



ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΣΤΡΟΓΓΥΛΗΣ ΤΡΑΠΕΖΗΣ

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:
Χ. Α. Παπαδημητρίου

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

*Δομή, Εποπτεία και Λειτουργία
στο νέο περιβάλλον*

Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων αποτελεί το φυσικό συμπλήρωμα στη νομισματική ζώνη του ευρώ. Όπως σε κάθε οργανωμένη αγορά, κρίσιμο χαρακτηριστικό της επιτυχίας της είναι η καθιέρωση ομοιόμορφων κανόνων, κριτηρίων, ελέγχων και, τελικώς, κυρώσεων. Στην προοπτική αυτή, οι εργασίες που έχουν γίνει, τα τελευταία χρόνια, σε διερωπαϊκό επίπεδο και, κυρίως, μεταξύ των εθνικών αρχών εποπτείας των κεφαλαιαγορών, οδηγούνται πλέον σε ένα πολύ σημαντικό αποτέλεσμα.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ που κατακυρώνεται με την οριστική, μετά και την έγκριση από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, προώθηση τριών κοινοτικών Οδηγιών. Με την προσαρμογή του εθνικού δικαίου στις προβλέψεις των Οδηγιών, κάτι που προβλέπεται να έχει συμβεί μέσα στο 2003, η Ευρώπη θα αποκτήσει ενιαίο πλαίσιο αναφοράς για τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών της. Το βήμα είναι μεγάλο και θα προσδώσει στην Ευρωπαϊκή Ένωση και, προφανώς, σε κάθε ένα από τα κράτη μέλη, συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων μεγάλων κεφαλαιαγορών.

ΠΟΛΛΟΙ, ΚΑΙ ΟΡΘΩΣ, παρατηρούν πως η κυριότερη κατάκτηση στην πορεία ενοποίησης των κεφαλαιαγορών έγκειται στις αυξημένες δυνατότητες συνεργασίας μεταξύ των εθνικών αρχών εποπτείας. Η ανταλλαγή πληροφοριών, η κοινή αντιμετώπιση σε θέματα αδειοδότησης και, γενικότερα, η εναρμόνιση πρακτικών και προτύπων, προσδίδει δυναμισμό και προοπτική στην κατεύθυνση μιας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, χωρίς ωστόσο να περιορίζει την ανάδειξη πλεονεκτημάτων και ειδικών χαρακτηριστικών που μπορεί να έχει κάθε μια εθνική αγορά κεφαλαίων.

ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ θα λειτουργήσει και η καθιέρωση κοινών λογιστικών προτύπων, εναρμονισμένων προς τους διεθνείς κανόνες. Κατεύθυνση προς την οποία, ήδη άλλωστε, κινείται η χώρα μας.

Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ και προστασία της αξιοπιστίας των αγορών, μέγεθος κρίσιμο, ιδιαίτερα στην παρούσα συγκυρία καθώς και τα κέρδη ανταγωνιστικότητας για τις ευρωπαϊκές εταιρείες προκύπτουν κατά τρόπο εμφανή, όπως υπογράμμισαν όλοι οι συμμετέχοντες στη συζήτηση στρογγυλής τραπέζης που διοργανώθηκε στην παρούσα έκδοση του “Δελτίου”.



Η ΕΝΑΡΜΟΝΙΣΗ “μειώνει το κόστος άντλησης κεφαλαίων” υπογραμμίζει ο πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς καθηγητής Σταύρος Θωμαδάκης, προσθέτοντας πως η μεγαλύτερη διαφάνεια αποτελεί “βασικό στοιχείο προστασίας του επενδυτή για μια νεοεισερχόμενη μετοχή”.

ΑΞΙΖΕΙ ΝΑ ΠΡΟΣΕΧΘΕΙ επίσης η σημασία που αποδίδουν οι συνομιλητές στον τρόπο, τους ρυθμούς και το εύρος εφαρμογής του νέου κανονιστικού πλαισίου. “Οι συνθήκες της αγοράς πρέπει να εκτιμώνται διαρκώς” και ο ρυθμός εισαγωγής των μεταβολών “να μην οδηγήσει σε επιδείνωση της κατάστασης”, παρατηρεί ο αντιπρόεδρος της Τράπεζας Πειραιώς και πρώην πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κ. Ιάκωβος Γεωργάνας.

“ΑΝ Η ΕΥΡΩΠΗ σκοπεύει να ανταγωνιστεί ή και να αμφισβητήσει την κυριαρχία των αμερικανικών αγορών, επιτάσσεται η δημιουργία μιας αποτελεσματικής και ενιαίας αγοράς”, τόνισε ο αναπληρωτής διευθύνων σύμβουλος και καθηγητής Νίκος Καραμούζης.

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΗ που συμμερίζεται ο διευθύνων σύμβουλος της ΕΤΕΒΑ (όμιλος Εθνικής Τράπεζας) κ. Δημήτρης Γκούμας. Το περιεχόμενο των Οδηγιών αποτελεί εργαλείο ώστε οι Ευρωπαίοι να συγκροτήσουν μια αγορά “με ένα πλαίσιο που μπορεί να λειτουργήσει ανταγωνιστικά προς την αμερικανική, πρώτα και, ενδεχόμενα, προς κάποια ανατολική αγορά στο μέλλον”, είπε.

ΣΤΗΝ ΙΔΙΑ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ, ο γενικός διευθυντής της Εμπορικής Τράπεζας κ. Γιώργος Μιχελής, υπογράμμισε πως η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς, με την κατάργηση των διαφορών μεταξύ των εθνικών αγορών λύνει τα προβλήματα που συνδέονται με τις διασυνοριακές συναλλαγές.

ΑΞΙΖΕΙ, ΤΕΛΟΣ, να σημειωθεί ότι η ελληνική νομοθεσία εμφανίζει σημαντικό βαθμό προετοιμασίας συγκρινόμενη με τις προβλέψεις των τριών Οδηγιών. Ωστόσο, τα βήματα που έχουν γίνει δεν αναιρούν την ανάγκη συστηματικής προσπάθειας και τη συμβολή όλων των παραγόντων στο έργο της πραγματικής και παραγωγικής εναρμόνισης των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών.

**ΣΤΗ ΣΥΖΗΤΗΣΗ
ΠΟΥ ΔΙΟΡΓΑΝΩΘΗΚΕ
ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΝΩΣΗ
ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΩΝ
ΣΥΜΜΕΤΕΙΧΑΝ
ΟΙ ΕΞΗΣ:**

ΣΤΑΥΡΟΣ ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ, Πρόεδρος, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΙΑΚΩΒΟΣ ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ, Αντιπρόεδρος, Τράπεζα Πειραιώς
ΔΗΜΗΤΡΗΣ ΓΚΟΥΜΑΣ, Διευθύνων σύμβουλος,
Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως
ΝΙΚΟΣ ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ, Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος,
EFG EUROBANK ERGASIAS
ΓΙΩΡΓΟΣ ΜΙΧΕΛΗΣ, Γενικός Διευθυντής, Εμπορική Τράπεζα

Τη συζήτηση συντόνισε ο δημοσιογράφος ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ Α. ΠΑΠΑΔΗΜΗΤΡΙΟΥ

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Να ξεκινήσουμε συζητώντας το νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται με τις νέες οδηγίες. Ιδιαίτερα ορισμένα θέματα που έχουν μεγάλη σημασία όπως το ζήτημα της κατάχρησης της αγοράς και, γενικότερα, η πλευρά των κατασταλτικών μέτρων, όπου το ενδιαφέρον είναι σημαντικό και λόγω των προβλημάτων που εμφανίστηκαν στην Αμερική αν και ολιγότερο στην Ευρώπη, όπως άλλωστε και ο τομέας των επενδυτικών υπηρεσιών. Παρακαλώ τον κ. Θωμαδάκη να μας πει κατ' αρχήν πώς βλέπει τη σημασία του νέου πλαισίου.

ΣΤ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:



Υπάρχει, στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μία παγιωμένη και δεδηλωμένη στρατηγική, αυτή τη στιγμή. Αυτή αναπτύσσεται σε τρεις άξονες. Ο ένας είναι η ενίσχυση της εναρμόνισης. Η ενοποίηση δηλαδή των ευρωπαϊκών αγορών, η οποία λαμβάνει υπόψη και την επερχόμενη διεύρυνση. Ο άλλος αφορά στην αναγκαία ενίσχυση της αξιοπιστίας των αγορών. Γιατί, κακά τα ψέματα, διανύουμε μία περίοδο που αμφισβητείται σοβαρά η αξιοπιστία των αγορών όπως δείχνουν και οι κινήσεις που εκδηλώνονται σε αυτές. Ο τρίτος άξονας αφορά βεβαίως στην ανταγωνιστικότητα. Δηλαδή, τη δυνατότητα των ευρωπαϊκών εταιρειών να παρέχουν υπηρεσίες με ανταγωνιστικούς όρους και να μπορούν, σε παγκόσμιο επίπεδο, να ανταγωνίζονται με επιτυχία εταιρείες άλλων περιοχών.

Οι τρεις αυτοί στρατηγικοί άξονες εκδηλώνονται με τις συγκεκριμένες πρωτοβουλίες και τις οδηγίες αυτές καθώς και με την υιοθέτηση των διεθνών λογιστικών πρότυπων. Κάθε μια από τις πρωτοβουλίες αυτές ανταποκρίνεται και σε μια από τις πλευρές του ζητήματος. Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα είναι επίσης μια κεντρική πρωτοβουλία της Ευρωπαϊκής Ένωσης όσον αφορά στους λογιστικούς χειρισμούς και τις λογιστικές εμφανίσεις των αποτελεσμάτων και της οικονομικής κατάστασης των εισηγμένων εταιρειών.

Να έρθω πρώτα στην οδηγία για την κατάχρηση αγοράς. Ασχολείται, κατά κύριο λόγο, με την καταστολή ή την πρόληψη καταχρηστικών συμπεριφορών στις αγορές, ιδίως σε εποχές που περιορίζεται η ρευστότητά τους, καθώς και με το θέμα της διαφάνειας. Το “προσπέκτους”, η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο, έχει να κάνει με δύο πλευρές. Με την ανάγκη να υπάρχει ένας κοινός κατάλογος υποχρεώσεων των ευρωπαϊκών εταιρειών, άσχετο σε ποια αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης δραστηριοποιούνται. Πόσο μάλλον που, τη στιγμή αυτή, έχουμε μεγάλη διαφοροποίηση και αν μια εταιρεία θέλει να εκδώσει μετοχές σε τέσσερις αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα συναντήσει τέσσερις διαφορετικούς κανονισμούς.

