

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
EXECUTIVE MBA 2015-2017

ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ
ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΩΣ
ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ
ΣΥΜΦΩΝΑ
ΜΕ ΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ
ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

ΓΙΑΝΝΟΠΟΥΛΟΣ
ΙΩΑΝΝΗΣ

EMBA 1514

ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ
2017

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα ιδιαίτερα να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα καθηγήτρια κυρία Κορνηλία Δελούκα για την υπομονή και την πολύτιμη συνεισφορά της στη διπλωματική μου εργασία. Ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένειά μου και κυρίως στη μητέρα μου που με στήριξε και φρόντισε να «υπάρχω» και το έτος 2017.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	3
1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
2.Η ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ .	6
3.ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΛΗΨΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ	10
4.ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ	12
4.1.Η Περίπτωση της Lehman Brothers	12
4.1.1.Οι λόγοι που οδήγησαν στην χρεοκοπία	14
4.1.2.Η λογιστική απάτη-Repo 105.....	17
4.1.3.Η πορεία προς την τελική πτώση	18
4.2.Η Περίπτωση Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	20
4.3.Η Περίπτωση της Proton Bank	23
4.4.Το σκάνδαλο της Enron	25
4.4.1.Οι λογιστικές μέθοδοι της απάτης.....	26
4.4.2.Ο ρόλος της Arthur Andersen στο σκάνδαλο.....	28
4.5.Η Περίπτωση της Parmalat	29
4.5.1.Η πορεία της τελικής πτώσης.....	32
4.5.2.Τα λογιστικά τεχνάσματα.....	34
4.5.3.Η ευθύνη των ελεγκτικών στην μακροχρόνια απάτη	36
4.6.Η Περίπτωση Sarbanes-Oxley Act	37
4.6.1.Μέρος 302 του νόμου “SOX”	41
4.6.2.Μέρος 401 του νόμου “SOX”	42
4.6.3.Μέρος 404 του νόμου “SOX”	42
4.6.4.Μέρος 409 του νόμου “SOX”	44
4.6.5.Μέρος 802 του νόμου “SOX”	44
4.6.6.Μέρος 1109 του νόμου “SOX”	45
5.ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ.....	46
5.1.Οι επενδυτικές υπηρεσίες	46
5.2.Η προστασία του επενδυτή στο πλαίσιο του Ενωσιακού και Ελληνικού Δικαίου	48
5.2.1.Η Οδηγία MIFID (Markets in Financial Instruments Directive).....	49
5.2.2.Επαγγελματίες επενδυτές (Professional investors).....	54
5.2.3.Επιλεγμένοι αντισυμβαλλόμενοι (Eligible counterparties)	55
5.2.4.Μικροεπενδυτές (Retail investors).....	55
5.2.5.Ο Νόμος 2251/1994 για την προστασία των καταναλωτών.....	58
5.2.6.Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MIFID II).....	61
5.3.Μελλοντικές ενέργειες.....	63
6.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	66
7.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	67

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

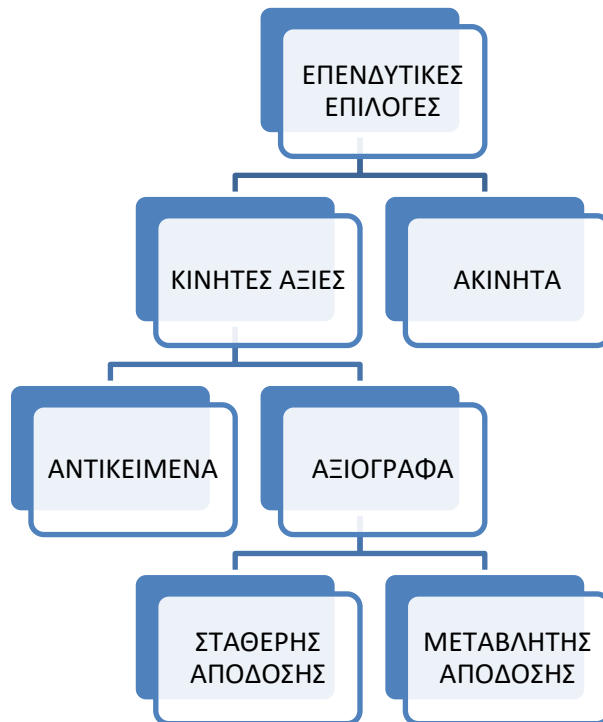
Η παρούσα εργασία έχει χωριστεί σε δύο κύρια μέρη τα οποία αφορούν συγκεκριμένες επιχειρήσεις, τα οικονομικά σκάνδαλά τους καθώς και τους νόμους που θεσπίστηκαν για την προστασία των επενδυτών-πελατών.

Αρχικά, στο πρώτο μέρος ασχολούμαι με τέσσερις πολυεθνικές επιχειρήσεις, τα οικονομικά σκάνδαλα των οποίων οδήγησαν σε νομοθετικές παρεμβάσεις υπέρ των επενδυτών. Ειδικότερα, αναφέρομαι στους τρόπους και στις διαδικασίες που εφάρμοζαν για να παρουσιάζουν ψευδή χρηματοοικονομικά στοιχεία με σκοπό να εξαπατούν το ευρύτερο κοινό και να προσελκύουν νέους επενδυτές. Επισημαίνονται τα λογιστικά τεχνάσματα που χρησιμοποιούσαν για να τροποποιούν και να παρουσιάζουν κέρδη καθώς οι ίδιες είχαν ζημιές, παρουσιάζεται ο ρόλος και η ευθύνη των ελεγκτικών εταιριών καθώς και οι παράνομες συμφωνίες που έπρατταν με τις εταιρίες αυτές. Τέλος, αναφέρονται νόμοι που θεσπίστηκαν για τη προστασία των επενδυτών για να αποφευχθεί η διαπλοκή και η απάτη των επενδυτών.

Στο δεύτερο μέρος, διερευνάται η προστασία του επενδυτή στο πλαίσιο του Ενωσιακού και Ελληνικού δικαίου. Συγκεκριμένα, γίνεται ανάλυση του νόμου 3606/2007 καθώς και του νόμου 2251/1994, της Οδηγίας MIFID I (Markets in Financial Instruments Directive), αλλά και της Οδηγίας MIFID II. Οι νόμοι θεσπίστηκαν για να προστατεύσουν τον καταναλωτή-επενδυτή που θα ήθελε να επενδύσει κάποιο κεφάλαιο ώστε να μην εξαπατηθεί από τους φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η εργασία κλείνει με την παρουσίαση των συμπερασμάτων που προκύπτουν από όλα όσα αναφέρθηκαν.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, η τεχνολογική πρόοδος και η διεύρυνση των οικονομικών συναλλαγών έχουν οδηγήσει στην αλματώδη εξέλιξη της οικονομικής επιστήμης κατά την διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών. Μέρος αυτής της εξέλιξης αποτελεί η δημιουργία νέων οικονομικών προϊόντων και επενδυτικών επιλογών. Πλέον ένα σύγχρονο οικονομικό σύστημα προσφέρει στον επίδοξο επενδυτή (είτε πρόκειται για εταιρεία είτε για ιδιώτη) μια πληθώρα επενδυτικών επιλογών, απλών και σύνθετων. Στο διάγραμμα που ακολουθεί εμφανίζονται συνοπτικά οι κατηγορίες επενδυτικών επιλογών που υπάρχουν για έναν σύγχρονο επενδυτή.



Σε ότι αφορά τα αξιόγραφα, ειδικότερα, θα πρέπει να τονισθεί, πώς τα αξιόγραφα σταθερής απόδοσης περιλαμβάνουν μια σειρά από επενδυτικά προϊόντα τα οποία είναι: καταθέσεις, γερπς, έντοκα γραμμάτια, ομόλογα και ομολογίες. Τα αξιόγραφα μεταβλητής απόδοσης αποτελούνται από: μετοχές, ομόλογα σε ξένο νόμισμα, εταιρικά ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (options, futures κλπ). Οφείλεται να τονισθεί ότι με τη πάροδο των ετών και τη διεύρυνση της μεσαίας τάξης, έχει αυξηθεί αναλόγως και ο αριθμός των επενδυτών. Παράλληλα βεβαίως έχει αυξηθεί και η πολυπλοκότητα των επενδυτικών προϊόντων,

τα οποία διαπραγματεύονται σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, που χαρακτηρίζεται από μεγάλη ταχύτητα αλλαγών.

Ανέκαθεν από τα αρχαία χρόνια μέχρι σήμερα ο επενδυτής έγινε στόχος επιτήδειων που σκοπό είχαν να τον ξεγελάσουν με διάφορους τρόπους προκειμένου να εκμεταλλευτούν τα επενδυμένα κεφάλαια. Στην οικονομική ιστορία υπάρχουν πολλά παραδείγματα εξαπάτησης επενδυτών. Για παράδειγμα μετοχές εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο, με διαστρεβλωμένα οικονομικά στοιχεία ώστε να προσελκύσουν επενδυτές, υποσχόμενες αυξημένες αποδόσεις και σίγουρη διασφάλιση κερδών, που στη συνέχεια κατέρρευσαν με αποτέλεσμα την απώλεια εκ μέρους του επενδυτή του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου. Ο αναγνώστης σίγουρα θα θυμάται την αντίστοιχη «φούσκα» των μετοχών του ΧΑΑ το 1999 που μετά από ένα ράλι ανόδου τιμών κατέληξε σε απότομη πτώση, οδηγώντας στην απώλεια ακόμη και περιουσιών χιλιάδων απλών και μη επενδυτών. Ανάλογες κρίσεις και φαινόμενα εξαπάτησης επενδυτών έχουν παρουσιαστεί σε διάφορες χώρες. Οι επιτήδαιοι προσπαθούν να παραπλανήσουν τον επενδυτή είτε για να καταχραστούν τα κεφάλαιά του είτε για να καρπωθούν τις προμήθειες από τις επενδυτικές πράξεις. Άλλωστε είναι γνωστό ότι οι μεγαλύτερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις των τελευταίων εκατό ετών, οι οποίες μάλιστα είχαν παγκόσμιο αντίκτυπο, ήταν αποτέλεσμα επενδυτικής εξαπάτησης. Πριν το κραχ του 1930 είχε προηγηθεί συνεχόμενη άνοδος των ριμών των μετοχών όλων των εταιρειών. Ακόμα και εταιρείες «σκουπίδια» παρουσίαζαν μεγάλα ποσοστά ανόδου και υπόσχονταν σίγουρα κέρδη και μεγάλες αποδόσεις. Αποτέλεσμα αυτών ήταν ακόμα και απλοί αγρότες που δεν είχαν καμία γνώση και πληροφόρηση σχετικά με τους κινδύνους και τη λειτουργία του χρηματιστηρίου, να πουλούν μέχρι και τα χωράφια προκειμένου να πετύχουν ένα σύμφωνα με τη πληροφόρηση τους «σίγουρο» κέρδος. Το αποτέλεσμα ήταν να χαθούν ολόκληρες περιουσίες και πολλοί άνθρωποι να βρεθούν σε οικονομική ανέχεια. Επιπλέον και η τελευταία οικονομική κρίση που ξέσπασε το 2007 ήταν αποτέλεσμα εξαπάτησης των επενδυτών. Προκειμένου να συνεχίζουν να δανείζονται μεγάλα ποσά και να καλύψουν τις μοχλευμένες θέσεις τους, τράπεζες και επενδυτικές επιχειρήσεις πουλούσαν τοξικά χρηματοοικονομικά προϊόντα ως επενδυτικές επιλογές ασφαλούς απόδοσης με υψηλό πιστοληπτικό βαθμό. Αντίστοιχα οίκοι αξιολόγησης των εν λόγω προϊόντων τα χαρακτήριζαν με υψηλούς βαθμούς προκειμένου να μη χάσουν τα συμβόλαια των τραπεζών και εταιρειών που εξέδιδαν τα τοξικά επενδυτικά προϊόντα. Καθώς πολλά από αυτά τα προϊόντα βασίζονταν στην αποπληρωμή στεγαστικών δανείων, όταν κατέρρευσε η

φούσκα στη στεγαστική αγορά κατέρρευσαν με της σειρά τους και τα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα , προκαλώντας μια κρίση άνευ προηγουμένου. Οι επενδυτές που κατείχαν τα τοξικά προϊόντα σε πολλές περιπτώσεις δεν γνώριζαν καν πάνω σε τι βασίζονταν.

Κατόπιν των παραπάνω καθίσταται αντιληπτή η ανάγκη ύπαρξης ενός εποπτικού πλαισίου καθώς και ρυθμιστικών αρχών, προκειμένου να προστατεύεται ο επενδυτής από την εξαπάτηση, αλλά και ολόκληρη η οικονομία και η εύρυθμη λειτουργία της. Τα αποτελέσματα της ορθής προστασίας του επενδυτή γίνονται καλύτερα αντιληπτά, αν αναλογιστεί κανείς ότι το κραχ του 1930 και η ένδεια που ακολούθησε στους απλούς πολίτες, είχε σύμφωνα με αρκετούς αναλυτές σαν επίπτωση τον Β΄ παγκόσμιο πόλεμο.

2. Η ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Είναι φυσικά αυτονόητο ότι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων ελλοχεύει σοβαρούς κινδύνους δεδομένης της αστάθειας του περιβάλλοντος των κεφαλαιαγορών και της αδυναμίας πραγματοποίησης προγνώσεων για το μέλλον, με αποτέλεσμα η ύπαρξη ενός θεσμικού πλαισίου παροχής κάθε είδους επενδυτικών υπηρεσιών να καθίσταται επιτακτική τόσο για την εύρυθμη λειτουργία και ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς όσο και για την προστασία των συμφερόντων του επενδυτικού κοινού. Έτσι, σε ευρωπαϊκό επίπεδο το Μάιο του 1993 έπειτα από απόφαση του αρμόδιου συμβουλίου ψηφίστηκε ως Οδηγία της Ε.Ε, η ευρύτερα γνωστή ως ISD (Investment Services Directive)¹. Η συγκεκριμένη Οδηγία είχε να κάνει με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών και αυτό που πέτυχε ουσιαστικά είναι η απελευθέρωση των κινητών αξιών στα χρηματιστήρια και τις αγορές χρηματοοικονομικών μέσων για τις επιχειρήσεις που παρείχαν

¹ Βλ. Οδηγία 93/22/ ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών. Να σημειωθεί ότι η ανάγκη ενοποίησης και διεύρυνσης των εθνικών κεφαλαιαγορών και εναρμόνισης των όρων προσφοράς κεφαλαίου σε ευρωπαϊκό επίπεδο διαπιστώθηκε για πρώτη φορά το 1966 από μία επιτροπή σοφών που συγκροτήθηκε από την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων. Η Επιτροπή αυτή συνέταξε έκθεση, γνωστή ως έκθεση Segre, η οποία έθεσε ως στόχο τη δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Δέκα χρόνια αργότερα εκδίδεται Σύσταση της Επιτροπής με αριθμό 77/ 534/ ΕΟΚ «περί καθιέρωσης ευρωπαϊκού κώδικα συμπεριφοράς όσον αφορά τις συναλλαγές στον τομέα των κινητών αξιών». Σχετικά με τις επιχειρήσεις επενδύσεων η Σύσταση καθιερώνει ως «γενικές αρχές» συμπεριφοράς αφενός την πληροφόρηση των επενδυτών και αφετέρου την προστασία των συμφερόντων τους. Βλ. Καραγκουνίδη Α, Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των Επενδυτικών Υπηρεσιών, εκδόσεις Σάκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2007, σελ. 133-136.

αντίστοιχες επενδυτικές υπηρεσίες στα κράτη μέλη τους. Η παραπάνω οδηγία ενσωματώθηκε στην ημεδαπή νομοθεσία, τον Απρίλιο του 1996 με το νόμο 2396/96 «Επενδυτικές Υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των ΕΠΕΥ και των πιστωτικών ιδρυμάτων και άυλες μετοχές» (ΦΕΚ Α/73/30-04-1996) και έδωσε νέες επενδυτικές επιλογές στον ιδιώτη και τις επιχειρήσεις. Σημείο όπου επίσης δόθηκε προσοχή μέσα από την Οδηγία ISD υπήρξε η εξασφάλιση της επάρκειας των κεφαλαίων των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών καθώς και των τραπεζών. Για να επιτευχθεί ο παραπάνω στόχος ο νόμος προέβλεπε εποπτεία των ιδρυμάτων για τυχόν μεγάλα επενδυτικά ανοίγματα και μείωση του πιστωτικού κινδύνου μέσα από μια σειρά μέτρων για την μείωση ξεχωριστά των κινδύνων θέσης, ισοτιμίας συναλλαγών και διακανονισμού του αντισυμβαλλόμενου. Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να τονισθεί ότι, Υποκείμενα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών είναι κατεξοχήν σύμφωνα με το άρθρο 4 του Νόμου 2396/96 οι Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ). Ως ΕΠΕΥ χαρακτηρίζονται, ειδικότερα, οι πάσης φύσης επιχειρήσεις, με φορείς φυσικά ή νομικά πρόσωπα, που παρέχουν κατ' επάγγελμα σε τρίτους μία ή περισσότερες κύριες επενδυτικές υπηρεσίες, συνιστάμενες σε λήψη και διαβίβαση ή εκτέλεση επενδυτικών εντολών τρίτων σε κινητές αξίες και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε αγοραπωλησία τίτλων προς ίδιο λογαριασμό, σε διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών κατ' εντολή τους και σε αναδοχή της έκδοσης ή και της διάθεσης τίτλων².

Το 1997, κυρώθηκε στο εθνικό δίκαιο με Υπουργική Απόφαση ο Κώδικας Δεοντολογίας που διέπει τις ΕΠΕΥ (ΚΔΕΠΕΥ). Ο Κώδικας αναφέρεται στους κανόνες συμπεριφοράς των συγκεκριμένων συναλλαγών έχοντας τους ίδιους σκοπούς που έχει και σήμερα χωρίς όμως να υποχρεώνει ουσιαστικά τους φορείς αλλά αποτελώντας περισσότερο το ιδανικό πλαίσιο διευθέτησης συναλλαγών. Πρέπει να σημειωθεί πως ο Κώδικας δεν ήταν ακριβώς ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις καθώς εξαρτιόταν από το είδος των παρεχόμενων υπηρεσιών και τον τύπο του ιδρύματος

² Αξίζει πάντως να τονισθεί ότι, πλην των ΕΠΕΥ, επενδυτικές υπηρεσίες παρέχουν σήμερα και τα πιστωτικά ιδρύματα-τράπεζες καθώς σύμφωνα με το άρθρο 8 του μεταγενέστερου Νόμου 3606/ 20079 «...η καθ' οιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα επιτρέπεται μόνο στις ΑΕΠΕΥ και στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις ΑΕΕΔ και στις ΑΕΔΑΚ, κατά τις διακρίσεις που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και την άδεια λειτουργίας τους».

(ΕΠΕΥ, χρηματοπιστωτικό, ανώνυμη χρηματιστηριακή, κ.α.)³. Πιο συγκεκριμένα ο Κώδικας είχε σκοπό να ωθήσει τις ΕΠΕΥ ώστε:

- * Να λάβουν κάθε ενδεικνυόμενο μέτρο και να ενεργούν κατά τέτοιο τρόπο κατά την άσκηση της δραστηριότητας τους που να προστατεύει τα συμφέροντα των πελατών και να διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς.
- * Να χρησιμοποιούν αποτελεσματικότερα του πόρους, τις διαδικασίες και μεθόδους που είναι απαραίτητες για την ολοκλήρωση των δραστηριοτήτων τους.
- * Να ενημερώνονται επαρκώς σχετικά με την οικονομική κατάσταση, τους στόχους και την εμπειρία των πελατών τους στον τομέα των επενδύσεων έτσι ώστε να μπορέσουν να τους παρέχουν κατάλληλες επενδυτικές συμβουλές.
- * Κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων να γνωστοποιούνται όλες οι απαραίτητες πληροφορίες προς τον πελάτη.
- * Να αποτρέπουν οποιασδήποτε μορφής σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στις ίδιες τις εταιρείες και τους πελάτες.
- * Να εξασφαλίζεται ίση μεταχείριση προς όλους τους πελάτες.
- * Να μην ξεφεύγουν από τα πλαίσια της ισχύουσας νομοθεσίας που ρυθμίζει την άσκηση των δραστηριοτήτων τους προκειμένου να προστατευτούν τα συμφέροντα των πελατών και να εξασφαλισθεί η ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Αντίστοιχος Κώδικας Δεοντολογίας εισήχθη στην Ελλάδα και για τις τράπεζες ύστερα από απόφαση που πάρθηκε από την Ελληνική Ένωση Τραπεζών καθώς, εφόσον λειτουργούσαν ως ΕΠΕΥ όφειλαν να ακολουθούν τους ίδιους κανόνες χωρίς όμως βέβαια αυτοί να ήταν δεσμευτικοί. Εν συνεχεία και αφού την Οδηγία ISD είχε υποστεί μια αναθεώρηση που οδήγησε στην Οδηγία ISD II, παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση στον αριθμό των επενδυτών η οποία δημιούργησε την ανάγκη δημιουργίας περισσότερων χρηματοοικονομικών μέσων και υπηρεσιών ώστε να υπάρξουν περισσότερες δυνατότητες επένδυσης. Με τη συγκεκριμένη αύξηση δημιουργήθηκε

³ Αξιοσημείωτο είναι ότι, στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον παρατηρείται ολοένα και εντονότερη η θέσπιση και η χρήση Κωδίκων Δεοντολογίας σε πλήθος τομέων δραστηριότητας τόσο σε διεθνές όσο και σε εθνικό επίπεδο. Είναι σημαντικό να τονισθεί ότι, οι κανόνες κάποιου κώδικα δεοντολογίας, δεδομένου ότι προέρχονται από τους ίδιους τους επαγγελματίες του συγκεκριμένου κλάδου, μπορούν να αναθεωρούνται ευκολότερα, ενόσω, έχουν τη δυνατότητα να εκφράζουν και να εξειδικεύουν με τρόπο εύληπτο και απλό τις εκάστοτε νομικές υποχρεώσεις των μερών, προερχόμενες είτε από τον εθνικό είτε από τον Ενωσιακό νομοθέτη. Βλ. αναλυτικά Λιβαδά, Κώδικες Δεοντολογίας του χρηματοοικονομικού τομέα. Νομική φύση και λειτουργία, εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή 2005.

και η ανάγκη παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών που οδήγησε στην ανάπτυξη των ΕΠΕΥ αλλά έκανε και επιτακτική την ανάγκη θέσπισης νόμων και θεσμών που θα ορίζουν με σαφήνεια τις αρμοδιότητες και τις υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ και των τραπεζών ως προς του ιδιώτες και επαγγελματίες επενδυτές⁴.

