συμβολής των καθαρών εσόδων από τόκους (Πίνακες 1-1 και 1-2).

Πίνακας 1-1: Η Συμβολή των Καθαρών Εσόδων από Τόκους στα Συνολικά Έσοδα 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	2007	2006	2005	2004	Ρυθμός Μεγέθυνσης	Μέσο Επίπεδο
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,6654	0,7079	0,7539	0,7480	-3,82%	0,7188
Alpha Bank AE	0,7400	0,7562	0,7478	0,6899	2,37%	0,7335
Aspis Bank SA	0,5745	0,5965	0,5713	0,5898	-0,87%	0,5830
Τράπεζα Αττικής	0,6375	0,6630	0,6735	0,6340	0,18%	0,6520
EFG Eurobank Ergasias	0,7198	0,7241	0,7458	0,7538	-1,52%	0,7359
Εμπορική Bank	0,8023	0,7581	0,7486	0,7470	2,41%	0,7640
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	1,0174	0,6266	0,8350	0,9720	1,53%	0,8627
Marfin Egnatia Bank	0,5234	0,5709	0,6650	0,7302	-10,51%	0,6224
Marfin Investment Group (MIG)		0,1825	0,2486	0,3767	-30,41%	0,2693
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,6853	0,7012	0,6537	0,6714	0,69%	0,6779
Τράπεζα Πειραιώς	0,7075	0,7409	0,6711	0,6187	4,57%	0,6845
Proton Bank S.A.	0,4947	0,2599	0,0627		180,90%	0,2724

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί των συγγραφέων

Πίνακας 1-2: Η Συμβολή των Υπολοίπων Εσόδων στα Συνολικά Έσοδα 12 Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων, 2004-2007

	2007	2006	2005	2004	Ρυθμός Μεγέθυνσης	Μέσο Επίπεδο
Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος	0,3346	0,2921	0,2461	0,2520	9,91%	0,2812
Alpha Bank AE	0,2600	0,2438	0,2522	0,3101	-5,71%	0,2665
Aspis Bank SA	0,4255	0,4035	0,4287	0,4102	1,23%	0,4170
Τράπεζα Αττικής	0,3625	0,3370	0,3265	0,3660	-0,32%	0,3480
EFG Eurobank Ergasias	0,2802	0,2759	0,2542	0,2462	4,40%	0,2641
Εμπορική Bank	0,1977	0,2419	0,2514	0,2530	-7,88%	0,2360
Ελληνικό Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	-0,0174	0,3734	0,1650	0,0280	-185,27%	0,1373
Marfin Egnatia Bank	0,4766	0,4291	0,3350	0,2698	20,89%	0,3776
Marfin Investment Group (MIG)		0,8175	0,7514	0,6233	14,53%	0,7307
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	0,3147	0,2988	0,3463	0,3286	-1,43%	0,3221
Τράπεζα Πειραιώς	0,2925	0,2591	0,3289	0,3813	-8,46%	0,3155
Proton Bank S.A.	0,5053	0,7401	0,9373		-26,58%	0,7276

Πηγή: Bankscore και υπολογισμοί των συγγραφέων

Όπως βλέπουμε από τους παραπάνω δυο πίνακες, όλες οι υπό εξέταση τράπεζες εκτός της Proton Bank και της MIG, κατά την διάρκεια της περιόδου

2004-2007, πούλησαν, ως επί το πλείστον, «παραδοσιακά» τραπεζικά προϊόντα, καθώς τα προερχόμενα έσοδα από καθαρούς τόκους διαμορφώθηκαν κατά μέσο όρο, περίπου στο 70% των συνολικών εσόδων.

2 ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΠΟΥ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΕΙ ΕΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ

Η ανάληψη κινδύνων αποτελεί βασικό στοιχείο της λειτουργίας ενός τραπεζικού ιδρύματος τραπεζικής, ωστόσο η υπερβολική ανάληψη κινδύνων ή κακή διαχείριση μπορεί θέσει σε κίνδυνο την ευρωστία του τραπεζικού ιδρύματος, και συνακολουθά την δυνατότητα αποπληρωμής των καταθέσεων (Καλφάογλου, 2004).

Ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είναι εκτεθειμένο σε διάφορες κατηγορίες κινδύνων όπως είναι οι *χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι*, οι *λειτουργικοί κίνδυνοι*, οι *επιχειρηματικοί κίνδυνοι*, και άλλοι *εξωγενείς κίνδυνοι* (Ξανθόπουλος, 2006).

Στους *χρηματοοικονομικούς κινδύνους* περιλαμβάνονται οι ακόλουθες κατηγορίες κινδύνων (Ξανθόπουλος, 2006):

- Δομή Λογιστικής Κατάστασης
- Δομή Κατάστασης Αποτελεσμάτων
- Κεφαλαιακή Επάρκεια
- Κίνδυνος Αγοράς
- Κίνδυνος Ρευστότητας
- Συναλλαγματικός Κίνδυνος
- Κίνδυνος Επιτοκίων
- Πιστωτικός Κίνδυνος

Σήμερα, οι βασικές κατηγορίες χρηματοοικονομικών κινδύνων που αντιμετωπίζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο κίνδυνος του επιτοκίου, ο κίνδυνος αγοράς, και ο λειτουργικός κίνδυνος.

Στις ενότητες που ακολουθούν θα αναφερθούμε επιγραμματικά στους παραπάνω κινδύνους

2.1 Ο ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο πιστωτικός κίνδυνος (Credit Risk) είναι ο κίνδυνος που διατρέχει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (ή μια εν γένει επιχείρηση) να μην εισπράξει έγκαιρα τις απαιτήσεις του κατά πελατών, ή ακόμα, σε μερικές περιπτώσεις, να μη τις εισπράξει ποτέ (Ξανθόπουλος, 2006).

Πιο συγκεκριμένα, ο πιστωτικός κίνδυνος αφορά στους ακόλουθους κινδύνους (Μαλλιάρas, 2000)

- στον κίνδυνο δανεισμού (όταν ο πελάτης της τράπεζας δεν μπορεί να αποπληρώσει το χρέος του), ο οποίος για τις τράπεζες αφορά τα ληξιπρόθεσμα δάνεια, τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και τις συνέπειες στον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας,
- στον κίνδυνο της έκδοσης χρεογράφων (όταν ο εκδότης ενός χρεογράφου το οποίο κατέχει μια τράπεζα υποβαθμίζεται πιστοληπτικά και μειώνεται η αξία του), ο οποίος έχει επίσης επίπτωση στην κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας,
- στον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου και του διακανονισμού (ο αντισυμβαλλόμενος της τράπεζας αδυνατεί να εκπληρώσει κατά ή πριν από την ημερομηνία διακανονισμού τις υποχρεώσεις του έναντι της τράπεζας)

- στον κίνδυνο της χώρας, ο οποίος αφορά περιπτώσεις χρεοκοπίας της χώρας (εξυπηρέτηση δανείων και κρατικών ομολόγων), κυβερνητική πολιτική (π.χ. αλλαγή νομοθεσίας), μετατροπή συναλλάγματος (π.χ. εγχωρίων κερδών προς αποστολή στη μητρική εταιρεία) και μεταφορά χρημάτων (π.χ. απαγόρευση μεταφοράς κεφαλαίων στο εξωτερικό).

Σύμφωνα με τον Καλφάογλου (2004) ο πιστωτικός κίνδυνος έχεις τρεις συνιστώσες. Πρώτον, υπάρχει ο **κίνδυνος αθέτησης πληρωμών** (default risk), ο οποίος μετράται από την πιθανότητα αθέτησης (Probability of Default - PD) μιας συγκεκριμένης πληρωμής. Πιο συγκεκριμένα, ο κίνδυνος αθέτησης σημαίνει ότι κάποιος δανειολήπτης έχει αποτύχει μια συγκεκριμένη στιγμή να είναι συνεπής με τις υποχρεώσεις που έχει ως προς την αποπληρωμή του δανείου σχετικά με τις δόσεις και του τόκους. Δεύτερον, υπάρχει ο **κίνδυνος έκθεσης** (exposure risk), ο οποίος αφορά στην οφειλή του δανειστή κατά την στιγμή της αθέτησης μιας πληρωμής και ονομάζεται «έκθεση κατά την στιγμή της αθέτησης» (Exposure at Default –EAD). Τρίτον, ο **κίνδυνος ανάκτησης** (recovery risk) είναι το ποσοστό που ανακτήθηκε σε σχέση με το ποσό που οφείλεται κατά τη στιγμή της αθέτησης. Από πλευράς ορισμών, το ποσοστό του ποσού που κατάφερε να ανακτήσει ως προς την συνολική οφειλή ονομάζεται ποσοστό ανάκτησης (Recovery Rate, R).

Από τον ορισμό των διαστάσεων αυτών, προκύπτει με μια εύκολη μαθηματική έκφραση η αναμενόμενη πιστωτική απώλεια (expected loss, EL) (Καλφάογλου, 2004):

$$EL = PD \times EAD \times (1 - R)$$

2.1

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι μια τράπεζα χορηγεί, χωρίς εξασφάλιση, 100 δάνεια, συνολικού ύψους 2 εκατ. ευρώ. Η πιθανότητα αθέτησης (PD) σε κάθε δάνειο i είναι 1%. Σε αυτή την περίπτωση, η αναμενόμενη ζημία EL, για

κάθε δάνειο, σε περίπτωση αθέτησής των συμβατικών υποχρεώσεων του αντισυμβαλλομένου i , θα πρέπει να ισούται με το γινόμενο της πιθανότητας αθέτησης εκάστου δανείου, Δηλαδή, η αναμενόμενη ζημία για κάθε δάνειο σε περίπτωση αθέτησής του είναι €20.000 ($= 0,01 \times €2.000.000$). Τα παραπάνω ισχύουν εφ' όσον $R_i = 0$, για $i = 1, \dots, 100$.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι, πλέον, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν αντιμετωπίζουν εξ ολοκλήρου τον πιστωτικό κίνδυνο, αλλά μόνο εν μέρει, καθώς η αντιμετώπιση του ο εν λόγω κινδύνου επιμερίζεται σε περισσότερα του ενός μέρη.

Συγκεκριμένα, οι τράπεζες προκειμένου να διευκολύνουν τις δραστηριότητες τους συγκεντρώνουν τις δανειοδοτήσεις τους και τις πουλούν σε εταιρείες που ιδρύονται με αποκλειστικό σκοπό την αγορά ενυπόθηκων ή μη δανείων. Αγοραστές αυτών των δανείων ενδέχεται να είναι επενδυτές που θέλουν να έχουν έκθεση στην συγκεκριμένη αγορά αλλά είτε δεν έχουν την υποδομή είτε δεν μπορούν λόγω διαφορετικής δραστηριότητας (πχ ασφαλιστικά ταμεία, hedge funds). Οι τράπεζες διακρατούν ένα μικρό ποσοστό του χρεωστικού επιτοκίου και το υπόλοιπο το εκχωρούν στον επενδυτή που αγοράζει τα δάνεια. Το κεφάλαιο που απαιτείται για την ίδρυση των εν λόγω εταιριών καλύπτεται μέσω της εκδόσεως ομολογιών, τα οποία είναι γνωστά ως *asset backed securities*. Έτσι μια εταιρία αγοράζοντας αυτά τα δάνεια επωφελείται από τη δραστηριότητα της τράπεζας χωρίς να συναλλάσσεται με τον δανειζόμενο, ωστόσο αναλαμβάνει μέρος τους πιστωτικού κινδύνου του πελάτη της τράπεζας.

Ο πιστωτικός κίνδυνος δημιουργείται όταν η *πιστοληπτική ικανότητα* της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης είναι χαμηλή, και άρα ευπρόσβλητη ακόμη και από ασήμαντες μεταβολές του οικονομικού περιβάλλοντος. Ως *πιστοληπτική ικανότητα* ορίζεται η ικανότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στις οικονομικές τους υποχρεώσεις (Ξανθόπουλος, 2006).

2.1.1 Αντιμετώπιση του Πιστωτικού Κινδύνου

Συνήθως για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου αρκετά τραπεζικά ιδρύματα κατά την διαδικασία δανειοδότησης λαμβάνουν υπ' όψιν ορισμένους ποιοτικούς παράγοντες, οι οποίοι συνιστούν το υπόδειγμα των **5 C's της Πίστωσης** (βλέπε Παπούλιας, 2003: 197). Ωστόσο αποτελεσματικότεροι τρόποι αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου αποτελούν η χρήση πιστωτικών παραγώγων και η διαδικασία της τιτλοποίησης.

Τα Πιστωτικά Παράγωγα Προϊόντα

Μια κατηγορία πιστωτικών παραγώγων προϊόντων αποτελούν τα προϊόντα πιστωτικής αθέτησης (credit default products), τα οποία απομονώνουν τον κίνδυνο αθέτησης μιας πιστωτικής υποχρέωσης. Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν α) οι ανταλλαγές πιστωτικής αθέτησης (credit default swaps), β) τα δικαιώματα πιστωτικής αθέτησης (credit default options), και γ) οι συμφωνίες αποζημίωσης (indemnity agreements).

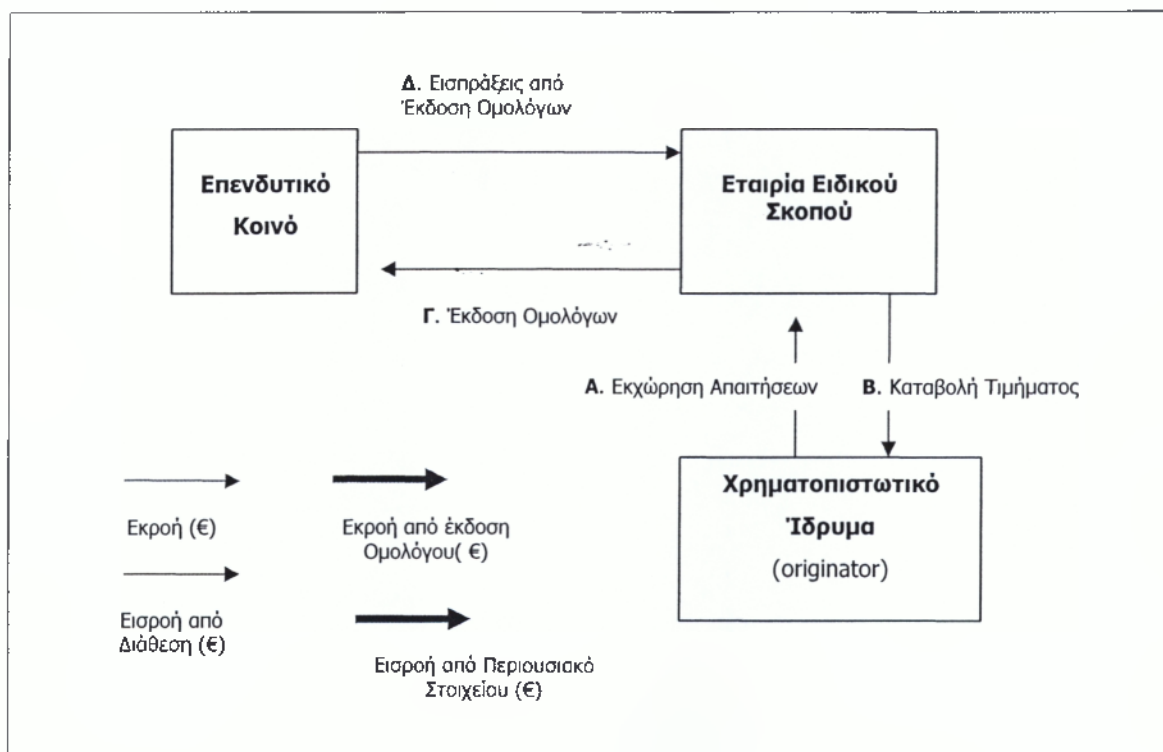
Ένα CDS είναι ένα διμερές χρηματοπιστωτικό συμβόλαιο, με το οποίο ο ένας αντισυμβαλλόμενος πληρώνει μια περιοδική αμοιβή σε μονάδες βάσης του φανταστικού κεφαλαίου σε αντάλλαγμα για μια ενδεχόμενη πληρωμή μετά από ένα πιστωτικό γεγονός (αθέτηση) από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο.

Η Τιτλοποίηση

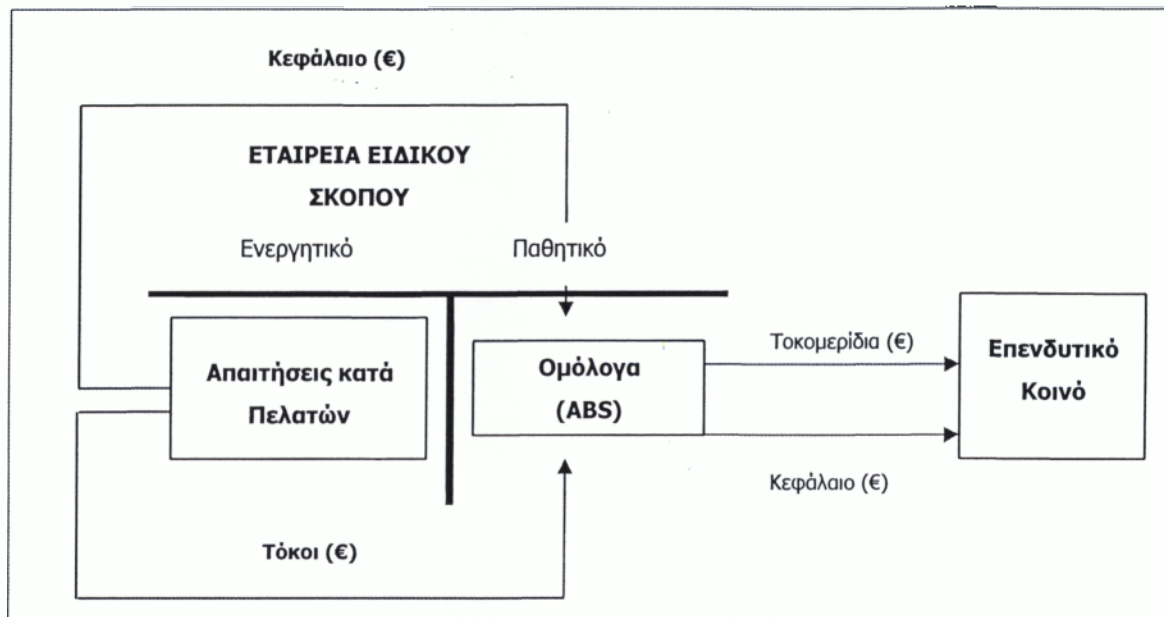
Ένας όμως αποτελεσματικός τρόπος αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου είναι αποτελεί η **τιτλοποίηση απαιτήσεων**, η οποία αφορά στην διαδικασία μετατροπής απαιτήσεων (ή άλλων περιουσιακών στοιχείων) των τραπεζών κατά πελατών σε χρεόγραφα, όπως είναι τα ομόλογα. Με άλλα λόγια, δια της τιτλοποίησης εκδίδονται ομολογίες, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις ταμειακές ροές που δημιουργούν οι προς τιτλοποίηση απαιτήσεις.