Υπάρχει επομένως, θέμα εναρμόνισης, η οποία μάλιστα θα μειώσει το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Ταυτοχρόνως όμως θα αυξήσει και τη διαφάνεια, βασικό στοιχείο προστασίας του επενδυτή για μία νεοεισερχόμενη μετοχή.



Τέλος, ίσως μάλιστα και το κυριότερο, η νέα οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες, η οποία έχει στοιχεία που προσπαθούν να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα, επιδιώκει επίσης να ανυψώσει σε καλύτερα επίπεδα την προστασία των πελατών/επενδυτών, δηλαδή αυτούς ακριβώς που χρησιμοποιούν τις επενδυτικές υπηρεσίες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Μπορούμε τώρα να περάσουμε στην αξιολόγηση του νέου αυτού τοπίου που περιέγραψε ο κ. Θωμαδάκης.

Ι. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:



Ασφαλώς η συζήτηση επί των επιμέρους θεμάτων τοποθετείται, κατ' ανάγκη, σε ένα μεταβαλλόμενο και εξελισσόμενο περιβάλλον. Στις αβεβαιότητες που μας περιβάλλουν, θα προστεθούν, ύστερα από δύο χρόνια περίπου, οι καινούργιες συνθήκες που θα διαμορφωθούν με τη διεύρυνση. Πρόσεξα, πρόσφατα, ένα άρθρο του "The Economist", αναφερόμενο στις γερμανικές τράπεζες. Αφορούν την κυριότερη συμμετέχο εις την περιοχή της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εάν παρατηρήσουμε την παρούσα κατάσταση του γερμανικού τραπεζικού συστήματος, όπου ένα 40% της αγοράς βρίσκεται υπό άμεσο πολιτικό έλεγχο, είτε μέσω των τοπικών τραπεζών, είτε των δήμων και κοινοτήτων, είτε των ομοσπονδιακών κρατιδίων, μπορεί εύκολα να σχηματίσει μια εικόνα για τις σημαντικές διαφορές που υπάρχουν από περιοχή σε περιοχή της Ένωσης. Ακόμη και σε σχέση με την κατάσταση που έχουμε επιτύχει στην Ελλάδα, σε ό,τι αφορά την εξέλιξη του τραπεζικού συστήματος, όπου οφείλω να παρατηρήσω ότι υπάρχει σοβαρότατη υπεροχή του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, με όλα βεβαίως τα γνωστά προβλήματα, συγκριτικά με την κατάσταση σε άλλες και μάλιστα ισχυρές χώρες της Ένωσης.

Εχουμε, συνεπώς, να κάνουμε με ένα διαφορετικό συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον.

Η άλλη περιοχή, οι εξελίξεις της οποίας επηρεάζουν την ευρωζώνη υπό την ευρύτερη έννοια, είναι βεβαίως η Αμερική. Υπάρχει εκεί ένα σοβαρό θέμα. Ίσως το σοβαρότερο από τα όσα έχουμε αντιμετωπίσει μέχρι τώρα. Θέμα αξιοπιστίας των ίδιων των διαχειριστών των επιχειρήσεων, είτε αυτοί είναι επιχειρηματίες είτε, και σε μεγαλύτερη έκταση, μάνατζερς.

Υπάρχει κλονισμός της βάσης για την ανάπτυξη και λειτουργία των κεφαλαιαγορών. Ελπίζεται βέβαια ότι σε τελικό στάδιο θα είναι περιορισμένη η ζημιά που έχει γίνει σ' αυτό τον τομέα. Αυτή τη στιγμή όμως η αμφιβολία υπάρχει και αφορά το ήθος και την επάρκεια των διαχειριστών στις επιχειρήσεις και, σε τελική ανάλυση, εκείνων που διαχειρίζονται τις αποταμιεύσεις, είτε των ιδιωτών είτε των θεσμικών επενδυτών.

Υπάρχει λοιπόν αυτό το πρόβλημα αν και ελπίζουμε ότι στην Ευρώπη θα είναι μικρότερο. Ως προς το περιβάλλον λοιπόν ο βαθμός αβεβαιότητας

είναι μεγαλύτερος απ' όσο εγώ μπορώ να ενθυμηθώ. Οφείλω επίσης να παρατηρήσω, ως προς τις συγκεκριμένες πρωτοβουλίες που συζητούμε σήμερα, ότι είναι σημαντικές στο περιβάλλον της Ευρωπαϊκής Ένωσης όσο και για την Ελλάδα, αν και στο θέμα αυτό πράγματι έχουμε πρωτοπορία.

Και στους τρεις τομείς στους οποίους αναλαμβάνονται, με τις νέες οδηγίες, πρωτοβουλίες σε επίπεδο ευρωζώνης, όλες βρίσκονται σε ορθή κατεύθυνση.

Ομως, οι συνθήκες της αγοράς πρέπει να εκτιμώνται διαρκώς. Και η “ποσότητα” μεταβολών που εισάγεται, να μην οδηγήσει σε επιδείνωση της κατάστασης. Υπάρχει ένας βαθμός απορροφητικότητας από κάθε αγορά και αυτή δεν πρέπει να παραβιάζεται. Ορθή, συνεπώς, κατεύθυνση, αλλά πρέπει να εφαρμοστεί με μέτρο.

N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:



Θα ήθελα να προσεγγίσω το θέμα από μια άλλη διάσταση με βάση αυτά που είπε ο κ. Θωμαδάκης. Νομίζω ότι θα ήταν χρήσιμο να δούμε το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί σήμερα η ευρωπαϊκή αγορά και ελληνική κεφαλαιαγορά, εφόσον αποτελεί κοινή προσπάθεια και πεποίθηση ότι η δημιουργία μιας ενιαίας και αποτελεσματικής αγοράς χρήματος, για να επιβιώσει, θα πρέπει να είναι ανταγωνιστική και αποτελεσματική και θα συμβάλει ουσιαστικά στην οικονομική ανάπτυξη και την πρόοδο της Ευρώπης.

Με τα σημερινά δεδομένα, η ευρωπαϊκή αγορά υπολείπεται σημαντικά από την αντίστοιχη αμερικανική. Και αυτό είναι σημαντικό στοιχείο, που πρέπει να το λάβουμε υπόψη μας. Ας δούμε ορισμένα στοιχεία που πιστεύω ότι είναι χρήσιμα: το καθαρό εθνικό προϊόν των Ηνωμένων Πολιτειών ανέρχεται στο 21% του παγκόσμιου εθνικού προϊόντος. Το σύνολο της Ευρώπης έχει καθαρό εθνικό προϊόν γύρω στο 16% του παγκόσμιου εθνικού προϊόντος. Η κεφαλαιοποίηση δύο βασικών αμερικανικών χρηματιστηρίων, του NASDAQ και της Νέας Υόρκης, ανέρχεται στο 50% του συνόλου της κεφαλαιοποίησης των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών. Οι ημερήσιες συναλλαγές σε μετοχές πραγματοποιούνται και πάλι κατά το ήμισυ περίπου στις αγορές των ΗΠΑ (16 τρισ. δολάρια ετησίως). Το ίδιο ισχύει και με τις αγορές ομολόγων κάθε είδους και μορφής, που είναι εξαιρετικά ανεπτυγμένες στις Ηνωμένες Πολιτείες, ειδικά εκείνες των εταιρικών ομολόγων, ενώ στην Ευρώπη βρίσκονται ακόμα στα πρώτα στάδια ανάπτυξης. Παράλληλα το δολάριο συνεχίζει να είναι το κυρίαρχο διεθνές νόμισμα συναλλαγών και αποθεματικών.

Επιπλέον, οι αγορές της Ευρώπης είναι κατακερματισμένες. Λειτουργούν σήμερα πάνω από 30 χρηματιστήρια στην Ευρώπη και σε αρκετές περιπτώσεις διασυνοριακώς ανταγωνιστικά. Ο βαθμός ενοποίησης των συστημάτων διακανονισμών πράξεων και των όρων διασυνοριακών συναλλαγών παραμένουν σε χαμηλό επίπεδο.

Αν η Ευρώπη στοχεύει να ανταγωνιστεί ή και να αμφισβητήσει την κυ-



ριαρχία των αμερικανικών αγορών και του δολαρίου, επιτάσσεται η δημιουργία μιας αποτελεσματικής ενιαίας κεφαλαιαγοράς. Πρέπει να δημιουργήσουμε μία αγορά που θα είναι ανταγωνιστική και ως προς τους άλλους παγκόσμιους παίχτες και ανταγωνιστές σ' αυτό τον τομέα. Και αυτό είναι σημαντικό διότι, αν στεφθεί με επιτυχία, αφενός θα δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας ενώ θα δημιουργηθεί ένας ευρωπαϊκός αποτελεσματικός μηχανισμός άντλησης και τοποθέτησης χρηματοοικονομικών πόρων, σημαντικός για την επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών ανάπτυξης.

Αρα, σημαντικό δεν είναι μόνο να τακτοποιήσουμε τα του ευρωπαϊκού οίκου μας, αλλά να το κάνουμε με τρόπο που θα είναι ανταγωνιστικός σε παγκόσμιο επίπεδο. Αυτή είναι η πρώτη παρατήρηση που θα ήθελα να κάνω. Επιπλέον, συμφωνώντας απόλυτα με την εισαγωγή του κ. Θωμαδάκη, πιστεύω ότι το επιδιωκόμενο είναι η δημιουργία αποτελεσματικών αγορών. Σ' αυτό τον τομέα για να επιτύχουμε, θα πρέπει να έχουμε σύγχρονα και αποτελεσματικά συστήματα διαπραγμάτευσης αξιών, ένα διασυνδριακό αποτελεσματικό σύστημα διακανονισμού των πράξεων, ενιαία εποπτεία και κανόνες ελέγχου. Να συγκροτήσουμε ευέλικτες αγορές, αποτελεσματικές, χαμηλού κόστους συναλλαγών, υψηλής ρευστότητας και βάθους και ασφάλειας συναλλαγών.

Ολα αυτά, καθώς και εκείνα που προβλέπονται στο νέο σχέδιο Κοινοτικής Οδηγίας για Επενδυτικές Υπηρεσίες, εφόσον εφαρμοστούν, θα οδηγήσουν κατά τη γνώμη μου σε ριζοσπαστικές αλλαγές της σημερινής δομής της κεφαλαιαγοράς στην Ευρώπη, αλλά και στην Ελλάδα, όπου έχουμε παραμείνει, σε κάποιο βαθμό, σε παλαιότερες δομές και αντιλήψεις και που αρνούμαστε να δούμε με ειλικρίνεια την επικρατούσα κατάσταση και τους κινδύνους που εγκυμονούν μπροστά μας.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Να συζητήσουμε, με τη σειρά, προχωρώντας με μια πρώτη αποτίμηση των τριών οδηγιών, έχοντας κατά νου και τις επιπτώσεις στην ελληνική αγορά.