Εξαιτίας λοιπόν των ταχύτατα αναπτυσσόμενων νέων αναγκών, το 2004, έγινε νέα αναδιάρθρωση στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που οδήγησε στη σημερινή Οδηγία MIFID (Markets in financial instruments directive)⁵ η οποία επεκτείνει ουσιαστικά την Οδηγία ISD και σε ότι αφορά τον επενδυτή ορίζει νέα πληθώρα επενδυτικών υπηρεσιών και θέτει τους κανόνες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών έτσι ώστε να διασφαλίζεται η προστασία του ιδιώτη και ιδιαίτερα των μικροεπενδυτών⁶. Ως κύριες επενδυτικές υπηρεσίες κατηγοριοποιούνται οι εξής παρακάτω:

- i) Η λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό των πελατών για κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα.
- ii) Η εκτέλεση των εντολών των πελατών η οποία συνιστάται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό τους.
- iii) Η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό η οποία συνίσταται στη διαπραγμάτευση από ΕΠΕΥ με κεφάλαιά της, ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για συναλλαγή επ' αυτών.
- iv) Η διαχείριση χαρτοφυλακίων η οποία συνίσταται στη διαχείριση, κατά τη διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ, χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.
- v) Η παροχή επενδυτικών συμβουλών, δηλαδή η προσωπική παροχή συμβουλών σε πελάτη, είτε κατόπιν αιτήσεως του είτε με πρωτοβουλία

⁴ Γαλιάτσος Κώστας (2008) Επενδυτικές Υπηρεσίες: Παροχή επενδυτικών συμβουλών σε κινητές αξίες. Ελληνική Ένωση Τραπεζών

⁵ Πρόκειται για την Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία είναι ευρέως γνωστή ως MiFID και με την οποία τροποποιήθηκαν οι Οδηγίες 85/611/EOK και 93/6/EOK του Συμβουλίου και 2000/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, ενώ ταυτόχρονα, καταργήθηκε η Οδηγία 93/22/EOK του Συμβουλίου.

⁶ Θεσπίστηκε ο Νόμος 3606/2007 για τις «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις», προς εναρμόνιση της ελληνικής νομοθεσίας με την ευρωπαϊκή και ειδικότερα με την υπ' αριθμόν 2004/39/EK Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

της ΕΠΕΥ, σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα.

- vi) Η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης.
- vii) Η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης.
- viii) Η λειτουργία πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ).

3. ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΛΗΨΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Τόσο οι ιδιώτες όσο και οι επαγγελματίες επενδυτές και οι επενδυτικές εταιρείες, προκειμένου να αποφασίσουν αν θα προχωρήσουν σε μια επένδυση αλλά επιπλέον και σε ποια εταιρεία ή κλάδο θα επενδύσουν χρειάζονται πληροφορίες βάσει των οποίων θα αξιολογήσουν τις προσφερόμενες επιλογές επενδύσεων. Οι δημόσιες πληροφορίες λοιπόν, ήτοι οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών (σύμφωνα με τα ΔΛΠ⁷ οι οικονομικές καταστάσεις περιλαμβάνουν: τον ισολογισμό, την κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης, την κατάσταση αποτελεσμάτων, την κατάσταση ενοποιημένων εισοδημάτων, την κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων, την κατάσταση ταμειακών ροών και τις σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων) αποτελούν τη βασική πηγή πληροφόρησης των επίδοξων επενδυτών. Μέσω αυτής της πληροφόρησης ο επενδυτής αναλύει τα στοιχεία της εταιρείας και σε συνδυασμό με τα μακροοικονομικά δεδομένα, συναινεί ή απορρίπτει την ενδεχόμενη επένδυση. Ως εκ τούτου καθίσταται σαφές ότι τυχόν μη ακριβή δημοσιευμένα δεδομένα (είτε από δόλο είτε από ανθρώπινο σφάλμα) δύναται να οδηγήσουν σε λάθος χρηματοοικονομικές αποφάσεις και σε απώλεια του ποσού της επένδυσης.

Τις τελευταίες δεκαετίες ο οικονομικός κόσμος έχει γνωρίσει μια πληθώρα κρίσεων (χρηματιστηριακές κρίσεις, κρίσεις στην αγορά ακινήτων, δημοσίου χρέους κλπ) ορισμένες από τις οποίες είχαν τη προέλευσή τους σε οικονομικά σκάνδαλα. Η παραποίηση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων οδήγησε πολλούς

⁷ Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Εκδόθηκαν από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων τη περίοδο 1973-2001 και μετανομάστηκαν σε Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. <https://el.wikipedia.org/wiki/>

επενδυτές σε απώλεια των χρημάτων που επένδυσαν και αρκετές φορές στην απώλεια ολόκληρης της περιουσίας τους. Στο πρόσφατο παρελθόν υπήρξαν πολλές εταιρίες οι οποίες ενεπλάκησαν σε λογιστικές απάτες και σκάνδαλα, εξαιτίας των οποίων χιλιάδες επενδυτές υπέστησαν οικονομικές ζημιές. Παρακάτω θα δούμε ορισμένες ενδεικτικές περιπτώσεις τέτοιων λογιστικών αυθαιρεσιών, τις αιτίες και τις επιπτώσεις που προξένησαν στον οικονομικό κόσμο, καθώς επίσης και τα μέτρα που ελήφθησαν έκτοτε με σκοπό την προστασία των επενδυτών.

4. ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

Οικονομικά σκάνδαλα που οδήγησαν σε νομοθετικές παρεμβάσεις προστασίας των επενδυτών

4.1.Η Περίπτωση της Lehman Brothers

Πρόσφατα, τα ελληνικά πολιτικά δικαστήρια απασχόλησαν αγωγές που άσκησαν πελάτες πιστωτικών ιδρυμάτων, αξιώνοντας αποζημιώσεις λόγω αστικής ευθύνης των εναγομένων τραπεζών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και συγκεκριμένα επενδυτικών συμβουλών. Στις επίμαχες περιπτώσεις, οι ενάγοντες, βασιζόμενοι στις συμβουλές έμπειρων τραπεζικών στελεχών, τοποθέτησαν κεφάλαια σε τίτλους της αμερικάνικης τράπεζας Lehman Brothers. Με την κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού χιλιάδες επενδυτές έχασαν τα κεφάλαια που είχαν τοποθετήσει σε επενδυτικά προϊόντα της εν λόγω αμερικανικής τράπεζας, η αξία των οποίων κατ' ουσίαν εκμηδενίστηκε⁸.

Ειδικότερα, στις 15/09/2008 η επενδυτική τράπεζα Lehman Brothers κατέθεσε αίτηση χρεοκοπίας και αποτέλεσε ένα από τα μεγαλύτερα οικονομικά σκάνδαλα στην ιστορία πυροδοτώντας αλυσιδωτές αντιδράσεις σε όλη την υφήλιο. Η χρηματοπιστωτική κρίσης της οποίας τα αποτελέσματα βιώνουμε μέχρι και σήμερα είχε την αφετηρία της σε αυτό το σκάνδαλο, του οποίου τις αιτίες, τις επιπτώσεις καθώς και τα μέτρα που ελήφθησαν για τη προστασία του επενδυτή από ανάλογα οικονομικά σκάνδαλα θα τα μελετήσουμε παρακάτω.

Η Lehman Brothers ιδρύθηκε το 1850⁹ από τρία αδέρφια, γερμανούς μετανάστες, τους Henry, Emanuel και Mayer Lehman στο Μοντογκόμερι της Αλαμπάμα. Κύριο αντικείμενο της επιχειρήσεως τους αποτελούσε η αποδοχή βαμβακιού ως πληρωμής και η μεταπώλησή του. Η εταιρεία διοικείτο από την οικογένεια Lehman έως και το 1969, όταν και απεβίωσε ο Robert Lehman και έκτοτε η επιχείρηση διοικείται από τρίτους. Μετά το πέρας του αμερικανικού εμφυλίου πολέμου η επιχείρηση μετέφερε

⁸ Αξίζει να τονισθεί ότι σε όλες τις αποφάσεις που εκδόθηκαν από τα Ελληνικά δικαστήρια γίνεται επίκληση του ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου περί προστασίας των καταναλωτών ήτοι του Ν. 2251/1994 και ιδίως του άρθρου 8 του Ν. 2251/1994 περί ευθύνης του παρόχου υπηρεσιών.

⁹ Στην πραγματικότητα το 1844 ο Henry Lehman ανοίγει ένα κατάστημα εμπορίας ξηρών αγαθών με την ονομασία H.Lehman. Στη συνέχεια το 1847 καταφθάνει στις ΗΠΑ ο δεύτερος αδελφός Emanuel και το κατάστημα μετονομάζεται σε H.Lehman and Bro. Τελικά το 1850 με την έλευση και του τρίτου αδελφού Mayer η μικρή επιχείρηση μετονομάζεται σε Lehman Brothers. <<History of the Lehman Brothers>>, Harvard University Library.

την έδρα της στη Νέα Υόρκη, και το 1887 εισήχθη στο χρηματιστήριο αξιών της πόλης. Είχε προηγηθεί η είσοδος στο τομέα της επενδυτικής τραπεζικής στα τέλη του 1880. Κατά τη διάρκεια ζωής της, η εταιρεία πέρασε μια σειρά συγχωνεύσεων και διαχωρισμών με άλλες εταιρείες¹⁰, μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 90 οπότε και η εταιρεία έκανε δημόσια προσφορά¹¹ και παρέμεινε ανεξάρτητη μέχρι τη πτώση της. Κύριο αντικείμενο της υπήρξε η αγοροπωλησία μετοχών, χρεογράφων σταθερής απόδοσης, η επενδυτική τραπεζική, οι χρηματιστηριακές πράξεις κλπ. Υπήρξε η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα στις ΗΠΑ όσο αφορά την κατηγορία της επένδυσης, ενώ έως τη πτώση της είχε παγκόσμια παρουσία και ένα δίκτυο 25.000 εργαζομένων σε όλη την υφήλιο.

Τα αίτια της χρεοκοπίας της Lehman Brothers ξεκινούν αρκετά χρόνια νωρίτερα από το 2008. Εφαπτήριο θεωρούνται τα έτη 2003-2004 κατά τα οποία η φούσκα των ακινήτων στις ΗΠΑ (US housing bubble¹²) βρισκόταν σε πλήρη εξέλιξη. Εκείνη τη περίοδο η Lehman Brothers προχώρησε στην εξαγορά πέντε εταιρειών με αντικείμενο τη παροχή δανείων για εξαγορά ακινήτων με υποθήκες (mortgage lenders), συμπεριλαμβανομένων των BNC Mortgage και Aurora Loan Services οι οποίες ήταν δανειστές χαμηλών διασφαλίσεων (subprime lenders¹³) εξειδικευμένοι μάλιστα στη παροχή μιας κατηγορίας δανείων (Alt-A) που δίνονταν χωρίς γραφειοκρατία και έρευνα σχετικά με την οικονομική κατάσταση του δανειολήπτη (βλ. Πίνακα 1). Αρχικά φαινόταν ότι οι επενδύσεις της Lehman Brothers ήταν σωστές, καθώς οι νεοαποκτηθείσες εταιρείες σε συνδυασμό με τη γενική ανοδική τάση που υπήρχε στην αγορά ακινήτων, συνετέλεσαν σε έσοδα ρεκόρ για τη Lehman Brothers (στο τομέα των ακινήτων) καθώς και στην άνοδο της τιμής της μετοχής της κατά 56% μέσα σε μια διετία (2004-2006). Είναι ενδεικτικό το γεγονός ότι η εταιρεία

¹⁰ <https://blog.oup.com/2013/09/lehman-brothers-decline-bankruptcy>

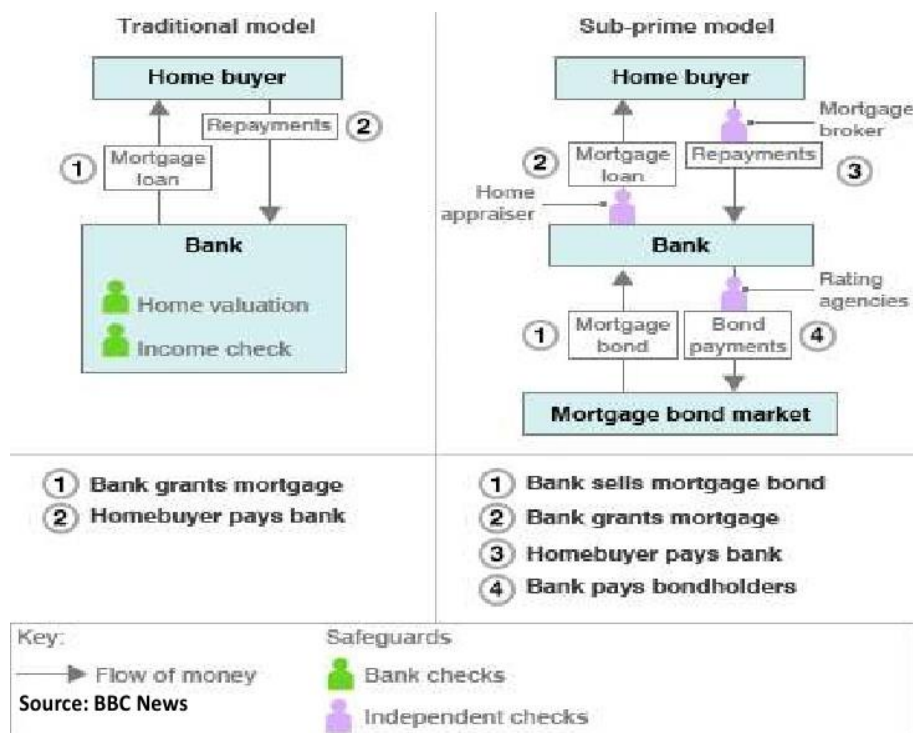
¹¹ Δημόσια προσφορά ή public offer, λέγεται όταν μια ιδιωτική εταιρεία προβαίνει σε αρχική δημόσια προσφορά (IPO or initial public offer) με σκοπό να συγκεντρώσει επιπλέον κεφάλαια και να αναπτυχθεί περαιτέρω, χάνοντας βέβαια κατά αυτό τον τρόπο ο ιδιώτης επιχειρηματίας μέρος του ελέγχου της επιχειρήσεως <http://www.investopedia.com/ask/answers/04/061704.asp>

¹² Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων θεωρείται ότι ήταν ακόλουθο της φούσκας των εταιρειών του ίντερνετ (dotcom bubble) που αναφέρθηκε προηγουμένως. Καθώς οι τιμές των μετοχών των εταιρειών πληροφορικής κατέρρεαν το 2000, οι επενδυτές αναζητούσαν μια άλλη αγορά για να επενδύσουν τα χρήματά τους και να εξασφαλίσουν προσοδοφόρες αποδόσεις. Κατά αυτό τον τρόπο στράφηκαν στα ακίνητα, όπου ο συνδυασμός μεγάλης ζήτησης, περιορισμένης προσφοράς ακινήτων, χαμηλών επιτοκίων (άρα και ρευστότητας) και ελαχίστων προϋποθέσεων για λήψη δανείων οδήγησαν τα επόμενα έτη στη φούσκα των τιμών των ακινήτων η οποία διήρκεσε έως τα μέσα της δεκαετίας των 00. http://www.investopedia.com/terms/h/housing_bubble.asp

¹³ Είδος δανειστή που εξειδικεύεται στη παροχή δανείων σε δανειολήπτες με αμαυρωμένο πιστωτικό μητρώο (η αντίστοιχη στην Ελλάδα λίστα του Τειρεσία) ή άνευ πιστωτικού ιστορικού. <http://www.investopedia.com/terms/s/subprimelender.asp>

παρουσίασε αύξηση κατά 10% στα αξιόγραφα με βάση υποθήκες που πουλούσε (συνολικά δημιούργησε αξιόγραφα ύψους 146 δις δολαρίων) το 2006 σε σχέση με το 2005. Επιπλέον στο διάστημα 2005-2007 τα κέρδη που δημοσιοποιούσε παρουσίαζαν κάθε έτος νέο ρεκόρ, και το 2007 που αποτέλεσε το αποκορύφωμα η Lehman Brothers είχε τζίρο 19,3 δις δολάρια και καθαρά κέρδη 4,2 δις δολάρια.

Πίνακας 1



4.1.1. Οι λόγοι που οδήγησαν στην χρεοκοπία

Στο κομμάτι αυτό θα δούμε τα κύρια αίτια και τις δυσμενείς συνθήκες της αγοράς, οι οποίες σε συνδυασμό με κάποιους λανθασμένους χειρισμούς εκ μέρους της διοίκησης οδήγησαν στη χρεοκοπία.

- **Μόγλευση.** Με την είσοδο της Lehman Brothers στην αγορά των ακινήτων που ήταν σε άνθηση, η διοίκηση θέλησε να εκμεταλλευτεί το έντονα ανοδικό ρεύμα και ρευστότητα που επικρατούσε στην αγορά για να μεγιστοποιήσει τις αποδόσεις της. Για αυτό το λόγο επέλεξε μια πάγια στρατηγική των

επιχειρήσεων που ορίζει το δανεισμό κεφαλαίων (επισημαίνεται η ιδιαίτερα υψηλή ρευστότητα που όπως προαναφέρθηκε κατέκλυζε την αγορά ακινήτων μετά τη φούσκα του dotcom) ώστε να επενδυθούν σε αξίες των οποίων οι τιμές πρόκειται να ανέβουν. Ωστόσο η υπερβολική μόχλευση σε συνδυασμό με μειούμενη συνολική απόδοση της εταιρείας μπορεί να οδηγήσει σε χρεοκοπία, όπως συνέβη και στη περίπτωση της Lehman Brothers. Είναι ενδεικτικό ότι ο δείκτης συνόλου ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια (total assets to shareholders equity ratio)¹⁴ έφτασε το 2007 στη τιμή 32¹⁵ κάτι που σημαίνει ότι για κάθε ένα δολάριο που είχαν καταβάλλει οι μέτοχοι υπήρχαν άλλα 32 δολάρια σε δανειακές υποχρεώσεις.

- **Ρευστότητα.** Στα χρόνια της ακμής της Lehman Brothers και της φούσκας της αγοράς ακινήτων η ύπαρξη της αυξημένης ρευστότητας που προαναφέρθηκε τροφοδοτούσε τόσο τα κέρδη όσο και το κύριο αντικείμενο της επενδυτικής τράπεζας, αυτό των τίτλων που βασίζονταν στα ακίνητα. Καθώς στις αρχές του 2007 ξεσπούσε η πιστωτική κρίση, η οποία θα κορυφωνόταν το καλοκαίρι, οι χρεοκοπίες στα ενυπόθηκα δάνεια χαμηλής διασφάλισης άγγιζαν τα υψηλά επίπεδα των τελευταίων επτά ετών. Ως συνέπεια, και παρά το γεγονός ότι το πρώτο τρίμηνο του 2007 η μετοχή της Lehman Brothers έφτασε στο ιστορικό υψηλό των 86,18 δολαρίων προσφέροντας στην εταιρεία κεφαλαιοποίηση ύψους περίπου 60 δις, οι πιέσεις των προϊόντων που διατηρούσε η τράπεζα στο ενεργητικό της και η αδυναμία πώλησης νέων αξιόγραφων άρχισαν να προκαλούν οικονομική ασφυξία.
- **Απώλειες.** Η υψηλή μόχλευση της Lehman Brothers αποτελούσε όπως είπαμε ένα σημαντικό μειονέκτημα σε μια ενδεχόμενη αρνητική συγκυρία. Η κρίση του 2007 με την άνοδο των επιτοκίων, τη πτώση των πληθωρισμένων τιμών των ακινήτων και η ραγδαία άνοδος των χρεοκοπιών των ενυπόθηκων δανείων που δεν είχαν εγγυήσεις (collateral) ώστε στη χειρότερη περίπτωση

¹⁴ Ο δείκτης παρουσιάζει τη σχέση των ιδίων προς τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος και πάνω από τη μονάδα είναι ο δείκτης, τόσο πιο υπερχρεωμένη είναι η επιχείρηση. Σύμφωνα δε με τους Modigliani & Miller ο αυξανόμενος κίνδυνος για τα ξένα κεφάλαια μέσω της συνεχιζόμενης μόχλευσης (trading on the equity) δύναται να αντιστρέψει την ευεργετική για τα ίδια κεφάλαια, σχέση κόστους και απόδοσης. Κάντζος Κ. (2002) Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, σελ. 127-131.

¹⁵ <http://financials.morningstar.com/direct/ratios/r.html?t=XMEX:LEM®ion=mex&culture=en-US&productcode=MLE&cur=>

να συγκρατηθούν οι ζημιές σε ένα επίπεδο, οδήγησαν σε υψηλές απώλειες που έφτασαν τα 6,5 δις δολάρια.