Πιο αναλυτικά, η διαδικασία τιτλοποίησης περιλαμβάνει τους ακόλουθους παράγοντες:

- Τον αρχικό χορηγό του δανείου (*originator*),
- ο θεματοφύλακας, δηλαδή ο αγοραστής του δανείου (*SPV*),
- η εταιρεία αξιολόγησης επιχειρήσεων (*rating agency*),
- η εταιρεία ασφάλισης της έκδοσης των τίτλων (*credit enhancer*)
- η εταιρεία αντασφάλισης (*security underwriter*)



Σχήμα 2-1: Η Διαδικασία Τιτλοποίησης Απαιτήσεων κατά Πελατών



Σχήμα 2-2: Η Εξυπηρέτηση των Ομολόγων που Εκδίδει μια Εταιρεία Ειδικού Σκοπού

Η διαδικασία τιλοποίησης αρχίζει από τον χορηγό του δανείου, συνήθως πρόκειται για ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ο οποίος έχει χορηγήσει δάνεια και στη συνέχεια αποφασίζει, αφού πρώτα τα ομαδοποιήσει (βάσει κοινών χαρακτηριστικών ως προς τον χρόνο ωρίμανσης, το επιτόκιο αλλά και το είδος) για λόγους ευκολότερης διαχείρισης αλλά κυρίως για λόγους μείωσης του κόστους, να τα εκχωρήσει στην **εταιρεία ειδικού σκοπού** (Special Purpose Vehicle, SPV) (Σχήμα 2-1). Το τμήμα που καταβάλλει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα για την εκχώρηση των απαιτήσεων της κατά πελατών αφορά στην διακράτηση μόνο ενός μικρού ποσοστού του χρεωστικού επιτοκίου του δανείου, ενώ το υπόλοιπο διοχετεύεται στην εταιρία (ειδικού σκοπού) που αγοράζει τα δάνεια. Τυπικά η τράπεζα και μετά την πώληση συνεχίζει να εκτελεί τη διαχείριση του δανείου, δηλαδή να επιβλέπει την εξυπηρέτησή του εκ μέρους του αρχικού δανεισθέντα. Επίσης για κάθε πρόβλημα που μπορεί να προκύψει θα πρέπει να επιληφθεί η τράπεζα.

Δια της τιτλοποίησης λοιπόν μεταφέρεται εκτός του ισολογισμού των τραπεζών το μεγαλύτερο μέρος της αξίας αυτών των δανείων, μειώνοντας την ανάγκη διατήρησης εποπτικών κεφαλαίων και ρευστότητας, ενώ το πιο ριψοκίνδυνο μέρος των δανείων παρακρατείται από τις εμπορικές τράπεζες.

2.20 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ

Ο κίνδυνος του επιτοκίου σχετίζεται με τις μεταβολές των επιτοκίων, οι οποίες προκαλούν διαφοροποιήσεις στην αξία των στοιχείων του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος.

Συγκεκριμένα, στα αποτελέσματα χρήσης ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, τα έσοδα δύνανται να ταξινομηθούν σε μια από τις ακόλουθες κατηγορίες:

- Καθαρά Έσοδα από τόκους
- Καθαρά Έσοδα από Τίλους
- Καθαρά Έσοδα από Προμήθειες
- Αποτελέσματα Χρηματοοικονομικών Πράξεων
- Λοιπά Έσοδα Εκμετάλλευσης

Η μεταβλητότητα των επιτοκίων επηρεάζει τα καθαρά έσοδα από τόκους, τα οποία προκύπτουν από την διαφορά μεταξύ εσόδων από τόκους και εξόδων για τόκους.

Τα έσοδα από τόκους αποτελούνται από το άθροισμα των τόκων και των εξομοιούμενων με αυτούς εσόδων που προέρχονται από τα ακόλουθα περιουσιακά στοιχεία:

- Χορηγήσεις
- Τίλους σταθερής απόδοσης (για παράδειγμα ομόλογα)
- Υποχρεωτικές και ελεύθερες καταθέσεις στην Κεντρική Τράπεζα

καθώς και στις λοιπές τράπεζες εσωτερικού και εξωτερικού

- Λοιπές έντοκες τοποθετήσεις

Τα έξοδα για τόκους αποτελούν το άθροισμα των ποσών που πληρώνονται για δεδουλευμένους τόκους και εξομοιούμενα έξοδα του συνόλου των τοκοφόρων στοιχείων του παθητικού του τραπεζικού ιδρύματος και προέρχονται κυρίως από τις ακόλουθες υποχρεώσεις:

- Έντοκες καταθέσεις των πελατών
- Ομολογιακά δάνεια που έχει συνάψει η τράπεζα
- Πάσης φύσεως χρηματοδοτήσεις που έχει λάβει η τράπεζα από την Κεντρική Τράπεζα
- Διατραπεζικό δανεισμό
- Λοιπές περιπτώσεις (γeros, ανταποκριτών εξωτερικού κλπ.)

Ο κίνδυνος του επιτοκίου λοιπόν επηρεάζει το καθαρό περιθώριο επιτοκίου, δηλαδή την διαφορά μεταξύ των εσόδων από τόκους των στοιχείων του ενεργητικού (A) και όλων των εξόδων για τόκους των κεφαλαίων της τράπεζας που βρίσκονται στο παθητικό (L). Με άλλα λόγια εάν συμβολίσουμε με i^A το μέσο σταθμισμένο επιτόκιο που «κερδίζουν» τα περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας και με i^L το μέσο σταθμισμένο επιτόκιο που «καταβάλει» η τράπεζα προκειμένου να εξασφαλίσει κεφάλαια, τότε το καθαρό επιτοκιακό εισόδημα (NII) προκύπτει ως ακολούθως

$$NII = (i^A - i^L) E \quad 2.1$$

όπου

E : η καθαρή θέση της τράπεζας

$$E = A - L \quad 2.2$$

i^{net} : το μέσο καθαρό επιτόκιο

$$i^{\text{net}} = i^A - i^L \quad 2.3$$

2.2.1 Αντιμετώπιση του Κινδύνου του Επιτοκίου

Για την αντιμετώπιση του κινδύνου του επιτοκίου έχουν αναπτυχθεί ορισμένες μέθοδοι, οι οποίες περιγράφονται σε τρία υποδείγματα: α) στο υποδείγμα ανοίγματος (gap or repricing model), β) στο υποδείγμα του χρόνου έως την λήξη (maturity model), και γ) στο υποδείγμα μέσης διάρκειας αναμονής (duration-gap model)

Τα καθαρά έσοδα από τόκους στο τέλος του έτους μιας υποθετικής τράπεζας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα

Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Απόδοση	Έσοδα από Τόκους	Στοιχείο Παθητικού	Αξία	Κόστος	Έξοδα από Τόκους	Καθαρά Έσοδα από Τόκους
Δάνεια Κυμαινομένου Επιτοκίου	50,00 €	10,00%	5,00 €	Καταθέσεις όψεως	70,00 €	6,00%	4,20 €	
Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	7,00%	3,50 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	20,00 €	6,00%	1,20 €	
			8,50 €				5,40 €	3,10 €

Εάν τα επιτόκια αυξηθούν κατά 2%, τότε θα αυξηθεί και η απόδοση των δανείων κυμαινομένου επιτοκίου (από 10% σε 12%) αλλά και το κόστος άντλησης ρευστότητας από καταθέσεις όψεως (από 6% στο 8%). Οπότε σε αυτή την περίπτωση, τα καθαρά έσοδα από τόκους στο τέλος του έτους

Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Απόδοση	Έσοδα από Τόκους	Στοιχείο Παθητικού	Αξία	Κόστος	Έξοδα από Τόκους	Καθαρά Έσοδα από Τόκους
Δάνεια Κυμαινομένου Επιτοκίου	50,00 €	12,00%	6,00 €	Καταθέσεις όψεως	70,00 €	8,00%	5,60 €	
Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	7,00%	3,50 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	20,00 €	6,00%	1,20 €	
			9,50 €				6,80 €	2,70 €

Εφ' όσον το άνοιγμα για την περίοδο ενός έτους είναι -20€ (=50€ -70€), τότε η κατά 2% αύξηση των επιτοκίων θα μεταβάλλει τα καθαρά έσοδα από τόκους κατά -0,40€ (= -20€ × 2%)

Εάν τα επιτόκια ενεργητικού αυξηθούν κατά 200 μ.β, τότε θα αυξηθεί η απόδοση των δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου από 10% σε 12%, ενώ εάν αυξηθούν τα επιτόκια των υποχρεώσεων κατά 100 μ.β., τότε το κόστος άντλησης ρευστότητας από καταθέσεις όψεως θα αυξηθεί από 6% στο 7%. Οπότε σε αυτή την περίπτωση, τα καθαρά έσοδα από τόκους στο τέλος του έτους θα έχουν ως εξής:

Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Απόδοση	Έσοδα από Τόκους	Στοιχείο Παθητικού	Αξία	Κόστος	Έξοδα από Τόκους	Καθαρά Έσοδα από Τόκους
Δάνεια Κυμαινόμενου Επιτοκίου	50,00 €	12,00%	6,00 €	Καταθέσεις όψεως	70,00 €	7,00%	4,90 €	
Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	7,00%	3,50 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	20,00 €	6,00%	1,20 €	
			9,50 €				6,10 €	3,40 €

Το υπόδειγμα ανοίγματος χρηματοδότησης έχει τα εξής τέσσερα βασικά μειονεκτήματα

- **Το Πρόβλημα της Αγοραίας Αξίας:** Οι μεταβολές των επιτοκίων εκτός της επίδρασης τους επί των καθαρών εσόδων ενός τραπεζικού ιδρύματος επηρεάζουν και στην αγοραία αξία των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Το υπόδειγμα του ανοίγματος αγνοεί την επίδραση επί των

αγοραίων αξιών καθώς ακολουθεί την λογιστική προσέγγιση των τιμών κτήσεως.

- **Το Πρόβλημα της Υπερ-συγκέντρωσης:** Ο καθορισμός ενός χρονικού διαστήματος ωρίμανσης (*maturity bucket*) αγνοεί τις πληροφορίες αναφορικά με την κατανομή των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού στο εν λόγω διάστημα. Έτσι είναι δυνατόν, οι αξίες του ενεργητικού και του παθητικού σε ένα χρονικό διάστημα να είναι ίσες, όμως η ανισοκατανομή στα υποδιαστήματα θα έχει ως αποτέλεσμα μια μία μεταβολή στα επιτόκια να μπορεί να επηρεάσει τις ταμειακές ροές των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού
- **Το Πρόβλημα των Πρόωρων Αποπληρωμών:** Το υπόδειγμα του ανοίγματος δεν λαμβάνει υπ' όψιν το ενδεχόμενο των πρόωρων αποπληρωμών. Για παράδειγμα, δεν είναι βέβαιο ότι όλα τα στεγαστικά δάνεια διάρκειας, ας πούμε, 30 ετών, θα λήξουν μετά από 30 έτη, καθώς εάν τα επιτόκια μειωθούν, τότε είναι πιθανόν ορισμένοι δανειολήπτες να προβούν σε πρόωρη αποπληρωμή του δανείου τους.
- **Το Πρόβλημα των Συναλλαγών Εκτός Ισολογισμού:** Το υπόδειγμα του ανοίγματος δεν λαμβάνει υπ' όψιν τις εκτός ισολογισμού συναλλαγές που ενδεχομένως να πραγματοποιεί ένα τραπεζικό ίδρυμα. Εάν συμπεριληφθούν στους υπολογισμούς οι εν λόγω συναλλαγές, τότε είναι πιθανόν η τιμή του ανοίγματος να είναι διαφορετική.

2.3.0 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Η **ρευστότητα** ενός τραπεζικού ιδρύματος αφορά στην δυνατότητα του να ανταποκρίνεται ανά πάσα στιγμή στη ζητούμενη ρευστότητα εκ μέρους των ιδιωτών ή των επιχειρήσεων.

2.3.1 Πηγές Κινδύνου Ρευστότητας

Ο **κίνδυνος ρευστότητας** εκδηλώνεται με την αυξημένη ανάγκη για ρευστά διαθέσιμα, η οποία ανακύπτει από την τάση είτε για *μείωση στοιχείων του παθητικού* είτε για *αύξηση στοιχείων του ενεργητικού*.

Ανάγκη για Μείωση των Στοιχείων του Παθητικού

Ένας χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έχει συνήθως στο παθητικό του ένα μεγάλο χρηματικό ποσό από βραχυπρόθεσμα στοιχεία, τα οποία είναι απαιτητά σε πρώτη ζήτηση από τους κατόχους τους και τα οποία χρηματοδοτούν μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού. Για παράδειγμα, όταν οι καταθέτες ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος (δηλαδή οι κάτοχοι βραχυπρόθεσμων στοιχείων του παθητικού) επιθυμούν να αποκτήσουν ένα ασυνήθιστα υψηλό ποσό ρευστών διαθεσίμων, τότε αυτό υφίσταται μια ασυνήθιστα μεγάλη μείωση των στοιχείων του ενεργητικού του. Σε αυτή την περίπτωση, η τράπεζα είτε θα πρέπει να δανεισθεί επιπλέον κεφάλαια είτε να ρευστοποιήσει στοιχεία του ενεργητικού της ώστε να ικανοποιήσει τους καταθέτες της.

Στην πραγματικότητα, η τράπεζα γνωρίζει ότι λογικά μόνο ένα μικρό ποσοστό από τις καταθέσεις θα αποσυρθούν σε μία οποιαδήποτε, συγκεκριμένη, ημέρα, και ότι η απόσυρση κάποιων καταθέσεων μπορεί να συνδυασθεί από την προσέλκυση καινούργιων καταθέσεων. Συνεπώς, αυτό που έχει σημασία για το τραπεζικό ίδρυμα είναι η παρακολούθηση της καθαρής απόσυρσης κεφαλαίων

Ανάγκη για Αύξηση των Στοιχείων του Ενεργητικού

Η δεύτερη πηγή δημιουργίας κινδύνου ρευστότητας μπορεί να οφείλεται στην ανάγκη για αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού. Η αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού μπορεί να εκδηλωθεί ή με την αύξηση της ζήτησης για επιπλέον δανειοδοτήσεις ή με την χορήγηση εκτός ισολογισμού δανείων με καθεστώς δικαιώματος (*loan commitments*).

Ένα δάνειο με καθεστώς δικαιώματος επιτρέπει στον πελάτη να δανεισθεί κεφάλαια από ένα τραπεζικό ίδρυμα κατόπιν απαίτησης του ιδίου. Ως εκ τούτου, όταν ο πελάτης της τράπεζας κάνει χρήση του δικαιώματος του, ο τραπεζικός οργανισμός θα πρέπει να χρηματοδοτήσει άμεσα την ζήτηση για ρευστότητα.

2.3.2 Αντιμετώπιση του Κινδύνου Ρευστότητας

Το πιο ρευστό στοιχείο ενεργητικού είναι τα μετρητά. Ωστόσο, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν τη διακράτηση μετρητών καθώς αυτή η κατηγορία στοιχείων του ενεργητικού δεν δημιουργεί έσοδα (από τόκους). Συνήθως, οι τράπεζες επιλέγουν την διακράτηση στοιχείων του ενεργητικού με χαμηλότερη δυνατότητα ρευστόποίησης και μη άμεση ληκτότητα, όμως με δυνατότητα δημιουργίας υψηλών εσόδων από τόκους.

Υπάρχουν δυο τρόποι απόκτησης ρευστότητας, δηλαδή ρευστών διαθεσίμων. Ο πρώτος, αφορά στην ρευστοποίηση στοιχείων του ενεργητικού, οπότε έχουμε **διαχείριση από το ενεργητικό**, ή χρήση αποθηκευμένης ρευστότητας (*stored liquidity management*). Ο δεύτερος τρόπος απόκτησης ρευστότητας είναι η αγορά ή ο δανεισμός επιπλέον κεφαλαίων, οπότε έχουμε **διαχείριση από το παθητικό**.

Διαχείριση Ενεργητικού και η Χρήση της Αποθηκευμένης Ρευστότητας

Η αποθηκευμένη ρευστότητα, ουσιαστικά αποτελεί μια εσωτερική πηγή κεφαλαίων υπό την έννοια ότι αυτή βρίσκεται εντός ορισμένων στοιχείων του

ενεργητικού της τράπεζας. Η εν λόγω λοιπόν ρευστότητα παράγεται όταν τα στοιχεία του ενεργητικού μετατρέπονται σε ρευστά. Οι μετατροπές των στοιχείων του ενεργητικού σε ρευστά μπορεί να αποτελέσουν διακριτές ή μη διακριτές ενέργειες. Οι μη διακριτές μετατροπές είναι αυτές που προκύπτουν χωρίς κάποια ρητή απόφαση της τράπεζας για αύξηση της ρευστότητας. Ουσιαστικά η ρευστότητα παράγεται διαμέσου της λήξεως δανείων, ομολόγων ή της καταβολής τόκων. Αντίθετα, οι διακριτές μετατροπές πραγματοποιούνται όταν τα στοιχεία του ενεργητικού πωλούνται (για παράδειγμα η τιλοποίηση δανείων) ή δανείζονται πριν από τη λήξη. Ο πρωταρχικός κίνδυνος μιας πρόωρης μετατροπής είναι η *πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου*, εάν τα στοιχεία του ενεργητικού μετατραπούν (πουληθούν) σε τιμές κάτω από την αξία αγοράς τους.

Παραδοσιακά, οι τραπεζικοί οργανισμοί διακρατούν αποθηκευμένα ρευστά διαθέσιμα στην Κεντρική Τράπεζα και στα ταμεία τους ακριβώς για την περίπτωση εμφάνισης του κινδύνου ρευστότητας. Η Κεντρική Τράπεζα της χώρας θέτει ένα ελάχιστο επίπεδο των ρευστών διαθεσίμων που πρέπει να διακρατά ένας τραπεζικός οργανισμός, αλλά σε αρκετές περιπτώσεις τα τραπεζικά ιδρύματα διακρατούν επιπλέον των ελαχίστων ρευστά διαθέσιμα

Παράδειγμα

Ας εξετάσουμε το ακόλουθο παράδειγμα που παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα. Υποθέτουμε ότι ένα τραπεζικό ίδρυμα υφίσταται μια ξαφνική απώλεια καταθέσεων όψεως της τάξεως των 5€ εκατ.