Γ. ΜΙΧΕΛΗΣ:



Θέλω να κάνω ένα πρώτο σχόλιο στα θέματα της αποτελεσματικότητας των αγορών και της ακαμψίας που παρατηρούμε στην ελληνική αγορά. Ας παρακολουθήσουμε τα όσα γίνονται στις Ηνωμένες Πολιτείες την περίοδο αυτή, με το νόμο Σαρμπάνη-Οξλέι. Κατά τη δική μου αντίληψη, το παράδειγμα αυτό δημιουργεί μια αντίφαση σχετικά με εκείνα που επιδιώκουμε τώρα στην Ελλάδα προκειμένου να παραμερίσουμε τις ακαμψίες. Το αμερικανικό νομοσχέδιο, για παράδειγμα, ορίζει σειρά από μάλλον άκαμπτες διαδικασίες για την αμερικανική αγορά, επιδιώκοντας να θέσει κανόνες πολύ πέραν των σημερινών ορίων. Στην Ευρώπη υπάρχουν ίσως αντίστοιχες κινήσεις όχι όμως τόσο "σκληρές" όπως αυτές που εμφανίζονται στις ΗΠΑ.

Στην Ελλάδα λέμε ότι πρέπει να παραμερίσουμε όλες τις ακαμψίες που υπάρχουν.

Ολο αυτό το πλέγμα είναι λίγο συγκεχυμένο τουλάχιστον στο δικό μου το μυαλό και θα είναι ενδιαφέρον να δούμε πού θα καταλήξει.

Δ. ΓΚΟΥΜΑΣ:



Εγώ θα έλεγα ότι αυτή η προσπάθεια που γίνεται με τις τρεις οδηγίες αποτελεί το πλαίσιο ενός συντάγματος της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Ευκαιρία αποτελεί το ενιαίο νόμισμα και θα πρέπει να γίνει μία προσπάθεια απ' όλους τους φορείς να συμμετάσχουν ενεργά στην ολοκλήρωση αυτών των κοινοτικών οδηγιών, για να παρακαμφθούν οι υπερβολικές ρυθμίσεις και ν' αποκτήσει μία ευελιξία η αγορά μέσα σε ένα περιβάλλον όμως προκαθορισμένο, το οποίο να την καθιστά και ανταγωνιστική, λαμβάνοντας υπόψη και αυτά που είπε ο κ. Νίκος Καραμούζης πριν για την αμερικανική κεφαλαιαγορά η οποία κυριαρχεί σε παγκόσμιο επίπεδο.

Εάν εμείς οι Ευρωπαίοι δεν καταφέρουμε να φτιάξουμε μία αγορά με ένα πλαίσιο που να μπορεί να λειτουργήσει ανταγωνιστικά προς την αμερικανική πρώτα και ενδεχόμενα με κάποια ανατολική αγορά στο μέλλον, όπως εκείνη του Πεκίνου, θα οδηγηθούμε αναγκαστικά σε περιθωριοποίηση.

Εκεί πλέον δεν θα έχουμε περιθώρια μεγάλα για άλλες νομοθετικές ρυθμίσεις στα πλαίσια των οδηγιών. Όσον αφορά την ελληνική πραγματικότητα πρέπει να τη δούμε αναλυτικότερα, και οφείλουμε παράλληλα, στο πλαίσιο των συμβουλευτικών διαβουλεύσεων μεταξύ των διαφόρων φορέων, να περαστεί ένα μήνυμα ότι αυτές οι αποφάσεις θα είναι καταλυτικές. Γι' αυτό θα πρέπει να υπάρξει ενεργός συμμετοχή όλων των φορέων με την προοπτική της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, ξεχνώντας την παρούσα κατάσταση.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις πλέον πρέπει να βοηθήσουν στην ολοκλήρωση αυτών των οδηγιών με τις διαβουλεύσεις που κάνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή η Ένωση Τραπεζών ή ο ΣΕΒ, προκειμένου να έχουμε το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Διαπιστώνω λοιπόν ότι υπάρχει μια συμφωνία ως προς την αναγκαιότητα των ρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στις καινούργιες οδηγίες, στην προοπτική μάλιστα να δημιουργηθεί μια πραγματικά ενιαία ευρωπαϊκή αγορά. Είναι όμως αυτό επαρκές; Εξάλλου, υπήρχε ήδη ένα διατεταγμένο περιβάλλον στην ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά και, επομένως, θα ήταν χρήσιμο να περιγράψουμε τι θα κερδίσουμε με την εφαρμογή των νέων ρυθμίσεων.

Ι. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:

Η κατεύθυνση είναι σωστή και καλώς πορευόμαστε. Δεν είναι θέμα συγκυριακό. Αυτό είναι πρόγραμμα, πρέπει να προχωρήσει. Και θα έλεγα ως ένα βαθμό δεν πρέπει να επηρεάζεται πάρα πολύ από τις τρέχουσες



εξελίξεις. Ίσως μας οδηγήσει σε λάθη και σε υπερβολές. Επίσης υπογράμμισα τις δυσκολίες του εγχειρήματος. Όλες οι προσπάθειες σε ευρωπαϊκό επίπεδο έχουν δυσκολίες αυτής της μορφής και χαρακτηριστικά ανέφερα τις διαφορές που υπάρχουν μεταξύ της γερμανικής αγοράς και των άλλων αγορών.

Αν πάτε τώρα στις άλλες πτυχές που επηρεάζουν, όπως είναι οι διαφορές των φορολογικών ρυθμίσεων, των φορολογικών καθεστώτων που ισχύουν, ακόμα και του ασφαλιστικού δικαίου, όλων των κανονιστικών πλευρών των αγορών, διότι το να έχετε μια γνήσια ενιαία αγορά κεφαλαίου, εξαρτάται και τι ρυθμίσεις ισχύουν στους άλλους τομείς.

Δεν μπορείτε να έχετε φέρ' ειπείν με τόσο διαφορετικές φορολογικές ρυθμίσεις ενιαία αγορά απόλυτως, διότι είναι γνωστές οι επιπτώσεις. Συνεπώς θα έλεγα ότι είναι θέμα βαθμιαίας εισαγωγής. Πρέπει να υπάρχει αυτός ο μεγάλος στόχος, να υπάρχει ο προσανατολισμός, ο προγραμματισμός και στο βαθμό που είναι απορροφήσιμες να εισάγονται.

ΣΤ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:

Εγώ ήθελα να κάνω μια παρατήρηση σε σχέση με τα πολλά και σωστά που είπαν όλοι οι συνομιλητές. Πρώτα απ' όλα όπως μπορώ να βεβαιώσω, η ευρωπαϊκή στρατηγική, η στρατηγική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, είναι νομίζω πολύ πιο ισορροπημένη και πολύ πιο ψύχραιμη σε ορισμένες περιπτώσεις απ' την αμερικανική.

Στην Αμερική έχουμε ένα τεράστιο κύμα μεταρρυθμίσεων το οποίο έγινε μετά τα λογιστικά σκάνδαλα. Στην Ευρώπη αυτή η στρατηγική έχει ξεκινήσει από δύο χρόνια τώρα και εξελίσσεται πολύ συστηματικά και βεβαίως με έντονους ρυθμούς. Και κλιμακώνονται μέχρι το 2005.

Αυτό είναι το ένα που θέλω να πω, διότι εκεί υπάρχει μία διαφορά σοβαρή, που έχει να κάνει και με τις δυνατότητες απορρόφησης μεταρρυθμίσεων που ανέφερε πολύ σωστά ο κ. Γεωργιάνας. Η δυνατότητα απορρόφησης των μεταρρυθμίσεων δεν είναι μόνο συνάρτηση του χρόνου στον οποίο εκτείνονται, αλλά είναι και συνάρτηση ενός άλλου στοιχείου, του στοιχείου της διαβούλευσης.

Αυτή τη στιγμή η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει αποδυθεί σε μια έντονη και άνευ προηγουμένου διαδικασία διαβουλεύσεων με τους φορείς της αγοράς, σε όλες αυτές τις καινούργιες πρωτοβουλίες. Το λέω όχι μόνο απ' την εμπειρία που έχω για την οδηγία της κατάχρησης της αγοράς όπου είμαι άμεσα εμπλεκόμενος, αλλά και σε όλους τους άλλους τομείς. Πραγματοποιείται ευρύτατη διαβούλευση, έτσι ώστε αυτό που θα είναι τελικά το προϊόν και των οδηγιών και των κανονισμών εφαρμογής των οδηγιών, να είναι αποτέλεσμα ενός διαλόγου, ώστε να μη δημιουργήσει υπέρμετρο ή δυσανάλογο κόστος εφαρμογής. Αυτό είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο.

Και ένα τρίτο στοιχείο που θα μου επιτρέψετε να σχολιάσω είναι κάτι πολύ σημαντικό που είπε ο κ. Καραμούζης και που έχει να κάνει με την

ασφάλεια των συναλλαγών. Ένα από τα προβλήματα της μη ενοποιημένης αγοράς, είναι η μειωμένη ασφάλεια των διασυνοριακών συναλλαγών, γιατί δεν είναι σαφές το πώς οι πολίτες της μιας επικράτειας εκκαθαρίζουν και κατέχουν τίτλους σε μία άλλη.

Και επομένως αυτό το ζήτημα της ασφάλειας συναλλαγών και της ενοποίησης ή τέλος πάντων της συνεργασίας των συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού, είναι από τα σημαντικότερα και βεβαίως είναι ένα ζήτημα που θα χειριστεί η οδηγία για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Υπάρχει όμως πλήρης συνείδηση και στην Committee of European Security Regulators και στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Εχουμε μάλιστα μια μεικτή ομάδα εργασίας που ασχολείται ακριβώς μ' αυτό το θέμα, για την ανάγκη να δημιουργηθεί αυτό το υπόβαθρο της ενοποίησης, το υπόστρωμα της ενοποίησης, που είναι ο ενοποιημένος μηχανισμός εκκαθάρισης και διακανονισμού στην Ευρώπη. Και όχι μόνο για τις μετοχές, αλλά και για τα ομόλογα.

N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:

Θα ήταν σκόπιμο να βγάλουμε από τη συζήτησή μας, γιατί αποτελεί μεγάλο αντικείμενο που απαιτεί ξεχωριστή συζήτηση, το θέμα της εναρμόνισης της φορολογίας προσόδων από κινητές αξίες στην Ευρώπη, όσο κι αν είναι σημαντικό στοιχείο, καθοριστικό για τη δημιουργία ενιαίας αγοράς. Γιατί, πράγματι, χωρίς στοιχειώδη φορολογική εναρμόνιση, θα αναπτύσσονται ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα σε χώρες, που θα στρεβλώνουν τη δημιουργία ενιαίας και αποτελεσματικής αγοράς σε ευρώ.