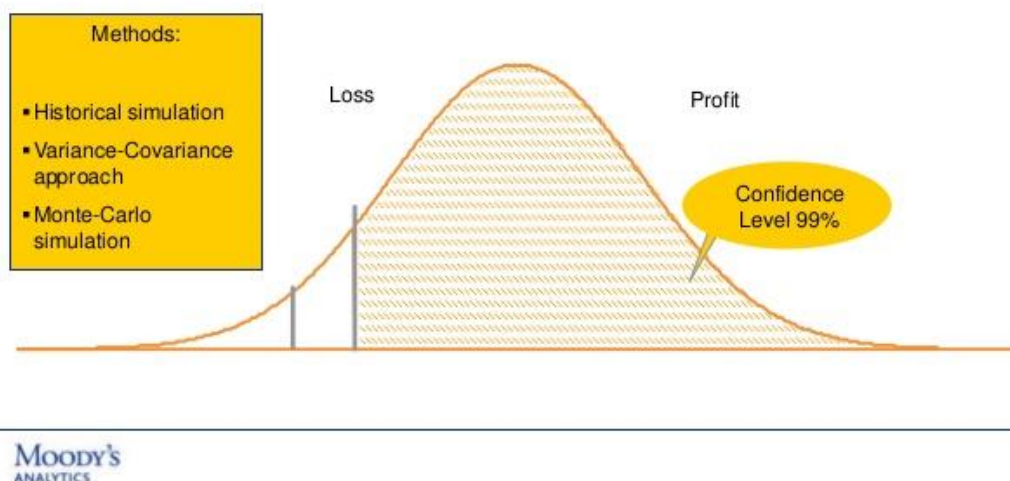
- **Εσφαλμένη εκτίμηση κινδύνου.** Η διοίκηση της εταιρείας αναγνωρίζοντας τους κινδύνους από τη μεγάλη έκθεση της εταιρείας σε δανειακά προϊόντα μειωμένης εξασφάλισης και θέλοντας να αποφύγει να έχει παρόμοια μοίρα με την Bear Sterns που είχε ήδη χρεοκοπήσει, προσπάθησαν να εφαρμόσουν μια διαχείριση προσανατολισμένη στη διαχείριση κινδύνου σε κάθε επίπεδο της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό έλαβαν μια σειρά από μέτρα, κυρίως όμως βασίστηκαν σε ένα σύστημα, το επονομαζόμενο VAR¹⁶ (βλ. Πίνακας 2) για τη μέτρηση του δανείων που ήταν σε κίνδυνο χρεοκοπίας. Ωστόσο η μέθοδος αυτή γινόταν με επίπεδο εμπιστοσύνης 99% οπότε υπολόγιζε την συνολική αξία που ήταν σε κίνδυνο για το 99% των περιπτώσεων. Η διοίκηση είχε οδηγηθεί να πιστεύει ότι το εναπομείναν 1% δεν είχε ουσιώδη σημασία. Παρόλα αυτά καθώς το VAR υπολογιζόταν βασιζόμενο στις ημερήσιες αλλαγές των τιμών το 1% αποτελούσε ένα σημαντικό ποσό, ιδιαίτερα αν αναλογιστεί κανείς το μέγεθος της Lehman Brothers. Επιπλέον πρέπει να τονισθεί και το γεγονός ότι η μέθοδος έχει το μειονέκτημα να βασίζεται μεταβλητότητα (volatility) των αξιόγραφων που αξιολογεί. Γίνεται κατανοητό λοιπόν ότι σε εποχές ταραχών και κρίσεων η μεταβλητότητα στις αγορές είναι ιδιαίτερα υψηλή με συνέπεια ο κίνδυνος να ανεβαίνει εκθετικά. Κάτι τέτοιο συνέβη και στη περίπτωση της Lehman Brothers και ο συνδυασμός της μεγάλης κρίσης, της υπερμόχλευσης και του κινδύνου που ανέβηκε απότομα συνέθεσαν ένα σκηνικό τέλεια καταιγίδας.
- **Τοξικά προϊόντα.** Ένα μεγάλο μέρος των αξιόγραφων που εμπορευόταν η τράπεζα αφορούσε τοξικά ενυπόθηκα δάνεια, τα οποία είχαν δοθεί άνευ διασφαλίσεων και έρευνας σχετικά με τις οικονομικές δυνατότητες αποπληρωμής του δανειζόμενου. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα η τράπεζα να έχει στο ενεργητικό της περιουσιακά στοιχεία (assets) που ενώ στα βιβλία της είχαν μεγάλη αξία στη πραγματικότητα είχαν μηδαμινή.

¹⁶ VAR or Value At Risk στα ελληνικά αξία σε κίνδυνο. Πρόκειται για μια μέθοδο ανάλυσης που εξετάζει όλα τα πιθανά σενάρια, και καθορίζει κάτω από ποιές προϋποθέσεις είναι η αξία των δανείων σε κίνδυνο. Ο τύπος είναι ο εξής: προκαθορισμένη πιθανότητα= πιθανότητα $\{\Delta Pt \leq VaR\}$ όπου ΔPt συμβολίζει την αλλαγή στις τιμές της αγοράς σε μια περίοδο t. Οπότε τελικά το VAR είναι ένα ποσό στο οποίο, για μια συγκεκριμένη πιθανότητα, απώλειες ίσες ή μεγαλύτερες του VAR δύναται να προκύψουν. Stephen H. Penman (2011) Financial Statement Analysis and Security Valuation σελ.695.

Πίνακας 2

VaR What is Value at Risk (VaR)?

VaR is maximum amount of money that may be lost on a portfolio over a given period of time, with a level of confidence



4.1.2. Η λογιστική απάτη-Repo 105

Καθώς η πιστωτική κρίση εντεινόταν τη περίοδο 2007-2008 η Lehman Brothers βρέθηκε αντιμέτωπη με την επιτακτική ανάγκη να μειώσει την έκθεσή της στα τοξικά ενυπόθηκα δάνεια. Για το λόγο αυτό προχώρησε σε συμφωνίες επαναγοράς (Repos) τοξικών στοιχείων του ενεργητικού της με τράπεζες στις νήσους Κέιμαν, με την συμφωνία βέβαια ότι θα τα επαναγόραζαν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Κατά την ορθή λογιστική αντιμετώπιση των Repos, η τράπεζα οφείλει σύμφωνα με τους κανόνες της λογιστικής να καταγράψει τη συμφωνία ως δάνειο καθώς στην ουσία για κάτι τέτοιο πρόκειται. Στη περίπτωση της Lehman Brothers ωστόσο τα στοιχεία του ενεργητικού που λειτουργούν ως διασφάλιση της συμφωνίας δεν παρέμειναν στα βιβλία της τράπεζας όπως όφειλαν. Αντιθέτως η Lehman Brothers χρησιμοποίησε ένα τέχνασμα ώστε να παρακάμψει τη προβλεπόμενη διαδικασία. Κατά τη συμφωνία η Lehman Brothers εισέπραττε ελαφρώς λιγότερα χρήματα από την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της (ομόλογα, ενυπόθηκα δάνεια κλπ) που δίνονταν ως εγγύηση στον αντισυμβαλλόμενο. Το παραπάνω απεικονίζεται ευκρινέστερα μέσα

από το ακόλουθο παράδειγμα: εάν η Lehman Brothers είχε στη κατοχή της ένα ομόλογο αξίας 105\$ θα το πουλούσε στη συμφωνία Repo στην αξία των 100\$ (για αυτό το λόγο η απάτη ονομάστηκε και Repo 105 γιατί σε κάθε περίπτωση η τράπεζα εισέπραττε χρήματα για στοιχεία του ενεργητικού της τα οποία άξιζαν τουλάχιστον το 105% του ποσού που λάμβανε). Ο εν λόγω χειρισμός «επέτρεπε» στην Lehman Brothers να καταγράφει τη κίνηση στο σύστημά της ως πραγματική πώληση και όχι ως δανεισμό όπως όφειλε. Με τα χρήματα που λάμβανε από αυτές τις συμφωνίες αποπλήρωνε μέρος των υποχρεώσεων της και εν συνεχεία δανειζόταν νέα μεγαλύτερα ποσά για να αποπληρώσει τη συμφωνία Repo και να έχει ξανά στη κατοχή της τα στοιχεία του ενεργητικού που είχαν χρησιμοποιηθεί ως εγγύηση. Η τράπεζα χρησιμοποιούσε κατά το δοκούν αυτή τη τεχνική σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, όπως για παράδειγμα πριν την έκδοση των τριμηνιαίων οικονομικών αποτελεσμάτων, με στόχο να παρουσιάζει στα χαρτιά μια υγιέστερη εικόνα. Με αυτό τον τρόπο ξεγελούσε τόσο τους επενδυτές όσο και τους οίκους αξιολόγησης με μια πλαστή εικόνα υγείας της επιχείρησης. Πρέπει να τονισθεί ότι τα μεγέθη ήταν εξαιρετικά μεγάλα. Ενδεικτικά, στην έκθεση για το δεύτερο τρίμηνο του 2008 παρουσίασε μέσω της τεχνικής αυτής 50 δις δολάρια περισσότερα ως μετρητά και 50 δις δολάρια λιγότερα σε τοξικά στοιχεία του ενεργητικού.

4.1.3. Η πορεία προς την τελική πτώση

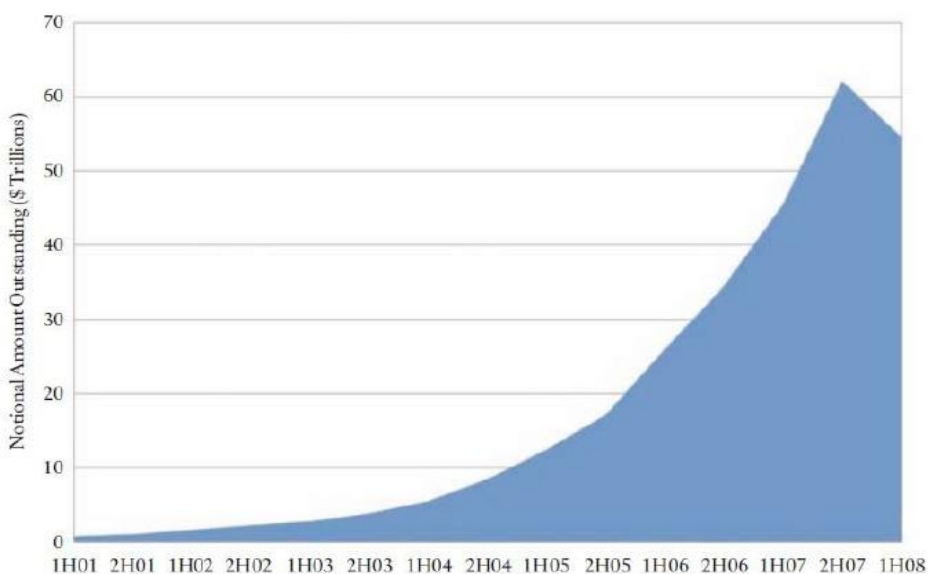
Τα παραπάνω αποτέλεσαν τα κύρια αλλά όχι τα μόνα αίτια που οδήγησαν σε πτώχευση την επενδυτική τράπεζα κολοσσό. Η τεράστια αύξηση της αγοράς των CDS¹⁷ (βλ. Πίνακας 3) που λειτούργησαν όχι μόνο ως εργαλεία αντιστάθμισης κινδύνου αλλά και ως στοιχήματα χρεοκοπίας, οι λανθασμένες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από τους οίκους αξιολόγησης, οι πολιτικές της κεντρικής τράπεζας κλπ συνετέλεσαν στην οικονομική ασφυξία και εν τέλει στη κατάρρευση της Lehman Brothers. Η διοίκηση της τράπεζας προσπάθησε να αντιδράσει και τον 8/2007 καθώς η πιστωτική κρίση εντεινόταν και η τιμή της μετοχής της βυθιζόταν, προχώρησε στον τερματισμό 2.500 θέσεων εργασίας στα ενυπόθηκα δάνεια, στο κλείσιμο της BNC Mortgage όπως επίσης και στο κλείσιμο των γραφείων σε τρεις

¹⁷ Credit Default Swaps αποτελούν ένα είδος παράγωγου χρηματοοικονομικού προϊόντος το οποίο δίνει τη δυνατότητα στον αγοραστή του, πραγματοποιώντας περιοδικές πληρωμές στον πωλητή του CDS να έχει το δικαίωμα αποζημίωσης στη περίπτωση πτώχευσης κάποιου τρίτου.

πολιτείες της Aurora Loan Services. Επίσης η διοίκηση προσέφυγε σε προσπάθειες εύρεσης συνεργατών ώστε να ξεφύγει από το τέλμα στο οποίο βρισκόταν. Το τέταρτο τρίμηνο του 2007 η μετοχή της Lehman Brothers ανακάμπτει προσωρινά, καθώς πρόσκαιρα οι διεθνείς αγορές φτάνουν σε νέα υψηλά, αλλά η διοίκηση της τράπεζας αγνοεί την ευκαιρία να μειώσει περαιτέρω την έκθεση της σε ενυπόθηκα δάνεια. Τον Απρίλιο του 2008 και ενώ είχε προηγηθεί νέα μεγάλη πτώση της μετοχής της (βλ. Πίνακα 4), η τράπεζα καταφέρνει να συγκεντρώσει περί τα 4 δις δολάρια μέσω έκδοσης προνομιούχων μετοχών. Ωστόσο στις 9/11/08 και ενώ τη πρώτη εβδομάδα του Σεπτεμβρίου η μετοχή της Lehman Brothers είχε παρουσιάσει πτώση 77%, η Korea Development Bank ανακοίνωσε ότι σταματά τις διαπραγματεύσεις για συμμετοχή σε ένα κομμάτι της τράπεζας και η τιμή της μετοχής της κλείνει με πτώση 45% ενώ ταυτόχρονα τα CDS για τα δάνεια της τράπεζας παρουσιάζουν αύξηση 66%. Στις 10/11/08 ανακοινώνει ζημιές για τα τρία τρίμηνα του έτους, ύψους 3,9 δις δολαρίων, ενώ παράλληλα ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's ανακοινώνει ότι θα επανεξετάσει την κλίμακα βαθμολογίας της τράπεζας. Κατόπιν τούτων στις 11/9/08 η μετοχή της Lehman Brothers οδηγήθηκε σε πτώση 42%. Με τα χρηματικά διαθέσιμα της τράπεζας μόλις 1 δις στο τέλος της εβδομάδας, έγιναν κάποιες τελευταίες προσπάθειες να γίνει κάποια εξαγορά της μέσα στο σαββατοκύριακο που ακολούθησε. Ωστόσο καθώς αυτές δεν καρποφόρησαν η Lehman Brothers ανακοίνωσε τη Δευτέρα 15/09/08 χρεοκοπία.

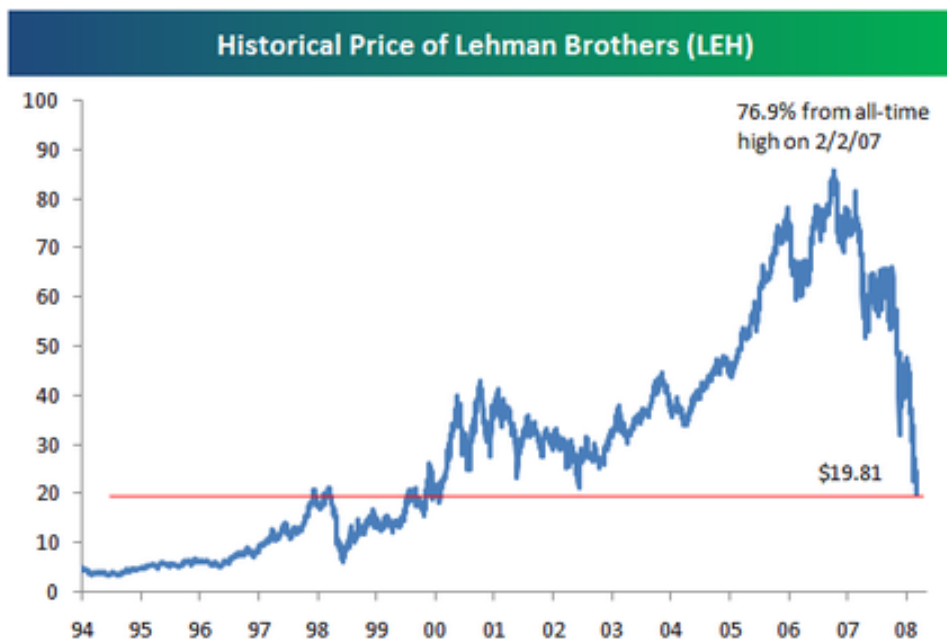
Πίνακας 3

FIGURE 6. THE GROWTH OF THE CDS MARKET



Data Source: ISDA.

Πίνακας 4



4.2. Η Περίπτωση Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Η πιστωτική κρίση του 2008 με τη κατάρρευση της Lehman Brothers και άλλων κολοσσών είχε τεράστιες συνέπειες σε μια πληθώρα τομέων. Οι μέτοχοι, οι καταθέτες, οι επενδυτές, η αγορά ακινήτων εν γένει καθώς και ολόκληρες οικονομίες δέχθηκαν ισχυρά πλήγματα από τις χρεοκοπίες και τη πιστωτική κρίση, η οποία εξαιτίας του παγκοσμιοποιημένου χαρακτήρα των αγορών και της ισχυρής αλληλεξάρτησης και αλληλεπίδρασης των οικονομιών κατέκλυσε άμεσα τις οικονομίες του κόσμου. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω και με τη θέληση να προστατέψουν επενδυτές αλλά και ολόκληρη την οικονομία από εμφάνιση ανάλογων φαινομένων η κυβέρνηση των ΗΠΑ υπό τη προεδρία του Μπαράκ Ομπάμα προχώρησε στις 25/06/10 στη ψήφιση της νομοθετικής ρύθμισης Dodd-Frank Act που σκοπό είχε να προστατέψει τους επενδυτές και να εξαλείψει τις στρεβλώσεις που οδήγησαν στη φούσκα και τελικά την πιστωτική κρίση. Παρακάτω θα δούμε συνοπτικά τα κύρια σημεία και δράσεις της νομοθεσίας στις ΗΠΑ.

- **Επίβλεψη της χρηματιστηριακής αγοράς.** Για το λόγο αυτό θεσπίζεται ο ημι-δημόσιος οργανισμός με την ονομασία Δημόσιο Συμβούλιο Επίβλεψης Λογιστικών Αρχών με σκοπό την έγκαιρη αναγνώριση κινδύνων που δύναται να επηρεάσουν την οικονομική βιομηχανία καθώς και την επίβλεψη του συνόλου των οικονομικών εταιρειών πέρα των επιχειρήσεων και των τραπεζών (πχ τα hedge funds και οι οίκοι αξιολόγησης). Επιπλέον προβλέπει την επίβλεψη από τη κεντρική τράπεζα (Federal Reserve) κάθε οργανισμού που μπορεί να θεωρηθεί ως συστημικός για χρεοκοπία (too big to fail). Στη περίπτωση που κάποιος οργανισμός μεγαλώσει υπερβολικά η κεντρική τράπεζα έχει το δικαίωμα να απαιτήσει να αυξήσει τα αποθεματικά ασφαλείας του ώστε να αποφευχθούν οι αρνητικές επιπτώσεις μιας χρεοκοπίας.
- **Απαγόρευση, χρησιμοποίηση των κεφαλαίων των καταθετών για κερδοσκοπικά παιχνίδια.** Με τον επονομαζόμενο κανόνα Volcker¹⁸ απαγορεύεται στις τράπεζες να χρησιμοποιούν τις καταθέσεις που έχουν για τη χρηματοδότηση δικών τους ή ξένων hedge funds ώστε να δημιουργούν ίδια κέρδη. Επιτρέπει στις τράπεζες την χρησιμοποίηση hedge funds μόνο για λογαριασμό των πελατών τους και κατόπιν εντολής τους. Για τη πλήρη συμμόρφωση των τραπεζών με την ανωτέρω διάσταση του νόμου προβλέφθηκε περίοδος προσαρμογής 7 ετών.
- **Επιβολή κανονιστικών ρυθμίσεων στα χρηματοοικονομικά παράγωγα υψηλού κινδύνου.** Η νέα νομοθεσία ορίζει ότι τα πιο επικίνδυνα παράγωγα, όπως για παράδειγμα τα CDS (που όπως είδαμε παραπάνω έχουν χρησιμοποιηθεί επί της ουσίας ως εργαλεία στοιχηματισμού υπέρ της χρεοκοπίας μιας εταιρείας), θα πρέπει να ελέγχονται από αρμόδια όργανα. Ανάλογα με το τύπο του χρηματοοικονομικού παραγώγου, υπεύθυνοι για τη διευθέτηση και τον έλεγχό τους ορίζονται είτε η επιτροπή κεφαλαιαγοράς (SEC) είτε η επιτροπή παραγώγων (Commodity Futures Trading Commission). Σκοπός τους είναι η πρόληψη κρίσεων μέσω της έγκαιρης αναγνώρισης συσσώρευσης υπερβολικού κινδύνου στα εν λόγω παράγωγα. Καθορίζεται επιπλέον ότι θα πρέπει να δημιουργηθεί ένα οίκος εκκαθάρισης για την αγορά των παραγώγων, παρόμοιος με αυτόν που υπάρχει για τη χρηματιστηριακή αγορά. Κατά αυτό τον τρόπο θα διασφαλίζεται η διαφάνεια

¹⁸ Προτάθηκε αρχικά από τον πρώην πρόεδρο της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ Paul Volcker.
https://en.wikipedia.org/wiki/Volcker_Rule

των συναλλαγών που οδηγεί στη προστασία των επενδυτών. Η νομοθεσία αφήνει το έργο σύστασης του οίκου εκκαθάρισης στους μεταρρυθμιστές, οι οποίοι κατόπιν μελετών και διεθνών διαπραγματεύσεων θα καθορίσουν τον ακριβή τρόπο λειτουργίας και τις αρμοδιότητες του οίκου εκκαθάρισης.

- **Διαφάνεια επί των συναλλαγών των hedge funds**¹⁹. Ένα από τα κύρια αίτια της πιστωτικής κρίσης του 2008 ήταν το γεγονός ότι η μεγάλη πλειοψηφία των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων βασιζόταν πάνω σε εμπορεύματα και αξιόγραφα, καθιστώντας αδύνατο σε κάποιον να αποτιμήσει εύλογα την πραγματική αξία τους. Εσφαλμένα λοιπόν η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ θεώρησε ότι η κρίση θα περιοριζόταν στο τομέα της αγοράς ακινήτων, ενώ αντιθέτως εξαπλώθηκε σε όλους τους τομείς της οικονομίας σε όλο τον κόσμο. Η νέα νομοθεσία επιχειρεί να διορθώσει αυτό το κενό μέσω της υποχρεωτικής καταγραφής όλων των hedge funds στη κεντρική τράπεζα, και της παροχής δεδομένων σχετικά με τα παράγωγα που εμπορεύονται ώστε η κεντρική τράπεζα να μπορεί να αξιολογήσει το συνολικό κίνδυνο που υπάρχει στην αγορά και να εμποδίσει τη μετάδοση μελλοντικών κρίσεων.
- **Επίβλεψη των οίκων αξιολόγησης**. Ένας από τους λόγους για τους οποίους οι οίκοι αξιολόγησης παρείχαν υψηλούς βαθμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης σε τοξικά προϊόντα, ήταν τόσο η λάθος μεθοδολογία που ακολουθούσαν κατά την αξιολόγηση των προϊόντων²⁰ όσο και η απροθυμία των οίκων αξιολόγησης να μην παρέχουν υψηλή βαθμολογία σε τοξικά αξιόγραφα από φόβο μήπως χάσουν τη πελατεία τους αφού κάποιος άλλος οίκος θα έδινε υψηλότερη βαθμολογία. Με το νέο νόμο η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ έχει το δικαίωμα να απαιτήσει από τους οίκους αξιολόγησης να υποβάλλουν τις μεθόδους που χρησιμοποιούν για αξιολόγηση, και επιπλέον η SEC δύναται να αφαιρέσει το δικαίωμα αξιολογήσεων σε οίκο ο οποίος αποδεδειγμένα παρέχει ψευδείς αξιολογήσεις.
- **Επιβολή ρυθμιστικού πλαισίου για τα δάνεια, τις πιστωτικές κάρτες και τις υποθήκες**. Με τη νέα νομοθεσία ιδρύεται το γραφείο για την οικονομική

¹⁹ Η ακριβής μετάφραση στα ελληνικά είναι αντισταθμιστικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου, ωστόσο πρόκειται για επενδυτικά κεφάλαια που επενδύουν σε μια πληθώρα χρηματοοικονομικών προϊόντων και μορφών επενδύσεων. <https://el.wikipedia.org/wiki/>

²⁰ Τα αξιόγραφα που βασίζονταν στις τιμές των ακινήτων είχαν πολύ χαμηλή πιθανότητα χρεοκοπίας, περί το 6%, και στηριζόντουσαν σε πολύ πρόσφατα δεδομένα από την εποχή που η αγορά ακινήτων βρισκόταν σε άνοδο. George A. Akerlof and Robert J. Shiller(2010) Animal Spirits.