Εάν τρόπος κάλυψης αυτής της απώλειας είναι η κατά 5€ εκατ. αύξηση των καταθέσεων προθεσμίας, από 20€ εκατ. στα 25€ εκατ. Αυτή η προσέγγιση απόκτησης ρευστότητας ενέχει δυο σημαντικά προβλήματα. Αφ' ενός μεν μπορεί

να αποδειχθεί μια ακριβή λύση, καθώς το τραπεζικό ίδρυμα θα πρέπει να πληρώσει τα επιτόκια αγοράς προκειμένου να προσελκύσει κεφάλαια μέσω της διάθεσης περισσότερων καταθέσεων προθεσμίας, αφ' ετέρου δε υπάρχει η πιθανότητα, παρά την προσφορά ενός ελκυστικού επιτοκίου, η τράπεζα να μη μπορέσει τελικά να συγκεντρώσει το επιθυμητό ποσό των 5€κατ. μέσω των καταθέσεων προθεσμίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2-1: Αντιμετώπιση του Κινδύνου Ρευστότητας μέσω του Παθητικού

ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΠΟΣΥΡΣΗ				ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΣΥΡΣΗ			
Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Στοιχείο Παθητικού	Αξία	Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Στοιχείο Παθητικού	Αξία
Δάνεια Κυμαινομένου Επιτοκίου	35,00 €	Καταθέσεις όψεως	70,00 €	Δάνεια Κυμαινομένου Επιτοκίου	35,00 €	Καταθέσεις όψεως	65,00 €
Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	20,00 €	Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	25,00 €
Ρευστά Διαθέσιμα	15,00 €	Ίδια Κεφάλαια	10,00 €	Ρευστά Διαθέσιμα	15,00 €	Ίδια Κεφάλαια	10,00 €
	100,00 €		100,00 €		100,00 €		100,00 €

Βλέπουμε λοιπόν ότι για την αντιμετώπιση του κινδύνου ρευστότητας υπάρχουν δυο σημαντικοί παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Ο πρώτος αφορά στην τιμή στην οποία μπορούν είτε να πουληθούν στοιχεία του ενεργητικού είτε να αγοραστούν τα στοιχεία του παθητικού, και ο δεύτερος στην ποσότητα δηλαδή στο κατά πόσον υπάρχουν ή όχι στοιχεία του ενεργητικού

που μπορούν να πουληθούν και αν μπορούν να απαιτηθούν ή όχι κεφάλαια με οποιοδήποτε κόστος

Αναφορικά με το παραπάνω παράδειγμα είδαμε ότι στο ενεργητικό της η τράπεζα διακρατά €15εκατ. σε ρευστά διαθέσιμα, εκ των οποίων €9εκατ. είναι για την κάλυψη των ελάχιστων απαιτήσεων που τίθενται από την Κεντρική Τράπεζα, και τα υπόλοιπα €6εκατ. είναι επιπλέον μετρητά. Το τραπεζικό ίδρυμα μπορεί λοιπόν να αντιμετωπίσει την καθαρή απώλεια €5εκατ. στο παθητικό της, αξιοποιώντας τα επιπλέον ρευστά των €9εκατ. (Πίνακας 2-2)

ΠΙΝΑΚΑΣ 2-2: Αντιμετώπιση του Κινδύνου Ρευστότητας μέσω του Ενεργητικού

ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΠΟΣΥΡΣΗ				ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΣΥΡΣΗ			
Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Στοιχείο Παθητικού	Αξία	Στοιχείο Ενεργητικού	Αξία	Στοιχείο Παθητικού	Αξία
Δάνεια Κυμαινομένου Επιτοκίου	35,00 €	Καταθέσεις όψεως	70,00 €	Δάνεια Κυμαινομένου Επιτοκίου	35,00 €	Καταθέσεις όψεως	65,00 €
Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	20,00 €	Ομόλογα Σταθερού Επιτοκίου	50,00 €	Καταθέσεις Προθεσμίας	20,00 €
Ρευστά Διαθέσιμα	15,00 €	Ίδια Κεφάλαια	10,00 €	Ρευστά Διαθέσιμα	10,00 €	Ίδια Κεφάλαια	10,00 €
	100,00 €		100,00 €		95,00 €		95,00 €

Σε αυτή την περίπτωση και τα δύο μέρη του ισολογισμού μειώνονται κατά €5εκατ. Έτσι, το κόστος για το τραπεζικό ίδρυμα από τη χρήση αποθηκευμένης ρευστότητας είναι η μείωση του συνολικού ενεργητικού.

2.40 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Ο κίνδυνος αγοράς ορίζεται ως ο κίνδυνος που σχετίζεται με την μεταβλητότητα της αξίας ενός χαρτοφυλακίου τίτλων. Βεβαίως, η μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου οφείλεται στις αλλαγές των αγοραίων τιμών των στοιχείων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο προφανώς λόγω της μεταβολής των επιτοκίων και της ρευστότητας της αγοράς (Καλφάογλου, 2004).

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν δημιουργήσει και εφαρμόζουν υποδείγματα μέτρησης του κινδύνου αγοράς. Για την ανάπτυξη αυτών των υποδειγμάτων έχουν υιοθετηθεί τρεις προσεγγίσεις:

- Προσέγγιση μεταβλητότητας-συμεταβλητότητας – Value at Risk Approach (*Risk Metrics*)
- Ιστορική προσομοίωση (*Historic or back simulation*)
- Προσομοίωση Monte Carlo (*Monte Carlo simulation*)

2.50 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο λειτουργικός κίνδυνος αναφέρεται στις απώλειες που μπορεί να προκύψουν λόγω ανεπάρκειας του συστήματος εσωτερικού ελέγχου (προκειμένου να αποτρέψει ανθρώπινα σφάλματα ή λάθη), βλαβών στα πληροφοριακά συστήματα της τράπεζας, ή άλλων εξωγενών παραγόντων (Ακκίζιδης και Καλύβας, 2010).

Συγκεκριμένα, ο λειτουργικός κίνδυνος που οφείλεται στον ανθρώπινο παράγοντα αναφέρεται σε ζημίες που ενδεχομένως θα προκληθούν από νυν ή τέως εργαζόμενους του τραπεζικού οργανισμού. Αυτού του είδους οι κίνδυνοι στηρίζονται κατά βάση, έμμεσα ή άμεσα, στις δυσλειτουργίες των ελεγκτικών διαδικασιών και συστημάτων του πιστωτικού ιδρύματος.

Από την άλλη πλευρά, τα πληροφοριακά ή μηχανολογικά συστήματα (informational systems, hardware) δύναται να προκαλέσουν χρηματικές απώλειες λόγω της απρόβλεπτης μερικής ή ολικής κατάρρευσής τους ή της παραβίασής τους εκ των έσω. Τα γεγονότα αυτά οφείλονται συνήθως στην αυξημένη πολυπλοκότητα ή τη δόλια χρήση των συστημάτων αυτών.

Τέλος, οι εξωτερικοί παράγοντες (externals events) προκαλούν απώλειες που οφείλονται κυρίως σε φυσικές καταστροφές αλλά και δολιοφθορά από άτομα που δεν εμπλέκονται άμεσα με το πιστωτικό ίδρυμα.

3 Η ΒΑΣΙΛΕΙΑ I

Το 1988, η **Επιτροπή της Βασιλείας**, η οποία συστάθηκε το 1974 από τους Διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των κρατών-μελών³ της «Ομάδας των 10» (G-10), πρότεινε ένα σύστημα κεφαλαιακής μέτρησης, το οποίο έγινε ευρύτερα γνωστό ως **Συμφωνία της Βασιλείας**⁴ ή εν συντομία **Βασιλεία I**. Βάσει αυτού του συστήματος το ελάχιστο ύψος των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων ως ποσοστό του σταθμισμένου ως προς τον κίνδυνο ενεργητικού, δηλαδή ο **δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας** θα πρέπει να είναι ίσος με 8% (Carprio *et al.*, 2008). Ο κίνδυνος που λαμβάνει υπόψιν είναι ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος αγοράς.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η Επιτροπή της Βασιλείας δεν έχει την εξουσία για να επιβάλει τις συστάσεις, αν και οι περισσότερες χώρες μέλη (και άλλες) τείνουν να εφαρμόσουν τις πολιτικές της Επιτροπής. Αυτό σημαίνει ότι οι συστάσεις επιβάλλονται μέσω των εθνικών (ή κοινοτικών) νόμων και των κανονισμών, παρά ως αποτέλεσμα των συστάσεων της επιτροπής - έτσι κάποιος χρόνος μπορεί να περάσει μεταξύ των συστάσεων και της εφαρμογής ως νόμο στο εθνικό επίπεδο.

Στις ενότητες που ακολουθούν θα αναφερθούμε στο τι περιλαμβάνονται στα **εποπτικά κεφάλαια** ενός τραπεζικού ιδρύματος, και πως προκύπτει το προσαρμοσμένο ανάλογα με τον κίνδυνο ενεργητικό (risk adjusted assets, RAA).

³ Μέλη της Επιτροπής της Βασιλείας είναι εκπρόσωποι κεντρικών τραπεζών και άλλων εποπτικών αρχών από τα ακόλουθα κράτη: ΗΠΑ, Γερμανία, Ιαπωνία, Γαλλία, Μεγάλη Βρετανία, Καναδά, Ιταλία, Ισπανία, Ολλανδία, Ελβετία, Σουηδία, Βέλγιο και Λουξεμβούργο.

⁴ Στην αγγλική είναι γνωστή ως «**Basel Capital Accord**»

3.1 ΤΑ ΕΠΟΠΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΕΝΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ I

Τα **εποπτικά κεφάλαια** ενός τραπεζικού ιδρύματος, βάσει της Βασιλείας I, διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, στο πρωτογενές κεφάλαιο (Tier I) και στο δευτερογενές κεφάλαιο (Tier II). Το πρωτογενές κεφάλαιο απαιτείται να είναι τουλάχιστον το 50% του συνόλου.

3.1.1 Το Πρωτογενές Κεφάλαιο

Το **πρωτογενές κεφάλαιο** αποτελείται από τα ακόλουθα στοιχεία (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2009).

- Αξία του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου
- Διαφορά έκδοσης μετοχών υπέρ το άρτιο.
- Αποθεματικά (τακτικό και έκτακτα).
- Κέρδη εις νέον, τρέχουσας και παρελθουσών χρήσεων.
- Τα κεφάλαια για γενικούς τραπεζικούς κινδύνους υπό προϋποθέσεις.

Από τα παραπάνω αφαιρούνται

- Η λογιστική αξία ιδίων μετοχών που κατέχει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα
- Οι ζημιές εις νέον, τρέχουσας και παρελθουσών χρήσεων.
- Τα έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης, καθώς και τα άυλα πάγια στοιχεία.
- Τα προσωρινά αρνητικά αποτελέσματα τρέχουσας χρήσης.

3.1.2 Το Δευτερογενές Κεφάλαιο

Το δευτερογενές ή συμπληρωματικό κεφάλαιο περιλαμβάνει μεταξύ άλλων (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2009)

- Τα αποθεματικά από αναπροσαρμογή παγίων στοιχείων ενεργητικού.
- Τις προνομιούχες μετοχές, ορισμένης ή αόριστης διάρκειας με δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος.
- Τους τίτλους μη καθορισμένης διάρκειας που έχει εκδώσει το ΠΙ υπό προϋποθέσεις.
- Τις διορθώσεις αξίας απαιτήσεων έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων και πελατών, καθώς και μετοχών, ομολογιών και άλλων τίτλων σταθερής ή μεταβλητής απόδοσης υπό προϋποθέσεις.
- Τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης ορισμένης διάρκειας υπό προϋποθέσεις.

3.2 ΤΟ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΝΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ I

Ως σταθμισμένο ενεργητικό λογίζεται το άθροισμα των εντός και εκτός ισολογισμού στοιχείων του ενεργητικού σταθμισμένων α) ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο, και β) ως προς τον κίνδυνο της αγοράς (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2009).

Και για τα στοιχεία εντός ισολογισμού και για τα στοιχεία εκτός ισολογισμού είχαν οριστεί τέσσερις κατηγορίες κινδύνου:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-1: Η Στάθμιση των Εντός Ισολογισμού Περιουσιακών Στοιχείων

Κατηγορία Πιστωτικού Κινδύνου	Στάθμιση	Τύπος Περιουσιακού Στοιχείου
Χαμηλός	0%	Διαθέσιμα, Ομόλογα του Δημοσίου, Απαιτήσεις έναντι Κυβερνήσεων Χωρών-Μελών του ΟΟΣΑ
Μέτριος	20%	Εισπρακτέοι Λογαριασμοί από ΠΙ χωρών-μελών του ΟΟΣΑ, Εισπρακτέοι Λογαριασμοί διάρκειας μικρότερης του έτους από ΠΙ χωρών-μελών που δεν είναι μέλη του ΟΟΣΑ
Μέσος	50%	Στεγαστικά Δάνεια (και εν γένει δάνεια που εξασφαλίζονται με υποθήκες)
Υψηλός	100%	Καταναλωτικά και Επιχειρηματικά Δάνεια

Πηγή: Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2009), και Γεωργούτσος και Σταϊκούρας (2008:204)

Τα στοιχεία εκτός ισολογισμού μετατρέπονται σε ισοδύναμα στοιχεία εντός ισολογισμού πολλαπλασιάζοντας τα εν λόγω στοιχεία με κάποιους συντελεστές μετατροπής. Τα εκτός ισολογισμού στοιχεία μπορεί να προέρχονται είτε από εργασίες εκτός από παράγωγα (για παράδειγμα πιστωτικές επιστολές,

υποχρεώσεις για δάνεια κτλ) είτε από *εργασίες σε παράγωγα προϊόντα* (όπως για παράδειγμα προθεσμιακά συμβόλαια, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, δικαιώματα προαίρεσης και συμβάσεις ανταλλαγής).

Για παράδειγμα εάν στο ενεργητικό ενός τραπεζικού ιδρύματος περιέχονται ομόλογα του δημοσίου λογιστικής αξίας €10εκατ, στεγαστικά δάνεια €50εκατ. και καταναλωτικά δάνεια €2 εκατ, τότε το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό ισούται με €27 εκατ [=0 (€10εκατ.) + 0,5 (€50εκατ.) + 1 (€2εκατ.)]. Επίσης, υποθέτουμε ότι στα εκτός του ενεργητικού στοιχεία περιλαμβάνονται €10 εκατ. από *πιστωτικές επιστολές* και €40 εκατ. υπόλοιπα υποχρεώσεων για δάνεια. Οι συντελεστές μετατροπής για εμπορικές πιστωτικές επιστολές και τα υπόλοιπα των υποχρεώσεων για δάνεια είναι 20% και 50%. Έτσι το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό αυτής της κατηγορίας είναι €22 εκατ. [=0,2 (10) + 0,5 (40)].

Επομένως, το συνολικό σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό είναι 27 + 22 = €49εκατ.

3.3Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ I

Η εισαγωγή της Βασιλείας I επηρέασε άμεσα τη συμπεριφορά των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς η εφαρμογή συντελεστών στάθμισης κινδύνου σε διαφορετικές κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού οδήγησε τα πιστωτικά ιδρύματα να αναζητήσουν, αφενός *περιουσιακά στοιχεία υψηλότερου ή χαμηλότερου κινδύνου* και αφετέρου, *μεθόδους αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων (regulatory capital arbitrage)*. Ως παραδείγματα αυτής της συμπεριφοράς μπορούν να αναφερθούν:

- Η ενίσχυση του ενδιαφέροντος των πιστωτικών ιδρυμάτων για την αγορά στεγαστικών δανείων (η μοναδική κατηγορία εμπορικών δανείων με συντελεστή στάθμισης πιστωτικού κινδύνου χαμηλότερο του 100%).

- Η αναζήτηση εταιρικού χρέους χαμηλής πιστωτικής ποιότητας (όπου η απόδοση είναι υψηλότερη αλλά η κεφαλαιακή απαίτηση είναι η ίδια με αυτή του χρέους υψηλής πιστωτικής ποιότητας).
- Η παροχή δανείων προς χαμηλής πιστωτικής ποιότητας πιστωτικά ιδρύματα και κράτη του ΟΟΣΑ (π.χ. Τουρκία), όπου η απόδοση είναι υψηλότερη αλλά η κεφαλαιακή απαίτηση είναι η ίδια με αυτή του χρέους των υψηλής πιστωτικής ποιότητας χωρών.
- Η ραγδαία ανάπτυξη της αγοράς των πιστωτικών παραγώγων (*credit derivatives*) τα οποία αποτέλεσαν το βασικό μοχλό αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων.

4 Η ΒΑΣΙΛΕΙΑ II

Οι νέες προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας βασίζονται στους ακόλουθους τρεις αλληλένδετους και συμπληρωματικούς πυλώνες, οι οποίοι συμβάλλουν στην ασφάλεια και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Καλφάογλου, 2004).

- **Πυλώνας I:** Ο πρώτος πυλώνας αφορά στην επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη των αναλαμβανόμενων κινδύνων (του πιστωτικού, του λειτουργικού, και του κινδύνου της αγοράς) και εισαγωγή μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου.
- **Πυλώνας II:** Ο δεύτερος πυλώνας αναφέρεται στις εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης και αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων προκειμένου να αντιμετωπίσουν τους παραπάνω κινδύνους.
- **Πυλώνας III:** Ο τρίτος πυλώνας εισάγει την πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων σχετικά με τη διάρθρωση των αναλαμβανόμενων κινδύνων και της κεφαλαιακής επάρκειας των

πιστωτικών ιδρυμάτων.

4.1 Ο ΠΥΛΩΝΑΣ Ι

Στον Πυλώνα Ι παρουσιάζονται οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για την προστασία έναντι του πιστωτικού κινδύνου, του λειτουργικού κινδύνου, και του κινδύνου της αγοράς.

4.1.1 Η Αντιμετώπιση του Πιστωτικού Κινδύνου

Όσον αφορά στον πιστωτικό κίνδυνο, η Επιτροπή της Βασιλείας προτείνει δύο προσεγγίσεις υπολογισμού των κεφαλαίων, τα οποία ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα πρέπει να διακρατά για εποπτικούς σκοπούς:

Τυποποιημένη Προσέγγιση (Standardised Approach)

Η τυποποιημένη προσέγγιση αποτελεί ουσιαστικά βελτίωση της ισχύουσας, αντανακλώντας με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου. Σε αντίθεση με το ισχύον καθεστώς, όπου το βασικό κριτήριο καθορισμού των συντελεστών στάθμισης πιστωτικού κινδύνου είναι η διάκριση μεταξύ χωρών μελών και μη του ΟΟΣΑ, στο προτεινόμενο πλαίσιο οι εν λόγω συντελεστές προσδιορίζονται με τη χρήση των εκτιμήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας των αντισυμβαλλομένων από εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης.

Συγκεκριμένα, η στάθμιση των στοιχείων του ενεργητικού ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος εξαρτάται από τη φύση του αντισυμβαλλόμενου (για παράδειγμα Κράτος, πιστωτικό ίδρυμα, εταιρεία), το είδος της απαίτησης (στεγαστικό ή καταναλωτικό δάνειο, ομόλογο) και την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του οφειλέτη εκδότη από εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης.

Έτσι, διατηρήθηκε το ισχύον καθεστώς στάθμισης με συντελεστή 0% για απαιτήσεις έναντι του Ελληνικού Δημοσίου (κρατικά ομόλογα), ωστόσο το ύψος

του συντελεστή στάθμισης για το χρέος άλλων κρατών εξαρτάται από την βαθμίδα πιστοληπτικής ποιότητας (20% για την δεύτερη βαθμίδα, 50% για την τρίτη βαθμίδα, 100% για την τέταρτη και την πέμπτη βαθμίδα, και 150% για την έκτη βαθμίδα).

Κατόπιν, τα πλήρως εξασφαλισμένα με υποθήκες αστικών ακινήτων δάνεια σταθμίζονται με συντελεστή 35%, ενώ τα εξασφαλισμένα με υποθήκες εμπορικών ακινήτων δάνεια σταθμίζονται με 100%.

Επίσης, λόγω της διαφορετικής φύση των εργασιών λιανικής τραπεζικής (εκτός των στεγαστικών δανείων), επιβάλλεται χαμηλότερος συντελεστής στάθμισης (75%) σε σύγκριση με τη δανειοδότηση επιχειρήσεων (20% για την πρώτη βαθμίδα, 50% για την δεύτερη βαθμίδα, 100% για την τρίτη και την τέταρτη βαθμίδα, και 150% για την πέμπτη και την έκτη βαθμίδα). Ο τομέας της λιανικής τραπεζικής χαρακτηρίζεται από μεγάλο πλήθος δανείων και μικρά υπόλοιπα ανά δάνειο, επιτυγχάνοντας με αυτό τον τρόπο τη «φυσική» διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και συνεπώς τη μείωση του αναλαμβανόμενου κινδύνου.