Ωστόσο, το δεύτερο στοιχείο από τα νέα σχέδια Οδηγιών, όπως εγώ το αντιλαμβάνομαι είναι μια περισσότερο ριζοσπαστική αλλαγή. Η οποία, αν υλοποιηθεί, θα επιδράσει και στις δικές μας αγορές, όπως αυτή που αφορά στις προτεινόμενες τροποποιήσεις των συστημάτων διαπραγμάτευσης και διακανονισμού μετοχών στην Ευρώπη. Να εξηγήσω γιατί.

Σήμερα η διαπραγμάτευση και ο διακανονισμός μετοχών στην Ευρώπη γίνεται στις πιο πολλές περιπτώσεις σε οργανωμένες και επίσημες αγορές. Που λειτουργούν με συγκεκριμένο ωράριο, προκαθορισμένους κανόνες συναλλαγών, κεντρικό τοπικό διακανονισμό των πράξεων και εγκεκριμένους διαμεσολαβητές.

Οι διαμεσολαβητές ή οι παίχτες, που δικαιούνται να συμμετάσχουν σ' αυτές τις αγορές, συμμετέχουν αφού πάρουν τις απαραίτητες εγκρίσεις και άδειες και ικανοποιήσουν ορισμένες προϋποθέσεις. Δεν υπάρχουν στην πλειοψηφία των περιπτώσεων αγορές "over the counter" ή "netting" συναλλαγών από διαμεσολαβητές ή πράξεις με ιδιωτικές συμφωνίες. Κάτι αντίστοιχο δεν συμβαίνει απαραίτητα σε άλλες αγορές. Όπως η αγορά ομολόγων ή συναλλάγματος, αναγνωρίζοντας προφανώς τις διαφορές. Πάντως, η αγορά ομολόγων λειτουργεί πολύ πιο ελεύθερα, όπως την περιέγραφα προηγουμένως. Και, κυρίως, λειτουργεί με εναλλακτικά συστήματα διαπραγμάτευ-



σης. Είτε εκείνα που έχουν οργανώσει οι τράπεζες – βασικοί διαπραγματευτές μεταξύ τους, είτε όσα έχουν οργανώσει διάφοροι άλλοι φορείς.

Για παράδειγμα, μια τράπεζα ή θεσμικός επενδυτής μπορεί να κάνει συναλλαγές σε ομόλογα έναντι ενός άλλου αντισυμβαλλόμενου, χωρίς να περάσει αναγκαία η πράξη από επίσημο χρηματιστήριο. Μπορώ να συμψηφίσω συναλλαγή δική μου με πελάτη ταυτόχρονα. Μπορώ να συναλλάσσομαι διεθνώς όλο το 24ωρο σε τίτλους χρεωστικούς. Δεν ισχύει το αντίστοιχο για την πλειοψηφία των συναλλαγών σε μετοχές.

Μια ριζοσπαστική αλλαγή που περιλαμβάνεται στο σχέδιο Οδηγίας για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και που, εφόσον πραγματοποιηθεί, βλέπω να αλλάζει το χάρτη της κεφαλαιαγοράς και στην Ελλάδα, συνδέεται με τις προτάσεις για την αποδοχή, σε κάποιο βαθμό και με προϋποθέσεις, της διαπραγμάτευσης μετοχών και μέσω εναλλακτικών διαπραγματευτικών συστημάτων. Που σημαίνει ότι οι συναλλαγές δεν θα γίνονται μόνο μέσω επίσημων χρηματιστηρίων ενώ θα διευκολύνονται ή θα παρέχεται άδεια σε επενδυτικές τράπεζες, είτε να συμψηφίζουν πράξεις μεταξύ πελατών τους σε μετοχές, είτε να συμψηφίζουν πράξεις μεταξύ πελατών τους και δικών τους θέσεων, είτε να συναλλάσσονται με τρίτους μέσω άλλων όπως είπα οργανωμένων αλλά όχι επίσημων αγορών.

Αυτή είναι μία μεγάλη αλλαγή, η οποία αν υλοποιηθεί θα αλλάξει ουσιαστικά και ριζικά και η δομή της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, αλλά και της ευρωπαϊκής. Αυτό είναι το ένα σημαντικό στοιχείο.

Το δεύτερο στοιχείο, που θέλω να τονίσω, είναι αυτό που είπε ο κ. Θωμάδης, ότι η διαπραγμάτευση αξιών χρειάζεται επίσης αποτελεσματικό και σύγχρονο διακανονισμό για να δημιουργηθούν αποτελεσματικές αγορές. Χωρίς αποτελεσματικό διακανονισμό διασυνοριακό πράξεων, δεν μπορεί να υπάρξει αποτελεσματική ενιαία ευρωπαϊκή αγορά. Και αυτό είναι ένα θέμα για το οποίο έχει γίνει μεγαλύτερη πρόοδος στον τομέα των ομολόγων στην Ευρώπη και λιγότερη πρόοδος στον τομέα των μετοχών.

Επίσης, τα τελευταία δύο-τρία χρόνια είδαμε μια προσπάθεια συνεργασιών των επίσημων χρηματιστηρίων της Ευρώπης. Το Euronext είναι ένα κλασικό παράδειγμα συνεργασιών μεταξύ χρηματιστηρίων ευρωπαϊκών αγορών. Και έγιναν και γίνονται και άλλες συζητήσεις για δημιουργία ισχυροτέρων ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων.

Εάν αυτή η οδηγία περάσει, είναι φανερό ότι αποδυναμώνει κατά τη γνώμη μου τη σημασία των επίσημων χρηματιστηρίων και των εταιρειών διαπραγμάτευσης μικρού βεληνεκούς και κεφαλαιακής επάρκειας και δίνει την ευκαιρία της δημιουργίας μιας πολύ ευρύτερης αγοράς, που θα εξακολουθήσει να λειτουργεί κυρίως μέσω των επίσημων χρηματιστηρίων, αλλά θα έχει και άλλες εναλλακτικές δυνατότητες συναλλαγών. Αυτό θεωρώ ότι είναι μια πολύ σημαντική αλλαγή. Αν δε επεκταθεί και σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, οι επιπτώσεις θα είναι ευρύτερες.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Είναι βεβαίως προφανές πως το νέο πλαίσιο συνδέεται με τις δυνατότητες που δημιουργεί μια νέα πραγματικότητα, η καθιέρωση του ενιαίου νομίσματος και της, συνδεδεμένης με αυτό, ευρωζώνης, στο εσωτερικό μάλιστα της ευρύτερης Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Δ. ΓΚΟΥΜΑΣ:

Θα έλεγα ότι αυτή η προσπάθεια που γίνεται με τις τρεις οδηγίες αποτελεί το πλαίσιο ενός συντάγματος της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Ευκαιρία αποτελεί το ενιαίο νόμισμα και θα πρέπει να γίνει μία προσπάθεια απ' όλους τους φορείς να συμμετάσχουν ενεργά στην ολοκλήρωση αυτών των κοινοτικών οδηγιών, για να παρακαμφθούν οι υπερβολικές ρυθμίσεις και ν' αποκτήσει μία ευελιξία η αγορά μέσα σε ένα περιβάλλον όμως προκαθορισμένο, το οποίο να την καθιστά και ανταγωνιστική, λαμβάνοντας υπόψη και αυτά που είπε ο κ. Νίκος Καραμούζης πριν για την αμερικανική κεφαλαιαγορά η οποία κυριαρχεί σε παγκόσμιο επίπεδο.

Εάν εμείς οι Ευρωπαίοι δεν καταφέρουμε να φτιάξουμε μία αγορά με ένα πλαίσιο που να μπορεί να λειτουργήσει ανταγωνιστικά προς την αμερικανική πρώτα και ενδεχόμενα με κάποια ανατολική αγορά στο μέλλον, όπως εκείνη του Πεκίνου, θα οδηγηθούμε αναγκαστικά σε περιθωριοποίηση.

Εκεί πλέον δεν θα έχουμε περιθώρια μεγάλα για άλλες νομοθετικές ρυθμίσεις στα πλαίσια των οδηγιών. Οσον αφορά την ελληνική πραγματικότητα πρέπει να τη δούμε αναλυτικότερα, και οφείλουμε παράλληλα, στο πλαίσιο των συμβουλευτικών διαβουλεύσεων μεταξύ των διαφόρων φορέων, να περαστεί ένα μήνυμα ότι αυτές οι αποφάσεις θα είναι καταλυτικές. Γι' αυτό θα πρέπει να υπάρξει ενεργός συμμετοχή όλων των φορέων με την προοπτική της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, ξεχνώντας την παρούσα κατάσταση.

Οι ελληνικές επιχειρήσεις πλέον πρέπει να βοηθήσουν στην ολοκλήρωση αυτών των οδηγιών με τις διαβουλεύσεις που κάνει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή η Ένωση Τραπεζών ή ο ΣΕΒ, προκειμένου να έχουμε το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα.

Γ. ΜΙΧΕΛΗΣ:

Κατά τη δική μου αντίληψη, ως προς τα θέματα που συζητούμε σε αυτό το σημείο, η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς, είναι αυτό που εννοούμε με την κατάργηση των εθνικών αγορών και νομίζω παρόμοια εξέλιξη λύνει και τα προβλήματα που συνδέονται με τις διασυνοριακές συναλλαγές. Αν δούμε τα αμερικανικά χρηματιστήρια, που είναι πραγματικώς διεθνή χρηματιστήρια, όπως η αγορά NASDAQ, δεν είναι ένα φυσικό χρηματιστήριο σε μια φυσική αγορά. Είναι μια αγορά virtual, που μπορεί να πραγματοποιεί συναλλαγές από οποιοδήποτε σημείο, όποια ώρα θέλουμε, σε οποιαδήποτε περιοχή της γης.

Και υπάρχουν όλοι αυτοί οι ηλεκτρονικοί τρόποι για να γίνονται οι συ-



ναλλαγές και τα συστήματα και οι πλατφόρμες για να βοηθούν σ' αυτή την ενιαιοποίηση. Επομένως στο δικό μου το μυαλό δεν μπορεί να μιλάμε για ενιαία αγορά και ταυτόχρονα να διατηρούνται εθνικές αγορές και διασυνοριακά προβλήματα για πάρα πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα.

ΣΤ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:

Επειδή το ζήτημα που έθεσε ο κ. Καραμούζης είναι ένα απ' τα κεντρικότερα ζητήματα της νέας οδηγίας για τις επενδυτικές υπηρεσίες, δηλαδή αυτό το ζήτημα των εναλλακτικών συστημάτων συναλλαγών και διακανονισμού, έχω ορισμένες παρατηρήσεις. Η πρώτη παρατήρηση είναι ότι η μεγάλη ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Αμερική και στην Ευρώπη, δεν έγινε μέσα από εναλλακτικά συστήματα, έγινε μέσα από οργανωμένες αγορές.