προστασία των καταναλωτών το οποίο επιβλέπει μια σειρά λειτουργιών που προηγουμένως υπήρχαν σε ξεχωριστές υπηρεσίες. Το CFPB επιβλέπει τη σωστή λειτουργία πιστωτικών καρτών, οίκων αξιολόγησης, καταναλωτικών δανείων, τόκων και χρεώσεων που αφορούν δάνεια, υποθήκες και πιστωτικές κάρτες κλπ. Επιπλέον προστατεύει τους κατόχους στεγαστικών δανείων μέσω της εξασφάλισης της κατανόησης των όρων και των προϋποθέσεων που αναλαμβάνουν ως δανειζόμενοι. Υποχρεώνει δε τις τράπεζες να επιβεβαιώνουν το εισόδημα, τη πιστωτική ιστορία και την εργασία του δανειζόμενου πριν του παράσχουν κάποια υπηρεσία. Το CFPB έχει καταφέρει σημαντικό έργο, καθώς έχει επιστρέψει περίπου 12 δις δολάρια σε 27 εκ. επενδυτές οι οποίοι εξαπατήθηκαν από την οικονομική βιομηχανία²¹.

- **Αύξηση της εποπτείας των ασφαλιστικών εταιρειών.** Με τη δημιουργία του νέου γραφείου ομοσπονδιακής ασφάλειας (Federal Insurance Office) ο νέος νόμος επιχειρεί να αναγνωρίσει και να ελέγξει ασφαλιστικές εταιρείες που μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο όλη τη βιομηχανία των ασφαλίσεων, όπως είχε κάνει η AIG. Επίσης διασφαλίζει τη παροχή ασφάλισης σε μειονότητες και κοινότητες σε τιμές προσιτές από όλους.
- **Αναμόρφωση του Ομοσπονδιακού αποθεματικού.** Το ταμείο αποθεματικών (Treasury Department) έχει τη δυνατότητα να παρέχει δάνεια για τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας του οικονομικού συστήματος, αφού βέβαια πρώτα τα εγκρίνει. Επιπλέον η παροχή τέτοιων δανείων γίνεται με διαφάνεια και δημοσιοποίηση των στοιχείων που επιβάλλουν τη χορήγησή τους.

4.3. Η Περίπτωση της Proton Bank

Κατόπιν των παραπάνω χρεοκοπιών ξένων οργανισμών, ενδιαφέρον κρίνεται να μελετήσουμε και τη περίπτωση της Proton Bank μιας επενδυτικής τράπεζας με δραστηριότητα στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε το 2001 από έναν χρηματιστή και ξεκίνησε να λειτουργεί ως επενδυτική τράπεζα το 2002, ενώ από το 2004 μετά το θάνατο του ιδρυτή της άλλαξε πολλαπλές φορές ιδιοκτήτη. Το 2005 εξαγόρασε τη τράπεζα Omega Bank και παράλληλα εισήλθε στο χρηματιστήριο αξιών. Το 2007

²¹ Για παράδειγμα υποχρέωσε τη Citibank να αποζημιώσει επενδυτές με 700εκ. δολάρια. <https://www.thebalance.com/consumer-financial-protection-bureau-3305629>

αποφασίζεται από τους βασικούς μετόχους της τράπεζας η πώληση του ποσοστού 31,3% στη τράπεζα Πειραιώς με απώτερο σκοπό την πλήρη απορρόφηση της από την Πειραιώς. Στις 30/12/2009 το ανωτέρω πακέτο μετοχών πωλείται στον επιχειρηματία Λαυρέντη Λαυρεντιάδη και έκτοτε ξεκινά ένα σπινάλ αρνητικών γεγονότων που εν τέλει οδήγησαν στη χρεοκοπία της Proton Bank.

Είναι χαρακτηριστικό ότι από τον Ιανουάριο του 2010, όπου και ο κ. Λαυρέντης Λαυρεντιάδης εξαγόρασε το ποσοστό του 31,3% και μέχρι τον Ιανουάριο του 2011 το ποσό επισφαλών δανείων που παρείχε η Proton Bank άγγιξε τα 701 εκ. ευρώ. Παράλληλα η ίδια η πώληση του 31,3% των μετοχών, αξίας 71 εκ. ευρώ, κρίνεται ως αμφιλεγόμενη και η έγκρισή της από την τράπεζα της Ελλάδος με τη σύμφωνη γνώμη του τότε διοικητή της κ. Προβόπουλου θα αποτελέσει αιτία για εισαγγελική έρευνα. Τα επισφαλή δάνεια αξίας 701 εκ. ευρώ που αναφέρθηκαν παραπάνω χορηγήθηκαν με ενέργειες της νέας διοίκησης της Proton Bank (με πρωτεργάτες του κ. Λαυρεντιάδη και τους συνεργάτες) σε εταιρείες άμεσα ή έμμεσα ελεγχόμενες από τον όμιλο επιχειρήσεων του κ. Λαυρεντιάδη. Η απουσία εγγυήσεων και εξασφαλίσεων που χαρακτήρισε τα παραπάνω δάνεια κατέληξε να ζημιώσει τη τράπεζα και τους μετόχους της και τελικά η τράπεζα σώθηκε από το ελληνικό δημόσιο, μια κίνηση που θεωρήθηκε σε μεγάλο βαθμό ζημιόγona για το δημόσιο. Επιπλέον κατά τη χορήγηση των επισφαλών δανείων υπήρξε δόλος και τόσο οι μέτοχοι της τράπεζας όσο και οι εποπτικές αρχές έπεσαν θύματα της απάτης, αφού τα δάνεια αν και φαινόταν να τηρούν το τότε ισχύον νομοκαθεστωτικό πλαίσιο εν τέλει και με παράτυπες κινήσεις απέκρυπταν ότι οι τελικοί αποδέκτες αποτελούσαν εταιρείες συμφερόντων του κ. Λαυρεντιάδη ο οποίος και ενέκρινε τα δάνεια. Για αυτό το λόγο οι επενδυτές της τράπεζας δε μπορούσαν να αξιολογήσουν ορθολογικά τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, καθώς απέκρυπταν την αληθινή σύνθεση των απαιτήσεων που είχε η τράπεζα και του πραγματικού κινδύνου που είχε αναλάβει.

Τελικά η τράπεζα γλύτωσε τη χρεοκοπία και οι καταθέτες της διασώθηκαν, έπειτα από παρέμβαση της ύστατης στιγμής του ελληνικού δημοσίου, το οποίο εγγυήθηκε για τη τράπεζα και προέβη σε κινήσεις τόνωσης της ρευστότητάς της κάτι που βεβαίως προκάλεσε την έντονη κριτική. Καθώς ωστόσο η περίοδος εκείνη χαρακτηριζόταν από ιδιαίτερα υψηλή κρισιμότητα για το σύνολο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, δεν ήταν δυνατόν να αφηθεί η τράπεζα να καταρρεύσει καθώς το γεγονός αυτό πιθανώς να προκαλούσε ένα ντόμινο αρνητικών εξελίξεων για ολόκληρο το τραπεζικό κλάδο.

4.4. Το σκάνδαλο της Enron

Η Enron υπήρξε μια εταιρεία κολοσσός στον χώρο της ενέργειας, η οποία ιδρύθηκε το 1985 κατόπιν της συγχώνευσης των εταιρειών Houston Natural Gas Co και InterNorth Inc. Η Enron είχε ως αντικείμενο την εμπορία και προμήθεια ενέργειας. Λίγα χρόνια μετά της δημιουργία της η κυβέρνηση των ΗΠΑ αποφάσισε την άρση του ρυθμιστικού πλαισίου στον τομέα της ενέργειας με απώτερο σκοπό την απελευθέρωση της αγοράς και την ενδυνάμωση του ανταγωνισμού. Αυτή η κίνηση έδωσε τη δυνατότητα στην Enron να εμπορεύεται χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα, και συγκεκριμένα μελλοντικά συμβόλαια εκπλήρωσης (futures²²) για τα εμπορεύματα του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Η συγκεκριμένη κίνηση έδωσε στην Enron την δυνατότητα να αναπτυχθεί οικονομικά. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 η φούσκα των εταιρειών του ίντερνετ (dot-com bubble) βρισκόταν στην κορύφωσή της, και η Enron αποφάσισε ότι ήθελε να συμμετάσχει. Δημιούργησε την εταιρεία Enron Online (EOL), της οποίας υπήρξε ο αντίθετος συναλλασσόμενος σε κάθε εντολή (ήταν είτε ο αγοραστής είτε ο πωλητής των μετοχών σε κάθε χρηματιστηριακή πράξη). Πριν την κατάρρευση η Enron αποτέλεσε μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες στις ΗΠΑ και κατά τα χρονικά έτη 1996-2001 είχε ανακηρυχτεί ως η πιο καινοτόμα επιχείρηση στις ΗΠΑ. Παράλληλα η EOL περί τα μέσα του 2000 πραγματοποιούσε περίπου 350 δις δολάρια σε συναλλαγές. Καθώς έσκαγε η φούσκα των εταιρειών του ίντερνετ, η Enron αποφάσισε να επενδύσει πολλά εκατομμύρια στην δημιουργία δικτύων ίντερνετ υψηλής ταχύτητας. Ωστόσο παρά τη μεγαλεπήβολη επένδυση η απόδοση που αποκόμιζε η εταιρεία ήταν μηδαμινή. Η έκθεση της Enron μέσω της EOL όταν έσκασε η φούσκα του μετοχών του ίντερνετ ήταν μεγάλη και μάλιστα υπήρξε εκτεθειμένη στα κομμάτια εκείνα του χρηματιστηρίου που παρουσίαζαν την μεγαλύτερη μεταβλητότητα.

Κατά αυτό τον τρόπο ξεκίνησε η πτώση της εταιρείας κολοσσού το φθινόπωρο του 2000. Τα οικονομικά προβλήματα και οι ζημιές είχαν συσσωρευτεί και η Enron άρχισε να καταρρέει από το ίδιο της το βάρος. Τα εμφανιζόμενα έως τότε κέρδη αποδείχθηκαν πλασματικά, και τελικά η εταιρεία είχε πολλές ζημιές τις οποίες

²² Τα futures ή στα ελληνικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, αποτελούν μια δέσμευση για αγορά ή πώληση ενός προϊόντος σε μια συγκεκριμένη τιμή στο μέλλον. Η τιμή των futures διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο και τα κέρδη ή οι ζημιές που αποκομίζει ο κάθε συναλλασσόμενος αναγνωρίζονται καθημερινά και μεταφέρονται από και προς τους λογαριασμούς του κάθε συναλλασσόμενου από την εταιρεία εκκαθάρισης των συναλλαγών επί παραγώγων (clearing house). Φίλιππας Ν., Επενδύσεις, Εκδόσεις Μπατσιούλας 2009.

επιδέξια έκρυβε μέσω θυγατρικών εταιρειών ειδικού σκοπού (special purposes entities or SPE).

4.4.1. Οι λογιστικές μέθοδοι της απάτης

Μια από τις κύριες μεθόδους εξαπάτησης των επενδυτών και παραποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων που χρησιμοποιούσε η Enron, για να αποκρύπτει τις ζημιές που προέκυπταν από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές και τις υπόλοιπες εμπορικές της δραστηριότητες, ήταν η επονομαζόμενη mark-to-market accounting (στα ελληνικά η λογιστική απεικόνιση της τρέχουσας αξίας). Μέσω αυτής της μεθόδου η εταιρεία υπολογίζει την αξία ενός χρεογράφου, όχι βάσει της λογιστικής αξίας του, αλλά βάσει της τρέχουσας αξίας της αγοράς. Κατά αυτή τη μέθοδο όταν η αγορά βρισκόταν σε περιόδους γενικής ανόδου (bull market) η Enron παρουσίαζε αυξημένα κέρδη λόγω της τρέχουσας υπεραξίας που εμφάνιζαν τη δεδομένη χρονική στιγμή τα αξιόγραφα που κατείχε στο χρηματιστήριο. Φυσικά όταν η αγορά εισήλθε σε κρίση αυτό αποτέλεσε πρόβλημα για την εταιρεία.

Μια άλλη μέθοδος η οποία θεωρείται ακρογωνιαίος λίθος στην παραποίηση των οικονομικών στοιχείων της Enron, ήταν αυτή της αναγνώρισης και καταγραφής στα βιβλία της επιχείρησης των μελλοντικών και μη πραγματοποιηθέντων εσόδων από τις επενδύσεις της εταιρείας. Για παράδειγμα η Enron επένδυε χρήματα στη κατασκευή παγίων, εργοστασίων ενέργειας, και αμέσως εμφάνιζε στα βιβλία της τα προσδοκώμενα από την εταιρεία κέρδη που θεωρητικά θα προέκυπταν κατά τη λειτουργία του εργοστασίου. Η εν λόγω λογιστική πρακτική αποτελεί κομμάτι της επονομαζόμενης δημιουργικής λογιστικής²³, η οποία είναι από τις βασικές αιτίες εξαπάτησης των επενδυτών και για την οποία έχουν θεσπιστεί αρκετοί νόμοι και λογιστικά πρότυπα προκειμένου να μην υφίσταται. Προκειμένου να αποκρύψει από τους επενδυτές και τους πιστωτές, τις ολοένα αυξανόμενες οικονομικές ζημιές, ο οικονομικός διευθυντής της Enron κατέφυγε στην πρακτική που αναφέρθηκε παραπάνω μεταφέροντας τις ζημιές στις εταιρείες ειδικού σκοπού SPE. Στην ουσία η

²³ Δημιουργική λογιστική, πρόκειται «για την διαδικασία σύμφωνα με την οποία οι λογιστές αξιοποιούν τις γνώσεις τους για τους λογιστικούς κανόνες προκειμένου να χειραγωγήσουν τα μεγέθη που εμφανίζονται στους λογαριασμούς μιας. Amat, Blake και Downs, 1999.

πρακτική της Enron με τις SPE ήταν η παρακάτω: η Enron μετέφερε στις SPE μέρος των μετοχών που κατείχε στο χαρτοφυλάκιο της (η αξία των οποίων διαρκώς αυξανόταν, ελέω της ανοδικής τάσης που επικρατούσε στην αγορά και των εξαιρετικών αποτελεσμάτων που παρουσίαζε η εταιρεία) και λάμβανε ως αντάλλαγμα μετρητά ή επιταγές από τις εταιρείες ειδικού σκοπού. Στη συνέχεια οι SPE χρησιμοποιούσαν τις μετοχές που είχαν στη διάθεσή τους ώστε να αγοράζουν πάγια της Enron (για τα οποία υπήρχαν δάνεια που έπρεπε να αποπληρωθούν). Έτσι η Enron στην ουσία πουλούσε στον εαυτό της και κατέγραφε τα έσοδα από την πώληση των παγίων, ενώ στη πραγματικότητα υπήρχαν δάνεια που έπρεπε να αποπληρωθούν. Επίσης, η Enron εγγυόταν την αξία των εταιρειών ειδικού σκοπού με στόχο να μειώσει το ρίσκο αθέτησης πληρωμών των SPE. Συνοψίζοντας το πρόβλημα προέκυπτε από το γεγονός ότι η Enron συνέχιζε να ήταν υπόλογη για την πληρωμή των υποχρεώσεων της από τα δάνεια, ενώ παράλληλα οι λειτουργικές ζημιές που είχε «εξαφανίζονταν» μέσω των ψευδών εσόδων που κατέγραφε από την πώληση των παγίων στις SPE. Τέλος, ένας σημαντικός παράγοντας που επέτρεψε τους προαναφερθείς λογιστικούς χειρισμούς, ήταν ότι ο κανονισμός της FASB ανέφερε ότι για να αποφευχθεί να θεωρηθεί μια εταιρεία ειδικού σκοπού θυγατρική, και ως εκ τούτου να πρέπει η μητρική εταιρεία να ενοποιήσει τα οικονομικά αποτελέσματα της SPE στις οικονομικές της καταστάσεις, αρκούσε μόνο το 3% της SPE να ανήκει σε κάποιον εξωτερικό επενδυτή. Έτσι η Enron μετέφερε υπέρογκα ποσά υποχρεώσεων στις αμέτρητες εταιρείες ειδικού σκοπού που είχε δημιουργήσει χωρίς να πρέπει να παρουσιάσει τα αποτελέσματά τους.

Τον Αύγουστο του 2001 η Enron βρισκόταν πλέον σε ελεύθερη πτώση. Τα οικονομικά στοιχεία δεν μπορούσαν πλέον να κρυφτούν και οι αναλυτές μείωναν τη πιστοληπτική αξία της Enron, με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής να κατακυλήσει στην αξία των 39,95 \$ καταγράφοντας χαμηλό 52 εβδομάδων. Αξίζει να τονισθεί ότι λίγους μήνες νωρίτερα (μέσα στο έτος 2000) η τιμή της μετοχής είχε φτάσει στην ιστορικά υψηλότερή της αξία των 90,56 \$. Στις 16 Οκτωβρίου του 2001 η εταιρεία δημοσιοποίησε ζημιές για τον πρώτο τρίμηνο και ταυτόχρονα έκλεισε μια από τις εταιρείες ειδικού σκοπού που κατείχε, σε μια προσπάθεια να μη μειωθούν περαιτέρω τα έσοδά της. Η συγκεκριμένη κίνηση, σε συνδυασμό με μια απαγόρευση που έθεσε σε ισχύ η Enron προς τους υπαλλήλους της για να μην πουλάνε μετοχές που είχαν

στην κατοχή τους, κινητοποίησε το ενδιαφέρον της SEC²⁴ η οποία ξεκίνησε τη διεξαγωγή έρευνας για την Enron και τις εταιρείες ειδικού σκοπού. Μέχρι τα τέλη του 2000 η Enron επανεξέτασε τα κέρδη της για αρκετά παρελθόντα έτη, γυρίζοντας πίσω έως το 1997. Τελικά έκλεισε τη χρονιά έχοντας ζημιές αξίας 591 εκατομμυρίων δολαρίων και παράλληλα έχοντας 628 εκατομμύρια δολάρια σε χρέος. Το κύκνειο άσμα για την εταιρεία αποτέλεσε η αναγγελία ακύρωσης της επερχόμενης συγχώνευσης με την Dynegy στις 28 Νοεμβρίου του 2001. Στις 20 Δεκεμβρίου του 2001 η Enron κατέθεσε αίτηση για πτώχευση, και εκείνη τη μέρα η αξία της μετοχής της είχε αγγίξει το επίπεδο των 0,26 \$ ανά μετοχή.

4.4.2. Ο ρόλος της Arthur Andersen στο σκάνδαλο

Μια από τις βασικές αιτίες που το σκάνδαλο της Enron πήρε τόσο μεγάλη διάσταση, ήταν ο ρόλος της ελεγκτικής εταιρείας η οποία έφερε την ευθύνη για τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων της Enron. Η ελεγκτική εταιρεία Arthur Andersen είχε εκείνη την αποχή τη φήμη μιας από τις πέντε κορυφαίες ελεγκτικές εταιρείες των ΗΠΑ, διάσημη για τους υψηλούς σε ποιότητα ελέγχους και τα αυστηρά κριτήρια ρίσκου που λάμβανε. Κάτω από αυτές τις συνθήκες και με δεδομένο ότι η ελεγκτική εταιρεία σφράγιζε και ενέκρινε την ποιότητα και την ακρίβεια των οικονομικών αποτελεσμάτων που δημοσιοποιούσε επί σειρά ετών η Enron, οι επενδυτές και οι πιστωτές της εταιρείας εσφαλμένα στηρίζονταν στα ελεγμένα στοιχεία και στήριζαν οικονομικά την Enron. Μία από τις κύριες ίσως αιτίες, για τις οποίες η Arthur Andersen συγκάλυπτε τις παράτυπες ελεγκτικές πρακτικές της Enron αποτελεί το γεγονός ότι η ίδια ελεγκτική εταιρεία προσέφερε παράλληλα υψηλά αμειβόμενες συμβουλευτικές υπηρεσίες. Οπότε με το φόβο να χάσει μια σημαντική πηγή εσόδων, στη περίπτωση που αποκάλυπτε τις παράνομες οικονομικές πρακτικές, προτίμησε να συνεχίσει να καλύπτει τον πελάτη της. Για να γίνει καλύτερα αντιληπτός ο λόγος, αξίζει να σημειωθεί ότι μόνο κατά το έτος 2000 η Arthur Andersen είχε έσοδα 25 εκατομμύρια δολάρια από τις ελεγκτικές τις αμοιβές και 27 εκατομμύρια δολάρια από τις αμοιβές για συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσέφερε στην Enron. Η σύγκριση συμφερόντων λοιπών για τους ελεγκτές ήταν μεγάλη και κάτω από τη πίεση της διοίκησής τους προτίμησαν να μη απολέσουν έναν τόσο επικερδή πελάτη.

²⁴ Securities and Exchange Commission, οικονομικός ελεγκτικός μηχανισμός των ΗΠΑ αντίστοιχος με τη δική μας, Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. <https://www.taxheaven.gr/news/news/view/id/2330>

Βέβαια τελικά η ελεγκτική εταιρεία κλήθηκε προ των ευθυνών της όταν αποκαλύφθηκε το σκάνδαλο και εν τέλει αντιμετώπισε την ομοσπονδιακή δίωξη. Το Ιούνιο του 2002 η Arthur Andersen βρέθηκε ένοχη για συγκάλυψη των στοιχείων της Enron και για παρεμπόδιση της δικαιοσύνης. Οι χρηματικές αποζημιώσεις που κλήθηκε να πληρώσει η ελεγκτική ήταν τεράστιες και αν και έκανε έφεση κατά της δικαστικής απόφασης η οποία τελικά και ανακλήθηκε το πλήγμα στην εικόνα και αξιοπιστία της ελεγκτικής ήταν τεράστιο. Επιπλέον το αμέσως επόμενο έτος από την αποκάλυψη του σκανδάλου της Enron, ήρθε στο προσκήνιο η κατάρρευση της Worldcom η οποία απέκρυψε έξοδα 3,8 δις δολαρίων, της οποίας τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων είχε και πάλι η Arthur Andersen, κάτι που οδήγησε και στην κατάρρευσή της ελεγκτικής εταιρείας.