Τέλος, το ανασφάλιστο τμήμα των ληξιπρόθεσμων άνω των 90 ημερών απαιτήσεων, μετά από την αφαίρεση των ειδικών προβλέψεων, προτείνεται να σταθμίζεται με συντελεστή 100% και 150% αντίστοιχα, ανάλογα με το ποσοστό κάλυψης του ληξιπρόθεσμου ποσού από ειδικές προβλέψεις. Κατά τον ίδιο τρόπο οι ληξιπρόθεσμες, άνω των 90 ημερών, απαιτήσεις από στεγαστικά δάνεια θα σταθμίζονται με συντελεστές 50% και 100% αντίστοιχα

Προσέγγιση των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης (Internal Ratings Based Approach)

Η εν λόγω προσέγγιση, η οποία αποτελείται α) από την Θεμελιώδη Προσέγγιση (*Foundation Approach*), και β) από την Εξελιγμένη Προσέγγιση (*Advanced Approach*), εν αντιθέσει προς την διακριτή συνάρτηση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας με τους πέντε συντελεστές στάθμισης (0%, 20%, 50%,

100%, και 150%) χρησιμοποιεί μία συνεχή συνάρτηση συντελεστών στάθμισης έτσι ώστε να αντανakλάται όλο το φάσμα της πιστοληπτικής ικανότητας των αντισυμβαλλόμενων και της πιθανότητας αθέτησης της υποχρέωσής τους, παρέχοντας μια ακριβέστερη διαφοροποίηση του πιστωτικού κινδύνου.

Η λειτουργία της προσέγγισης των διαβαθμίσεων βασίζεται σε τέσσερα βασικά στάδια. Στο πρώτο στάδιο ταξινομούνται τα στοιχεία του ενεργητικού που συνθέτουν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο των πιστωτικών ιδρυμάτων σε πέντε βασικές κατηγορίες:

1. Απαιτήσεις έναντι Επιχειρήσεων: οι εν λόγω απαιτήσεις περιλαμβάνουν:

- ✦ Χρηματοδοτήσεις μεγάλων έργων (*Project finance*)
- ✦ Χρηματοδοτήσεις εμπορευμάτων (*Commodities finance*)
- ✦ Χρηματοδοτήσεις φυσικών περιουσιακών στοιχείων (*Object finance*)
- ✦ Χρηματοδοτήσεις εμπορικών ακινήτων (*Income producing real estate*)
- ✦ Χρηματοδοτήσεις εμπορικών ακινήτων υψηλού κινδύνου (*High volatility commercial real estate*)
- ✦ Χρηματοδοτήσεις με εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (*Purchased corporate receivables*)

2. Απαιτήσεις έναντι κρατών

3. Απαιτήσεις έναντι πιστωτικών ιδρυμάτων

4. Λιανική τραπεζική

- ✦ Στεγαστικά δάνεια
- ✦ Αποδεκτά ανανεώσιμα πιστωτικά ανοίγματα (*Qualifying revolving exposures*)

- * Αγορά εκχωρούμενων απαιτήσεων λιανεμπορίου (*Purchased retail receivables*)

5. Συμμετοχές και μετοχές

Στο δεύτερο στάδιο, για τις ανωτέρω απαιτήσεις το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θα πρέπει να παράγει συγκεκριμένες παραμέτρους προσδιορισμού πιστωτικού κινδύνου χρησιμοποιώντας, είτε *τυποποιημένους συντελεστές*, οι οποίοι καθορίζονται από τις *εποπτικές αρχές* (Θεμελιώδης προσέγγιση), είτε *δικές τους εκτιμήσεις* (Εξελιγμένη προσέγγιση). Οι παράμετροι πιστωτικού κινδύνου είναι οι ακόλουθες:

- * *Πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης του αντισυμβαλλόμενου (Probability of Default – PD)*: Ορίζεται ως η μεγαλύτερη τιμή μεταξύ της πιθανότητας αθέτησης υποχρέωσης του αντισυμβαλλόμενου με χρονικό ορίζοντα ενός έτους και ενός ελαχίστου ορίου 0,03%. Ωστόσο, το όριο του 0,03% δεν ισχύει για τις απαιτήσεις έναντι κρατών. Όλα τα πιστωτικά ιδρύματα ανεξάρτητα της προσέγγισης που ακολουθούν θα πρέπει να παρέχουν στις εποπτικές αρχές τις εκτιμήσεις τους για την πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης του αντισυμβαλλόμενου για κάθε βαθμίδα αξιολόγησης δανειζόμενου (*borrower grade*).
- * *Αναμενόμενη ζημιά σε περίπτωση αθέτησης της υποχρέωσης του αντισυμβαλλόμενου (Loss Given Default – LGD)*: Η εν λόγω παράμετρος κινδύνου αντιπροσωπεύει μία εκτίμηση της μέσης αναμενόμενης ζημιάς ανά απαίτηση που θα υποστεί το πιστωτικό ίδρυμα, στην περίπτωση που ο αντισυμβαλλόμενος δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις. Για παράδειγμα, τιμή της παραμέτρου για μια απαίτηση ίση με 45% σημαίνει ότι το

πιστωτικό ίδρυμα εκτιμά ότι θα υποστεί ζημιά ίση με 45% της αξίας της απαίτησης (ενώ θα ανακτήσει το υπόλοιπο 55%), στην περίπτωση που ο εν λόγω αντισυμβαλλόμενος δεν είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Στο τρίτο στάδιο, οι προαναφερθείσες παράμετροι πιστωτικού κινδύνου, εκτιμώνται ξεχωριστά και ακολούθως εισάγονται ως μεταβλητές στις αντίστοιχες συναρτήσεις για τον υπολογισμό των συντελεστών στάθμισης πιστωτικού κινδύνου και συνεπώς των συναφών κεφαλαιακών απαιτήσεων. Για τον υπολογισμό του σταθμισμένου έναντι του πιστωτικού κινδύνου ενεργητικού, η κεφαλαιακή απαίτηση κάθε στοιχείου ενεργητικού ή κατηγορίας στοιχείων ενεργητικού, θα πολλαπλασιάζεται διαδοχικά επί την έκθεση σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης αντισυμβαλλόμενου και επί 12,5 (το αντίστροφο του ελάχιστου δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας 8%).

Τέλος, στο τέταρτο στάδιο, τα πιστωτικά ιδρύματα για να χρησιμοποιήσουν την προσέγγιση των εσωτερικών συστημάτων διαβάθμισης για σκοπούς κεφαλαιακής επάρκειας θα πρέπει κατ' ελάχιστον να πληρούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις. Οι εθνικές εποπτικές αρχές θα είναι επιφορτισμένες με τον έλεγχο της συμμόρφωσης των πιστωτικών ιδρυμάτων προς τις εν λόγω προϋποθέσεις.

4.1.2Η Αντιμετώπιση του Λειτουργικού Κινδύνου

Η Επιτροπή της Βασιλείας εισήγαγε τον υπολογισμό ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του λειτουργικού κινδύνου προτείνοντας τρεις εξελικτικές προσεγγίσεις:

Προσέγγιση του Βασικού Δείκτη (Basic Indicator Approach)

Σύμφωνα με την προσέγγιση του βασικού δείκτη, η κεφαλαιακή απαίτηση έναντι του λειτουργικού κινδύνου προσδιορίζεται από το γινόμενο ενός **βασικού δείκτη**, ο οποίος αντιπροσωπεύει τη συνολική έκθεση του πιστωτικού ιδρύματος στο λειτουργικό κίνδυνο, επί ένα **σταθερό συντελεστή α** που θα καθορισθεί από τις εποπτικές αρχές.

$$K_{\text{BIA}} = \alpha \times \text{GI} \quad 4.1$$

όπου

K_{BIA} : Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις στην Basic Indicator Approach για τον λειτουργικό κίνδυνο

α : η Επιτροπή μελετά την τελική τιμή αυτού του συντελεστή στο 15%

GI: Ο μέσος όρος του ακαθάριστου εισοδήματος (gross income) των τριών τελευταίων χρόνων. Για τον ορισμό του gross income έχει δοθεί ο παρακάτω τύπος :

Τυποποιημένη Προσέγγιση (Standardised Approach)

Η τυποποιημένη προσέγγιση αποτελεί μία εξελιγμένη παραλλαγή της προηγούμενης, καθώς αναγνωρίζει ότι ο λειτουργικός κίνδυνος διαφοροποιείται ανάλογα με τον τομέα επιχειρηματικής δραστηριοποίησης.

Οι δραστηριότητες ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος κατανέμονται σε 8 επιχειρηματικούς τομείς (business lines), για κάθε ένα εκ των οποίων οι εποπτικές Αρχές καθόρισαν ένα συγκεκριμένο αριθμητικό συντελεστή. Έτσι, για κάθε ένα από τους 8 τομείς δραστηριότητας η κεφαλαιακή απαίτηση καθορίζεται ως το γινόμενο του ακαθάριστου εισοδήματος (GI) του τομέα

πολλαπλασιαζόμενο με τον σχετικό αριθμητικό συντελεστή. Οι 8 τομείς και οι συντελεστές τους είναι οι ακόλουθοι: Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων (18%), Αποτελέσματα Χρηματοοικονομικών Πράξεων (18%), Λιανική Τραπεζική (12%), Εμπορική Τραπεζική (15%), Πληρωμές και Διακανονισμοί (18%), Υπηρεσίες Θεματοφυλακής (15%), Διαχείριση Χαρτοφυλακίων (12%) και Χρηματιστηριακές Εργασίες (12%).

Προσέγγιση των Εξελιγμένων Μεθόδων Μέτρησης (Advanced Measurement Approach)

Η φιλοσοφία είναι ότι τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αναπτύσσουν εσωτερικές μεθοδολογίες βασισμένες σε ιστορικά στοιχεία, οι οποίες εφόσον πληρούν συγκεκριμένα εποπτικά κριτήρια θα επιτρέπεται να χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό των συναφών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

4.20 ΠΥΛΩΝΑΣ II

Ο Πυλώνας II σχετίζεται με τη διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης, εξασφαλίζοντας κατ' αυτό τον τρόπο την κεφαλαιακή επάρκεια πέραν από τους μηχανισμούς του Πρώτου Πυλώνα. Τα πιστωτικά ιδρύματα με το σύστημα εκτίμησης κεφαλαιακής επάρκειας και με τον καθορισμό των κεφαλαίων που απαιτούνται από την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν αξιολογούν τους κινδύνους και τις διαδικασίες παρακολούθησης και μέτρησής τους και απαιτούν πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις όταν δεν υπάρχει πλήρης συμμόρφωση με τις διατάξεις του πρώτου Πυλώνα ή όταν κάποιοι κίνδυνοι δεν αντιμετωπίζονται με τον πρώτο Πυλώνα δεν καλύπτονται επαρκώς από τα πιστωτικά ιδρύματα.

4.2.1Η Πρώτη Βασική Αρχή

Τα πιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αναπτύξουν διαδικασίες εκτίμησης της συνολικής κεφαλαιακής επάρκειας σε σχέση με τους αναλαμβανόμενους

κινδύνους και το περιβάλλον λειτουργίας τους, και στρατηγική για τη διατήρηση του επιπέδου κεφαλαιακής επάρκειας.

Η διαδικασία εκτίμησης της κεφαλαιακής επάρκειας θα πρέπει να περιλαμβάνει τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- ✦ Επίβλεψη και εποπτεία από την ανώτατη διοίκηση του πιστωτικού ιδρύματος,
- ✦ Επαρκείς και τεκμηριωμένες διαδικασίες εκτίμησης του απαιτούμενου κεφαλαίου έναντι των αναλαμβανόμενων κινδύνων,
- ✦ Περιεκτική αξιολόγηση και καθιέρωση συστήματος παρακολούθησης και αναφοράς των αναλαμβανόμενων κινδύνων,
- ✦ Διενέργεια εσωτερικών ελέγχων

4.2.2Η Δεύτερη Βασική Αρχή

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να εξετάζουν και να αξιολογούν αφ' ενός μεν τις εσωτερικές εκτιμήσεις και στρατηγικές κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, αφ' ετέρου δε την ικανότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να παρακολουθούν και να διασφαλίζουν τη συμμόρφωσή τους με τη διαδικασία υπολογισμού των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας.

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να προβαίνουν στις κατάλληλες ενέργειες σε περίπτωση που δεν ικανοποιούνται από τα αποτελέσματα των παραπάνω διαδικασιών

4.2.3Η Τρίτη Βασική Αρχή

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να απαιτούν από τα πιστωτικά ιδρύματα να διατηρούν δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας υψηλότερους από τα ελάχιστα προβλεπόμενα όρια. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις του Πυλώνα Ι αποσκοπούν στην ύπαρξη ενός κατάλληλου κεφαλαιακού αποθέματος

ασφαλείας για την αντιμετώπιση των αβεβαιοτήτων που επηρεάζουν το σύνολο του τραπεζικού κλάδου. Η Επιτροπή της Βασιλείας υποστηρίζει ότι υπάρχει ανάγκη διακράτησης πρόσθετου κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας, ικανού να αντιμετωπίσει τους ενδεχόμενους ειδικούς κινδύνους και αβεβαιότητες σε ατομική βάση.

4.2.4Η Τέταρτη Βασική Αρχή

Οι εποπτικές αρχές θα πρέπει να παρεμβαίνουν εγκαίρως για να αναστείλουν ενδεχόμενη μείωση του υφιστάμενου εποπτικού κεφαλαίου κάτω από τα ελάχιστα επιτρεπτά όρια. Επίσης, θα πρέπει να απαιτούν ταχύτατες επανορθωτικές ενέργειες σε περίπτωση που το κεφάλαιο δεν διατηρείται ή αποκαθίσταται.

4.3 Ο ΠΥΛΩΝΑΣ ΙΙΙ

Ο τρίτος Πυλώνας εισάγει διατάξεις για την πληροφόρηση του εξωτερικού από τα πιστωτικά ιδρύματα του ύψους των αναλαμβανομένων κινδύνων, τις κεφαλαιακές απαιτήσεις γι' αυτούς τους κινδύνους αλλά και την στρατηγική που ακολουθούν για να ενισχυθεί μέσω της διαφάνειας η πειθαρχία στην αγορά. Με αυτό τον τρόπο ενισχύεται η πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων και πληροφοριών για την ορθή εκτίμηση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών σε συνάρτηση με το είδος και το ύψος των αναλαμβανόμενων κινδύνων και την ακολουθούμενη από κάθε τράπεζα διαδικασία για την παρακολούθηση και τη διαχείρισή τους.

Οι τεχνικές για τις μεταβιβάσεις αλλά και οι πρακτικές για τη μέτρηση των πιστωτικών κινδύνων από τα σύνθετα χρηματοοικονομικά εργαλεία, αλλά και τα credit derivatives, swap options, και οι πιλοποιήσεις του ενεργητικού απεικονίζονται με μεγαλύτερη προσοχή. Ενώ παράλληλα αυξάνεται και το φάσμα των εξασφαλίσεων για τους κινδύνους, αλλά και οι εγγυήσεις για τις απαιτήσεις.

Οι εποπτικές αρχές παρακολουθούν με προσοχή της οικονομική κατάσταση της κάθε τράπεζας, αλλά μπορεί να μην επιβάλλουν την ειδική κεφαλαιακή απαίτηση που συνιστάται για τον επιτοκιακό κίνδυνο του επενδυτικού χαρτοφυλακίου όταν παρουσιάζουν σημαντικό κίνδυνο λόγω ανοιγμάτων ρευστότητας μεταξύ ενεργητικού και παθητικού.

Ο υπολογισμός των κεφαλαιακών απαιτήσεων γίνεται βάση μεθοδολογιών μέτρησης, αλλά υπάρχει αδυναμία μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου και δεν υπάρχει δυνατότητα διαχωρισμού του, δηλαδή δε μπορεί να γίνει χαρακτηρισμός του λειτουργικού κινδύνου.

Οι κανόνες της επιτροπής σχετίζονται με το λειτουργικό κίνδυνο, την αυξημένη πολυπλοκότητα και το μεγάλο εύρος των τραπεζικών εργασιών και τη χρήση των υπολογιστικών συστημάτων. Επίσης προτείνεται από το νέο εποπτικό πλαίσιο συγκεκριμένη μεθοδολογία για τον πιστωτικό κίνδυνο, με αυτό τον τρόπο μένουν ακάλυπτες άλλες μορφές κινδύνου⁵.

⁵ elearn.elke.uoa.gr/

5 Η ΟΔΗΓΙΑ MiFID, Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ, ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

5.1 Η MiFID ΚΑΙ Ο ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΣ ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει υιοθετήσει ως μακροπρόθεσμο σχέδιο την μεταρρύθμιση της Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγορά, με στόχο την διευκόλυνση της πρόσβαση των επενδυτών σε ολόκληρη την ήπειρο, και τη μείωση του κόστους συναλλαγών⁶. Στο πλαίσιο λοιπόν επίτευξης του παραπάνω στόχου και εναρμονιζόμενη προς τις τάσεις που επικρατούν στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, η MiFID παρέχει την δυνατότητα στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές να εκτελούν ελεύθερα εργασίες σε όλα τα κράτη –μέλη.

Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές που επηρεάζονται από την Οδηγία είναι Χρηματιστηριακές (ΑΧΕ), ΕΠΕΥ, ΑΕΔΑΚ (με άδεια διαχείρισης χαρτοφυλακίων τρίτων), Ανώνυμες Εταιρείες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ), εταιρείες που διαπραγματεύονται συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης, καθώς και μερικές εταιρείες που διαπραγματεύονται commodities. Οι διατάξεις της Οδηγίας εφαρμόζονται ακόμα εφαρμόζονται και σε Πιστωτικά Ιδρύματα όταν αυτά ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες ή παρέχουν διάφορες επενδυτικές υπηρεσίες, μέσω της Διεύθυνση Καταθετικών και Επενδυτικών Προϊόντων, ή της Διεύθυνσης Private Banking, η της Διεύθυνσης Διαθεσίμων και Χρηματαγοράς, ή της Διεύθυνσης Κεφαλαιαγοράς.