Η μεγάλη ανάπτυξη δηλαδή γίνεται από τον NASDAQ και το New York Stock Exchange, καθώς και τη συγχώνευση περιφερειακών χρηματιστηρίων που υπήρχαν και τη διεύρυνση των οργανωμένων αγορών. Εγώ θεωρώ πως η ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά έχει πολύ μεγάλο μέλλον, ότι βεβαίως περνούμε μια ύφεση αυτή τη στιγμή, αλλά ότι πρόκειται για μία ενοποιούμενη κεφαλαιαγορά, που θα μπορέσει στο μέλλον και όχι στο πολύ απώτερο μέλλον, να προσελκύσει τεράστιους όγκους ρευστότητας.

Σε αυτό το πλαίσιο θα κάνω και τα παρακάτω σχόλια. Ένα σχόλιο που θέλω να κάνω είναι ότι η ιδέα των εναλλακτικών συστημάτων συναλλαγών, είναι κατ' αρχήν μία ιδέα που εκπορεύεται από χονδρικές αγορές και όχι από λιανικές αγορές. Δηλαδή το παράδειγμα που σωστά φέρατε για τις αγορές ομολόγων, είναι στις περισσότερες περιπτώσεις αγορές ομολόγων για συναλλαγές μεταξύ επαγγελματιών θεσμικών κλπ.

Και νομίζω πως είναι λογικό και φυσιολογικό, στις χονδρικές αγορές, ιδίως να υπάρχουν δυνατότητες εναλλακτικών ρυθμίσεων. Υπάρχουν όμως ορισμένες προϋποθέσεις. Μία προϋπόθεση είναι ότι αυτή η ύπαρξη αγορών δεν θα διαφοροποιεί, δεν θα μειώνει τους κανόνες διαφάνειας που ισχύουν σε όλες τις αγορές.

Μην ξεχνάτε ότι υπάρχει η ανάγκη διαφάνειας, λόγω χάρη η εμφάνιση των τιμών, η "ανακάλυψη τιμής", η εμφάνιση των στοιχείων των συναλλαγών. Αυτά τα στοιχεία είναι πολύ σημαντικά για όλους τους συναλλασσόμενους, είτε είναι λιανικοί μικροί επενδυτές είτε είναι επαγγελματίες, και επομένως αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αποδοχή τέτοιων εναλλακτικών συστημάτων είναι η διατήρηση των κανόνων διαφάνειας.

Στις συνθήκες που διερχόμαστε σήμερα, που είναι ασφαλώς συνθήκες συρρίκνωσης της ρευστότητας, υπάρχει ένας κίνδυνος διάσπασης της ρευστότητας που πρέπει να τον έχουμε υπόψη μας. Δηλαδή ένας κίνδυνος είναι να αφαιρείται ρευστότητα από τις οργανωμένες αγορές και να μετακυλίεται σε άλλους ιδιωτικούς μηχανισμούς συναλλαγών και αυτό βεβαίως θα δημιουργήσει πολύ μεγάλα κόστη, τα οποία πιστεύω εγώ πως στη

σημερινή κατάσταση δεν αντισταθμίζονται από τις ωφέλειες αυτής της μετακύλισης.

Πιστεύω ότι σε μία αναπτυσσόμενη αγορά με αναπτυσσόμενη ρευστότητα, πρέπει κανείς, και αυτό άλλωστε λέει και το νέο σχέδιο της οδηγίας, να βλέπει τέτοιους μηχανισμούς, αλλά υπό τους απαραίτητους όρους των κανόνων διαφάνειας και της ορθής πολιτικής όσον αφορά τη διαχείριση της ρευστότητας.

Τελευταίο στοιχείο. Τα χρηματιστήρια, οι οργανωμένες αγορές, προφανώς αισθάνονται και αυτά αυτή την πίεση και γι' αυτό άλλωστε βλέπετε τώρα το Euronext, τη Φραγκφούρτη, το Λονδίνο, όλα τα μεγάλα χρηματιστήρια να κάνουν μεγάλη προσπάθεια να διευρύνουν τους χρόνους, να διευρύνουν τις ευκολίες, τις διευκολύνσεις για την πρόσβαση σε συστήματα συναλλαγών και εκκαθαρίσεων και να διευκολύνουν και τις διασυνοριακές συναλλαγές.

Αρα και τα χρηματιστήρια αντιδρούν ανταγωνιστικά σ' αυτή την τάση και πιστεύω βεβαίως ότι ο ανταγωνισμός αυτού του τύπου, είναι πάρα πολύ υγιής και θα αποβεί προς όφελος του επενδυτή και του αποταμιευτή.

I. ΓΕΩΡΓΙΑΝΑΣ:

Εγώ θα ήθελα να προσθέσω στα προηγούμενα, ότι η μέριμνα για τη βελτίωση της αποδυναμωμένης εμπιστοσύνης των επενδυτών, πρέπει να επικαλύψει όλες τις άλλες προσπάθειες σ' αυτή τη φάση, διότι κινδυνεύουμε η μειωμένη ζήτηση, το μειωμένο ενδιαφέρον των επενδυτών, να δημιουργήσει πάρα πολλά προβλήματα και σε ορισμένες περιπτώσεις να αποθαρρύνει τις προσπάθειες για εξελίξεις και η περαιτέρω οργάνωση να μην έχει αντικείμενο.

Ασφαλώς σε καταληκτική φάση μία ενιαία οργάνωση της διαχείρισεως και του διακανονισμού των συναλλαγών κλπ, τουλάχιστον αυτό, ασφαλώς θα είναι αναγκαίο και θα γίνει. Προηγείται όμως όλης της συζητήσεως αυτής και του ενδιαφέροντος που υπάρχει, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης.

Όσον αφορά τα ελληνικά, ασφαλώς είμαστε στην ορθή κατεύθυνση. Υπογραμμίζω όμως την ανάγκη του μέτρου όσον αφορά την εισαγωγή των μεταβολών. Αυτή τη στιγμή είναι στο τραπέζι, έχει γίνει η ρύθμιση, τα τελευταία μέτρα να αναφέρω, για την εταιρική διακυβέρνηση και βλέπετε τι δυσκολίες εμφανίζονται την τελευταία στιγμή.

Εδώ θα μπορούσε να υπάρχει μια ελαστικότητα. Δηλαδή να ορίζεται, κύριε Πρόεδρε, ότι με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου ορίζονται ποιοι είναι οι εκτελεστικοί και οι ανεξάρτητοι, υποκείμενοι όμως εις την έγκριση της 1ης επόμενης Τακτικής Γενικής Συνελεύσεως. Και δεν θα είχαμε αυτή τη στιγμή την πίεση σε 350 εισηγμένες εταιρείες να κάνουν έκτακτες συνελεύσεις για να επιλέξουν ή να επισημοποιήσουν ποιοι είναι εκτελεστικοί και μη εκτελεστικοί.

Έχει νομοθετηθεί η εισαγωγή των διεθνών λογιστικών προτύπων με όλες τις δυσκολίες, διότι εδώ έχουμε 350 εταιρείες οι οποίες δεν είχαν τα μεγέθη



και τις δυνατότητες να αντιμετωπίσουν όλες αυτές τις υποχρεώσεις και θα το δούμε το πρόβλημα της προσαρμογής και στον τομέα αυτό. Εχουμε επί τάπητος το νομοσχέδιο για τα εταιρικά ομόλογα. Εχουμε στο τραπέζι το νομοσχέδιο για την Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων. Και φυσικά τις τρεις οδηγίες, για τη θέσπιση των οποίων ορθώς συμμετέχουμε στη συζήτηση και έχουμε συμβολή.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Προφανώς, οι οδηγίες επιδιώκουν να αποκαταστήσουν, όπου χρειάζεται και να ενισχύσουν, όπου επίσης υπήρχαν κενά, την αξιοπιστία των αγορών και να ενδυναμώσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Είναι, άλλωστε, προφανές ότι σαφέστεροι και ενιαίοι, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, κανόνες, επιτρέπουν στους επενδυτές να κατανοούν καλύτερα το περιβάλλον συναλλαγών και να νιώθουν ότι οι εξελίξεις στις αγορές δεν είναι πέραν των δυνατοτήτων ελέγχου που διαθέτουν.

Ι. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:

Ναι, αλλά στο σημείο που ανέφερα στην αρχή της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης έναντι των διαχειριζομένων τις επενδύσεις αυτές, μετοχικές και ομολογιακές, εκεί δεν ξέρουμε πού θα φτάσει το πρόβλημα, αλλά έχει ανοίξει μια μεγάλη συζήτηση. Ολη αυτή η προσπάθεια πρέπει να λαμβάνει υπόψη της το κλίμα.

Ενα πρακτικό θέμα τώρα. Η ποιότητα των ελέγχων και ο έλεγχος της ποιότητας των ελέγχων είναι μία ανάγκη. Ενα πρακτικό μέτρο θέλω να δούμε αν μπορεί να εισαχθεί. Η ασφάλιση των επενδυτών έναντι των πράξεων και παραλείψεων των ελεγκτών. Εάν σας ελέγχει μια ελεγκτική εταιρεία διεθνής στην Αμερική ή στην Αγγλία φέρ' ειπείν αυτομάτως υπάρχει, λειτουργεί μια ασφάλιση έναντι των παραλείψεων και εμπροθέτων και πταισματικών πράξεων των ελεγκτών.

Επανερχομαι. Εμφαση στο θέμα της ενίσχυσης της αξιοπιστίας των διαχειριστών που είναι δικό τους πρωταρχικό θέμα, των επιχειρηματιών και των managers εκεί πρέπει να υπάρξει κάποια αποτελεσματική πρωτοβουλία και δεύτερον συμπόρευση με τα τεκταινόμενα σε ευρωπαϊκό επίπεδο μέσα σε αυτό το ασταθές και μεταβαλλόμενο περιβάλλον και όχι βιασύνη. Να έχουμε δηλαδή την ψυχραιμία να περιμένουμε και να επιλέγουμε τη στιγμή της εισαγωγής των εκάστοτε πρωτοβουλιών.

Δ. ΓΚΟΥΜΑΣ:

Στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης οι περισσότεροι προσπαθούν μέσα στην προθεσμία των 6 μηνών που έβαλε ο νόμος, να καλύψουν τυπικά το κενό χωρίς να καλύπτουν την ουσία φοβάμαι. Εκαναν αναδιαρθρώσεις Διοικητικών Συμβουλίων, βάζουν ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη τα οποία έχουν κάποιες σοβαρότατες υποχρεώσεις από το νόμο, τις οποίες όμως δεν έχουν αντιληφθεί. Φοβάμαι ότι τυπικά θα έχουμε καλύψει το κενό και ουσιαστικά όμως θα υπάρχει πρόβλημα.