Το μεγάλο σκάνδαλο που προκλήθηκε είχε σαν άμεση συνέπεια την απώλεια αξιοπιστίας των ελεγκτικών εταιρειών στο σύνολό τους, ακόμα και αν για τις υπόλοιπες δεν είχε υπάρξει συμμετοχή σε κάποιο σκάνδαλο. Τα απόνερα της απάτης της Enron θα άλλαζαν τις μέχρι τότε ισχύουσες πρακτικές στο ελεγκτικό επάγγελμα, εισάγοντας νέους αυστηρότερους κανόνες. Επιπλέον το FASB θα προχωρούσε στην αύξηση των ηθικών του κανόνων και η κυβέρνηση των ΗΠΑ θα προχωρούσε στη θέσπιση νέου νομικού πλαισίου για την αποφυγή παρόμοιων περιστατικών με τη ψήφιση του διάσημου Sarbanes-Oxley Act που θα μελετήσουμε στη συνέχεια.

4.5. Η Περίπτωση της Parmalat

Και στην Ευρώπη όμως δεν έλειψαν τα σκάνδαλα οικονομικού περιεχομένου. Η περίπτωση της Parmalat κατά το 2003 αποτέλεσε για πολλούς αναλυτές της Enron της Ευρώπης. Η Parmalat αποτελούσε μια πολυεθνική εταιρεία επεξεργασίας γαλακτοκομικών προϊόντων, τη μεγαλύτερη στο είδος της στην Ιταλία (ήλεγχε περίπου το 50% της ιταλικής αγοράς) και την τέταρτη μεγαλύτερη του κλάδου της στην Ευρώπη. Το Δεκέμβριο του 2003 η απάτη της Parmalat βγήκε στο φως της δημοσιότητας και ένα έλλειμμα της τάξεως των 14 δις ευρώ αποκαλύφθηκε. Παρακάτω θα δούμε το χρονικό της απάτης, τα αίτια που οδήγησαν στο σκάνδαλο και την ευθύνη των εποπτικών μηχανισμών.

Η Parmalat ιδρύθηκε το 1961 ως μια οικογενειακή φάρμα στη βόρεια Ιταλία. Με τη πάροδο των ετών η οικογενειακή επιχείρηση εξελίχθηκε και κατέληξε να γίνει μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες γαλακτοκομικών προϊόντων στην Ιταλία. Κατά τις

δεκαετίες το 80 και του 90 ο Calisto Tanzi μετέτρεψε την επιχείρηση του πατέρα του σε ένα παγκόσμιο γίγαντα στο κλάδο της γαλακτοκομίας και τροφίμων έχοντας ως αιχμή του δόρατος το γάλα μακράς διάρκειας. Η ραγδαία επιχειρηματική άνθηση της εταιρείας είχε ως αποτέλεσμα την επέκτασή της πέρα από τα ιταλικά σύνορα, και τελικά η Parmalat την εποχή που ξέσπασε το σκάνδαλο, αποτελούσε μια πολυεθνική εταιρεία με εξαγωγές σε 48 χώρες και με 214 εγγεγραμμένες θυγατρικές και 130000 μετόχους. Το 1990 θεωρείται χρονιά σταθμός στη πορεία της εταιρείας, καθώς η Parmalat εισάγεται στο χρηματιστήριο του Μιλάνου. Επίσης εκείνο το έτος θεωρείται από τους αναλυτές ότι ξεκινούν και τα οικονομικά προβλήματα και απάτες για την εταιρεία τα οποία και διήρκεσαν μέχρι και τη κατάρρευσή της.

Καθώς η οικονομική απόδοση της επιχείρησης ξεκίνησε να παρουσιάζει κάμψη στις αρχές της δεκαετίας του 90, η διοίκηση αντί να επιλύσει τα προβλήματα και να προβεί στις απαραίτητες αναδιαρθρώσεις, επέλεξε να τα αποκρύψει μέσω εξαπάτησης επενδυτών και πιστωτών. Κατά τη διάρκεια των δεκατριών ετών απάτης που μεσολάβησαν τα στελέχη της επιχείρησης χρησιμοποίησαν αρκετές και διαφορετικές μεθόδους οικονομικής απάτης. Για παράδειγμα ανατίμησαν εικονικά τα έσοδα μέσω δημιουργίας ψευδών διπλών τιμολογήσεων, και στη συνέχεια προέβησαν σε τραπεζικό δανεισμό χρησιμοποιώντας σαν εγγύηση τις εικονικά διογκωμένες απαιτήσεις. Κατά αυτό τον τρόπο το δημοσιοποιούμενο ενεργητικό της εταιρείας δημιουργούσε εσφαλμένη εικόνα τόσο στους επενδυτές όσο και στις τράπεζες και εν γένει στους υπόλοιπους πιστωτές. Ακόμη υπήρξαν περιπτώσεις κατά τις οποίες η εταιρεία απέκρυψε από τους επενδυτές δάνεια τα οποία απέκτησε νομότυπα (NY Times 27/01/2014). Για τις ανωτέρω απάτες η διοίκηση λάμβανε βοήθεια με τη μορφή συμβουλευτικών υπηρεσιών τόσο από εξωτερικούς ορκωτούς λογιστές όσο και από τρίτους τραπεζίτες ώστε η παράτυπη χρηματοδότηση να συνεχίζει απρόσκοπτα εσαεί.

Παρόλα αυτά τα οικονομικά προβλήματα της Parmalat δεν έγιναν αντιληπτά για αρκετά χρόνια και μόνο στα μέσα του 2002 η εικόνα της εταιρείας ξεκίνησε να προβληματίζει το ευρύ κοινό. Βεβαίως στο γεγονός αυτό συνέβαλλε και η ελεγκτική εταιρεία που έφερε την ευθύνη των οικονομικών καταστάσεων της Parmalat. Αν και ο νόμος στην Ιταλία όριζε τότε ότι μια επιχείρηση οφείλει να αλλάξει ελεγκτική εταιρεία με τη πάροδο εννέα ετών, η Parmalat το 1999 παρέδωσε τον έλεγχο στην Deloitte αντί της Grant Thornton που χρησιμοποιούσε έως τότε, ωστόσο άφησε στην Grant Thornton τον έλεγχο των υπεράκτιων συνδεδεμένων εταιρειών της. Η κίνηση

αυτή είχε ως αντίκτυπο τη συνέχιση των παρατυπιών από τη Parmalat με την συγκάλυψη εκ μέρους της παλαιότερης ελεγκτικής της. Κάπως έτσι στη περίοδο Ιουλίου έως Δεκεμβρίου του 2002, το κόστος δανεισμού της Parmalat διευρύνθηκε κατά 250 με 300 μονάδες βάσης. Επιπροσθέτως, το γεγονός ότι η εταιρεία σύμφωνα με τα στοιχεία που είχε δημοσιεύσει, κρατούσε μεγάλα ποσά ρευστού (τα οποία απέδιδαν στην εταιρεία μικρό επιτόκιο) ενώ την ίδια στιγμή χρηματοδοτούταν δανειζόμενη μεγάλα χρηματικά ποσά με υψηλό κόστος δανεισμού, ήταν ένα από τα στοιχεία που θα έπρεπε να προβληματίσουν τους επενδυτές σχετικά με τη κατάσταση της επιχείρησης. Ωστόσο παρόλο τις αντίθετες ενδείξεις, οι περισσότεροι αναλυτές δεν φάνηκαν να προβληματίζονται για την πορεία της εταιρείας. Είναι χαρακτηριστικό ότι από τις 29 εκθέσεις αναλυτών που πραγματοποιήθηκαν το 2002, οι 21 συνιστούσαν αγορά της μετοχής της Parmalat, 7 συνιστούσαν αναμονή και μόλις μια έκθεση μιας ομάδας αναλυτών της Merrill Lynch συνιστούσε πώληση των μετοχών (Gabioneta, Prakash and Greenwood, 2013). Επίσης σε μία από τις 21 συστάσεις για αγορά της μετοχής εκφράστηκε η ανησυχία του αναλυτή, σχετικά με την επαναχρηματοδότηση του χρέους που έληγε με οικονομικά βιώσιμα επιτόκια δεδομένης της αστάθειας που επικρατούσε στην λατινική Αμερική. Σημείωνε επιπροσθέτως την μη πρόθεση της διοίκησης να χρησιμοποιήσει το απόθεμα μετρητών ύψους 3,3 δις ευρώ για την χρηματοδότησή της, όπως επίσης και την έλλειψη εξηγήσεων από τη διοίκηση για περαιτέρω εξηγήσεις σχετικά με τη στρατηγική χρηματοδότησης.

Οι υποψίες σχετικά με την κατάσταση στην Parmalat διογκώθηκαν κατά τη περίοδο 11/2002-02/2003 όταν και η μετοχή της παρουσίασε απώλειες της τάξεως του 40%. Καθώς τα περιθώρια για την Parmalat στένευαν η πίεση για συνέχιση των μεθόδων απάτης αυξανόταν. Τον Ιανουάριο του 2003 ο οικονομικός διευθυντής της εταιρείας προχώρησε στην αναγγελία έκδοσης ομολογιακού δανείου ύψους 300 εκ. ευρώ. Ωστόσο ο πρόεδρος της εταιρείας όντας μη ενήμερος για αυτή τη κίνηση, απέλυσε τον οικονομικό διευθυντή και προχώρησε στην άμεση αντικατάστασή του. Κατόπιν ο νέος οικονομικός διευθυντής ανακάλεσε την έκδοση του δανείου, ενώ ταυτόχρονα ένας εκ των ορκωτών ελεγκτών της Parmalat ζητούσε επαλήθευση του λογαριασμού που διατηρούσε η εταιρεία στην τράπεζα Bonlat με έδρα τις νήσους Κέιμαν. Ενώ η Parmalat καθυστερούσε εντέχνως να παρέχει τις ζητούμενες πληροφορίες, η διοίκηση αποφάσισε να προχωρήσει στην αντεπίθεση. Στις 20/03/2003 ο οικονομικός διευθυντής προχώρησε σε καταγγελία στην ιταλική επιτροπή ελέγχου των

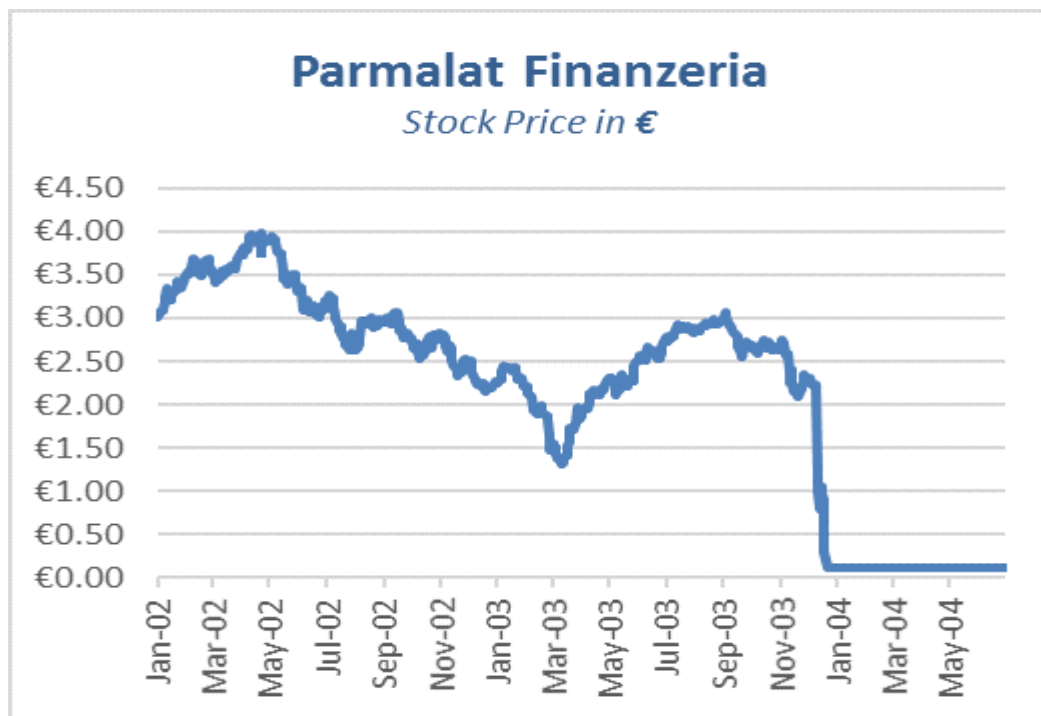
χρηματαγορών, εναντίον μεγάλων διεθνών τραπεζών με τη κατηγορία ότι διέδιδαν ψευδές φήμες για λογιστικές ατασθαλίες της Parmalat με σκοπό να επωφεληθούν στην χρηματιστηριακή αγορά (ειδικότερα ενοχοποιήθηκε η Lehman Brothers). Με τη τακτική αυτή η διοίκηση της Parmalat επιδίωξε να επηρεάσει τη κοινή γνώμη ότι είχε υπάρξει θύμα των αγορών, καθώς δεν μπορούσε να περιορίσει πλέον τις διαδώσεις περί λογιστικών ατασθαλιών. Ωστόσο η έρευνα που διεξήγαγε η ιταλική επιτροπή ελέγχου των χρηματαγορών κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πτώση της αξίας της μετοχής οφειλόταν στην απόφαση απόσυρσης της έκδοσης του ομολογιακού δανείου και όχι σε αθέμιτες πρακτικές. «Στην πραγματικότητα κανείς δεν είχε μιλήσει για λογιστικές παρατυπίες. Δεν υπήρχαν στοιχεία περί χειραγώγησης» (New York Times 14/01/2004).

Τον Μάρτιο του 2003 η Parmalat προχώρησε τελικά στην επιβεβαίωση του τραπεζικού λογαριασμού που είχε ζητήσει ο ορκωτός λογιστής, μέσω ενός πλαστού εγγράφου που παρήγαγε η ίδια η εταιρεία με τα στοιχεία και το λογότυπο της Bank of America. Μάλιστα η εταιρεία έφτασε στο σημείο να πλαστογραφήσει την υπογραφή ενός υπαλλήλου της Bank of America ώστε να πιστοποιήσει στους ορκωτούς ελεγκτές της την ύπαρξη του εικονικού λογαριασμού των 4 δις ευρώ. Βεβαίως προκύπτουν κάποια σοβαρά ερωτήματα για τη διαδικασία ελέγχου που ακολούθησε η ελεγκτική εταιρεία, αφού το σύνθημα είναι τους τραπεζικούς λογαριασμούς να τους επιβεβαιώνουν ανεξάρτητα οι ελεγκτές. Σύμφωνα με δηλώσεις ενός πρώην ορκωτού της Deloitte, το μόνο μέρος του ισολογισμού που δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση είναι τα ταμειακά διαθέσιμα και οι βραχυχρόνιες απαιτήσεις όπου και τελικά στο συγκεκριμένο στοιχείο του ισολογισμού κρυβόταν και η μεγάλη απάτη. Τελικά στις 19 Δεκέμβρη του 2003 η τράπεζα αποκάλυψε ότι ο λογαριασμός δεν υφίστατο.

4.5.1. Η πορεία της τελικής πτώσης

Στις 11/11/2003 η υπεύθυνη για τον έλεγχο και την ακρίβεια των οικονομικών καταστάσεων της Parmalat, ελεγκτική εταιρεία Deloitte, αρνήθηκε να υπογράψει τις εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας (Jones, 2010). Σε ανακοίνωση της μάλιστα η ελεγκτική τόνιζε το γεγονός ότι δε μπορούσε να επιβεβαιώσει το κέρδος 135 εκ. ευρώ που προέκυπε από την αγοροπωλησία παραγώγων μεταξύ της Parmalat και θυγατρικής της εταιρείας με έδρα τις νήσους Κέιμαν. Ήταν τον Δεκέμβρη του 2003 ωστόσο που τα τεχνάσματα της Parmalat δεν μπορούσαν πλέον

να μένουν κρυφά. Στις 08/12/2003 η Parmalat οδηγήθηκε σε χρεοκοπία μη μπορώντας να αποπληρώσει στους πιστωτές της ομόλογο που έληγε, αξίας 150 εκ. ευρώ αν και στον ισολογισμό της εμφάνιζε ταμειακά διαθέσιμα ύψους 4 δις ευρώ. Η Parmalat εξέδωσε ανακοίνωση στην οποία τόνιζε ότι ο λόγος μη πληρωμής του ομολόγου ήταν ότι ένας πελάτης της δεν είχε πληρώσει τις οφειλές του (στη συνέχεια αποκαλύφθηκε ότι ο συγκεκριμένος πελάτης στην ουσία άνηκε στον όμιλο της Parmalat). Στις 09/12/2003 ο οίκος S&P υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας σε «σκουπίδια» (junk) και ως αποτέλεσμα η μετοχή της Parmalat καταρύλησε κατά 40% επιπλέον τις επόμενες μέρες. Στις 16 Δεκεμβρίου η εταιρεία ανέθεσε στην ελεγκτική PWC να ελέγξει τις οικονομικές της καταστάσεις, ενώ την ίδια μέρα όπως προαναφέρθηκε η Bank of America αποκάλυψε την ανυπαρξία του λογαριασμού που η Parmalat ισχυριζόταν πως είχε στη κατοχή της. Τελικά στις 19/12/2003 η ίδια η Parmalat ανακοίνωσε δημόσια ότι 3,95 δις ευρώ έλειπαν από τα ταμεία της, και η μετοχή της εταιρεία επί της ουσίας μηδενίστηκε. Την ίδια ώρα στελέχη της εταιρείας κατέστρεφαν υπολογιστές και ενοχοποιητικά αρχεία και στις 27/12/2003 ανακοινώθηκε και επίσημα η πτώχευση της εταιρείας. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η πορεία της μετοχής της εταιρείας από τη στιγμή που γεννήθηκαν οι πρώτες υποψίες έως και τη τελική πτώση.



4.5.2. Τα λογιστικά τεχνάσματα

Ήταν η PWC, η τελευταία ελεγκτική που ανέλαβε τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων λίγο πριν την αποκάλυψη του σκανδάλου, που αποκάλυψε τις μακρόχρονες παράνομες πρακτικές με τις οποίες εξαπατούσε επενδυτές και πιστωτές η Parmalat. Η PWC κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι οικονομικές καταστάσεις παραποιούνταν τουλάχιστον από το 1990 και έπειτα. Στο διάστημα αυτό η Parmalat ανακοίνωνε κάθε χρονιά κέρδη, τα οποία μάλιστα παρουσίαζαν αυξητικές τάσεις. Στην πραγματικότητα ωστόσο, κατόπιν την ολοκλήρωση του ελέγχου από τη PWC, αποκαλύφθηκε ότι η εταιρεία είχε αρνητικά αποτελέσματα στις 12 από τις 13 οικονομικές χρήσεις και ακρογωνιαίος λίθος της πολυετής απάτης υπήρξε η προσπάθεια να καλυφθούν οι ζημίες μιας λατινοαμερικάνικης θυγατρικής του ομίλου της Parmalat. Φυσικά η ιστορία της Parmalat έχει επαναληφθεί αμέτρητες φορές, καθώς η προσπάθεια να υποκρυφθούν αρνητικά αποτελέσματα οδηγεί σε ολοένα μεγαλύτερες απάτες και παραποίηση των λογιστικών καταστάσεων που όμως με τη πάροδο των ετών διογκώνονται και τελικά οδηγούν σε καταστροφή τόσο για την επιχείρηση όσο και για τους επενδυτές πολύ μεγαλύτερων διαστάσεων από την αρχική ζημία που είχαν προσπαθήσει να αποσιωπήσουν. Η διοίκηση και τα στελέχη της εταιρείας αντί να επιλέξουν το δύσκολο δρόμο της αποκάλυψης της αλήθειας σε ανωτέρους και επενδυτές, και εν συνεχεία να προχωρήσουν σε διάγνωση και διόρθωση των αιτιών που οδήγησαν σε αρνητικά αποτελέσματα, προτίμησαν υπό τη πίεση της επίτευξης επιτυχιών και πολλές φορές προσωπικής υπερηφάνειας, να εξαπατήσουν και να οδηγήσουν στην καταστροφή επενδυτές και πιστωτές.

Ένα από τα πολλά τεχνάσματα που πραγματοποίησε η Parmalat ήταν αυτό των εικονικών τιμολογίων πώλησης. Σκοπός ήταν να αυξηθούν εικονικά τα έσοδα και εν γένει το κυκλοφορούν ενεργητικό. Η διαδικασία είχε ως εξής, για πωλήσεις γαλακτοκομικών προϊόντων που γινόντουσαν επί πιστώσει σε σουπερ μάρκετ και πελάτες λιανικής, το λογιστήριο της Parmalat δημιουργούσε επιλεκτικά αντίγραφα «εικονικά» τιμολόγια, συνήθως στην επωνυμία της επιχείρησης που διενεργούσε τις μεταφορές των προϊόντων. Με αυτή τη διαδικασία τα δημοσιοποιημένα έσοδα και οι λογαριασμοί των απαιτήσεων που εμφανίζονταν στους ισολογισμούς, αυξάνονταν τεχνητά και έπειτα η Parmalat, βάσει αυτών των στοιχείων είχε τη δυνατότητα να αποσπά τραπεζικά δάνεια για να χρηματοδοτεί τη λειτουργία της. Φυσικά με τη πάροδο των ετών το πρόβλημα διογκωνόταν οπότε και η Parmalat παραποιούσε σε

ολοένα και μεγαλύτερο βαθμό τα αποτελέσματα της, ώστε να αποσπά μεγαλύτερα δάνεια για να καλύπτει τις τρύπες που προέκυπταν. Καθώς όμως τα δάνεια έπρεπε να πληρώνονται στην λήξη τους με πραγματικά χρήματα, ήρθε η στιγμή που η φούσκα αναπόφευκτα έσκασε. Το ζήτημα βέβαια είναι τέτοιου είδους φούσκες είτε να μη συμβαίνουν ποτέ είτε να περιορίζονται σε αρχικό στάδιο, ώστε να μη χάσουν επενδυτές και πιστωτές τεράστια χρηματικά ποσά.