5.1.1 Οι Τάσεις στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Λόγω της χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης, τα τελευταία 20 χρόνια έχουν σημειωθεί ριζικές αλλαγές στο διεθνή χρηματοπιστωτικό σύστημα, με

⁶ Καπράλος, Σ. (2007). "Το μέλλον των Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη." *The Economist Conference*, Αθήνα, 26 Απριλίου

αποτέλεσμα την άνοδο της αλληλοεξαρτήσης χωρών και αγορών. Σε αυτό το πλαίσιο αλλαγών λοιπόν απαιτούνται ριζικές αλλαγές στο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο των αγορών και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Σε αυτή την ενότητα θα αναφερθούμε στις κυριότερες τάσεις που αναπτύχθηκαν στο διεθνή χρηματοπιστωτικό χώρο τα τελευταία χρόνια,

Ολοκλήρωση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών

Η ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία έχει ουσιαστικά καταργήσει τα χρηματοοικονομικά σύνορα και τις τοπικές κλειστές αγορές, έχει επιτευχθεί λόγω των παρακάτω παραγόντων⁷

- *Κατάργηση των Περιορισμών της Διασυνοριακής Κίνησης Κεφαλαίων.* Οι συνολικές διασυνοριακές κινήσεις κεφαλαίων (συμπεριλαμβάνονται άμεσες επενδύσεις, καθαρές διασυνοριακές αγορές ομολόγων και μετοχών και διασυνοριακά δάνεια και καταθέσεις) έφθασαν τα \$ 8.2 τρισεκ. το 2006, τρεις φορές μεγαλύτερο από το αντίστοιχο ύψος τρία χρόνια νωρίτερα. Οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν τη μεγαλύτερη καθαρή εισροή κεφαλαίου, που φθάνει σήμερα τα \$ 700 δισεκ. ετησίως και προσελκύουν το 25% των παγκοσμίων κεφαλαίων, εισροές αναγκαίες για τη χρηματοδότηση του σημαντικού ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.
- Ανάπτυξη νέων μορφών διαχείρισης όπως τα private equities και τα hedge funds, που αξιοποιούν χρήματα ιδιωτών με επιπρόσθετη εκτεταμένη μόχλευση (δηλαδή δανεισμό), που επαυξάνει την κερδοσκοπία και το δυνητικό ύψος των επενδύσεων,
- Ραγδαία ανάπτυξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών ανάμεσα σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εντός των συνόρων και διασυνοριακά,

⁷ Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.

- Η ευρύτερη αξιοποίηση των επιτευγμάτων της νέας τεχνολογίας και κυρίως στην πληροφορική και τις επικοινωνίες,
- Η απομάκρυνση του κράτους ως ιδιοκτήτη από το χρηματοπιστωτικό χώρο μέσω ιδιωτικοποιήσεων.

Μεταξύ των ωφελειών της ολοκλήρωσης των αγορών για χρηματοπιστωτικά μέσα είναι οι ακόλουθες⁸

- Η δημιουργία ενός πιο αποτελεσματικού μηχανισμού σύζευξης των αποταμιεύσεων με τις επενδύσεις σε ανοικτό παγκόσμιο επίπεδο, που οδηγεί σε αποτελεσματικότερη κατανομή των χρηματοοικονομικών πόρων και σε βελτίωση των προοπτικών οικονομικής μεγέθυνσης των χωρών.
- Διεύρυνση των επιλογών των συμμετεχόντων στις αγορές, είτε για άντληση χρηματοοικονομικών πόρων είτε για τοποθετήσεις σε ποικιλία εναλλακτικών χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων.
- Μείωση του κόστους συναλλαγών και αύξηση της ταχύτητας τους,
- Βελτίωση της ποιότητας των προσφερομένων υπηρεσιών στους πελάτες και της ποικιλίας των διαθέσιμων προϊόντων και εναλλακτικών λύσεων.
- Η εγχώρια αποταμίευση δεν αποτελεί πια περιοριστικό παράγοντα για επενδύσεις και ανάπτυξη.

Αποκανικοποίηση και Απελευθέρωση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών

Τα τελευταία 20 χρόνια έχει σημειωθεί εκτεταμένη αποκανικοποίηση και απελευθέρωση των εγχωρίων τραπεζικών συστημάτων και των αγορών

⁸ Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.

χρήματος και κεφαλαίου στις βιομηχανικές αλλά και στις αναπτυσσόμενες χώρες.⁹

Επίσης, οι διοικητικοί περιορισμοί στις δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματοοικονομικών οργανισμών έχουν εξαλειφθεί στην πλειονότητα σχεδόν των χωρών του κόσμου, ενώ οι ισχύουσες παρεμβάσεις αφορούν κυρίως την αποτελεσματική εποπτεία από τις αρμόδιες Αρχές (π.χ. Κεντρική Τράπεζα, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) των συμμετεχόντων στην αγορά, (π.χ. τράπεζες, θεσμικοί, χρηματιστηριακές), την προστασία των καταθετών και επενδυτών, την τήρηση κανόνων διαφάνειας και ενημέρωσης του κοινού, την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και την τήρηση κανόνων διαχείρισης, που διασφαλίζουν την αποτελεσματική και χρηστή λειτουργία των συμμετεχόντων στο χρηματοπιστωτικό χώρο.

Η άρση των διοικητικών περιορισμών στο χρηματοπιστωτικό χώρο τα τελευταία χρόνια έχει δώσει σημαντική ώθηση στην αναπτυξιακή διαδικασία. Η μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα στη σύζευξη των αποταμιεύσεων με τις επενδύσεις διευκόλυνε σημαντικά τα νοικοκυριά να καταναείμουν με άριστο τρόπο διαχρονικά τις δαπάνες τους σε σχέση με τα εισοδήματά τους, τις επιχειρήσεις να έχουν πρόσβαση σε μεγαλύτερη δεξαμενή κεφαλαίων και ποικιλία προϊόντων για χρηματοδότηση των επενδύσεων, το τραπεζικό σύστημα να μετασχηματίζει αποτελεσματικά την προτίμηση των αποταμιευτών για βραχυχρόνιες τοποθετήσεις σε μακροχρόνια χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και το κόστος χρηματοδότησης επιχειρήσεων και νοικοκυριών να μειώνεται, εξελίξεις θετικές για την οικονομία και τις προοπτικές της.

Η Αποδιαμεσολάβηση και η Ανάπτυξη των Αγορών Χρήματος και Κεφαλαίων

⁹ Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.

Μια άλλη ουσιαστική αλλαγή στη μορφολογία του χρηματοπιστωτικού χώρου είναι η σημαντική ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, εγχωρίως και διεθνώς. Αυτό σημαίνει την άνοδο της άμεσης συναλλαγής αποταμιευτών με δανειζόμενους μέσω της ανάπτυξης της διαδικασίας αποδιαμεσολάβησης (disintermediation) του τραπεζικού συστήματος σε παγκόσμια κλίμακα. Μειώνεται δηλαδή ο σχετικός ρόλος των πιστωτικών ιδρυμάτων στη διαχείριση της αποταμίευσης και της χρηματοδότησης των ελλειμματικών μονάδων¹⁰.

Έτσι, μεγάλες επιχειρήσεις, κυβερνήσεις και διεθνείς οργανισμοί υποκαθιστούν σταδιακά μέρος του τραπεζικού δανεισμού με ομολογιακές εκδόσεις (bond issues) και εμπορικά γραμμάτια (commercial papers), καθώς και με άλλα σύνθετα ομολογιακά προϊόντα και άλλα προϊόντα χρέους (π.χ. ομολογιακά, μετατρέψιμα σε μετοχές), λόγω κυρίως χαμηλότερου κόστους δανεισμού, ευελιξίας, πρόσβασης σε σημαντικές νέες αγορές υψηλής ρευστότητας, ενώ μη τραπεζικά εξειδικευμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ανταγωνίζονται δυναμικά τις τράπεζες στην παροχή ποικίλων μορφών χρηματοδοτήσεων (π.χ. leasing, finance, companies, factoring κλπ.). Επιπλέον, αναπτύχθηκαν σημαντικά οι χρηματιστηριακές αγορές, όπου οι επιχειρήσεις αντλούν από το κοινό μετοχικά κεφάλαια είτε μέσω αύξησης των ιδίων κεφαλαίων, αν είναι ήδη εισηγμένες, είτε και μέσω της εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο (IPOs) για πρώτη φορά. Τις μετοχές αποκτούν είτε ιδιώτες απευθείας μέσω δημοσίων εγγραφών ή αγοράς μετοχών στο χρηματιστήριο δευτερογενώς, είτε θεσμικοί επενδυτές, που διαχειρίζονται αποταμιεύσεις, κυρίως ιδιωτών.

Αύξηση του Ρόλου της Θεσμικής Διαχείρισης

Παράλληλα, αυξήθηκε ο ρόλος της θεσμικής διαχείρισης σε εγχώρια και παγκόσμια κλίμακα, δηλαδή του τμήματος της αποταμίευσης που τοποθετείται σε συλλογικούς οργανισμούς διαχείρισης αποθεματικών, όπως τα hedge funds,

¹⁰ Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.

private equity funds, real estate funds, αμοιβαία κεφάλαια, Ασφαλιστικά Ταμεία, Ασφαλιστικοί Οργανισμοί σε άλλους επενδυτικούς οργανισμούς. Οι τελευταίοι επενδύουν τα διαθέσιμά τους απευθείας στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, δημιουργώντας ρευστότητα και βάθος στις αγορές.

Η ανάπτυξη της θεσμικής διαχείρισης οδήγησε στην αύξηση της ζήτησης για προϊόντα αγορών χρήματος και κεφαλαίου από τους διαχειριστές, καθιέρωσε σε εκτεταμένο βαθμό την ενεργή διαχείριση χαρτοφυλακίου, διεύρυνε τη ζήτηση για παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα για την κάλυψη ή μεταφορά και ανάληψη κινδύνων χαρτοφυλακίου και διεθνοποίησε τη διαχείριση των χρηματοοικονομικών πόρων.

5.1.2 Το Ευρωπαϊκό Διαβατήριο για τις Επενδυτικές Επιχειρήσεις και τα Χρηματιστήρια

Η, από την 1^η Ιανουαρίου 1996, εφαρμογή της Οδηγίας για τις Επενδυτικές Υπηρεσίες (Investment Services Directive ή ISD) είχε ως στόχο αφ' ενός μεν να θέσει μερικούς γενικούς όρους σχετικά με την οργάνωση και την εκπλήρωση των επιχειρηματικών υποχρεώσεων των εταιρειών που προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες, αφ' ετέρου δε να εναρμονίσει κάποια θέματα σχετικά με την λειτουργία των εποπτευόμενων αγορών¹¹.

Μεταξύ άλλων, η ISD δημιούργησε το «Ευρωπαϊκό Διαβατήριο» για μη τραπεζικές επενδυτικές εταιρείες ώστε αυτές να μπορούν να προσφέρουν σε όλα τα κράτη-μέλη επενδυτικές υπηρεσίες (βλέπε υπο-ενότητα 4.1.1) καθώς επίσης και συμπληρωματικές υπηρεσίες (όπως επενδυτικές συμβουλές, συμβουλές για

¹¹ Καπράλος, Σ. (2007). "Το μέλλον των Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη." *The Economist Conference*, Αθήνα, 26 Απριλίου

συγχωνεύσεις και εξαγορές, και διαχείριση χρεογράφων και διεθνείς χρηματιστηριακές συναλλαγές)¹².

Τελικά, ο στόχος της ISD για την δημιουργία μιας πιο ομογενοποιημένης Ευρωπαϊκής αγοράς για χρηματοοικονομικές υπηρεσίες ολοκληρώθηκε με την έκδοση της MiFID.

5.2 Η MiFID ΚΑΙ ΟΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Το τελευταίο διάστημα, τα χρημαστήρια της Ευρώπης (αντιπροσωπευόμενα από την Ένωση Ευρωπαϊκών Χρηματιστηρίων, η οποία αποτελείται από 40 χρημαστήρια) είχαν έρθει σε ευθεία ρήξη με τους καλύτερους πελάτες τους, δηλαδή τις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες (αντιπροσωπευόμενες από την LIBA, London Investment Banking Association, η αποτελούμενη από 51 μέλη¹³), οι οποίες προκρίνουν τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές που πραγματοποιούν μέσω 15 δικτύων όπως είναι το Liquidnet, το Posit, το Pipeline, το Sigma X κ.α.¹⁴. Λύση λοιπόν σε αυτό το πρόβλημα φαίνεται να δίνει η MiFID, της οποίας έτερος στόχος αποτελεί η αύξηση των εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών (επί μετοχών) μεταξύ των επενδυτικών τραπεζών με στόχο την επίτευξη μειωμένου κόστους των συναλλαγών και την αύξηση της ρευστότητας.

Με άλλα λόγια, η Οδηγία ουσιαστικά παρέχει την δυνατότητα σε επενδυτικές τράπεζες διεκπεραιώνουν τις συναλλαγές του επί μετοχών μέσα από ανεξάρτητες πλατφόρμες συναλλαγών. Βεβαίως, αυτή η δυνατότητα προβληματίζει τις χρηματιστηριακές αρχές, διότι είναι λογικό να παρατηρηθεί

¹² Καπράλος, Σ. (2007). "Το μέλλον των Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη." *The Economist Conference*, Αθήνα, 26 Απριλίου

¹³ Μερικά από αυτά είναι η *Bank of America Merrill Lynch*, η *BNP Paribas*, η *Barclays Capital*, η *Credit Suisse Securities (Europe) Ltd*, η *Goldman Sachs International*, η *HSBC Bank plc*, η *JP Morgan Securities*, η *Morgan Stanley & Co. International plc*, η *Nomura International plc* κ.α

¹⁴ <http://www.athina984.gr/node/68961>

μεταφορά δραστηριότητας από ένα ελεγχόμενο και δαπανηρό περιβάλλον χρηματιστηριακών συναλλαγών προς ένα αντίστοιχο περιβάλλον λιγότερο δαπανηρό, όπως είναι αυτό που θέλει να δημιουργήσει η Οδηγία.

5.2.1Η Ανάπτυξη των Εξωχρηματιστηριακών Συναλλαγών

Η αύξηση των επενδύσεων από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές, η ανάπτυξη της τεχνολογίας που διευκόλυνε την διασύνδεση των αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές, καθώς και θεσμικές αλλαγές που συνετέλεσαν στην μείωση του προστατευτισμού, απέτέλεσαν τους παράγοντες που α) ώθησαν τους εκδότες (χρηματοπιστωτικών μέσων) να εξετάζουν τις επιλογές τους αναφορικά με την αγορά διαπραγμάτευσης, β) τους επενδυτές να αναζητούν αυξημένες επενδυτικές επιλογές, και γ) τους ενδιάμεσους να αναζητούν περισσότερες επιλογές για τα κατευθύνουν τις εντολές τους και να εκτελέσουν συναλλαγές¹⁵.

5.2.2Οι Εξωχρηματιστηριακές Συναλλαγές στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, αναμενόταν, έως τις 15 Ιανουαρίου 2008, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφαση της να επιτρέψει την διενέργεια εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών επί ελληνικών μετοχών, καθώς ο φόρος επί των πωλήσεων και τα μεταβιβαστικά επιβαρύνουν κατά 0,21% κάθε πράξη στο ΧΑ είχαν δημιουργήσει σε αρκετούς επενδυτές την ανάγκη αναζήτησης φθηνότερων επιλογών για την διεκπεραίωση των συναλλαγών τους επί μετοχών¹⁶.

Οι πρώτες εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές, ύψους 13€εκατ, διακανονίστηκαν την 21/02/2008 από το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών και αφορούσαν κυρίως σε μετοχές του FTSE/20, όπως οι μετοχές της Alpha, του ΟΤΕ, της ΕΤΕ, του

¹⁵ Καπράλος, Σ. (2007). "Το μέλλον των Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη." *The Economist Conference*, Αθήνα, 26 Απριλίου

¹⁶ <http://stocks.pathfinder.gr/news/584256.html>

ΟΠΑΠ, της 3E και της Alaris¹⁷, ενώ τον Ιούλιο του 2008 έλαβε χώρα η εξωχρηματιστηριακή μεταβίβαση ποσοστού 4% της Alpha Bank σε κρατικό fund του Κατάρ¹⁸.

Με την έναρξη λοιπόν λειτουργίας εναλλακτικών τρόπων χρηματιστηριακών συναλλαγών και με την προϋπόθεση συνέχισης ισχύος του συγκεκριμένου φόρου, είναι πολύ πιθανόν σημαντικό κομμάτι συναλλαγών, που αφορούν σε ελληνικές μετοχές, να μεταφερθεί στο εξωτερικό, με ορατό τον κίνδυνο να μην ξαναγυρίσει ακόμη και εάν αργότερα ο φόρος καταργηθεί. Μέχρι στιγμής ωστόσο οι ιδιωτικές πλατφόρμες απορροφούν σε ημερήσια βάση σχεδόν το 2,5% του τζίρου του ελληνικού χρηματιστηρίου¹⁹.

Το βασικό πρόβλημα με τις εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές έγκειται στο ότι οι επενδυτές δεν γνωρίζουν τι όγκος πράξεων γίνεται και σε ποια τιμή πραγματοποιούνται οι συναλλαγές, καθώς, μόνο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αυτό για λόγους άσκησης εποπτείας, είναι σε θέση να γνωρίζει το σύνολο και το ύψος των συναλλαγών που πραγματοποιούνται εκτός του Χ.Α²⁰.

¹⁷ <http://www.in.gr/news/article.asp?IngEntityID=875445>

¹⁸ http://www.ekathimerini.gr/4Dcgl/4Dcgl/_w_articles_civ_13_13/07/2008_277527

¹⁹ ο.π.

²⁰ ο.π.

6 Η ΟΔΗΓΙΑ MiFID ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΚΟΙΝΟΥ

6.1 ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

6.1.1 Βασικές Επενδυτικές Υπηρεσίες

Οι παρακάτω επενδυτικές υπηρεσίες καλύπτονται από την Οδηγία²¹:

- *Λήψη και διαβίβαση εντολών*: Περιλαμβάνει τη λήψη και τη διαβίβαση εντολών σχετικών με χρηματοπιστωτικά μέσα από έναν πάροχο σε κάποιον άλλο, εκ μέρους ενός πελάτη.
- *Εκτέλεση εντολών εκ μέρους πελατών*: Περιλαμβάνει την εκτέλεση των εντολών των πελατών σε μία αγορά.
- *Διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό*: Περιλαμβάνει τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα από την τράπεζα δεσμεύοντας δικά της κεφάλαια. Καλύπτει κυρίως τις διενέργειες συναλλαγών σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, δανεισμό χρεογράφων, πώληση δομημένων προϊόντων σε πελάτες, αρμπιτράζ, ενέργειες ειδικής διαπραγμάτευσης, ενέργειες αντισυμβαλλόμενου, κλπ.
- *Διαχείριση χαρτοφυλακίου*: Η εν λόγω υπηρεσία είναι η διαχείριση χαρτοφυλακίων σύμφωνα με εντολές που δίνονται σε μια βάση διάκρισης κατά πελάτη.
- *Επενδυτικές συμβουλές*: Περιλαμβάνει την παροχή εξατομικευμένων εισηγήσεων σε κάποιο πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεώς του είτε ύστερα από πρωτοβουλία της επενδυτικής εταιρείας, αναφορικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που συνδέονται με χρηματοπιστωτικά μέσα.