Σαφέστατα είναι ένα σημαντικό βήμα. Το θέμα είναι περισσότερο ενημέρωσης. Δεν ξέρω εάν το Υπουργείο θα δεχτεί παράταση των προθεσμιών. Ασκείται πίεση προς αυτή την πλευρά, αν και άποψή μου είναι ότι δεν πρέπει να δοθεί.

N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:

Ερχόμενος στα ελληνικά δεδομένα, κατ' αρχήν εγώ θεωρώ ότι τα διεθνή λογιστικά πρότυπα έχουν καθυστερήσει να εφαρμοστούν, άρα δεν βλέπω το λόγο γιατί πρέπει να δίνουμε συνεχείς παρατάσεις. Οι κανόνες για την εταιρική διακυβέρνηση νομίζω είναι ένας θεσμός που μπορεί να βελτιωθεί περαιτέρω με την πρακτική εφαρμογή του, να γίνει ακόμη καλύτερος αφού τον ζήσουμε, είναι όμως ένα σημαντικό στοιχείο για τον εκσυγχρονισμό της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και της ελληνικής επιχείρησης γενικότερα.

Θα ήθελα να αναφερθώ εν συντομία στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Μιλάμε σήμερα για μια κεφαλαιαγορά, την οποία στα μέσα ενημέρωσης εξισώνουμε με την αγορά στο ΧΑΑ. Άρα όταν μιλάμε για κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα λανθασμένα δεν αναφέρουμε επαρκώς τις αγορές ομολόγων, ή άλλων χρεογράφων. Και είναι σημαντικές αγορές με επιπτώσεις στην ανάπτυξη και την απασχόληση στη χώρα.

I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:

Υπάρχει αγορά ομολόγων.

N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:

Υπάρχει. Αλλά εννοώ ότι όταν συζητάμε, όταν μιλάμε για κεφαλαιαγορά, όλοι αναφέρονται στο ΧΑΑ. Σε κάθε περίπτωση έχουμε μια χρηματιστηριακή αγορά η οποία σήμερα έχει πάνω από 90 χρηματιστηριακές εταιρείες, 60 εκ. € τζίρο την ημέρα, 354 εισηγμένες εταιρείες κι άλλες 300 που θεωρητικά είναι στην ουρά για να εισαχθούν στο ελληνικό Χρηματιστήριο. Στην Πορτογαλία έχουν κάτω από 100 εισηγμένες εταιρείες και στην Ιταλία κάτω από 300, για να έχουμε ένα μέτρο σύγκρισης.

Μια απλή ανάγνωση αυτών των αριθμών και λαμβάνοντας υπόψη τις εγχώριες και διεθνείς εξελίξεις δείχνει ότι αυτή η κεφαλαιαγορά πάσχει από σοβαρή έλλειψη ρευστότητας, αλλά και από άλλα διαρθρωτικά προβλήματα, τα οποία κατά τη γνώμη μου δεν βοηθούν στην περαιτέρω ανάπτυξη των χρηματιστηριακών εταιρειών και της εγχώριας αγοράς. Αυτό είναι το ένα στοιχείο το οποίο πρέπει να λάβουμε υπόψη μας.

Οι πιθανολογούμενες αλλαγές, που συζητήσαμε παραπάνω στις κοινοτικές οδηγίες, σε όποια μορφή κι αν έρθουν, ακόμη και σε ήπια, θα αποτελέσουν μια ακόμη αιτία αν όχι αφορμή, για να επιταχυνθούν οι διαδικασίες αλλαγών που θα έρθουν στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά τη γνώμη μου ούτως ή άλλως. Το δίλημμα για μας είναι το εξής: θα κάνουμε τις απαιτούμενες αλλαγές οργανωμένα και με ένα πρόγραμμα, ή θα γίνουν από την πίεση της αγοράς και τις διεθνείς εξελίξεις; Νομίζω ότι η Ελλάδα θα πρέπει να παλέψει να δημιουργήσει πιο focused αγορές, είτε εξειδικευμένες είτε και περιφερειακές



με υψηλή ρευστότητα, αποτελεσματικότητα και ασφάλεια συναλλαγών. Οι εξελίξεις και το νέο περιβάλλον, όμως, δεν βοηθούν για την επιτυχία τέτοιων εγχειρημάτων, ιδιαίτερα αν καθυστερήσουμε να αναλάβουμε ουσιαστικές πρωτοβουλίες υπό το βάρος συντεχνιακών πιέσεων ή ολιγορίας.

Μεγάλες αλλαγές απαιτούνται επίσης και στην αγορά των ομολόγων, κάθε είδους και μορφής, του δημοσίου αλλά κυρίως των εταιρικών. Είναι θετικό ότι κινείται διαδικασία για αλλαγές και στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά εταιρικών ομολόγων και την εισαγωγή νέων προϊόντων, όπως τιτλοποίηση τίτλων, ανταλλάξιμα ομόλογα κλπ. Να τονίσουμε ότι η αγορά των ομολόγων του δημοσίου υπάρχει και είναι οργανωμένη αγορά μέσω του συστήματος ΗΔΑΤ της Τραπέζης της Ελλάδος και των “Primary Dealers” και λειτουργεί σε κάποιο βαθμό ικανοποιητικά με αρκετά ικανοποιητικό τζίρο. Η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι υπό ανάπτυξη και είναι σε εξέλιξη.

I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:

Μέσω των repos υπάρχει λαϊκή συμμετοχή στην αγορά των ομολόγων.

N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:

Υπάρχει κι αυτό να το λάβουμε υπόψη μας. Πάντως και στην αγορά των ομολόγων υπάρχει εκεί μια σειρά από προβλήματα τα οποία δεν έχουν επιλυθεί. Αν δηλαδή τα εταιρικά ομόλογα πραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή μέσω κάποιου κεντρικού συστήματος (π.χ. Τραπέζα της Ελλάδος), ή και στα δύο και πώς δημιουργούμε υποδομές, πέρα από την εισαγωγή νέων προϊόντων όπως είναι η τιτλοποίηση και τα μετατρέψιμα ομόλογα κλπ., είναι και πώς διαμορφώνουμε υποδομές ενιαίες, που να διευκολύνουν την ανάπτυξη αυτών των αγορών. Δεν έχουμε λύσει ακόμη αυτό και είναι από τα ζητήματα τα οποία εκκρεμούν.

Μια άλλη παρατήρηση είναι ότι προσωπικά πιστεύω ότι υπάρχουν δυνατότητες ότι η ελληνική κεφαλαιαγορά, εάν δεν αποκτήσει μια περιφερειακή διάσταση ή/και εάν δεν εξειδικευθεί, θα αποδυναμωθεί. Η απόκτηση περιφερειακής διάστασης απαιτεί τη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης πρότασης και ενός ολοκληρωμένου πια εθνικού προγράμματος, που θα συμμετάσχουν όλοι οι ενδιαφερόμενοι φορείς στο πώς τα επόμενα 5-10 χρόνια – γιατί για τέτοιο βάθος χρόνου μιλάμε – η Ελλάδα θα μπορέσει να διαμορφώσει συνθήκες είτε μιας περιφερειακής αγοράς, είτε μιας περιφερειακής και εξειδικευμένης αγοράς. Χρειάζονται δυναμικές πρωτοβουλίες, καινοτόμος σκέψη και ανάληψη κινδύνων.

I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:

Γιατί το θεωρείτε αναγκαίο αυτό;

N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:

Είναι η δική μου άποψη.

I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:

Όταν οι ελληνικές επιχειρήσεις και οι έλληνες επενδυτές θα έχουν πρόσβαση στις άλλες αγορές;

- N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:** Μα αυτό λέω, ότι θα αποδυναμωθεί η ελληνική αγορά αν δεν ενεργήσουμε σύντομα.
- I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:** Τι θα πει θα αποδυναμωθεί; Όταν οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές θα μπορούν να εξυπηρετηθούν, γιατί εθνικιστικά το σκέπτεστε;
- N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:** Λέω θα αποδυναμωθεί.
- I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:** Ας αποδυναμωθεί. Το βλέπετε σε τοπικό επίπεδο;
- N. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:** Για μένα η αποδυνάμωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς θα οδηγήσει στη μείωση της απασχόλησης στον κλάδο και θα μειώσει τις ευκαιρίες για άντληση κεφαλαίων για μεσαίες ελληνικές επιχειρήσεις, σημαντικό για την ανάπτυξη της χώρας. Οι 5-10 μεγάλες επιχειρήσεις θα αντλούν κεφάλαια πανευρωπαϊκά. Αυτό δεν ισχύει για τις υπόλοιπες.
Η εμπειρία της Πορτογαλίας έδειξε ότι η διασύνδεση με ξένα Χρηματιστήρια, οδηγεί σε μεταφορά τζίρου σε ξένες αγορές. Ο ημερησίος τζίρος στο Χρηματιστήριο της Λισαβώνας μειώθηκε στα € 10 εκατομμύρια. Δεν θέλω να γίνει το ίδιο στην Ελλάδα.
- I. ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ:** Εάν μείνουμε στην περιορισμένη αγορά όσο και να είναι αδύναμη από πλευράς ρευστότητας. Αν και, στην Ελλάδα, θα δείτε ότι θα επιβεβαιωθεί από τη μέτρηση που επιχειρεί η Τράπεζα της Ελλάδος με την ICAP ότι ο δυναμισμός είναι σημαντικός. Αυτή εφόσον δεν υπάρχουν τίτλοι εδώ ελληνικοί, αξιόπιστοι και ελκυστικοί, θα διοχευτεί. Οι ίδιες οι τράπεζες, εμείς αν δεν είχε μεσολαβήσει το πατατράκ στις ευρωπαϊκές αγορές θα είχαμε βγάλει τουλάχιστον τα μισά κεφάλαια των αποταμιευτών σε επενδύσεις στο εξωτερικό. Αυτή είναι η μία πτυχή. Οι επενδυτές δηλαδή θα είχαν πρόσβαση στις άλλες αγορές, που είναι καλό.
Η άλλη πτυχή είναι ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις θα έχουν πρόσβαση στις αγορές του εξωτερικού. Εγώ δηλαδή νομίζω ότι σε ένα τέτοιο περιβάλλον η φιλοδοξία να εξελιχθεί σε Financial Center η Ελλάδα που έχει και ωραίο καιρό και περνάει καλά ο κόσμος, μόνο σε ένα τέτοιο κλίμα μπορεί να ευοδωθεί. Αν το σκεφτούμε περιοριστικά, ότι θα μείνουμε εδώ, θα έχουμε από τις 350 (θα μείνουν) 50 επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο και θα έχουμε να κάνουμε μόνο με αυτά και μόνο με τις μετοχές τους, νομίζω ότι είναι η πιο απαισιόδοξη πρόβλεψη.
Οι δυνατότητες είναι στον ελεύθερο χώρο, στην ελεύθερη κίνηση. Εκεί θα φανεί ο δυναμισμός και των επιχειρήσεων και οι επενδυτές θα βρουν τρόπους να επωφεληθούν.
- Γ. ΜΙΧΕΛΗΣ:** Προφανώς συμφωνούμε ότι κεφαλαιαγορά δεν είναι μόνο το χρηματιστή-



ριο. Νομίζω ότι το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς με την ευρεία έννοια είναι αποτέλεσμα συνθηκών που επικρατούσαν την εποχή που άρχισε να αναπτύσσεται αυτή η αγορά, δηλαδή εδώ και αρκετά χρόνια. Έτσι, παρά τις βελτιώσεις των τελευταίων ετών, υπάρχουν και ακαμψίες στην ελληνική κεφαλαιαγορά, υπάρχουν και ασάφειες, υπάρχει κι ένα ποσοστό μη αποτελεσματικότητας με την οικονομική έννοια του όρου.