Επιπλέον η Parmalat φαίνεται ότι απέκτησε σημαντικά ποσά ως δάνεια, τα οποία όμως ήταν καμουφλαρισμένα ως μετοχικό κεφάλαιο μέσα από μια σειρά συναλλαγών που έγιναν. Επακριβώς μια χαρακτηριστική περίπτωση, ήταν αυτή κατά την οποία η εταιρεία προχώρησε σε συμφωνία με τη τράπεζα Deutsche Bank που επέτρεψε στην εταιρεία να δανειστεί κεφάλαια και στη συνέχεια να καταγράψει τα εν λόγω κεφάλαια ως μετοχικό κεφάλαιο στον ισολογισμό της. Η συμφωνία προέβλεπε ότι η Deutsche Bank θα πλήρωνε στην Parmalat το ποσό των 20 εκ. ευρώ σε αντάλλαγμα για 7 εκ. μετοχές της εταιρείας (Glater 2004). Επίσης η τράπεζα προχώρησε στην απόκτηση δικαιώματος αγοράς (call option) το οποίο στη λήξη του έδινε στη τράπεζα το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές της εταιρείας σε μια συγκεκριμένη τιμή, ενώ ταυτόχρονα η Parmalat προχώρησε στην αγορά ενός δικαιώματος πώλησης (put option) το οποίο έδινε τη δυνατότητα στην εταιρεία να πουλήσει κατά τη λήξη του δικαιώματος μετοχές σε μια συγκεκριμένη τιμή. Κατά την ημερομηνία εξάσκησης του δικαιώματος ένα από τα δύο μέρη του συμβολαίου θα κέρδιζε ενώ το άλλο θα έχανε, ωστόσο το συμβόλαιο προέβλεπε ότι όποιο από τα δύο μέρη «έχανε» θα έπρεπε να αποζημιωθεί από το κερδισμένο. Αν για παράδειγμα η τιμή της Parmalat ανέβαινε, η τράπεζα θα μπορούσε να εξασκήσει το δικαίωμα αγοράς, και να αγοράσει μετοχές της Parmalat στην χαμηλότερη τιμή που προέβλεπε το δικαίωμα αγοράς (θα αγόραζε δηλαδή κάτι με υψηλή τρέχουσα αξία σε έκπτωση). Επιπλέον το συμβόλαιο μεταξύ των δύο αντισυμβαλλόμενων προέβλεπε την ακύρωση της συμφωνίας, σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, και την επιστροφή των μετοχών στην Parmalat αφού η εταιρεία θα επέστρεφε τα 20 εκ. ευρώ. Τέλος η εταιρεία πλήρωνε στη τράπεζα μια ετήσια αμοιβή για όσο διάστημα το συμβόλαιο ήταν σε ισχύ, η οποία αμοιβή ήταν ανάλογη ενός επιτοκίου για το δανεισμό του ποσού των 20 εκ. ευρώ. Δεν είναι ξεκάθαρο πόσες από τις ανωτέρω πληροφορίες ήταν διαθέσιμες στους επενδυτές εκείνο το διάστημα, παρόλα αυτά τέτοιου είδους παράγωγα προϊόντα θα πρέπει να ελέγχονται καθώς μέσα από τη πολυπλοκότητά του και τα επιπλέον ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που μπορεί να εμπεριέχονται στα συμβόλαια μπορεί να

κρύβουν εντέχνως σημαντικές πληροφορίες, όπως στη προκειμένη περίπτωση ο καμουφλαρισμένος δανεισμός της Parmalat.

4.5.3. Η ευθύνη των ελεγκτικών στην μακροχρόνια απάτη

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω η απάτη της Parmalat διήρκεσε αρκετά χρόνια και εκ των υστέρων αποδείχθηκε ότι πέραν της διοίκησης περίπου 300 εργαζόμενοι γνώριζαν για τις τεχνικές εξαπάτησης που ασκούσε η εταιρεία. Εύλογα κανείς αναρωτιέται πως έμεινε κρυφή η απάτη, δεδομένου του υποχρεωτικού ελέγχου των οικονομικών αποτελεσμάτων από τους ορκωτούς ελεγκτές. Αρχικά όπως αναφέρθηκε προηγουμένως ο νόμος στην Ιταλία όριζε την υποχρεωτική αλλαγή ελεγκτικής εταιρείας ανά εννέα έτη με σκοπό να εξασφαλιστεί η αρτιότητα και η αμεροληψία του οικονομικού ελέγχου. Η Parmalat ακολούθησε βέβαια το γράμμα του νόμου, αλλάζοντας από την Grant Thornton στην Deloitte το 1999, όμως φρόντισε να διατηρήσει τη Grant Thornton ως ελέγκτρια εταιρεία επί των θυγατρικών της εταιρειών αποφεύγοντας κατά αυτό τον τρόπο το πνεύμα του νόμου. Πέρα από αυτό το γεγονός, προκύπτουν και ευθύνες στην επί χρόνια υπεύθυνη ελεγκτική εταιρεία Grant Thornton, καθώς κατηγορήθηκε για συγκάλυψη των ατασθαλιών της Parmalat. Συγκεκριμένα κατά τη διάρκεια ελέγχου το 1997 ανακάλυψε μια τρύπα ύψους 5 εκ. ευρώ στα λογιστικά βιβλία της εταιρείας, την οποία ωστόσο δεν αποκάλυψε και μάλιστα βοήθησε τη διοίκηση να τη συγκαλύψει όταν ανέλαβε η νέα ελεγκτική εταιρεία. Φημολογείται μάλιστα ότι κάτι τέτοιο συνέβη μετά από συζητήσεις με τη διοίκηση της Parmalat η οποία δεσμεύτηκε ότι το έλλειμμα θα καλυπτόταν εντός τριών λογιστικών χρήσεων. Ακόμα η Grant Thornton παρείχε συμβουλευτικές υπηρεσίες για τη δημιουργία μιας εικονικής πώλησης γάλατος σε σκόνη προς την κυβέρνηση της Κούβας, αξίας 300 εκ. ευρώ. Κατόπιν της κατάρρευσης της εταιρείας η PWC ολοκλήρωσε τον λογιστικό έλεγχο για τις παρελθούσες χρήσεις και αποκάλυψε ότι ενώ στον ισολογισμό της εταιρείας υπήρχαν δημοσιοποιημένα 1,8 εκ. ευρώ ως χρέος στην πραγματικότητα το χρέος ανερχόταν στα 17 εκ. ευρώ. Καθίσταται έτσι απόλυτα κατανοητό το γεγονός ότι επενδυτές αλλά και επαγγελματίες αναλυτές εξαπατήθηκαν, αφού τόσο τα στοιχεία του ενεργητικού όσο και του παθητικού είχαν ως μεγέθη τεράστιες διαφορές με τη πραγματικότητα.

Προκύπτει τελικά από το σκάνδαλο και τη πληθώρα απατών και τεχνασμάτων κατά τη μακροχρόνια κάλυψη του, ευθύνες τόσο στην εταιρεία που ήταν ο κινητήριος μοχλός και βασικός υπεύθυνος όσο και στα υπολειπόμενα συνδιαλλαζόμενα μέρη του οικονομικού συστήματος (τράπεζες, ελεγκτικές εταιρείες, κλπ) με την ανοχή και ορισμένες φορές τη συγκάλυψη των οποίων οι επενδυτές εξαπατήθηκαν. Είναι ενδεικτικό ότι κατόπιν της πτώχευσης ο νέος πρόεδρος της Parmalat άσκησε μηνύσεις εναντίον 45 τραπεζών με τις οποίες η εταιρεία είχε συναλλαγές, κατηγορώντας τα ιδρύματα ότι βοήθησαν την εταιρεία να αποκρύψει τις ζημίες από το επενδυτικό κοινό. Εν τέλει το 2008 η εταιρεία έφτασε σε συμβιβασμό με δύο από αυτές (την UBS και την Swiss Bank) ύψους 357 εκ. ευρώ χωρίς ωστόσο κάποια από τις τράπεζες να αναγνωρίσει ευθύνη έναντι των πράξεων της, ενώ τον 04/2011 οι τράπεζες Morgan Stanley, η Bank of America, η Deutsche Bank, και η Citigroup ήρθαν αντιμέτωπες με κατηγορίες περί εξαπάτησης της αγοράς.

Οι παραπάνω δύο περιπτώσεις εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού και των πιστωτών από τις Parmalat και την Enron αποτελούν μόλις δύο από τις πολλές περιπτώσεις οικονομικών σκανδάλων. Τόσα τα προηγούμενα έτη όσο και τα έτη που ακολούθησαν τα δύο σκάνδαλα αποκαλύφθηκαν αρκετά νέα σκάνδαλα απόρροια της παγκοσμιοποίησης των αγορών και της αυξανόμενης έντασης για δημιουργία θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων υπό συνθήκες ολοένα αυξανόμενου ανταγωνισμού. Παρακάτω ο αναγνώστης θα μπορέσει να ενημερωθεί για τα μέτρα που ελήφθησαν από τις αρμόδιες αρχές, κατόπιν των παραπάνω σκανδάλων, για να προστατευθεί ο επενδυτής και να εξασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας.

4.6. Η Περίπτωση Sarbanes-Oxley Act

Στις ΗΠΑ κατόπιν των τεράστιων σκανδάλων τόσο της Enron όσο και της φούσκας των μετοχών πληροφορικής, που οδήγησε στην απώλεια δις δολαρίων για χιλιάδες επενδυτές, θεσπίστηκε ο περίφημος νόμος Sarbanes-Oxley ευρύτερα γνωστός με τη συντομογραφία SOX.²⁵ Στόχος την νομοθεσίας ήταν να βελτιώσει και να εκσυγχρονίσει το νομικό πλαίσιο που καθόριζε τις υποχρεώσεις των εταιρειών σχετικά με την ακρίβεια και την αξιοπιστία των δημοσιευομένων οικονομικών καταστάσεων, ώστε να αυξηθεί η προστασία των επενδυτών οι οποίοι

²⁵ Δημιουργοί και αρχιτέκτονες του νόμου ήταν ο τότε γερουσιαστής των ΗΠΑ Paul Sarbanes και ο εκπρόσωπος των ΗΠΑ Michael Oxley. <http://www.soxlaw.com/>

πληροφορούνταν και αποφάσιζαν για τη διενέργεια ή μη των επενδύσεων βάσει των οικονομικών καταστάσεων, καθώς επίσης για την εν γένει προστασία των εμπλεκόμενων μελών του εμπορικού κόσμου (πιστωτικά ιδρύματα, οικονομικών αναλυτών, εταιρειών παροχής οικονομικών υπηρεσιών κλπ). Πρέπει να τονισθεί ότι η συγκεκριμένη νομοθεσία αποτελεί ακόμη και σήμερα σημαντικό κομμάτι στο δίκτυο προστασίας του επενδυτή, καθώς επίσης και ότι οι αμερικάνικες εταιρείες δεσμεύονται να εφαρμόζουν τις δεσμεύσεις του νόμου ακόμα και εκτός αμερικάνικου εδάφους, υποχρεώνοντας θυγατρικές τους εταιρείες να λειτουργούν σύννομα σε όλη την υφήλιο. Κατά αυτό τον τρόπο καθίσταται αντιληπτή η βαρύτητα του συγκεκριμένου νόμου για το σύνολο του επενδυτικού κόσμου διεθνώς.

Ο SOX αποτελεί ένα σύνολο προθεσμιών προς εκπλήρωση από τις εταιρείες. Χωρίζεται δε σε 11 μέρη, εκ των οποίων τα σημαντικότερα θεωρούνται ότι είναι τα μέρη: 302, 401, 404, 409, 802 και 906. Εν συντομία παρακάτω αναφέρονται τα 11 μέρη του νόμου με μια σύντομη περιγραφή του σκοπού του καθενός και στη συνέχεια θα δούμε τι περιέχουν οι πιο σημαντικές υποενότητες που αναφέρθηκαν παραπάνω.

- 1) **Δημόσια εταιρεία λογιστικής επιβλέπουσα επιτροπή** (Public Company Accounting Oversight Board or PCAOB). Στις εννέα υποενότητες καθορίζεται η μορφή και η λειτουργίες της PCAOB. Η εν λόγω επιτροπή (για συντομία από εδώ και πέρα PCAOB) είναι επιφορτισμένη με το να επιβλέπει ανεξάρτητα τις ελεγκτικές εταιρείες που εξετάζουν τα οικονομικά στοιχεία των ανωνύμων εταιρειών και εγκρίνουν την ορθή απεικόνιση των οικονομικών τους καταστάσεων. Σκοπός λοιπόν του PCAOB είναι να προστατεύει τους επενδυτές και το δημόσιο συμφέρον με την προώθηση πληροφορικά ορθών και επακριβών αλλά ταυτόχρονα και αντικειμενικών οικονομικών ελέγχων²⁶.
- 2) **Ανεξαρτησία του ελεγκτή** (Auditor Independence). Το δεύτερο μέρος του νόμου αποτελείται και αυτό από εννέα υποενότητες, στις οποίες καθορίζονται οι νόρμες εκείνες που διασφαλίζουν την ανεξαρτησία του εξωτερικού οικονομικού ελέγχου και ταυτόχρονα περιορίζουν τις συγκρούσεις συμφέροντος. Επίσης καθορίζει τις απαιτήσεις για τις ελεγκτικές αναφορές και εγκρίσεις, καθώς επίσης προβλέπει την καίρια αλλαγή οικονομικού ελεγκτή προκειμένου να διασφαλιστεί η ανεξαρτησία του ελέγχου. Τέλος απαγορεύει στις ελεγκτικές εταιρείες να

²⁶ <https://pcaobus.org/About/Pages/default.aspx>

παρέχουν υπηρεσίες στην ελεγχόμενη εταιρεία-πελάτη, πέραν των ελεγκτικών υπηρεσιών (για παράδειγμα συμβουλευτικές οικονομικές υπηρεσίες).

- 3) Εταιρική ευθύνη (Corporate Responsibility).** Το τρίτο μέρος της νομοθεσίας αποτελείται από οχτώ μέρη στα οποία τα ανώτερα στελέχη μιας επιχείρησης, υποχρεωτικά αναλαμβάνουν προσωπική ευθύνη έναντι του νόμου, για την ακρίβεια και την επιτυχή ολοκλήρωση των οικονομικών αναφορών. Ορίζεται δε η αλληλεπίδραση με τους εξωτερικούς οικονομικούς ελεγκτές, καθώς και η λεπτομερής ευθύνη των ανώτερων στελεχών για την ακρίβεια και την εγκυρότητα των οικονομικών στοιχείων. Τέλος αναφέρονται οι κυρώσεις στις οποίες ενδεχομένως σε περίπτωση μη εφαρμογής των ανωτέρω, θα έρθουν αντιμέτωπα τα ανώτερα στελέχη.
- 4) Ενισχυμένες οικονομικές αποκαλύψεις (Enhanced Financial Disclosures).** Το τέταρτο μέρος αποτελείται από εννέα τμήματα στα οποία περιγράφονται οι ενισχυμένες απαιτήσεις για τις αναφορές που υποβάλλονται, σχετικά με τις οικονομικές συναλλαγές, συμπεριλαμβανομένων των εκτός ισολογισμού συναλλαγών καθώς και των συναλλαγών που αφορούν μετοχές των στελεχών της εταιρείας. Επιπλέον υποδεικνύεται η υποχρεωτική διεξαγωγή εσωτερικών ελέγχων από την ίδια την εταιρεία για να διασφαλιστεί η ακρίβεια των οικονομικών στοιχείων, και υποχρεώνει τις εταιρείες για ελέγχους και αναφορές επί των διαδικασιών των εσωτερικών ελέγχων.
- 5) Συγκρούσεις συμφερόντων του αναλυτή (Analyst Conflicts of Interest).** Το πέμπτο μέρος του νόμου αποτελείται από ένα και μόνο κομμάτι, το οποίο είναι επιφορτισμένο με την αποκατάσταση και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις εκθέσεις που υποβάλλουν οι αναλυτές αξιόγραφων. Περιλαμβάνει και ορίζει δε, τους κώδικες συμπεριφοράς που οφείλουν να τηρούν οι αναλυτές αξιόγραφων καθώς επίσης και εκείνες τις περιπτώσεις στις οποίες υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων. Στη περίπτωση της ύπαρξης σχέσης σύγκρουσης συμφερόντων θα πρέπει σύμφωνα με το νόμο να υπάρξει δημόσια αποκάλυψη αυτής της σχέσης ώστε να είναι ενήμερο το επενδυτικό κοινό.
- 6) Επιτροπή δεδομένων και αρχής (Commission Resources and Authority).** Σκοπός του έκτου μέρους της νομοθεσίας είναι ο ορισμός των πρακτικών των αναλυτών αξιόγραφων με απώτερο στόχο τη διατήρηση ενός υψηλού επιπέδου επενδυτικής εμπιστοσύνης. Επίσης καθορίζεται η δικαιοδοσία της SEC σχετικά με τη δυνατότητα που έχει να επικρίνει ή ακόμα και να εξαιρέσει την επαγγελματική

άδεια ενός επαγγελματία των αξιολογών. Καθορίζονται επίσης οι συνθήκες εκείνες κάτω από τις οποίες ένας επαγγελματίας μπορεί να χάσει την άδεια ασκήσεως του επαγγέλματος του μεσίτη αξιολογών, του συμβούλου επί οικονομικών ζητημάτων και χρηματιστή.

- 7) Μελέτες και Εκθέσεις (Studies and Reports).** Το έβδομο τμήμα του νόμου, περιέχει πέντε ενότητες στις οποίες περιγράφονται οι διάφορες έρευνες που οφείλει να διεξάγει η SEC και ο γενικός οικονομικός ελεγκτής (general comptroller) και η δημοσιοποίηση των ευρημάτων τους. Οι αναφερόμενες μελέτες και εκθέσεις περιλαμβάνουν τις επιπτώσεις της ενοποίησης λογιστικών εταιρειών, το ρόλο που έχουν οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης στη λειτουργία της αγοράς αξιολογών, περιπτώσεις παραβάσεων με θέμα τα αξιόγραφα και σχετικές δράσεις αποκατάστασης της τάξης καθώς και μελέτες σχετικά με τις επενδυτικές τράπεζες και τη τυχόν εμπλοκή τους σε προσπάθειες χειραγώγησης των εσόδων και απόκρυψης από το επενδυτικό κοινό της ρεαλιστικής οικονομικής κατάστασης εταιρειών.
- 8) Επιχειρηματική ευθύνη και εγκληματική απάτη (Corporate and Criminal Fraud Accountability).** Αποτελείται από επτά επιμέρους ενότητες και περιγράφει με ακρίβεια τις ποινές που αφορούν τη χειραγώγηση, καταστροφή και αλλοίωση των οικονομικών δεδομένων και αποτελεσμάτων καθώς και κάθε άλλη παρεμβολή στις έρευνες των αρχών. Επίσης θα πρέπει να σημειωθεί ότι στο συγκεκριμένο κομμάτι της νομοθεσίας παρέχεται ορισμένης μορφής προστασία, σε όσους αποκαλύψουν οικονομικά εγκλήματα.
- 9) Αυστηροποίηση των ποινών των οικονομικών εγκλημάτων (White Collar Crime Penalty Enhancement).** Αποτελείται από έξι επιμέρους ενότητες στις οποίες περιγράφονται επακριβώς οι ποινές για οικονομικά εγκλήματα (white collar crimes) και οικονομικές συνομοσίες. Επιπλέον περιλαμβάνει γενικές κατευθυντήριες γραμμές που σκοπό έχουν αυστηρότερες ποινές σε περιπτώσεις οικονομικών εγκλημάτων, με τη ταυτόχρονη εξάλειψη της αντιμετώπισης των ψευδών οικονομικών αναφορών ως απλά παραπτώματα.
- 10) Εταιρική επιστροφή φόρου (Corporate Tax Return).** Η συγκεκριμένη ενότητα αποτελείται από ένα και μόνο μέρος, το 1001 το οποίο ορίζει ότι τυχόν επιστροφή φόρου προτού πραγματοποιηθεί θα πρέπει να υπογράφεται από τον γενικό διευθυντή (Chief Executive Officer).

11) Εταιρική ευθύνη σε περίπτωση απάτης (Corporate Fraud Accountability). Η τελευταία ενότητα του νόμου αποτελείται από επτά υποενότητες, όπου και ταυτοποιείται η εταιρική απάτη και η αλλοίωση των οικονομικών αρχείων, ως εγκληματικές πράξεις με την ταυτόχρονη σύνδεση τους με μια σειρά κυρώσεων. Επιπλέον καθορίζονται οδηγίες σχετικά με τη καταδίκη τέτοιων πράξεων και ενδυναμώνεται το κομμάτι των ποινών. Τέλος δίνεται το δικαίωμα στη SEC να «παγώσει» προσωρινά συναλλαγές και πληρωμές οι οποίες είναι είτε εξαιρετικά μεγάλες ως μεγέθη είτε θεωρούνται ασυνήθιστες, ώστε να διερευνήσει τη νομιμότητα αυτών.

Εν συνεχεία θα δούμε τις υποενότητες κλειδιά από τα 11 μέρη του νόμου που προαναφέρθηκαν, και είχαν το μεγαλύτερο αντίκτυπο στις δραστηριότητες των επιχειρήσεων.

4.6.1. Μέρος 302 του νόμου “SOX”

Περιληπτικά η υποενότητα 302 περιλαμβάνει ενέργεια που διασφαλίζουν ότι οι περιοδικά θεσπισμένες οικονομικές αναφορές περιλαμβάνουν τις κάτωθι προϋποθέσεις:

- Τα υπογράφοντα στελέχη έχουν λάβει γνώση και έχουν προβεί σε επισκόπηση των υπογραφόμενων αναφορών.
- Οι αναφορές δεν περιέχουν αναληθής δηλώσεις ή παραλήψεις ή θεωρούνται καθ' οποιονδήποτε τρόπο παραπλανητικές.
- Οι οικονομικές καταστάσεις και οποιαδήποτε σχετική πληροφορία παρουσιάζουν ορθά και δίκαια την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της επιχειρήσεως από όλες τις υλικές απόψεις.
- Τα υπογράφοντα στελέχη είναι υπεύθυνα για τη διενέργεια εσωτερικών ελέγχων, και έχουν αξιολογήσει τη διενέργεια των εσωτερικών ελέγχων καθώς και των ευρημάτων τους, μέσα σε μια περίοδο ενενήντα ημερών και επιπλέον έχουν αναφέρει τα ευρήματά τους.
- Λίστα με όλες τις ελλείψεις στους εσωτερικούς ελέγχους και πληροφορίες σχετικά με απάτες στις οποίες συμμετείχαν υπάλληλοι που εμπλέκονται στις εσωτερικές διαδικασίες.

- Τυχόν σημαντικές αλλαγές στη διαδικασία εσωτερικών ελέγχων ή οποιοδήποτε σχετικοί παράγοντες θα μπορούσαν να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στους εσωτερικούς ελέγχους.