²¹ http://www.geniki.gr/images/MiFID_29-11-2007.pdf

- *Αναδοχή Χρηματοπιστωτικών Μέσων με σκοπό τη Μεταπώλησή τους (Underwriting):* Αυτή η υπηρεσία περιλαμβάνει την εγγραφή ή την αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων απευθείας από τον εκδότη ή τον πωλητή, με σκοπό τη μεταπώλησή τους.
- *Τοποθέτηση Χρηματοπιστωτικών Μέσων:* Αυτή η υπηρεσία περιλαμβάνει την ανεύρεση επενδυτών εκ μέρους ενός εκδότη ή ενός πωλητή χρηματοπιστωτικών μέσων.
- *Λειτουργία Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης (MTF):* Οι MTF, οι οποίοι υφίστανται μεταξύ αρκετών χρηματοοικονομικών μεσολαβητών, έχουν ένα παρεμφερή στόχο με τις «οργανωμένες» αγορές, δηλαδή να ενθαρρύνουν την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων

Πάροχοι λοιπόν επενδυτικών υπηρεσιών νοούνται οι επενδυτικές εταιρείες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει έγκριση από τις Εποπτικές Αρχές ώστε να παρέχουν επενδυτές υπηρεσίες όπως η λήψη και διαβίβαση εντολών για κάποιο τρίτο, η εκτέλεση εντολών για κάποιο τρίτο, η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, η διαχείριση χαρτοφυλακίου για κάποιο τρίτο, αναδοχές.²²

6.1.2 Χρηματοπιστωτικά Μέσα

- Μετοχές
- Ομόλογα
- Μερίδια Συλλογικών Επενδύσεων

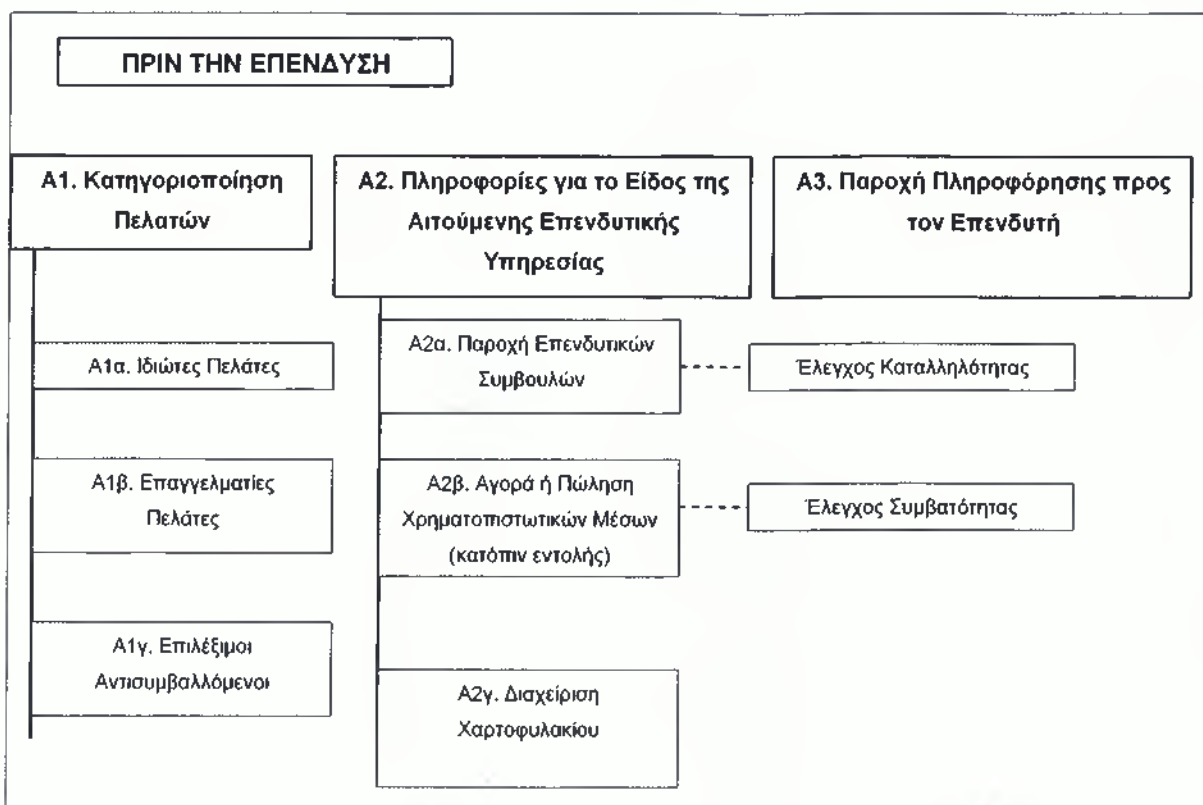
²² http://www.geniki.gr/images/MiFID_29-11-2007.pdf

6.1.3 Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί

6.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Απώτερος στόχος από την εφαρμογή της Οδηγίας είναι η προστασία των επενδυτών σε χρηματοπιστωτικά μέσα, σε όλα τα στάδια της επενδυτικής διαδικασίας, δηλαδή πριν και μετά την διενέργεια της επένδυσης. Πριν την διενέργεια της επένδυσης, η ο επενδυτής δύναται να προστατευθεί δια των ακόλουθων τρόπων (Σχήμα 2-1).

- **Κατηγοριοποίηση πελατών** : Η εταιρεία θα πρέπει αρχικά να ταξινομήσει τους πελάτες της βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων.
- **Έλεγχος Καταλληλότητας** : Καθιερώνεται ένας πίνακας ελέγχου - αξιολόγησης - του βαθμού καταλληλότητας των επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων σε σχέση με τη γνώση, εμπειρία, τους επενδυτικούς στόχους και την οικονομική κατάσταση του επενδυτή.
- **Έλεγχος Συμβατότητας (Suitability & Appropriateness)**: Για τον λόγο αυτό πρέπει να συλλέγουν επαρκείς πληροφορίες, ώστε να εξασφαλίζουν ότι τα προϊόντα τους είναι κατάλληλα (συμβατά) για τον συγκεκριμένο επενδυτή, ανάλογα με την εμπειρία, οικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς του στόχους.
- **Παροχή Προσυμβατικής ενημέρωσης** : Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι υποχρεωμένα να παρέχουν στους επενδυτές, πριν την υπογραφή της σύμβασης, πληροφορίες για τα ίδια, τις υπηρεσίες που παρέχουν και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που τους παρέχουν. Αυτό αφορά και τους ήδη υπάρχοντες πελάτες που θα λάβουν συστημένη ενημερωτική επιστολή για το λόγο αυτό.
- **Αναγνώριση και Διαχείρισης Περιπτώσεων Σύγκρουσης Συμφερόντων**



ΣΧΗΜΑ 6-1: Τα Στάδια Προστασίας των Επενδυτών πριν την Διενέργεια της Επένδυσης

Παρακάτω αναφερόμαστε στην κατηγοριοποίηση των πελατών στην οποία θα πρέπει να προβούν τα είδη των χρηματοπιστωτικών οργανισμών που ρυθμίζονται από τις διατάξεις της Οδηγίας, καθώς και στα διαφορετικά είδη επενδυτικών υπηρεσιών που μπορεί να λαμβάνει ο επενδυτής από αυτούς.

6.2.1 Κατηγοριοποίηση Πελατών

Βάσει της Οδηγίας MiFID, οι πελάτες κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες:

- **Ιδιώτες πελάτες:** Φυσικά και Νομικά Πρόσωπα (κυρίως μικρές επιχειρήσεις), οι οποίοι θα απολαμβάνουν της μεγαλύτερης δυνατής προστασίας των επενδυτών
- **Επαγγελματίες πελάτες:** Συνήθως Θεσμικοί Επενδυτές, αλλά και Ιδιώτες, με επαγγελματική γνώση και εμπειρία, οι οποίοι πληρούν συγκεκριμένα οικονομικά κριτήρια, και οι οποίοι θα απολαμβάνουν περιορισμένης προστασίας επενδυτών
- **Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι:** Αυτή η κατηγορία πελατών δεν καλύπτεται από τους κανόνες προστασίας επενδυτών.

Ο κάθε πελάτης έχει το δικαίωμα να ζητήσει αλλαγή της κατηγοριοποίησής, σε μια κατηγορία που προσφέρει υψηλότερο επίπεδο προστασίας. Επίσης, κάποιος πελάτης δύναται να ζητήσει από «Ιδιώτης Πελάτης» να τυγχάνει μεταχείρισης ως «Επαγγελματίας Πελάτης» υπό την προϋπόθεση ότι είναι σε θέση να ικανοποιήσει ορισμένα κριτήρια, βάσει της MiFID,

Επαγγελματίες Πελάτες

Ως **επαγγελματίες πελάτες** ορίζονται όσοι διαθέτουν το απαιτούμενο επίπεδο πείρας και γνώσης για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων και για την εκτίμηση των κινδύνων που ενέχουν οι αποφάσεις τους. Σε αυτή την κατηγορία έχουμε:

- Πιστωτικά ιδρύματα,
- ΕΠΕΥ
- Άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα
- Ασφαλιστικές επιχειρήσεις
- Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και οι εταιρείες διαχείρισής τους
- Συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρείες διαχείρισής τους

- Διαπραγματευτές σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων
- Τοπικές επιχειρήσεις
- Ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και άλλοι θεσμικοί επενδυτές
- Μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν σε ατομική βάση τουλάχιστον δύο από τα ακόλουθα κριτήρια μεγέθους: Σύνολο ισολογισμού: 20.000.000 ευρώ, Καθαρό κύκλο εργασιών: 40.000.000 ευρώ, Ίδια κεφάλαια: 2.000.000 ευρώ.
- Εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.
- Άλλοι θεσμικοί επενδυτές των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές συναλλαγές

Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι

Ως **Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι** ορίζονται οι πελάτες που διαπραγματεύονται ενεργά σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα και διαθέτουν την οικονομική κατάσταση και αναγκαία εμπειρία για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η κατηγορία των Επιλέξιμων Αντισυμβαλλόμενων περιλαμβάνει

- Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών,
- Πιστωτικά ιδρύματα
- Ασφαλιστικές Εταιρείες,
- Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ)

- Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίων,
- Συνταξιοδοτικά Ταμεία και τις εταιρείες διαχείρισής τους,
- Εθνικές κυβερνήσεις και τις αντίστοιχες υπηρεσίες τους
- Κεντρικές Τράπεζες
- Υπερεθνικοί Οργανισμοί.

Ιδιώτες Πελάτες

Ως **ιδιώτες πελάτες** ορίζονται τα φυσικά ή/και νομικά πρόσωπα που δεν ανήκουν στις κατηγορίες των Επαγγελματιών πελατών ή των Επιλέξιμων Αντισυμβαλλομένων.

6.2.2 Είδη Παρερχομένων Επενδυτικών Υπηρεσιών

Ο επενδυτής συνήθως, λαμβάνει μία ή περισσότερες από τις ακόλουθες επενδυτικές υπηρεσίες:

- Προσωπικές συστάσεις σχετικά με επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά μέσα (επενδυτικές συμβουλές)
- Αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς επενδυτική συμβουλή
- Διαχείριση από την εταιρία περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή για λογαριασμό του (διαχείριση χαρτοφυλακίου).

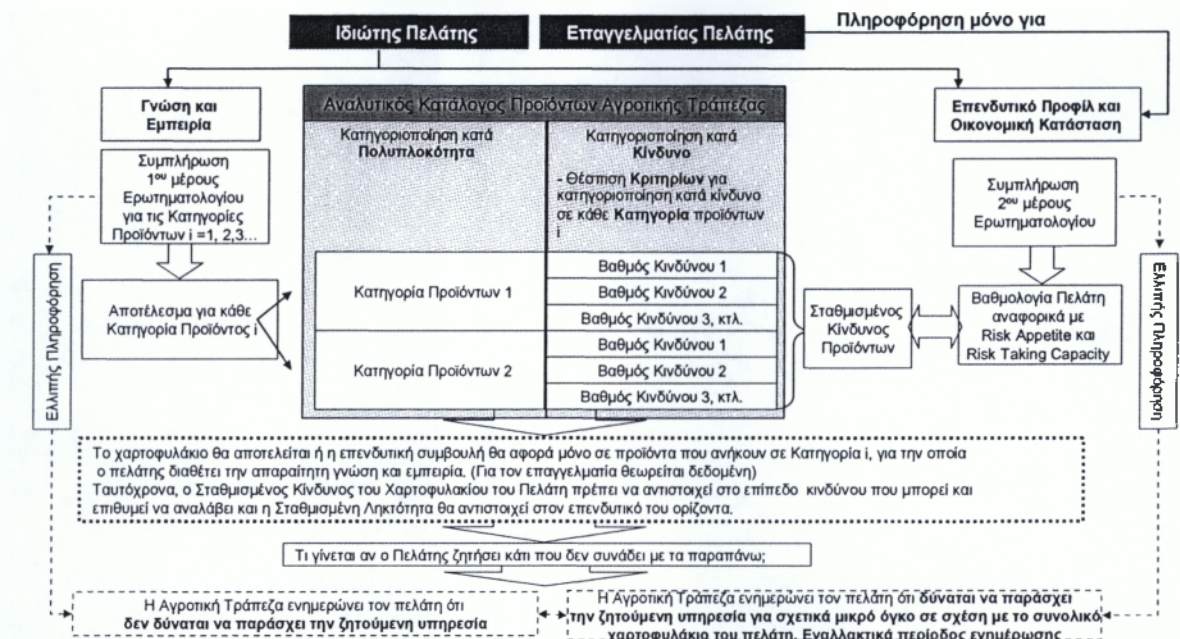
Επενδυτικές Συμβουλές

Προκειμένου η εταιρεία να παράσχει επενδυτικές συμβουλές προς τους πελάτες, θα πρέπει πρώτα να κατανοήσει τις ατομικές ανάγκες κάθε επενδυτή έτσι ώστε να του συστήσει τα κατάλληλα γι' αυτόν προϊόντα. Προς αυτό τον σκοπό, ο ν. 3606/2007 απαιτεί να ακολουθείται ο **έλεγχος καταλληλότητας**, κατά τον οποίο οποία η εταιρία προβαίνει σε μια σειρά ερωτήσεων προς τον

επενδυτή προκειμένου να αντλήσει όσο το δυνατόν περισσότερες πληροφορίες για των επενδυτή. Οι βασικότερες δε πληροφορίες αναφορικά με τον πελάτη-επενδυτή έχουν να κάνουν με τα εξής:

- **Επενδυτικοί Στόχοι:** Η εταιρεία θα πρέπει να γνωρίζει τη χρονική διάρκεια που επιθυμεί ο επενδυτής να διατηρήσει την επένδυση, τη διάθεσή του για έκθεση σε κίνδυνο, εάν επιθυμεί να επενδύσει για σταθερή απόδοση ή ανάπτυξη, να διατηρήσει το κεφάλαιό του ασφαλές και να αποφύγει οποιονδήποτε κίνδυνο ή να αποδεχθεί υψηλότερο επίπεδο κινδύνου.
- **Χρηματοοικονομική Κατάστασή:** Η πληροφόρηση αναφορικά με τη χρηματοοικονομική του κατάσταση μπορεί να επιτευχθεί μέσω ερωτήσεων σχετικά με τις πηγές και το μέγεθος του τακτικού του εισοδήματος, τα περιουσιακά του στοιχεία, την ακίνητη περιουσία του, τυχόν χρέη και άλλες χρηματοοικονομικές δεσμεύσεις.
- **Επενδυτικές Γνώσεις και Εμπειρία:** Οι ερωτήσεις σχετικά με τις επενδυτικές γνώσεις και την εμπειρία μπορεί να αφορούν τα είδη των υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων που γνωρίζει ο επενδυτής, τη φύση, τον όγκο και τη συχνότητα των προηγούμενων συναλλαγών του, όπως επίσης το επίπεδο της μόρφωσής του, το επάγγελμά του ή το προηγούμενο επάγγελμά του.

Εάν η πληροφόρηση από τον επενδυτή είναι ελλιπής, αυτό επηρεάζει την ποιότητα των υπηρεσιών που του παρέχονται από την εταιρία. Συνεπώς, αν μια εταιρία δε λάβει ή δεν μπορέσει να λάβει τις απαραίτητες πληροφορίες για να εκτιμήσει την Καταλληλότητα, τότε δεν μπορεί να παράσχει την υπηρεσία των επενδυτικών συμβουλών. Στο παρακάτω σχήμα βλέπουμε τον έλεγχο καταλληλότητας όπως αυτός διενεργείται στην Αγροτική Τράπεζα.

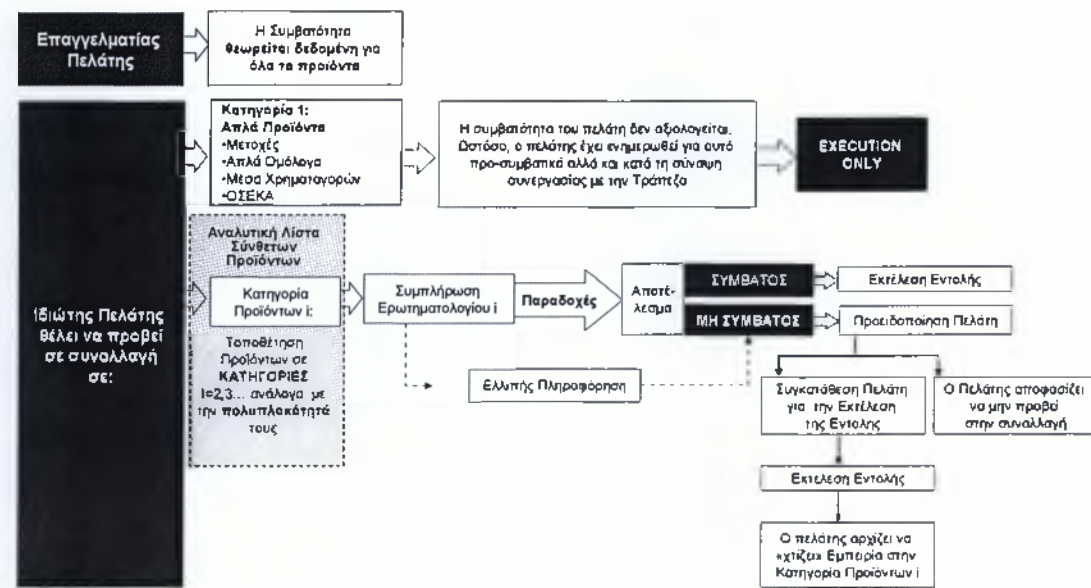


ΣΧΗΜΑ 6-2: Παράδειγμα Ελέγχου Καταλληλότητας από την Αγροτική Τράπεζα

Συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα χωρίς επενδυτικές συμβουλές

Όταν ο επενδυτής δεν επιθυμεί να λάβει επενδυτικές συμβουλές από την εταιρεία μετά της οποίας έχει ξεκινήσει συνεργασία αλλά θέλει απλώς αυτή να ακολουθήσει τις οδηγίες του για την αγορά ή την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, τότε ισχύει ένα διαφορετικό πλαίσιο προστασίας.

Συγκεκριμένα, η εταιρεία ακολουθεί τον **έλεγχο συμβατότητας**, σκοπός οποίου είναι η προστασία εκείνων που δεν κατανοούν ή δεν έχουν επίγνωση των συνεπειών και του βαθμού κινδύνου που ενέχει μια συναλλαγή, ειδικά μάλιστα στην περίπτωση που τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι «σύνθετα»



ΣΧΗΜΑ 6-3: Παράδειγμα Ελέγχου Συμβατότητας από την Αγροτική Τράπεζα

Από την μια, παραδείγματα «μη σύνθετων» χρηματοοικονομικών μέσων είναι οι μετοχές που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, τα μέσα χρηματαγοράς (money market instruments), οι διάφοροι τύποι τίτλων σταθερού εισοδήματος (ομόλογα, ομολογίες), και τα μερίδια σε αμοιβαία κεφάλαια. Από την άλλη, παραδείγματα «σύνθετων» χρηματοοικονομικών μέσων είναι τα δικαιώματα προαίρεσης (options), τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) και άλλα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Ως μέρος του ελέγχου συμβατότητας, ο επενδυτής μπορεί να ερωτηθεί για τις γνώσεις και την εμπειρία του σε επενδύσεις, και εάν η εταιρία κρίνει ότι ο επενδυτής διαθέτει τις απαραίτητες γνώσεις και πείρα για να κατανοήσει τους κινδύνους που ενέχει μια συναλλαγή, τότε μπορεί να προχωρήσει στη συναλλαγή αυτή. Αντίθετα, εάν η εταιρία κρίνει είτε ότι ο επενδυτής δεν διαθέτει τις απαραίτητες γνώσεις και πείρα ή ότι δεν έχει την κατάλληλη πληροφόρηση ώστε να μπορέσει να διαμορφώσει άποψη, τότε θα τον προειδοποιήσει είτε ότι εκτιμά πως η επικείμενη συναλλαγή δεν είναι κατάλληλη γι' αυτόν ή πως η

πληροφόρησή της δεν είναι επαρκής για να αποφανθεί περί της συμβατότητας. Σε περίπτωση που ο επενδυτής επιμένει να διενεργήσει τη συναλλαγή, τότε αποδέχεται και τον κίνδυνο απ' αυτήν.