Ταυτόχρονα, βλέπουμε όλη αυτή την εισαγωγή των νέων θεσμικών εννοιών που μπαίνουν από την Ευρωπαϊκή Ένωση και αυτό δημιουργεί ορισμένα προβλήματα, γιατί και αυτά ακόμη δεν είναι σίγουρο ότι τυγχάνουν συνολικής αποδοχής. Γνωρίζω παραδείγματος χάρη ότι για τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, υπάρχει μια ολόκληρη συζήτηση αυτή τη στιγμή σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ομοσπονδίας και δεν είναι πολύ σίγουρο ότι οι τράπεζες στην Ευρώπη ορισμένα από τα στοιχεία των διεθνών λογιστικών προτύπων τα βλέπουν ως υποβοηθητικά της όλης κατάστασης.

Επομένως το πρόβλημα της μεταβολής του θεσμικού πλαισίου στη ελληνική κεφαλαιαγορά, έτσι ώστε να την κάνουμε πιο αποτελεσματική και με λιγότερες ασάφειες, είναι μια αρκετά επίπονη επεξεργασία και δεν πρόκειται να λυθεί με τη μαζική εισαγωγή νέων θεσμών, ή νέων κανόνων που θα αλλάξουν τα πράγματα από τη μια μέρα στην άλλη.

Ένα ίσως πιο σημαντικό για μένα ζήτημα αφορά την ανάπτυξη του προϊόντικού περιεχομένου της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα, δεν έπρεπε να περιμένουμε την πτώση του χρηματιστηρίου, για να αρχίσουμε να σκεπτόμαστε τα εταιρικά ομόλογα και την τιτλοποίηση. Αν αυτά είχαν εισαχθεί στην ώρα τους (δηλαδή πριν αρκετά χρόνια), η κατάσταση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς θα ήταν καλύτερη και οι επιλογές τόσο των επενδυτών, όσο και των επιχειρήσεων θα ήταν μεγαλύτερες. Το ίδιο ισχύει για εταιρείες αμοιβαίων με περιεχόμενο ακίνητα και άλλα συναφή “προϊόντα”. Αυτό το έλλειμμα προϊόντων ίσως εξηγεί και την αντίληψη που υπάρχει ότι κεφαλαιαγορά ίσον χρηματιστήριο.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΤΗΣ:

Να περάσουμε όμως τώρα στις τελικές παρατηρήσεις σας.

ΣΤ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:

Να κάνω λοιπόν τρεις παρατηρήσεις σε τρία διαφορετικά ζητήματα που τέθηκαν όμως από αυτή την πολύ ενδιαφέρουσα συζήτηση. Η μία είναι η θεσμική στρατηγική. Είπαν πολλοί και ιδίως ο κ. Γεωργιάνας ότι εδώ υπάρχει μια θεμελιώδης ανάγκη για την επανάκτηση αξιοπιστίας των αγορών και των διαχειριστών, και εγώ θα πρόσθετα και των παροχέων επενδυτικών υπηρεσιών στις αγορές.

Αυτό, είναι κάτι στο οποίο αποσκοπεί να απαντήσει αυτή η ευρωπαϊκή στρατηγική που ανέλυσα προηγουμένως και που είναι μια στρατηγική που συμπίπτει με την πορεία που ακολουθούμε εμείς εδώ στην Ελλάδα όσον

αφορά τη δική μας θεσμική στρατηγική. Γιατί θέλω να θυμίσω ότι είναι ορθή η παρατήρηση ότι οι μεταβολές πολλές φορές είναι γρήγορες.

Θέλω να σας θυμίσω μόνο το έλλειμμα θεσμών και εποπτείας που είχαμε πριν 5 χρόνια και ότι αυτή η ανάγκη σύγκλισης στο ευρωπαϊκό πρότυπο που τότε υπήρχε – το οποίο είναι μεταβαλλόμενο αλλά από τότε υπήρχε – αναγκαστικά σήμαινε ότι πρέπει να γίνουν κάποιες ταχείες μεταρρυθμίσεις, εδώ στην Ελλάδα.

Εγώ τουλάχιστον είμαι ευτυχής να πω αυτή τη στιγμή, καθώς ξέρετε ότι δεν θέλω καθόλου να περιαιτολογώ, όμως είμαι ευτυχής να πω ότι σε θέματα που καλύπτουν σήμερα οι οδηγίες περί κατάχρησης της αγοράς, περί του ενημερωτικού δελτίου και περί των λογιστικών προτύπων, είμαστε από τους πιο προχωρημένους στην Ευρώπη.

Θα έχουμε δηλαδή τη μικρότερη ανάγκη προσαρμογής εδώ στην Ελλάδα σε αυτές τις νέες οδηγίες, από ό,τι έχει ο μέσος όρος της χώρας μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Για μας, πιστεύω πως όσον αφορά όλο αυτό το θεσμικό οικοδόμημα που προωθεί η Ευρωπαϊκή Ένωση, η πιο κρίσιμη οδηγία προς την οποία πρέπει να εργασθούμε για να προσαρμοστούμε και προς την οποία αναγκαστικά θα κάνουμε βήματα, είναι η οδηγία περί παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Εκεί, πραγματικά αναδεικνύεται αυτό το σημαντικό θέμα που τέθηκε από τον κ. Καραμούζη, ότι δηλαδή μιλάμε για ένα περιβάλλον στο οποίο θα πρέπει οι σημερινές εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στην Ελλάδα, να σκεφτούν πολύ σοβαρά και με μεγάλη ψυχραιμία και επιχειρηματικό υπολογισμό το τι θέση θα έχουν σε ένα τέτοιο καινούριο περιβάλλον.

Διότι πράγματι αυτή τη στιγμή έχουμε πάρα πολλές επιχειρήσεις οι οποίες δημιουργήθηκαν σε άλλες συνθήκες υψηλής ρευστότητας και δραστηριότητας και οι οποίες πιστεύω ότι πρέπει να χαράξουν στρατηγική σε ένα νέο περιβάλλον μειωμένης δραστηριότητας. Αυτό είναι το ένα ζήτημα.

Δεύτερον. Υπάρχει ένα αδιαπραγμάτευστο ζήτημα διαφάνειας όσον αφορά τις εισηγμένες εταιρείες, δηλαδή είτε το θέλουμε είτε όχι, αυτό το στοιχείο της επανάκτησης της αξιοπιστίας έχει ως θεμελιώδη άξονα, ο πήχης της διαφάνειας να γίνει υψηλότερος. Ο πήχης διαφάνειας αφορά κυρίως τη διαφάνεια των εισηγμένων εταιρειών, εξ ου τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, εξ ου οι κανονισμοί συμπεριφοράς των εισηγμένων επιχειρήσεων, εξ ου οι ρυθμίσεις του ενημερωτικού δελτίου, εξ ου και η ρύθμιση για την εταιρική διακυβέρνηση.

Εγώ πιστεύω πως πάμε σε ένα κόσμο που και στην Ευρώπη και στην Αμερική, αυτός ο πήχης της διαφάνειας προφανώς ήδη ανεβαίνει και θα ανέβει περισσότερο. Φυσικά έχει κόστος αυτός ο πήχης της διαφάνειας, αλλά αυτό είναι το κόστος που πρέπει να αναλάβει κανείς για να μπορεί να διαθέτει τίτλους στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Δεν γίνεται αλλιώς. Νομίζω πως πάμε σε ένα διαφορετικό μείγμα από αυτό που είχαμε μέχρι τώρα.

Τρίτο θέμα και τελειώνω με αυτό: η αγορά ομολόγων και κυρίως εταιρικών ομολόγων. Εγώ έχω διαπιστώσει πολλές φορές ότι η έλλειψη αγοράς εταιρικών



ομολόγων, αποτελεί ένα πολύ σοβαρό κενό στη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Κενό, όχι μόνο όσον αφορά στις επιλογές των επενδυτών, αλλά κενό όσον αφορά και στις δυνατότητες της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Πιστεύω και το πιστεύω ακράδαντα, ότι πρέπει η αγορά ομολόγων που αυτή τη στιγμή είναι και υποτυπώδης και ολίγον ανοργάνωτη, να αποκτήσει χαρακτηριστικά και κανόνες οργανωμένης αγοράς. Έχει προοπτική, αλλά πιστεύω ότι για να αναπτυχθεί αυτή η προοπτική, πρέπει να αποκτήσει το χαρακτήρα οργανωμένης αγοράς ομολόγων. Υπογραμμίζω βεβαίως πως ό,τι κι αν κάνει κανείς με την αγορά ομολόγων, πρέπει να έχει υπόψη του ότι είναι μια αγορά στην οποία θα λειτουργούν και οι επαγγελματίες, οι χοντρικές συναλλαγές ας πούμε, αλλά και οι μικροί επενδυτές. Πιστεύω και συμφωνώ με αυτά που ειπώθηκαν προηγουμένως, ότι, εκεί έχουμε ένα θεσμικό κενό που είναι ιδιότυπο στην Ελλάδα, με την έννοια ότι αυτή η αγορά εταιρικών ομολόγων ως οργανωμένη αγορά, δεν υπάρχει σχεδόν καθόλου. Πιστεύω ότι αυτή είναι μια πολύ σοβαρή πρόκληση, προς την οποία πρέπει να εργαστούμε.