4.6.2. Μέρος 401 του νόμου “SOX”

Αποτελεί μέρος της τέταρτης ενότητας Enhanced Financial Disclosures. Κατόπιν της χρεοκοπίας της Enron τη προσοχή των αρχών συγκέντρωσαν τα στοιχεία εκτός ισολογισμού τα οποία είχαν βασικό ρόλο στην οικονομική απάτη. Επιπλέον η χρεοκοπία της Lehman brothers το 2010 επανέφερε τα στοιχεία εκτός ισολογισμού στο επίκεντρο της προσοχής, καθώς η τράπεζα χρησιμοποίησε ένα εργαλείο (αποκαλούμενο Repo 105) ώστε να μετατρέψει την οικονομική της θέση ελκυστικότερη προς τους επενδυτές. Η υποενότητα 401 λοιπόν αναφέρει ότι οι δημοσιοποιούμενες οικονομικές καταστάσεις οφείλουν να είναι ακριβείς και να παρουσιάζονται με τρόπο που να μη περιέχει ανακριβής δηλώσεις ή να παραλείπουν βασικές πληροφορίες. Επίσης οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να περιέχουν όλες τις εκτός ισολογισμού (υλικές) συναλλαγές και υποχρεώσεις. Εν συνεχεία η SEC υποχρεούται να μελετά και να συντάσσει έκθεση σχετικά με τις εκτός ισολογισμού συναλλαγές ώστε να διασφαλίζεται η διαφάνεια και η προστασία του επενδυτικού κοινού. Μια ακόμη υποχρέωση της SEC είναι να καθορίζει αν οι γενικές αρχές της λογιστικής (στις ΗΠΑ γνωστές ως GAAP²⁷) και οι υπόλοιποι κανονισμοί οδηγούν εν τέλει σε ξεκάθαρες και ουσιώδους σημασίας οικονομικές αναφορές, από τα στελέχη της εκάστοτε εταιρείας που είναι υπεύθυνα για την έκδοση αυτών των αναφορών.

4.6.3. Μέρος 404 του νόμου “SOX”

Το πιο επίμαχο μέρος του νόμου SOX αποτελεί η υποενότητα 404, η οποία υποχρεώνει τόσο τη διοίκηση της εταιρείας όσο και τον εξωτερικό ελεγκτή να αναφέρουν επί της επάρκειας του εσωτερικού ελέγχου σχετικά με τις οικονομικές εκθέσεις (financial reporting ή εν συντομία ICFR). Σύμφωνα με πολλούς μελετητές του νόμου SOX αυτή αποτελεί και τη πιο πολυδάπανη πλευρά της νομοθεσίας, καθώς

²⁷ GAAP ακρωνύμιο του generally accepted accounting principals κάτι αντίστοιχο με τις γενικές αρχές λογιστικής που υπάρχουν στη χώρα μας. <https://www.investopedia.com/terms/g/gaap.asp>

για να μπορέσουν οι επιχειρήσεις να την εφαρμόσουν απαιτούνται μια σειρά εγγράφων και οικονομικών εγχειριδίων όπως επίσης και αυτοματοποιημένες διαδικασίες, τα οποία απαιτούν και χρηματικό κόστος αλλά και μεγάλη προσπάθεια εκ μέρους της εταιρείας για να εφαρμοσθούν²⁸. Η διοίκηση θα πρέπει, σύμφωνα με την ενότητα 404, να συντάξει μια έκθεση επί του εσωτερικού ελέγχου η οποία οφείλει να επιβεβαιώνει την υπευθυνότητα της διοίκησης για τη καθιέρωση και διατήρηση ενός αποτελεσματικού εσωτερικού ελέγχου και διαδικασιών οικονομικών αναφορών²⁹. Εν γένει η διοίκηση κάθε επιχείρησης θα πρέπει να προβεί στις παρακάτω ενέργειες προκειμένου να συμμορφωθεί με τις απαιτήσεις της νομοθεσίας.

- Εκτίμηση του σχεδιασμού αλλά και της λειτουργικής αποτελεσματικότητας των διαδικασιών του εσωτερικού ελέγχου που αφορούν σημαντικούς λογαριασμούς κυρίως σε ότι έχει να κάνει με την αποφυγή του κινδύνου λάθους αναφορών.
- Κατανόηση της ροής των συναλλαγών, συμπεριλαμβανομένων των πλευρών του τμήματος πληροφορικής, σε τέτοιο βαθμό ώστε να μπορεί να κατανοήσει και έγκαιρα να προλάβει θέματα από τα οποία θα μπορούσαν να προκύψουν προβλήματα λανθασμένων αναφορών στις οικονομικές εκθέσεις.
- Αξιολόγηση σε επίπεδο εταιρείας (Entity-level³⁰) των διαδικασιών ελέγχου, οι οποίες αντιστοιχούν στα περιεχόμενα του πλαισίου εργασίας που έχει θεσπίσει η COSO.
- Πραγματοποίηση εκτίμησης ρίσκου απάτης.
- Αξιολόγηση των δικλίδων ασφαλείας που υπάρχουν για την αποτροπή ή τον εντοπισμό απατών, συμπεριλαμβανομένων των δυνατοτήτων της διοίκησης για αποφυγή των διαδικασιών ελέγχου.
- Αξιολόγηση των διαδικασιών ελέγχου κατά τη περίοδο που κλείνει η οικονομική περίοδος και τα δεδομένα υποβάλλονται για αξιολόγηση.
- Διαβάθμιση των εργασιών αξιολόγησης ανάλογα με το μέγεθος και τη πολυπλοκότητα της εταιρείας.
- Οι εργασίες της διοίκησης πρέπει να βασίζονται σε παράγοντες όπως η ανταγωνιστικότητα, η αντικειμενικότητα και το ρίσκο.

²⁸ <http://www.heritage.org/CDA/upload/SOX-CDA-edited-3.pdf>

²⁹ <http://www.law.cornell.edu/uscode/15/7262.html#a>

³⁰ https://en.wikipedia.org/wiki/Entity-level_controls

- Η διοίκηση οφείλει να καταλήξει σχετικά με την επάρκεια της διαδικασίας του εσωτερικού ελέγχου επάνω στις οικονομικές αναφορές.

Επιγραμματικά θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η ενότητα 404 του νόμου SOX αποτελεί ένα τρόπον τινά «φόρο» στην αναποτελεσματικότητα. Αυτό συμβαίνει γιατί σύμφωνα με στατιστικές υπάρχει ένα αξιόλογο κόστος για την εκπλήρωση της αξιολόγησης που είναι εκ του νόμου απαραίτητη. Είναι έμμεσο αποτέλεσμα της ενότητας 404 του νόμου “SOX”, η δόμηση από τις επιχειρήσεις ενός κεντρικού συστήματος με στόχο την αυτοματοποίηση των συστημάτων οικονομικών αναφορών. Το γεγονός αυτό γίνεται καλύτερα αντιληπτό αν συγκρίνει κανείς τα κόστη μεταξύ μιας εταιρείας χωρίς κεντρικό σύστημα και διαδικασίες με τα κόστη μιας εταιρείας με αυτοματοποιημένα και τελικά αποτελεσματικότερα συστήματα³¹.

4.6.4. Μέρος 409 του νόμου “SOX”

Στην υποενότητα 409 περιγράφεται η υποχρέωση εκ μέρους των συντακτών των οικονομικών καταστάσεων να δημοσιοποιούν έκτακτα, οποιαδήποτε σημαντική μεταβολή της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και κάθε μεταβολή που επηρεάζει τις λειτουργίες της. Επιπροσθέτως οι δημόσιες ενημερώσεις επί των ανωτέρω θα πρέπει να παρουσιαστούν με τέτοιο τρόπο ώστε να είναι ευκατανόητες και επιπλέον να συνοδεύονται από γραφήματα που περιέχουν ποιοτικές πληροφορίες και καταδεικνύουν τη τάση που ακολουθείται.

4.6.5. Μέρος 802 του νόμου “SOX”

Η υποενότητα 802 είναι εξόχως σημαντική καθώς καθορίζει τις ποινές με τις οποίες θα έρθουν αντιμέτωπα όσα στελέχη δεν εναρμονιστούν με τις απαιτήσεις της νομοθεσίας. Συγκεκριμένα αναφέρονται πρόστιμα και ποινές, που φτάνουν έως και τα 20 χρόνια κάθειρξης για παραβάσεις: αλλοίωσης, καταστροφής, νόθευσης, απόκρυψης και επί σκοπού παραποίησης των οικονομικών αρχείων και δεδομένων με πρόθεση παρεμπόδισης και επηρεασμού της νόμιμης έρευνας. Επιπροσθέτως στην ενότητα αυτή προβλέπονται ποινές κάθειρξης έως και 10 ετών για τους λογιστές που

³¹ Ως παράδειγμα επιβεβαίωσης των ανωτέρω, έρευνα του 2007 κατέδειξε ότι το μέσο κόστος εφαρμογής των απαιτήσεων της ενότητας 404 για εταιρείες άνευ κεντρικού συστήματος ήταν 1,9 εκ. δολάρια, ενώ εταιρείες με κεντρικό σύστημα οργάνωσης και διαδικασίες είχαν μέσο κόστος εφαρμογής 1,3 εκ. δολάρια. "FEI Survey 2007" (<http://fei.mediaroom.com/index.php?s=43&item=204>)

εν γνώσει τους και με τη θέλησή τους παραβιάζουν τις δεσμεύσεις σχετικά με τη διατήρηση όλων των αρχείων και των παραστατικών των οικονομικών ελέγχων για μια περίοδο 5 ετών.

4.6.6. Μέρος 1109 του νόμου “SOX”

Τέλος η συγκεκριμένη υποενότητα είναι πολύ σημαντική καθώς προστατεύει νομικά όσους παράσχουν πληροφορίες στις αρχές και καταδώσουν οικονομικά εγκλήματα, από εκδικητικές ενέργειες και αντίποινα πράξεις ενάντια σε αυτά τα άτομα. Η ποινή φυλάκισης για τους παραβάτες μπορεί να φτάσει έως και τα 10 έτη, και κατά αυτό τον τρόπο ο νόμος προστατεύει τη διαφάνεια καθώς και την αμεσότερη αποκάλυψη οικονομικών εγκλημάτων (άλλωστε όπως είδαμε και στη περίπτωση της Parmalat, υπήρξε ένας μεγάλος αριθμός εργαζομένων που γνώριζε για τις τεχνικές εξαπάτησης, αν λοιπόν κάποιος είχε προσέλθει νωρίτερα στις αρχές θα μπορούσε να περιοριστεί το μέγεθος της οικονομικής ζημιάς σε πολλούς επενδυτές).

5. ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

Η προστασία του επενδυτή στο πλαίσιο του Ενωσιακού και Ελληνικού δικαίου

5.1.Οι επενδυτικές υπηρεσίες

Καταρχάς, προκειμένου να κατανοήσουμε τους τρόπους με τους οποίους δύναται να προστατευθεί είτε κάποιο φυσικό είτε κάποιο νομικό πρόσωπο, κατά τη διαδικασία μιας επένδυσης, θα πρέπει να δούμε ποιοι έχουν σύμφωνα με το νόμο το δικαίωμα να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες. Όπως ήδη αναφέρθηκε, χρονικά προγενέστερος νόμος σχετικά με τις επιχειρήσεις που δύνανται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στην Ελλάδα, είναι ο νόμος 2396/1996. Σύμφωνα με τον εν λόγω νόμο αρμόδιες για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι οι Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Ε.Π.Ε.Υ.)³² καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα. Ως επενδυτικές υπηρεσίες ορίζονταν δε, οι υπηρεσίες που αφορούσαν τη λήψη και διαβίβαση και εκτέλεση για λογαριασμό επενδυτών εντολών για κατάρτιση συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων και τη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων πελατών, στα πλαίσια εντολής τους, εφόσον τα χαρτοφυλάκια συμπεριλαμβάνουν χρηματοπιστωτικά μέσα (άρθρο 2 Ν. 2396/1996).

Με την πάροδο των ετών και λόγω των εξελίξεων τόσο των χρηματοοικονομικών προϊόντων όσο και λόγω της διεύρυνσης του επιπέδου προστασίας των επενδύσεων, τέθηκε σε ισχύ ο νόμος 3606/2007 ο οποίος πλέον περιλαμβάνει ένα διευρυμένο σύνολο επενδυτικών υπηρεσιών σε σχέση με το προηγούμενο σε ισχύ νόμο.

Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο 4 του Ν.3606/2007 ως επενδυτικές υπηρεσίες καθορίζονται η λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών τους, κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα, η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών η οποία συνίσταται από την κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων, η διαχείριση, κατά τη

³² Ως Ε.Π.Ε.Υ. χαρακτηρίζονται οι πάσης φύσης επιχειρήσεις, με φορείς φυσικά ή νομικά πρόσωπα, που παρέχουν κατ' επάγγελμα σε τρίτους μία ή περισσότερες κύριες επενδυτικές υπηρεσίες, συνιστάμενες σε λήψη και διαβίβαση ή εκτέλεση επενδυτικών εντολών τρίτων σε κινητές αξίες και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε αγοροπωλησία τίτλων προς ίδιο λογαριασμό, σε διαχείριση χαρτοφυλακίου πελατών κατ' εντολή τους και σε αναδοχή της έκδοσης ή και της διάθεσης τίτλων (Ψυχομάνης Σ. Τραπεζικό Δίκαιο, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις 2006, σελ. 33-35).

διακριτική ευχέρεια των ΕΠΕΥ, χαρτοφυλακίων πελατών στο πλαίσιο εντολής τους, τα οποία (χαρτοφυλάκια) περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και η παροχή προσωπικών επενδυτικών συμβουλών σε πελάτη είτε μετά από αίτηση του, είτε με πρωτοβουλία των ΕΠΕΥ σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές του σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Επίσης σύμφωνα με το άρθρο 8 του Ν. 3606/2007 υπόχρεα τήρησης του νομικού πλαισίου περί των επενδυτικών υπηρεσιών είναι και τα πιστωτικά ιδρύματα *«η καθ' οιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα επιτρέπεται μόνο στις ΑΕΠΕΥ και στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις ΑΕΕΔ³³ και στις ΑΕΔΑΚ³⁴, κατά τις διακρίσεις που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και την άδεια λειτουργίας τους»*. Επενδυτικές υπηρεσίες μπορούν, επομένως, να παρέχουν στην Ελλάδα μόνο οι ΑΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα.

Συμπερασματικά, ο βασικός νόμος που ρυθμίζει την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σήμερα είναι ο Ν. 3606/2007, ο οποίος εκδόθηκε προς εναρμόνιση με την Οδηγία 2004/30/ΕΚ. Ο νόμος αυτός ρυθμίζει ένα ευρύ φάσμα θεμάτων, από την οργάνωση των ίδιων των αγορών, ως την οργάνωση και τις υποχρεώσεις των παρόχων επενδυτικών υπηρεσιών³⁵.

³³ Ανώνυμη Εταιρία Επενδυτικής Διαμεσολάβησης οι οποίες σύμφωνα με το άρθρο 2 του Ν. 3606/2007 *«επιτρέπεται να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες που συνίστανται αποκλειστικά στη λήψη και διαβίβαση εντολών επί κινητών αξιών και μεριδίων που εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων και στην παροχή επενδυτικών συμβουλών που αφορούν κινητές αξίες και μερίδια που εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Οι ΑΕΕΔ δεν επιτρέπεται να κατέχουν κεφάλαια και χρηματοπιστωτικά μέσα πελατών τους»*.

³⁴ Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου η οποία έχει ως σκοπό τη διαχείριση ενός ή πολλαπλών αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς επίσης και την παροχή επενδυτικών συμβουλών και υπηρεσιών.

³⁵ Αξίζει να σημειωθεί ότι, παλαιότερα, όλες οι συναλλαγές επί χρηματοπιστωτικών μέσων επραγματοποιούντο στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Όμως, με την εισαγωγή του Ν. 3606/2007 καταργήθηκε το καθεστώς συγκέντρωσης και διεξαγωγής των συναλλαγών επί των εισηγμένων χρηματοπιστωτικών μέσων αποκλειστικά από το «Χρηματιστήριο». Πλέον προβλέπονται τρία είδη χρηματοπιστωτικών αγορών που μπορούν να λειτουργήσουν στην Ελλάδα: α) οι οργανωμένες αγορές, β) οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και γ) οι Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές. Οι προϋποθέσεις και οι διαδικασίες ίδρυσης των αγορών αυτών καθώς και οι βασικοί κανόνες οργάνωσης και λειτουργίας τους ρυθμίζονται στο Ν. 3606/2007.

5.2. Η προστασία του επενδυτή στο πλαίσιο του Ενωσιακού και Ελληνικού Δικαίου

Εισαγωγικά

Είναι προφανές ότι ο σημερινός υποψήφιος επενδυτής έρχεται αντιμέτωπος με πολυάριθμες και πολύπλοκες επενδυτικές επιλογές, κάθε μία από τις οποίες έχει τα δικά της χαρακτηριστικά και τους δικούς της κινδύνους. Καλείται λοιπόν, μέσα σε από έναν πραγματικό κυκεώνα επιλογών, να επιλέξει εκείνο το προϊόν που θα ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες του, προκειμένου να προωθήσει τα επενδυτικά του σχέδια. Για να εξασφαλίσει, έτσι, την όσο πιο δυνατόν γίνεται επωφελέστερη τοποθέτηση των χρημάτων του, καταφεύγει σε «ειδικούς», οι οποίοι διαφωτίζουν τον επενδυτή και τον βοηθούν στη λήψη της κατάλληλης επενδυτικής απόφασης, προσαρμοσμένης στις ανάγκες και τους στόχους του. Έτσι, η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων ελλοχεύει σοβαρότατους κινδύνους, με αποτέλεσμα η ύπαρξη ενός προστατευτικού θεσμικού πλαισίου να καθίσταται απολύτως απαραίτητη.

Έτσι, για την αποφυγή οικονομικών και κοινωνικών καταστροφών έχουν πραγματοποιηθεί τα τελευταία χρόνια πολλαπλές ενέργειες με σκοπό τον έλεγχο των διαθέσιμων επενδυτικών προϊόντων αλλά και την επαρκή ενημέρωση των επενδυτών προτού προχωρήσουν σε δέσμευση περιουσιακών στοιχείων τους. Μάλιστα, μετά τη πτώχευση της Lehman Brothers το θέμα της ευθύνης των τραπεζών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι πιο επίκαιρο από ποτέ.

Πιο συγκεκριμένα, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν τεθεί σε αυστηρότερο έλεγχο οφείλοντας να παρουσιάζουν ξεκάθαρα το επενδυτικό τους πλάνο και τις δραστηριότητες τους³⁶, με την Ευρωπαϊκή Ένωση να αποτελεί το χαρακτηριστικότερο παράδειγμα λήψης αυστηρών νομοθετικών μέτρων. Η διασφάλιση ακόμα κατάλληλου προσωπικού εξυπηρέτησης των επενδυτών γίνεται ολοένα και μεγαλύτερη προτεραιότητα για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καθώς σε περίπτωση παραπληροφόρησης των πελατών και παραβίασης των ισχυόντων κανονισμών αναμένεται να επιβάλλονται κυρώσεις³⁷. Ειδικότερα, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει θεσπίσει συγκεκριμένο πλαίσιο με σκοπό την προστασία του επενδυτή, ιδίως μέσω της Οδηγίας MIFID· Μάλιστα, η Οδηγία MIFID· πρόκειται σύντομα να

³⁶ Νόμος 3606/07 Άρθρο 12 Οργανωτικές Απαιτήσεις ΑΕΠΕΥ

³⁷ Νόμος 3606/07 Άρθρα 20,21

αντικατασταθεί από την Οδηγία MIFID II ώστε να μπορέσει να αντιμετωπίσει ακόμα αποτελεσματικότερα, μεταξύ άλλων, τους επενδυτικούς κινδύνους στους οποίους εκτίθενται επανειλημμένα οι ιδιώτες. Τις Οδηγίες αυτές εξετάζουμε αναλυτικότερα στις επόμενες παραγράφους.

5.2.1. Η Οδηγία MIFID (Markets in Financial Instruments Directive)

Η Οδηγία 2004/39/EK, γνωστή ως MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) αποτελεί το θεσμικό πυρήνα της αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, καθώς έχει θεσπιστεί με στόχο την εναρμόνιση των νόμων και των κανονισμών για τις επενδύσεις και τις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε όλα τα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σκοπός της Οδηγίας MIFID είναι η εγκαθίδρυση ενιαίας κοινοτικής κεφαλαιαγοράς, η οποία θα διασφαλίζει προστασία υψηλού επιπέδου για τους επενδυτές ενώ παράλληλα θα επιτρέπει στις επιχειρήσεις επενδύσεων να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε όλη την Κοινότητα, ως ενιαία αγορά, βάσει ενός αποτελεσματικού διαβατηρίου και θα τονώνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των συντελεστών των αγορών.

Βασικός σκοπός της εν λόγω Οδηγίας είναι η προάσπιση των συμφερόντων και η προστασία των επενδυτών. Έτσι, ταυτόχρονα και την ύπαρξη διαφάνειας στις ευρωπαϊκές αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων η ESMA (European Securities Market Authority) θέσπισε το πρόγραμμα MIFID (το οποίο ισχύει σε όλη την ενιαία αγορά του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου(European Economic Area). Το παραπάνω θεσμικό πλαίσιο οφείλεται να ακολουθείται από το σύνολο των πιστωτικών ιδρυμάτων, των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), των ανωνύμων εταιρειών επενδυτικής διαμεσολάβησης, των κεντρικών τραπεζών και των ανωνύμων εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ). Κατά αυτό τον τρόπο το σύνολο των οργανισμών που μετέχουν στη νομοθετική ρύθμιση λειτουργούν κάτω από ένα συγκεκριμένο πλαίσιο για τη διενέργεια όλων των συναλλαγών τους, τόσο μεταξύ τους όσο και με τους πελάτες τους. Τα επενδυτικά δε προϊόντα που υπόκεινται στη MIFID είναι τα παρακάτω³⁸:

- *Ομόλογα*

³⁸ Στη παρακάτω λίστα δε περιλαμβάνονται οι καταθέσεις, τα δάνεια, τα εμπορεύματα και οι συναλλαγές όψεως σε συνάλλαγμα, καθώς δεν λογίζονται ως επενδυτικά προϊόντα.

- *Μετοχές*
- *Χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα (options, futures, swaps etc)*
- *Αμοιβαία κεφάλαια*

Τα κύρια σημεία στόχοι της MIFID αναφέρονται επιγραμματικά:

- Κατηγοριοποίηση του πελάτη-επενδυτή ανάλογα με τις γνώσεις του και την επενδυτική του εμπειρία, με σκοπό να προστατευθούν οι πιο αδύναμοι πελάτες από πιθανή εκμετάλλευσή τους. Συγκεκριμένα οι επενδυτές δύναται να κατηγοριοποιηθούν είτε ως ιδιώτες, είτε ως επαγγελματίες, είτε ως επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι.
- Έλεγχος συμβατότητας και καταλληλότητας των επενδυτών. Θα πρέπει δηλαδή τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες που προτείνονται σε κάθε επενδυτή να συμβαδίζουν με την κατηγορία του και το επίπεδο κινδύνου που προτίθεται να αναλάβει.
- Βέλτιστη εκτέλεση εντολών. Οι εντολές των επενδυτών διενεργούνται αποτελεσματικότερα και ασφαλέστερα, πάντα προς όφελος του πελάτη.
- Σύγκρουση Συμφερόντων. Εισάγονται διατάξεις που ευνοούν την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων με στόχο τη διαφύλαξη των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών.
- Εναρμόνιση των Ευρωπαϊκών επενδυτικών αγορών ώστε να παρέχονται σε όλους τους επενδυτές της ζώνης του ΕΟΧ οι ίδιες δυνατότητες για την επίτευξη επικερδών επενδύσεων και επιπλέον να μπορούν να συναλλάσσονται τα ΠΙ με πελάτες σε άλλες χώρες του ΕΟΧ.
- Διασφάλιση καλύτερου εποπτικού και ελεγκτικού μηχανισμού. Τα ΠΙ και οι εταιρείες ελέγχονται από τις εποπτικές αρχές και οφείλουν να τηρούν τις θεσμοθετημένες διαδικασίες.