Σε ορισμένες περιπτώσεις εκτέλεσης εντολών ή λήψης και διαβίβασης εντολών για λογαριασμό επενδυτών δεν εφαρμόζεται ο έλεγχος συμβατότητας. Οι περιπτώσεις στις οποίες δεν εφαρμόζεται ο έλεγχος συμβατότητας είναι όταν το χρηματοπιστωτικό μέσο της προτεινόμενης συναλλαγής είναι αυτό που ο ν. 3606/2007 αποκαλεί «μη σύνθετο», και όταν ο επενδυτής επικοινωνεί με την εταιρία με δική του πρωτοβουλία και η εταιρία δεν απευθύνεται προσωπικά σ' αυτόν με σκοπό να τον επηρεάσει ως προς ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο ή συναλλαγή (για παράδειγμα, όταν δίνονται εντολές αγοράς on-line). Σε τέτοιες περιπτώσεις δεν απαιτείται απάντηση σε ερωτήσεις για τις γνώσεις και την πείρα του επενδυτή σε επενδύσεις, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση ή τους επενδυτικούς του στόχους.

Η εταιρία βέβαια μπορεί να θέτει ερωτήσεις για άλλους σκοπούς, ειδικά εάν πρόκειται για νέο πελάτη. Η εταιρία προειδοποιεί τον επενδυτή, σε περίπτωση που δεν αξιολογεί τη συμβατότητα της συναλλαγής του.

Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Όταν η εταιρία διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, τότε εκείνος βασίζεται στις αποφάσεις και τις επιλογές της. Καθώς η εταιρία δεν επικοινωνεί με τον επενδυτή κάθε φορά που επενδύει για λογαριασμό του, είναι σημαντικό να διαθέτει εξαρχής επαρκείς πληροφορίες για αυτόν, ώστε να είναι σε θέση να του παρέχει τη συγκεκριμένη υπηρεσία. Για να το επιτύχει αυτό, όπως και στην περίπτωση των επενδυτικών συμβουλών, η εταιρία διενεργεί **έλεγχο καταλληλότητας**. Εάν ο επενδυτής δε δώσει στην εταιρία επαρκείς πληροφορίες, αυτό επηρεάζει τη φύση των υπηρεσιών που του παρέχονται, με συνέπεια η εταιρία να μην μπορεί να του παρέχει την υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

6.2.3 Παροχή Πληροφόρησης προς τον Επενδυτή

Το σύνολο της πληροφόρησης που παρέχει η εταιρία στον πελάτη της καθ' όλη τη διάρκεια της συναλλακτικής τους σχέσης πρέπει να είναι «ακριβής, σαφής και μη παραπλανητική». Η αρχή αυτή ισχύει τόσο για το περιεχόμενο της πληροφόρησης όσο και για τον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζεται στον επενδυτή. Η εταιρία πρέπει να παρέχει στον επενδυτή την κατάλληλη πληροφόρηση, στο σωστό χρονικό σημείο πριν αυτός επενδύσει, ώστε να λάβει αποφάσεις όντας ενημερωμένος.

Παρακάτω αναφερόμαστε στα είδη των πληροφοριών που δύναται να λάβει ο επενδυτής πριν από την διενέργεια της επένδυσης

Διαφημιστικές ανακοινώσεις

Η εταιρία μπορεί να αποστέλλει διαφημιστικό υλικό και να εφαρμόζει διάφορες άλλες επικοινωνιακές τεχνικές προώθησης σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες της, αρκεί να παρουσιάζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μπορεί να αναγνωρισθεί η προωθητική φύση τους.

Συμβάσεις

Προκειμένου η εταιρία να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες πρέπει να ζητήσει από τους νέους Ιδιώτες πελάτες της να υπογράψουν ανάλογη σύμβαση, η οποία περιέχει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των δύο μερών

Πληροφορίες για την εταιρία

Η εταιρία πρέπει να παρέχει στον επενδυτή γενικές πληροφορίες για αυτήν, όπως ποιος την εποπτεύει και τις υπηρεσίες που προσφέρει στους πελάτες της,

για να βοηθήσει τον επενδυτή να καταλάβει τη φύση των υπηρεσιών που παρέχονται και τους κινδύνους που εμπεριέχονται.

Πληροφόρηση για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου

Σε περίπτωση που ο επενδυτής έχει ζητήσει από την εταιρία να διαχειριστεί το χαρτοφυλάκιό του, η πληροφόρηση που αναμένεται να λάβει περιλαμβάνει την περιγραφή των στόχων της διαχείρισης και του βαθμού του κινδύνου, τα είδη των χρηματοπιστωτικών μέσων ή συναλλαγών που μπορεί να περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιό του καθώς και πληροφορίες σχετικά με τη μέθοδο αποτίμησης και τη συχνότητα αποτίμησης του χαρτοφυλακίου του.

Πληροφόρηση για τα χρηματοπιστωτικά μέσα

Ο επενδυτής λαμβάνει πληροφορίες που εξηγούν τη φύση, τους κινδύνους και το κόστος των χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως, για παράδειγμα, περιγραφή των κινδύνων των χρηματοπιστωτικών μέσων και της πιθανότητας διακύμανσης των τιμών ή αξιών. Το πλήθος αυτών των πληροφοριών εξαρτάται από τον τύπο του χρηματοπιστωτικού μέσου, το πόσο σύνθετο είναι και το βαθμό του κινδύνου του.

Πληροφόρηση για το κόστος και τα έξοδα

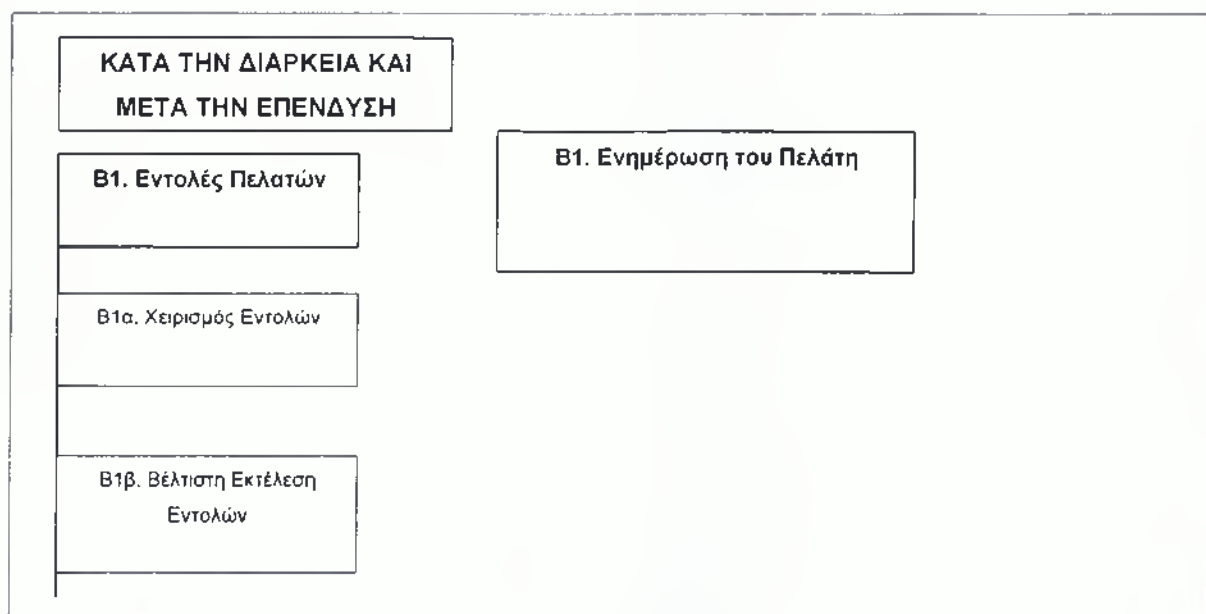
Ο επενδυτής λαμβάνει πληροφορίες για το άμεσο και το έμμεσο κόστος και τις χρεώσεις μιας υπηρεσίας ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, συμπεριλαμβανομένης οποιασδήποτε προμήθειας που χρεώνεται. Με τις πληροφορίες αυτές αναλύεται ξεκάθαρα το σύνολο του κόστους. Κάποιες φορές, όμως, το ακριβές ποσό του συνολικού κόστους δεν είναι διαθέσιμο τη χρονική στιγμή κατά την οποία παρέχονται οι πληροφορίες στον επενδυτή. Σε τέτοιες περιπτώσεις, αντί για τις προαναφερόμενες πληροφορίες, ο επενδυτής πρέπει να

λάβει επαρκείς πληροφορίες σχετικά με τον υπολογισμό του κόστους, ώστε να μπορέσει να επιβεβαιώσει το ύψος του όταν θα είναι διαθέσιμο

6.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Απώτερος στόχος από την εφαρμογή της Οδηγίας είναι η προστασία των επενδυτών σε χρηματοπιστωτικά μέσα, σε όλα τα στάδια της επενδυτικής διαδικασίας, δηλαδή πριν και μετά την διενέργεια της επένδυσης. Πριν την διενέργεια της επένδυσης, η ο επενδυτής δύναται να προστατευθεί δια των ακόλουθων τρόπων (Σχήμα 2-1).

- **Κατηγοριοποίηση πελατών :** Η εταιρεία θα πρέπει αρχικά να ταξινομήσει τους πελάτες της βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων.



ΣΧΗΜΑ 6-4: Τα Στάδια Προστασίας Μετά και Κατά την Διενέργεια της Επένδυσης

6.3.1 Εντολές Πελατών

Όταν ο επενδυτής δίνει εντολή σε μια εταιρία να αγοράσει ή να πωλήσει ένα χρηματοπιστωτικό μέσο, η εντολή πρέπει να εκτελεστεί *άμεσα*, με τη σειρά με την οποία την έλαβε η εταιρία και *έγκαιρα*. Αν για οποιοδήποτε λόγο η εταιρία έχει σημαντική δυσκολία στο χειρισμό της εντολής, πρέπει να ενημερώσει σχετικά τον επενδυτή.

Για να ολοκληρωθεί η αγορά ή η πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων η εταιρία πρέπει να εκτελέσει τις εντολές των επενδυτών με τέτοιο τρόπο ώστε να **επιτυγχάνει με συνέπεια το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα για τον επενδυτή**. Αυτό αναφέρεται ως «βέλτιστη εκτέλεση εντολών».

Η εταιρία επιλέγει «τόπους εκτέλεσης» που της επιτρέπουν να επιτύχει τη βέλτιστη εκτέλεση. Παραδείγματα τόπων εκτέλεσης είναι τα χρηματιστήρια, οι πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, άλλες εταιρίες ή ακόμα και η ίδια η εταιρία. Η εταιρία μπορεί να πετύχει Βέλτιστη Εκτέλεση για την εντολή του επενδυτή λαμβάνοντας υπόψη ορισμένους παράγοντες όπως η τιμή, το κόστος εκτέλεσης, η ταχύτητα και η πιθανότητα της εκτέλεσης της εντολής.

Οι πιο σημαντικοί παράγοντες, τους οποίους η εταιρία λαμβάνει υπόψη της όταν εκτελεί την εντολή του επενδυτή, είναι **η τιμή και το συνολικό κόστος** (δηλαδή το συνολικό τίμημα που πληρώνεται από τον επενδυτή για τη συναλλαγή, το οποίο περιλαμβάνει την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου καθώς και όλα τα έξοδα που βαρύνουν τον επενδυτή και συνδέονται άμεσα με την εκτέλεση της εντολής, περιλαμβανομένων των τελών του τόπου εκτέλεσης,

των τελών εκκαθάρισης και διακανονισμού και όλων των λοιπών αμοιβών που καταβάλλονται σε τρίτους, οι οποίοι συμμετέχουν στην εκτέλεση της εντολής)

6.3.2 Ενημέρωση μετά την Διενέργεια της Επένδυσης

Μετά την αγορά ή την πώληση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, η εταιρία αποστέλλει στον επενδυτή επιβεβαίωση της συναλλαγής καθώς και τις ουσιώδεις πληροφορίες σχετικά με αυτή, όπως την ονομασία του χρηματοπιστωτικού μέσου, την τιμή, την ημέρα και το χρόνο εκτέλεσης και το σύνολο των προμηθειών και εξόδων που χρεώθηκαν. Στην περίπτωση κατά την οποία η εταιρία διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, πρέπει να του αποστέλλει περιοδικές ενημερώσεις με πληροφορίες όπως το περιεχόμενο και την αποτίμηση των επενδύσεών του, το συνολικό ποσό αμοιβών και εξόδων που του χρεώθηκαν και την απόδοση των επενδύσεων κατά τη διάρκεια της περιόδου που καλύπτει η ενημέρωση. Ο επενδυτής, για το δικό του συμφέρον, πρέπει να κρατά αντίγραφα όλων των εγγράφων που λαμβάνει από την εταιρία.

7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

7.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΑΣΙΛΕΙΑ

Με βάση τους κανόνες της Βασιλείας II οι δεσμεύσεις κεφαλαίων για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου, θα γίνονται αναλόγως του είδους του δανείου, της πιστοληπτικής ικανότητας του πελάτη και τους ύψος του δανείου. Αν η ποιότητα του χαρτοφυλακίου είναι υψηλή, οι δεσμεύσεις θα είναι μικρότερες των σημερινών, ενώ σε αντίθετη περίπτωση θα είναι υψηλότερες.

Με το νέο πλαίσιο τα κριτήρια υπολογισμού της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών διαφοροποιούνται. Οι βασικές κατηγορίες είναι δύο: τα επιχειρηματικά δάνεια και η λιανική τραπεζική. Στην πρώτη κατηγορία υπάρχουν υποδιαιρέσεις ανάλογα με τον κύκλο εργασιών της επιχείρησης (επιχειρήσεις με τζίρο πάνω από 50 εκατ. ευρώ, από 5 ως 50 εκατ. ευρώ και από 1 ως 5 εκατ. ευρώ), την πιθανότητα αθέτησης της εξασφάλισης, η οποία υπολογίζεται ανάλογα με τον βαθμό αξιολόγησης του πιστοληπτικού κινδύνου της επιχείρησης, και τέλος ανάλογα με τις παρεχόμενες εξασφαλίσεις (π.χ., υποθήκη σε ακίνητο, πάγια, μετοχές, χρεόγραφα κτλ.).

Όσον αφορά τον κύκλο εργασιών της επιχείρησης και τις εξασφαλίσεις που αυτή μπορεί να παρέχει, είναι στοιχεία που μπορούν να προσδιοριστούν εύκολα. Για τον υπολογισμό της πιθανότητας αθέτησης της υποχρέωσης οι τράπεζες θα πρέπει να αναπτύξουν εσωτερικά συστήματα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων με βάση ποσοτικά αλλά και ποιοτικά χαρακτηριστικά, τα οποία απαιτούν επενδύσεις σε συστήματα και ανθρώπινο δυναμικό. Στο πλαίσιο αυτό π.χ. έχουν ξεκινήσει τη δημιουργία βάσης δεδομένων με πληροφορίες για τις επιχειρήσεις που δημοσιεύουν ισολογισμό, την οποία τροφοδοτούν με ποσοτικά αλλά και με ποιοτικά στοιχεία σχετικά με τη λειτουργία τους.

Με τη Βασιλεία II το ύψος των κεφαλαιακών απαιτήσεων διαμορφώνεται ανάλογα με τον υπολογισμό της πιθανότητας αθέτησης της υποχρέωσης. Όσο

πιο ανεπτυγμένα είναι τα συστήματα υπολογισμού του ρίσκου που έχουν δημιουργήσει και εφαρμόζουν οι τράπεζες τόσο λιγότερα κεφάλαια δεσμεύονται. Σημαντικό ρόλο στις εξελίξεις αναμένεται να διαδραματίσει και η Τράπεζα της Ελλάδος, που είναι η εποπτική αρχή του χρηματοπιστωτικού συστήματος, σε ό,τι αφορά τον τρόπο εφαρμογής της εσωτερικής αξιολόγησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Η εφαρμογή των διαφόρων μεθόδων υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων κατά πάσα πιθανότητα θα έχει τις ακόλουθες επιπτώσεις. Πρώτον, είναι πιθανόν για ένα μεγάλο μέρος των χορηγηθέντων δανείων στις (ελληνικές επιχειρήσεις) να απαιτείται η δέσμευση περισσότερων κεφαλαίων.

Δεύτερον, από την εφαρμογή των κανόνων της Βασιλείας II αναμένεται να εξομαλυνθούν οι στρεβλώσεις που απαντούν στα περιθώρια κέρδους των διαφορετικών δανειακών χαρτοφυλακίων των Ελληνικών τραπεζών. Για παράδειγμα, το περιθώριο του δανειακού χαρτοφυλακίου των μεσαίων επιχειρήσεων και των στεγαστικών δανείων διαμορφώνεται στο 2,5%, ενώ στο αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο καταναλωτικής πίστης στο 8,6%. Με τις νέες ρυθμίσεις θα απαιτούνται χαμηλότερες δεσμεύσεις για τα μικρότερα δάνεια, τα οποία θεωρούνται ότι στο σύνολό τους ενέχουν λιγότερο κίνδυνο, λόγω της διασποράς που επιτυγχάνεται.

Τέλος, οι τράπεζες στο πλαίσιο εφαρμογής των κανόνων της Βασιλείας II και στην προσπάθεια να αξιολογήσουν καλύτερα τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν θα αναπροσαρμόσουν τους όρους δανεισμού των μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων. Με βάση λοιπόν τους νέους κανόνες εκτιμάται ότι η πλειονότητα των μεγάλων και μεσαίων επιχειρήσεων θα πρέπει να δανείζεται με μεγαλύτερα των σημερινών περιθωρίων. Αντίθετα, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις και όσοι λαμβάνουν ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια θα επωφεληθούν περισσότερο από την εφαρμογή του νέου κανονιστικού πλαισίου.

Γενικότερα θα λέγαμε ότι στόχος των εποπτικών αρχών μιας χώρας θα πρέπει να είναι η διερεύνηση του τρόπου δια του οποίου δύναται να δομηθεί ένα αξιόπιστο σύστημα εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, το οποίο θα καταστήσει δυσκολότερη την εκδήλωση μιας νέας νομισματικής κρίσης, παρόμοιας της προηγούμενης.