Δ. ΓΚΟΥΜΑΣ:

Ειδικά για τα εταιρικά ομόλογα πιστεύω ότι δεν είναι θέμα μόνο των τραπεζών να οργανώσουν την ειδική αυτή αγορά. Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι εταιρείες τα αντιμετωπίζουν με μεγάλη επιφυλακτικότητα και με δεδομένο το κόστος έκδοσης του εταιρικού ομολόγου, αφού το περιθώριο επιτοκίου για το εταιρικό ομόλογο είναι μεγαλύτερο του παραδοσιακού δανείου. Το ομόλογο εκδίδεται όχι για να αντικαταστήσει με τίτλους ένα δάνειο παγίων ή κεφαλαίου κινήσεως, εκδίδεται για να τοποθετηθεί στην αγορά, στους θεσμικούς επενδυτές και ενδεχόμενα σε κάποιους μεγάλους ιδιώτες επενδυτές.

Το περιθώριο που προσφέρει η αγορά στη διάρκεια ενός “book building”, είναι πολύ μεγαλύτερο από το κόστος χρηματοδότησης με τα παραδοσιακά δάνεια ή με κοινοπρακτικά δάνεια που παίρνουν οι εταιρείες. Οι τράπεζες τιμολογούν επί των περιθωρίων για τα παραδοσιακά δάνεια όσο άλλωστε θα έδιναν σε ένα ξένο κράτος.

Είναι πολύ δύσκολο να αλλάξεις τη νοοτροπία και αν θέλετε έχουμε προσπαθήσει στο παρελθόν από πολύ παλιά και με τον κ. Καραμούζη όταν προσπαθήσαμε να ανοίξουμε την αγορά των ομολόγων.

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δεν αλλάζουν εύκολα νοοτροπία και ειδικά σε τέτοιες εποχές που είναι δύσκολες από πλευράς αποτελεσμάτων, το κόστος του χρήματος μετράει πάρα πολύ και τη στιγμή που σου λέει “εγώ δανείζομαι με περιθώριο 60, 90 ή 120 μονάδων βάση και μετά επιδιώκεις να τοποθετήσεις στην αγορά εταιρικό ομόλογο με κίνδυνο για την εταιρεία που αναλογεί σε περιθώριο 2%”.

Αυτή η στρέβλωση φοβάμαι ότι δεν θα μας επιτρέψει εύκολα να κάνουμε αγορά όπως πρέπει να είναι η αγορά εταιρικών ομολόγων και με τη ρευστότητα που πρέπει να κάνουμε. Γιατί πρέπει να έχει ρευστότητα αυτή η

αγορά. Ολοι θέλουμε να κάνουμε αγορά ομολόγων, το θέμα είναι οι εκδότες πώς ανταποκρίνονται.

Ν. ΚΑΡΑΜΟΥΖΗΣ:

Εγώ ήθελα να κάνω μια ερώτηση κυρίως στον κ. Θωμαδάκη. Φαίνεται ότι διεθνώς στα θέματα εποπτείας υπάρχουν δύο αντιλήψεις. Η μία αντίληψη βασίζεται στην αρχή ότι η κεντρική αρχή ρυθμίζει όλες τις πιθανές περιπτώσεις παραβιάσεων κλπ. και η άλλη αντίληψη, που δεν είναι αναγκαία συγκρουόμενες, αφήνει τις επενδυτικές τράπεζες ή τους φορείς να διαμορφώνουν εσωτερικά με ευελιξία αποτελεσματικά συστήματα ελέγχου, που ικανοποιούν σε μεγάλο βαθμό τις βασικές αρχές και κανόνες που θέτει η κεντρική αρχή, η οποία εποπτεύει, αξιολογεί και ελέγχει ότι αυτά τα συστήματα λειτουργούν αποτελεσματικά και ότι οι εσωτερικοί κανόνες είναι αποτελεσματικοί στο πλαίσιο πάντοτε των Κοινοτικών Οδηγιών. Διερωτώμαι απλά πού πάμε από εδώ και μπρος, το κυρίαρχο θα παραμείνει ότι επιχειρούμε να ρυθμίσουμε κεντρικά όλες τις πιθανές συμπεριφορές; ή εάν μια τράπεζα ή χρηματιστηριακή έρθει και δείξει ότι πραγματικά η ίδια από τη νοοτροπία των στελεχών της, την αντίληψη των μετόχων της, τη φιλοσοφία της για την ανάπτυξη εργασιών, έχει ήδη βάλει συστήματα και κανόνες ευέλικτους αλλά αποτελεσματικούς, οι οποίοι ικανοποιούν τις αρχές λειτουργίας και εποπτείας που θέτει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, γιατί περί αρχών μιλάμε εδώ. Εδώ είναι ένα ερώτημα το οποίο δεν έχουμε ακόμη την απάντηση και θα ήταν χρήσιμο νομίζω αν θέλατε να το σχολιάσετε.

ΣΤ. ΘΩΜΑΔΑΚΗΣ:

Να το σχολιάσω αυτό και να κάνω κι ένα γενικότερο καταληκτικό σχόλιο, αν μου επιτρέπετε.

Κατ' αρχήν σε όλες τις ιστορικές περιόδους και στη σημερινή των κεφαλαιαγορών, υπάρχει πάντα ένα μίγμα εξωγενούς και ενδογενούς εποπτείας. Αυτό το μίγμα σήμερα δοκιμάζεται. Διότι έχει αποδειχθεί κυρίως στην αμερικανική εμπειρία, ότι οι αυτοεποπτικές ικανότητες πολλών οργανισμών (βλέπε λογιστικές εταιρείες, βλέπε επενδυτικές τράπεζες), δεν λειτούργησαν ικανοποιητικά. Στην Ευρώπη η εμπειρία μέχρι αυτή τη στιγμή, είναι λιγότερο συγκλονιστική. Επομένως αυτή τη στιγμή παρατηρούμε το εξής, κάτι με το οποίο κι εγώ είμαι σύμφωνος: στις μεν Ηνωμένες Πολιτείες βλέπουμε μια αρκετά μεγάλη αλλαγή του μίγματος προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης των κεντρικών μηχανισμών εποπτείας, στη δε Ευρωπαϊκή Ένωση βλέπουμε μια λίγο διαφορετική στρατηγική. Το μίγμα αλλάζει επίσης, αλλά δεν αλλάζει με την επιβολή πρόσθετων απαγορεύσεων, όπως συμβαίνει στις Ηνωμένες Πολιτείες. Λόγου χάρη στις ΗΠΑ ήδη απαγορεύεται στις επενδυτικές τράπεζες να έχουν ορισμένες σχέσεις με τους αναλυτές.

Στην Ευρώπη το μίγμα αλλάζει με ένα διαφορετικό τρόπο, και κυρίως με υψηλότερες απαιτήσεις διαφάνειας. Λόγου χάρη, να σας πω το πιο απλό παράδειγμα: στις Ηνωμένες Πολιτείες όπως ξέρετε αυτή τη στιγμή εκκο-



λάπτεται μια απαγόρευση στους αναλυτές, να έχουν μετοχές, να αγοράζουν, να πουλούν κ.λπ. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση η ρύθμιση – και εγώ προσωπικά συμφωνώ με αυτό – είναι να αποκαλύπτονται οι πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων, ή τα συμφέροντα, από τις εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τους αναλυτές.

Αυτό σημαίνει ότι ο υψηλότερος πήχης αποκάλυψης δίνει και μεγαλύτερη βαρύτητα αναγκαστικά, στους εσωτερικούς μηχανισμούς εποπτείας αυτών των οργανισμών. Πιστεύω πως στην Ευρώπη η λύση που στηρίζεται σε αυξημένη διαφάνεια είναι πιο ισορροπημένη, και αυτή τη λύση ακολουθούμε και εμείς στην Ελλάδα.

Ηθελα τώρα να κάνω ένα γενικότερο σχόλιο. Πιστεύω πως οι προοπτικές της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς όπως είπα πριν είναι ευνοϊκές και λόγω της προβλεπόμενης ανάπτυξης των ευρωπαϊκών οικονομικών και λόγω της διεύρυνσης για την οποία δεν είπαμε πολλά πράγματα, δηλαδή μεγαλώνει το μέγεθος της αγοράς και τέλος λόγω του ότι αυτή τη στιγμή η ευρωπαϊκή στρατηγική είναι μια στρατηγική ενίσχυσης της αξιοπιστίας όλων των μηχανισμών των αγορών.

Σε αυτή την ενοποιημένη ευρωπαϊκή αγορά με υψηλότερη διαφάνεια, με υψηλότερα standards προστασίας των επενδυτών – προστασίας με τη σωστή έννοια: διαφάνειας, πληροφόρησης και γνώσης των κινδύνων – με ενιαίους κανόνες που μειώνουν το κόστος των επιχειρήσεων που θέλουν ταυτοχρόνως να λειτουργούν σε πολλές ευρωπαϊκές αγορές, σε όλο αυτό το πλαίσιο, εγώ πιστεύω πως θα συνεχίσει να υπάρχει ένας ρόλος για τις λεγόμενες περιφερειακές αγορές, όπως άλλωστε βλέπουμε και στις Ηνωμένες Πολιτείες όπου υπάρχουν περιφερειακές αγορές και λειτουργούν.

Ο ρόλος των περιφερειακών αγορών κατά την άποψή μου θα συνεχίσει να είναι πολύ σημαντικός κυρίως για το επενδυτικό κοινό των περιφερειακών χωρών. Το παράδειγμα της Πορτογαλίας και της εισόδου της Πορτογαλίας στο “Euronex” πρέπει να το μετρήσουμε λίγο διαφορετικά από ό,τι φάνηκε να το μετράει ο κ. Καραμούζης, γιατί βέβαια η προσχώρηση στο “Euronex” της Λισαβόνας γίνεται σε μια εποχή γενικής μείωσης της ρευστότητας, γενικής τάσης να κινείται η ρευστότητα από τις περιφερειακές προς τις κεντρικές αγορές.

Εγώ πιστεύω ότι όταν θα ανακάμψουν οι συνθήκες ρευστότητας στις ευρωπαϊκές αγορές, θα δούμε μια αντιστροφή αυτής της τάσης. Θα δούμε δηλαδή πάλι η ρευστότητα να διαχέεται στις περιφερειακές αγορές και επάνω στο στοιχείο αυτό πρέπει να αναπτυχθεί κ. Καραμούζης, η στρατηγική των περιφερειακών αγορών.

Απλώς λέω ότι τα τελευταία 2-3 χρόνια έχουμε ακούσει μια τεράστια γκρίνια για την αγορά μας, η οποία όμως αγνοεί το τι συμβαίνει σε άλλες χώρες και αγνοεί ότι τα φαινόμενα που συμβαίνουν εδώ, δεν είναι κάποιο παράδοξο, αλλά εγγράφονται σε μια γενικότερη κίνηση της κεφαλαιαγοράς παγκόσμια, που ίσως σε άλλη ευκαιρία τη συζητήσουμε.