Η πρώτη δυσκολία που αναφέρεται σε αυτό το εγχείρημα έγκειται στον ορισμό και την μέτρηση της σταθερότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα²³. Το προφανές, δηλαδή η κατάρρευση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού δεν αποτελεί πάντοτε σημάδι αστάθειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Das *et al.*, 2004). Επίσης, θα πρέπει να καταστεί σαφές ποια μέσα και ποιες ρυθμίσεις θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη του στόχου της σταθερότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μερικές προτάσεις για σταθερότερες χρηματοπιστωτικές αγορές είναι οι ακόλουθες:

- Αύξηση των επιτοκίων όταν παρατηρείται μια μη οφειλόμενη σε θεμελιώδεις αλλαγές έντονη κινητικότητα σε κάποιες αγορές (π.χ. μετοχών ή ακινήτων)
- Μέγιστοι δείκτες δανείων προς ενεργητικό.
- Αυστηρότεροι κανόνες ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας για εταιρίες σημαντικές για την εύρυθμη λειτουργία το συστήματος.
- Θέσπιση κανόνων όχι για την προστασία σημαντικών για το σύστημα εταιριών, αλλά για την προστασία σημαντικών αγορών, όπως είναι για παράδειγμα η αγορά χρήματος.
- Αποδόμηση των σημαντικών εταιριών ή περιορισμός των επικίνδυνων δραστηριοτήτων τους σε βαθμό τέτοιο ώστε να καταστούν αρκετά ασφαλείς για να οδηγήσουν σε κατάρρευση.

²³ Για παράδειγμα, στην περίπτωση του στόχου αναφορικά με την σταθερότητα των τιμών δεν υπάρχει πρόβλημα ορισμού και μέτρησης, καθώς η σταθερότητα τιμών μπορεί να μετρηθεί από ένα δείκτη τιμών. Κάτι ανάλογο δεν φαίνεται να ισχύει και για την περίπτωση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Όπως αποδείχθηκε εκ των υστέρων, από τα επακόλουθα της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσεως, οι κανόνες της Βασιλείας δεν υπήρξαν επαρκείς προκειμένου να αποτρέψουν την κατάρρευση ορισμών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία προφανώς είχαν την δυνατότητα, στο πλαίσιο των κανόνων της Βασιλείας I, να αποφεύγουν τις απαιτήσεις για ρυθμιστική συμμόρφωση. Για παράδειγμα, ενώ η στάθμιση για τιτλοποιημένα χρεόγραφα, στηριζόμενων σε στεγαστικά δάνεια, τα οποία διατηρούνταν στο ισολογισμό ήταν 20%, η στάθμιση για αντίστοιχα χρεόγραφα που εκχωρούνταν σε εταιρίες ειδικού σκοπού εκτός ισολογισμού ήταν 0% (Carpio *et al.*, 2008). Έτσι, οι διοικητές των τραπεζών μπορούσαν να αυξήσουν τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας τιτλοποιώντας στεγαστικά δάνεια και πουλώντας τα εν συνεχεία σε εταιρίες ειδικού σκοπού. Τα αποτελέσματα λοιπόν της πιο πρόσφατης κρίσης αποτελούν μια πρώτης τάξεως ευκαιρία προκειμένου να συνταχθούν νέοι, τροποποιημένοι, κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας.

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα αναφορικά με την εκ νέου δόμηση ενός αποτελεσματικότερου συστήματος εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών αφορά στον έλεγχο των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών, οι οποίες παρουσιάζουν την εξής ιδιαιτερότητα: ενώ οι ευρωπαϊκές τράπεζες είναι ελεύθερες να δραστηριοποιούνται διασυνοριακά, εντούτοις ελέγχονται από τις εγχώριες-εθνικές εποπτεύουσες αρχές. Ένα ακόμη λοιπόν θέμα που θα αναλυθεί είναι κατά πόσον είναι απαραίτητα τα δυο υπό δημιουργία όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το πρώτο είναι το **Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου** (European Systemic Risk Council), το οποίο θα προειδοποιεί τις εθνικές εποπτικές αρχές για επερχόμενους κινδύνους που ενδέχεται να κλονίσουν την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και το δεύτερο είναι το **Ευρωπαϊκό Σύστημα Εποπτικών Αρχών** (European System of Financial Supervisors), το οποίο, σε συνεργασία με τις αρμόδιες εθνικές αρχές, θα είναι υπεύθυνο για την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος της

Ευρωπαϊκής Ένωσης (βλέπε The Economist, 2009).

7.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ MiFID

Σε αυτή την εργασία επίσης ασχοληθήκαμε με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Ένωση, την 21η Απριλίου 2004, ευρύτερα γνωστή και ως *Markets in Financial Instruments Directive* ή **MiFID**. Η εν λόγω Οδηγία, η οποία ενσωματώθηκε στην Ελληνική Νομοθεσία με τον Ν. 3606 /2007 και άρχισε να εφαρμόζεται από την 1 Νοεμβρίου 2007, υπήρξε απόρροια της δέσμευσης των κρατών- μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από το Συμβούλιο της Λισσαβόνας το 2004, για την δημιουργία μίας αποτελεσματικότερης και πιο ολοκληρωμένης αγοράς παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η MiFID, η οποία είναι οδηγία "μέγιστης εναρμόνισης", δηλαδή τα κράτη –μέλη δεν μπορούν να υιοθετήσουν αυστηρότερες διατάξεις στα περισσότερα από τα θέματα που ρυθμίζει, έχει ως κύριους αποδέκτες τις τράπεζες, τις χρηματιστηριακές εταιρείες, και τις εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, δηλαδή εκείνους τους *χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές* που σχετίζονται με την *παροχή επενδυτικών υπηρεσιών*, όπως είναι η διαχείριση και εκτέλεση εντολών, και η παροχή πληροφόρησης και επενδυτικών συμβουλών στους επενδυτές. Συγκεκριμένα, η MiFID περιλαμβάνει διατάξεις σχετικά με τον τρόπο που:

- Οργανώνεται και ελέγχεται μία εταιρεία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών
- Πραγματοποιούνται συναλλαγές στις χρηματοοικονομικές αγορές μεταξύ επενδυτικών εταιρειών και πελατών
- Προσφέρονται και διεκπεραιώνονται οι επενδυτικές υπηρεσίες προς τους πελάτες

Με τις νέες ρυθμίσεις και διαδικασίες που εισήγαγε η MiFID αναμένεται να υπάρξουν τα ακόλουθα οφέλη για το ευρύτερο καταναλωτικό-επενδυτικό κοινό.

- Η μέγιστη δυνατή προστασία των επενδυτών (σε όλες τις φάσεις της επενδυτικής διαδικασίας).
- Η ενδυνάμωση του ανταγωνισμού λόγω υψηλής πληροφόρησης των επενδυτών.
- Η βελτίωση της διαφάνειας και αποτελεσματικότητας των Ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών
- Η παροχή δυνατότητας σε όλους τους χρηματοπιστωτικούς ομίλους να εκτελούν εντολές σε όλα τα κράτη – μέλη της ευρωπαϊκής κοινότητας (πράγματι, από την 1/11/2007, οι συναλλαγές σε μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών μπορούν να γίνονται σε οποιοδήποτε Χρηματιστήριο του κόσμου ή ακόμα σε ιδιωτικές πλατφόρμες διεθνών τραπεζών ή και χρηματιστηριακών εταιρειών).

Για παράδειγμα, για την προστασία των επενδυτών (στην φάση προ της έναρξης της επένδυσης) η Οδηγία προβλέπει ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να κατατάσσουν, βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων, τους πελάτες τους σε μία από τις 3 ακόλουθες κατηγορίες: ιδιώτες, επαγγελματίες, και επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους. Σκοπός της προαναφερθείσας κατάταξης είναι ο εντοπισμός του επιπέδου προστασίας που πρέπει να έχει ο πελάτης και, συνεπεία τούτου, ο προσδιορισμός των υποχρεώσεων του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος απέναντι σ' αυτόν. Κατά την διάρκεια δε της διενέργειας της επένδυσης θα πρέπει να διασφαλίζεται η βέλτιστη εκτέλεση των εντολών των πελατών, λαμβάνοντας υπόψη μία πλειάδα παραγόντων, όπως: τιμή, κόστος, ταχύτητα εκτέλεσης, πιθανότητα εκτέλεσης και εκκαθάρισης, μέγεθος, και φύση της εντολής

Γενικά, η προστασία των επενδυτών γίνεται έναντι αναξιόπιστων και κακόβουλων επενδυτικών υπηρεσιών που δύνανται να προσφερθούν από τις εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και έχει ως έρεισμα το γεγονός ότι ο (ιδιώτης) επενδυτής αποτελεί (λόγω έλλειψης επαρκούς εμπειρίας και

γνώσεως) το αδύνατο συμβαλλόμενο μέρος σε μια συμβατική σχέση με αντισυμβαλλόμενα μέλη που προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες πρόσωπα.

Εν συνεχεία, αναφορικά με την ελεύθερη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, δίδεται η δυνατότητα σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των χρηματιστηριακών, όπως είναι για παράδειγμα οι επενδυτικές τράπεζες, οι εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), και οι διαχειριστές επενδυτικών χαρτοφυλακίων, να αναπτύσσουν ελεύθερα την δραστηριότητα τους σε οποιαδήποτε αγορά Κράτους – Μέλους. Μόνη με την μόνη προϋπόθεση να διαθέτουν άδεια εργασίας σε ένα τουλάχιστον άλλο Κράτος – Μέλος. Ως αποτέλεσμα αυτής της δυνατότητας υπάρχει η πιθανότητα ένα σημαντικό μέρος των χρηματιστηριακών συναλλαγών που λαμβάνει στην ελληνική αγορά να μεταφερθεί σε διεθνείς πλατφόρμες συναλλαγών.

Τα χρηματοπιστωτικά μέσα που εμπίπτουν στην Οδηγία MiFID είναι τα ακόλουθα

- Μετοχές (Ελληνικές – Ξένες)
- Ομόλογα
- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Συνθετικές Καταθέσεις (Synthetic Swaps)
- Πωλήσεις Αγορές Τίτλων (Ε.Γ.Ε.Δ., Ο.Ε.Δ. και Εταιρικά Ομόλογα)
- Αγοραπωλησία Συναλλάγματος
- Προθεσμιακές πράξεις Συναλλάγματος (Outright forwards)
- Ανταλλαγή Νομισμάτων (FX Swap)
- Caps
- Fx Options
- Προθεσμιακές Καταθέσεις σε ευρώ και συνάλλαγμα

- Προϊόντα Εγγυημένου Κεφαλαίου
- Προθεσμιακές Καταθέσεις σε συνδυασμό με Α/Κ

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι η MiFID θα έχει μερικές άμεσες συνέπειες σε ολόκληρη την αγορά, καθώς (Καπράλος, 2007)

- Οι χρηματιστές ή οι ενδιάμεσοι θα πρέπει να αλλάξουν τις εσωτερικές τους διαδικασίες, τη δομή και την οργάνωση τους, ώστε να είναι συμβατοί με τις υποχρεώσεις της Οδηγίας.
- Η αγορά θα ανοίξει σε περισσότερους παίκτες – όπως *Συστημικούς Εσωτερικοποιητές (Systemic Internalizers)* και *Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (Multilateral Trading Facilities)* – οι οποίοι μέσω της εντόπισης επιχειρηματικών ευκαιριών θα προσπαθήσουν να τραβήξουν ρευστότητα από τα παραδοσιακά χρηματιστήρια.
- Οι επενδυτές θα έχουν περισσότερα εργαλεία στην διάθεσή τους για την βέλτιστη εκτέλεση των επενδυτικών τους στρατηγικών.
- Τα χρηματιστήρια θα αντιμετωπίσουν αυξημένο ανταγωνισμό. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω συνενώσεις μεταξύ Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων – όχι απαραίτητα σε εταιρικό επίπεδο – αλλά μέσω συνεργασιών σε διαφορετικές δραστηριότητες, ώστε να μειωθεί το κόστος μέσω των οικονομιών κλίμακας, αύξηση της δυνατότητας διάθεσης μέσω των διασυνδέσεων και των επεκτάσεων των τοπικών δικτύων, και της αύξησης του αριθμού των προϊόντων και υπηρεσιών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Ακκίζιδης, Γ., και Καλύβας, Λ. (2010). *Πώς αντιμετωπίζεται ο λειτουργικός κίνδυνος*. Καθημερινή, 28 Απριλίου. Διαθέσιμο από: http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyperix_2_08/06/2005_146300
2. Βούλγαρη-Παπαγεωργίου, Ε. (1995). *Χρηματιστήριο Αξιών*. Αθήνα: εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική.
3. Γεωργούτσος, Δ. και Σταϊκούρας, Χ. (2008). *Στρατηγικές Τραπεζικής Ανάπτυξης*. Πάτρα: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο.
4. Γκλεζάκος, Μ. (2005). *Αξιόγραφα και Χρηματιστηριακές Επενδύσεις*. Σημειώσεις. Αθήνα: Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
5. Καπράλος, Σ. (2007). "Το μέλλον των Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη." *The Economist Conference*, Αθήνα, 26 Απριλίου.
6. Καλφάογλου, Φ. (2004). *Η Επίπτωση της Συνθήκης Βασιλεία II στον Δανεισμό των Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων*.
7. Καπράλος, Σ. (2007). "Το μέλλον των Χρηματιστηρίων στην Ευρώπη." *The Economist Conference*, Αθήνα, 26 Απριλίου
8. Καραμούζης, Ν. (2008). *Σεμινάρια και Διαλέξεις σε σύγχρονα τραπεζικά Θέματα*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής.
9. Μαλλιάρης, Ν. (2000). "Το Ρίσκο θα Ξεχωρίσει Νικητές από Χαμένους" *Το Βήμα*. Κυριακή 24 Δεκεμβρίου.
10. Μερτζάνης, Χ. (2007). *Η Ευρωπαϊκή Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων 2004/39/ΕΚ: Βασικές Ρυθμίσεις και Ζητήματα Προσαρμογής των ΕΠΕΥ*. Ιανουάριος.
11. Ξανθόπουλος, Α. (2006). *Θέματα στην Διαχείριση Τραπεζικού Κινδύνου*.

12. Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2009). *Τραπεζική Χρηματοοικονομική*. 1^η Διάλεξη [online]. Διαθέσιμο από: [http://www.aislav.aueb.gr/acccfin/Downloads/dialexi%201%20\(banking%20finance\)%202008-09.ppt](http://www.aislav.aueb.gr/acccfin/Downloads/dialexi%201%20(banking%20finance)%202008-09.ppt)
13. Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (2009β). *Κεφαλαιακή Επάρκεια των Χρηματοοικονομικών Οργανισμών*. Παρουσίαση, 13^η Διάλεξη.
14. Παπούλιας, Γ. (2003). *Τραπεζική Διοίκηση*. Αθήνα.
15. Φοραδάρης, Γ. (2006). "Η Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων." *PriceWaterHouse Coopers*
16. Χρηματιστήριο Αθηνών (2007). *Κανονισμός του Χρηματιστηρίου Αθηνών*. 6^η Τροποποίηση
17. Χρηματιστήριο Αθηνών (2003). *ΟΑΣΗΣ. Η Αγορά και το Σύστημα*. Αθήνα: έκδοση 1.72

Ξενόγλωσση

18. Das, U., Quintyn, M., and Chenard, K. (2004). "Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis." *IMF Working Paper, WP/04/89*.
19. Caprio, G., Kunt, A., and Kane, E. (2008). "The 2007 Meltdown in Structured Securitization." *The World Bank, Policy Research Working Paper 4756*, October.
20. Elton, E. and Gruber, M. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
21. Myer, T., Duesenberry, J, and Aliber, R. (1993). *Money, Banking, and the Economy*. 5th ed. W.W. Norton & Company.
22. Prasad, E., Rogoff, K., Wie, Sh-J. and Ayhan Kose, M. (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical

Evidence." *International Monetary Fund*, March 17.

23. Ross, S., Westerfield, R. And Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. 5th ed.. Irwin/McGraw-Hill

24. The Economist (2009) "Jackson's Holes." *The Economist*, Aug 27th.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: ΤΑ ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Επειδή η Επιτροπή της Βασιλείας θεωρεί τα εκτός ισολογισμού περιουσιακά στοιχεία ως στοιχεία του ενεργητικού επιβάλλει κατά τον υπολογισμό του δείκτη φερεγγυότητας την ύπαρξη ιδίων κεφαλαίων για τα στοιχεία αυτά.

Τα **εκτός ισολογισμού** περιουσιακά στοιχεία δημιουργούν υποχρεώσεις ή απαιτήσεις, οι οποίες είτε υποχρεώνουν είτε δίδουν το δικαίωμα στο τραπεζικό ίδρυμα να προβεί σε ορισμένες ενέργειες σε περίπτωση που επέλθει κάποιος συμβάν. Μέχρι όμως την έλευση του συμβάντος η υποχρέωση ή απαίτηση δεν εμφανίζεται στα λογιστικά βιβλία του τραπεζικού ιδρύματος. Η απόκτηση των εκτός ισολογισμού περιουσιακών στοιχείων είναι επικερδής διότι επιφέρει έσοδα από προμήθειες, αναξαρτήτως της έλευσης ή μη κάποιου συμβάντος, το οποίο όπως είπαμε σηματοδοτεί την δημιουργία κάποιας υποχρέωσης ή απαίτησης για το τραπεζικό ίδρυμα.

Παρακάτω θα αναφερθούμε επιγραμματικά σε δυο είδη στοιχείων εκτός ισολογισμού.

Εγγυητικές Επιστολές

Οι **εγγυητικές επιστολές** αποτελούν βασικό εργαλείο για την χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου. Συγκεκριμένα, στο πλαίσιο διεκπεραίωσης του διεθνούς εμπορίου όπου οι εισαγωγείς και οι εξαγωγείς χρειάζεται να συντονίσουν τη μεταφορά πληρωμών καθώς και τη μεταφορά των τίτλων κυριότητας των εμπορεύσιμων προϊόντων, ο εξαγωγέας, ο οποίος επιθυμεί να εξασφαλίσει την καταβολή του τιμήματος των προϊόντων που πουλάει στον εισαγωγέα, απαιτεί από την εισαγωγέα την έκδοση από την τράπεζα του δεύτερου μιας εγγυητική επιστολής, δηλαδή ενός πιστοποιητικού το οποίο εγγυάται, εφ' όσον έχουν τηρηθεί επακριβώς οι προσυμφωνημένοι όροι πώλησης, στον εξαγωγέα την εξόφληση του.

Η έκδοση της εγγυητικής επιστολής επιφέρει έσοδα για την τράπεζα που την εξέδωσε, ωστόσο δημιουργεί την υποχρέωση σε περίπτωση κατά την οποία ο

πελάτης της τράπεζας δεν φανεί συνεπής προς τις υποχρεώσεις του προς τον προμηθευτή του να καταβάλει η τράπεζα στον προμηθευτή του πελάτη της το αντίτιμο της πώλησης.

Δάνεια Με Καθεστώς Δικαιώματος

Τα δάνεια με καθεστώς δικαιώματος αφορούν σε δανειακές συμβάσεις όπου ο δανειολήπτης έχει το δικαίωμα, εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, να κάνει χρήση της δανειοδότησης βάσει ενός προκαθορισμένου επιτοκίου. Για την απόκτηση αυτού του δικαιώματος ο δανειολήπτης καταβάλλει στο τραπεζικό ίδρυμα κάποια προμήθεια, ενώ πληρώνει τόκους μόνο για το μέρος του δανείου που έκανε χρήση..