Οι υποχρεώσεις των τραπεζών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών

Είναι προφανές ότι οι υποχρεώσεις των τραπεζών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών έχουν ύψιστη σημασία. Καθώς η Κεφαλαιαγορά αποτελεί κατεξοχήν πεδίο διακίνησης και ανταλλαγής πληροφοριών, σημαντική προϋπόθεση για την προστασία του πελάτη είναι η επαρκής ενημέρωση³⁹ του προτού προβεί σε οποιασδήποτε μορφής επένδυσης. Έτσι, η τράπεζα οφείλει να γνωστοποιεί τις

³⁹Σύμφωνα με το άρθρο 19 παρ. 3 της Οδηγίας 2004/ 39/ ΕΚ «Στους πελάτες ή τους δυνητικούς πελάτες παρέχεται κατάλληλη πληροφόρηση σε κατανοητή μορφή σχετικά με την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες της, τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, τους τόπους εκτέλεσης και το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις, ώστε να είναι ευλόγως σε θέση να κατανοούν της φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής υπηρεσίας και του συγκεκριμένου τύπου του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις εν επιγνώσει. Οι πληροφορίες αυτές μπορεί να παρέχονται σε τυποποιημένη μορφή».

Οι παραπάνω υποχρεώσεις των τραπεζών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών μεταφέρθηκαν αυτούσιες από τον έλληνα νομοθέτη στο άρθρο 25 του Νόμο 3606/ 2007.

απαραίτητες και χρήσιμες πληροφορίες που θα βοηθήσουν τον πελάτη να αποφασίσει αν η τράπεζα είναι κατάλληλη για την παροχή της ζητούμενης υπηρεσίας με τρόπο που να κρίνεται αποτελεσματικό ως προς το κόστος το χρόνο και την ασφάλεια του επενδυτή. Αναλυτικότερα, μέσα από μια διαδικασία που ονομάζεται έλεγχος καταλληλότητας η ΕΠΕΥ ή το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα παίρνει πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση και την επενδυτική εμπειρία και τις γνώσεις που κατέχει. Στη συνέχεια ανάλογα με την κατηγοριοποίηση⁴⁰ του πελάτη σε ιδιώτη ή επαγγελματία θα πρέπει να παρέχεται η ανάλογη προστασία. Γενικότερα η μέγιστη προστασία παρέχεται στους ιδιώτες πελάτες, με τους επαγγελματίες να μην έχουν την ίδια προστασία έχοντας ωστόσο το δικαίωμα πρόσβασης σε χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία δεν είναι διαθέσιμα για τον ιδιώτη.

Επιπλέον πρέπει να παρέχεται η δυνατότητα σύγκρισης της σχετικής επίδοσης της εταιρείας σε σχέση με τις αντίστοιχες εταιρείες του κλάδου της και η αξιολόγηση των χρεώσεων κάθε εταιρείας από τον πελάτη για να πάρει την τελική του απόφαση. Επομένως γίνεται αντιληπτό πως ο πελάτης θα πρέπει να αποκτήσει μια ολοκληρωμένη εικόνα με όλα τα δεδομένα που αφορούν το κόστος, την απόδοση, τη χρονική διάρκεια και τον πιστωτικό κίνδυνο της επένδυσης του. Σε περίπτωση κατά την οποία ο πελάτης επιθυμεί από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να ακολουθεί απλά τις εντολές του για αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων και χρειάζεται επιπλέον επενδυτικές συμβουλές τότε το ίδρυμα οφείλει να προχωρήσει στην διαδικασία του έλεγχου συμβατότητας. Ο έλεγχος συμβατότητας έχει ως κύριο σκοπό του την προστασία του πελάτη από κινδύνους συναλλαγών τους οποίους είτε δεν κατανοεί είτε υποεκτιμάει όπως συμβαίνει συχνά με τα προαναφερθέντα «πολύπλοκα» προϊόντα. Στη διαδικασία του ελέγχου αξιολογείται αν η γνώση και η εμπειρία του πελάτη είναι επαρκή ώστε να κατανοήσει πλήρως τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει.

Σε ότι αφορά τις διαπραγματεύσεις, κατά την διάρκεια των συναλλαγών, στην περίπτωση παροχής κάποιας μορφής επενδυτικών υπηρεσιών ο νόμος ορίζει πως τα

⁴⁰ Avgouleas Emiliios (2008) The Regulation of Investment Services in Europe under MIFID: Implementation and Practice σελ.105.

μέρη υποχρεούνται να τηρούν ειλικρινή και συναλλακτική συμπεριφορά⁴¹. Σε περίπτωση επιτήδειας αντισυναλλακτικής συμπεριφοράς η τράπεζα αναλαμβάνει την ευθύνη αποκατάστασης της ζημίας του πελάτη. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με το νόμο 3606/07 υπάρχουν τρεις βασικοί πυλώνες γύρω από τους οποίους η ΕΠΕΥ ή η τράπεζα οφείλουν να προσαρμόσουν την συμπεριφορά τους: Αρχικά οποιαδήποτε διενέργεια κατά τη διάρκεια της συναλλαγής πρέπει να χαρακτηρίζεται από επαγγελματισμό εντιμότητα και δικαιοσύνη, με σκοπό την προστασία της επένδυσης του πελάτη και τη διασφάλιση των συμφερόντων του. Επίσης η πληροφόρηση που δέχεται ο πελάτης θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο σαφής ώστε να βοηθήσει τον πελάτη να κατανοήσει πλήρως τις υπηρεσίες που του παρέχονται.

Τέλος, ο φορέας που θα αναλάβει να παρέχει υπηρεσίες υποχρεούται να λάβει υπόψη τα ατομικά χαρακτηριστικά του επενδυτή έτσι ώστε να προσαρμόσει κατάλληλα τις επενδύσεις του βάση της οικονομικής δυνατότητας του, της εμπειρίας και των απαιτήσεων του. Σύμφωνα με την Ενωσιακή νομοθεσία μάλιστα, η παροχή οποιασδήποτε συμβουλευτικής υπηρεσίας από τραπεζικά ιδρύματα θα πρέπει να ξεκαθαρίζεται στον πελάτη αν αποτελεί προϊόν επιστημονικής έρευνας ή δίνεται ανεξάρτητα από το συγκεκριμένο ίδρυμα (MIFID II) Ακόμα, η παραπομπή επί πληρωμή σε τρίτους ανεξάρτητους οικονομικούς σύμβουλους για την διεκπεραίωση της επένδυσης θα απαγορευθεί με την ισχύ των νέων μέτρων σε περίπτωση που αυτοί δεν έχουν την πιστοποίηση που θα απαιτείται από το νέο πρόγραμμα (MIFID II).

Περαιτέρω, όπως τονίστηκε, μεγάλος κίνδυνος για τον απλό και όχι μόνο επενδυτή υπήρξαν ανέκαθεν τα πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα. Τα συγκεκριμένα προϊόντα χαρακτηρίζονται από την δυσκολία αξιολόγησης του πραγματικού τους κινδύνου από τον πελάτη και πολλές φορές απαιτούν την γνωμάτευση κάποιου ειδικού στον χώρο για να υπάρξει κατανόηση της σχέσης απόδοσης- κινδύνου που έχουν. Η δράση που λαμβάνεται για αυτού του είδους τα προϊόντα περιλαμβάνει την υποχρεωτική συμπλήρωση έκθεσης που να επιβεβαιώνει την καταλληλότητα τους και επιτρέπει τη διάθεση τους στην κεφαλαιαγορά. Πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα είναι για παράδειγμα οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds), τα δικαιώματα προαίρεσης (options) και άλλα των οποίων το

⁴¹ Βλ. Άρθρο 25 του Νόμος 3606/2007 « Διατάξεις για την προστασία επενδυτών: Υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών».

κόστος και η απόδοση δεν είναι εύκολο να εκτιμηθούν από τον ιδιώτη πελάτη. Εκτός από τις αυστηρότερες προϋποθέσεις που λαμβάνονται σε όλη την Ευρώπη ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια (MIFID I) πλέον θα δίνεται η δυνατότητα στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης απαγόρευσης⁴² διάθεσης των προϊόντων εφόσον κρίνουν πως αυξάνουν σημαντικά τον κίνδυνο απώλειας των περιουσιακών στοιχείων του ιδιώτη.

Μέσα στο παραπάνω πλαίσιο προβλέπεται η συστηματική επίβλεψη των προϊόντων με την δυνατότητα θέσπισης περιορισμών ή ακόμα και απαγόρευσης διάθεσης προϊόντων σε μικροεπενδυτές εφόσον δεν τηρούν τους κανόνες του προγράμματος. Επιπρόσθετα, προβλέπονται αναθεωρήσεις της καταλληλότητας πιο «πολύπλοκων» προϊόντων με ενσωματωμένα παράγωγα με βάση την οικονομική κατάσταση του επενδυτή, το ρίσκο που διατίθεται να πάρει καθώς και την γνώση και την εμπειρία του. Για αυτό ακριβώς το σκοπό, μέσω της Οδηγίας MIFID παρέχεται το πλαίσιο σύμφωνα με το οποίο πρέπει να γίνεται η κατηγοριοποίηση του επενδυτή. Έτσι λοιπόν σε ολόκληρη την ΕΕ οι επενδυτές χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- **Μικροεπενδυτές (Retail investors).** Πρόκειται για τη κατηγορία που δέχεται την εκτενέστερη θεσμική προστασία.
- **Επαγγελματίες επενδυτές (Professional investors).** Είναι εκείνη η κατηγορία επενδυτών που θεωρούνται πιο έμπειροι, με ευρεία γνώση και εξειδίκευση και επιπλέον είναι ικανοί να σταθμίσουν το ρίσκο που διατίθενται να λάβουν, διαμορφώνοντας οι ίδιοι τις επενδυτικές τους αποφάσεις, οπότε και τελικώς έχουν λιγότερη θεσμική προστασία.
- **Επιλεγμένοι αντισυμβαλλόμενοι (Eligible counterparties).** Η Τρίτη και τελευταία κατηγορία περιλαμβάνει επενδυτικές εταιρείες, πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικούς οργανισμούς και τις εταιρείες και ιδρύματα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, οι οποίες δέχονται και την μικρότερη θεσμική προστασία καθότι θεωρούνται οι πλέον εξειδικευμένοι επενδυτές.

Εν συνεχεία θα δούμε τα κριτήρια με βάση τα οποία γίνεται ο ανωτέρω διαχωρισμός.

⁴² MIFID II : *Time to take action: Wealth and Asset Management*

5.2.2. Επαγγελματίες επενδυτές (Professional investors)

Ο επαγγελματίας επενδυτής είναι εκείνος που κατέχει τη γνώση και την εμπειρία καθώς και την εξειδίκευση για να επιλέγει και να αναλαμβάνει ο ίδιος τον κίνδυνο των επενδυτικών επιλογών που κάνει. Ως επαγγελματίες επενδυτές θεωρούνται (Βλ. Παράρτημα II της Οδηγίας MIFID)^{43 44}:

- 1) Εταιρείες οι οποίες πρέπει είτε να πάρουν άδεια είτε να ρυθμίζεται η λειτουργία τους από τις οικονομικές αγορές. Η παρακάτω λίστα περιλαμβάνει διάφορες εξουσιοδοτημένες νομικές οντότητες, που πραγματοποιούν μια σειρά από χαρακτηριστικές οικονομικές λειτουργίες (η εξουσιοδότηση και ο ρυθμιστικός έλεγχος των εν λόγω εταιρειών μπορεί να έχει γίνει από κάποιο κράτος μέλος της ΕΕ ή από κάποια επιτροπή κράτους μέλους της ΕΕ ή ακόμα και από κάποιο μη κράτος μέλος).
 - ⇒ Πιστωτικά ιδρύματα.
 - ⇒ Επενδυτικές εταιρείες.
 - ⇒ ΟΣΕΚΑ⁴⁵ και εταιρείες διαχείρισής τους.
 - ⇒ Άλλοι εποπτευόμενοι οικονομικοί οργανισμοί.
 - ⇒ Ασφαλιστικά σχήματα κεφαλαίων (funds).
 - ⇒ Έμποροι αγαθών και έμποροι χρηματοοικονομικών παραγώγων βασισμένων σε αγαθά (commodity derivatives dealers).
 - ⇒ Άλλοι θεσμικοί επενδυτές.
- 2) Μεγάλες εταιρείες οι οποίες πληρούν τουλάχιστον δύο από τα παρακάτω κριτήρια:
 - ⇒ Ισολογισμό αξίας το λιγότερο 20 εκ. ευρώ.
 - ⇒ Καθαρό τζίρο αξίας τουλάχιστον 40 εκ. ευρώ.
 - ⇒ Ίδια κεφάλαια ύψους τουλάχιστον 2 εκ. ευρώ.
- 3) Εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, δημόσιοι οργανισμοί που διαχειρίζονται δημόσιο χρέος, κεντρικές τράπεζες, διεθνή ιδρύματα και η παγκόσμια τράπεζα, το

⁴³ Σύμφωνα με το άρθρο 2 (εδ.7) του Νόμου 3606/ 2007 «επαγγελματίας πελάτης» είναι «ο πελάτης ο οποίος διαθέτει την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται και ο οποίος πληροί τα κριτήρια που ορίζονται στο άρθρο 6».

⁴⁴ Βλ. και παρ. 1 του άρθρου 6 του Ν. 3606/2007

⁴⁵ ΟΣΕΚΑ Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες πηγή Επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

ΔΝΤ, η ΕΚΤ, η Ευρωπαϊκή τράπεζα επενδύσεων και άλλοι παρόμοιοι οργανισμοί.

- 4) Άλλοι θεσμικοί επενδυτές των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι οι επενδύσεις σε οικονομικά εργαλεία, συμπεριλαμβανομένων εταιρειών με αντικείμενο τη δημιουργία χρεογράφων που στηρίζονται σε κεφάλαια και ακίνητες αξίες (assets) ή λοιπές οικονομικές συναλλαγές. Οι παραπάνω εταιρείες και οργανισμοί θεωρούνται ότι είναι επαγγελματίες επενδυτές.

5.2.3. Επιλεγμένοι αντισυμβαλλόμενοι (Eligible counterparties)

Ως επιλεγμένοι αντισυμβαλλόμενοι ορίζονται οποιεσδήποτε από τις νομικές οντότητες που αναφέρονται στους επαγγελματίες επενδυτές (βλ. λίστα 1) στις οποίες ένα πιστωτικό ίδρυμα ή μια επενδυτική εταιρεία παρέχει υπηρεσίες παραλαβής και μετάδοσης εντολών για λογαριασμό πελατών της νομικής οντότητας.

5.2.4. Μικροεπενδυτές (Retail investors)

Όσοι επενδυτές δεν πληρούν τα ανωτέρω κριτήρια χαρακτηρίζονται αυτομάτως ως μικροεπενδυτές, και απολαμβάνουν τη μέγιστη προστασία που ορίζει η νομοθεσία. Επιπλέον οφείλεται να τονισθεί ότι ακόμα και ο επενδυτής ο οποίος θεωρείται επαγγελματίας, έχει τη δυνατότητα να δηλώσει και να αντιμετωπίζεται ως μικροεπενδυτής και άρα να έχει τη μέγιστη προστασία. Κάτι τέτοιο συμβαίνει στη περίπτωση που ο επαγγελματίας επενδυτής κρίνει ότι δεν έχει τη δυνατότητα ή τα εργαλεία για να αξιολογήσει επαρκώς και σωστά το κίνδυνο που φέρει η επένδυσή⁴⁶.

Εν προκειμένω, ιδιαίτερα σημαντικά όσον αφορά την προστασία του μικρο-επενδυτή είναι τα ακόλουθα:

- **Οι Επενδυτικές Συμβουλές**

Ο επενδυτής πριν την πραγματοποίηση μιας επένδυσης οφείλει να λάβει από την εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων ορισμένες συμβουλευτικές υπηρεσίες. Για αυτό το λόγο τόσο η οδηγία όσο ο νόμος 3606/2007⁴⁷ επιβάλλουν τον επονομαζόμενο έλεγχο

⁴⁶ Το υψηλότερο επίπεδο προστασίας θα παρασχεθεί σε έναν επαγγελματία επενδυτή, κατόπιν γραπτής συμφωνίας στην οποία θα ορίζεται αν επιθυμεί το συγκεκριμένο επίπεδο ασφαλείας για μια ή περισσότερες υπηρεσίες ή συναλλαγές και για ένα ή περισσότερα επενδυτικά προϊόντα.

⁴⁷ Βλ. άρθρο 19 παρ. 3 MiFID και άρθρο 25 παρ. 3 Ν. 3606/2007

καταλληλότητας, στον οποίον σκιαγραφείται το επενδυτικό προφίλ του επενδυτή μέσω ερωτήσεων για:

- Τους επενδυτικούς στόχους που διατηρεί, ήτοι τη χρονική διάρκεια της επένδυσης, την επιλογή μεταξύ σταθερής ή μεταβαλλόμενης απόδοσης, το ρίσκο που προτίθεται να αναλάβει κλπ.
- Τις οικονομικές γνώσεις που διαθέτει και τη τυχόν προηγούμενη εμπειρία του σε επενδύσεις. Μέσω αυτών των ερωτήσεων επιχειρείται να αποσαφηνιστεί το μέγεθος και η συχνότητα των οικονομικών συναλλαγών που είχε κάνει στη ζωή του ο επενδυτής, καθώς επίσης συλλέγονται πληροφορίες σχετικά με το επαγγελματικό του παρελθόν και το μορφωτικό του επίπεδο.
- Την οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται ο επενδυτής. Με ερωτήσεις αυτού του περιεχομένου γίνεται η αξιολόγηση των πόρων που έχει διαθέσιμους προς επένδυση, συνυπολογίζοντας πέραν του μισθού και τη περιουσία του επενδυτή αλλά και τις υποχρεώσεις και χρέη που ίσως τον βαραίνουν.

- **Έλεγχος συμβατότητας**

Στην περίπτωση που ένας επενδυτής επιλέγει να λαμβάνει ο ίδιος τις επενδυτικές του αποφάσεις χωρίς τις συμβουλευτικές υπηρεσίες μιας εξειδικευμένης ομάδας επενδυτικών συμβούλων, τότε η εταιρεία που αναλαμβάνει τη διεκπεραίωση των εντολών πρέπει να προβεί σε έναν έλεγχο συμβατότητας⁴⁸. Μέσα από αυτό τον έλεγχο διασφαλίζεται η προστασία του επενδυτή από τον εαυτό του θα έλεγε κανείς, αφού γίνονται οι απαραίτητοι έλεγχοι για να μην αναλάβει ο επενδυτής επιπλέον κίνδυνο εξαιτίας πιθανής άγνοιας του σχετικά με τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και διαδικασίες. Για αυτούς τους λόγους γίνεται διαχωρισμός των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων (derivatives, swaps, options, warrants, convertible bonds) από τα μη σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα (μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια). Επιπλέον ο επενδυτής ερωτάται σχετικά με τις γνώσεις του γύρω από την επένδυση που επιθυμεί να πραγματοποιήσει αλλά και σχετικά με το επενδυτικό του παρελθόν. Αν η εταιρεία κρίνει ότι ο επενδυτής έχει ελλειπείς γνώσεις ή κατά οποιοδήποτε τρόπο δεν αντιλαμβάνεται επαρκώς τον κίνδυνο που θα αναλάβει, η εταιρεία οφείλει να τον προειδοποιήσει ότι η επικείμενη επένδυση μπορεί να αποβεί

⁴⁸ Βλ. άρθρο 19 παρ. 4 MiFID και άρθρο 25 παρ. 4 Ν. 3606/2007

επιβλαβής για τα συμφέροντά του. Σε περίπτωση που κατόπιν των προειδοποιήσεων ο επενδυτής εμμένει στην απόφασή του, αναλαμβάνει ο ίδιος τον κίνδυνο.

- **Βέλτιστη Εκτέλεση Εντολών**

Κατόπιν των ελέγχων που αναφέρθηκαν πριν την επένδυση, η εταιρεία οφείλει να παρέχει κάποιες υπηρεσίες στον επενδυτή τόσο κατά τη διάρκεια της επένδυσής όσο και κατά την ολοκλήρωσή της. Η βέλτιστη εκτέλεση εντολών⁴⁹ αφορά τις κινήσεις εκείνες που θα γίνουν αφού έχει ληφθεί η επενδυτική απόφαση από τον επενδυτή, και σημαίνει ότι η εταιρεία θα πρέπει να εκτελέσει τις εντολές του επενδυτή κατά το καλύτερο δυνατό τρόπο ώστε να επιτευχθεί το μέγιστο αποτέλεσμα. Για παράδειγμα η ταχύτητα και η τιμή στην οποία θα εκτελεστούν οι εντολές του επενδυτή αποτελούν δύο πολύ σημαντικούς (αλλά όχι τους μόνους) παράγοντες που επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα. Μετά το πέρας της συναλλαγής η εταιρεία προμηθεύει τον επενδυτή με πληροφορίες σχετικά με την εκτέλεση της εντολής του, καθώς επίσης και της τιμής και του χρόνου που εκτελέστηκαν. Επιπλέον του αποστέλλονται έγγραφα σχετικά με τα έξοδα που περιλαμβάνουν οι επενδύσεις του, αλλά και αποτιμήσεις του χαρτοφυλακίου του σε εύλογα χρονικά διαστήματα (πχ αναφορές σχετικά με τις τιμές των μετοχών που κατέχει μια φορά το μήνα).

- **Συγκρούσεις Συμφερόντων**

Η εταιρεία που διενεργεί τις επενδύσεις του επενδυτή οφείλει να λειτουργεί με τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζεται πρώτα από όλα το συμφέρον του πελάτη της και να μην υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων⁵⁰. Πρέπει δηλαδή να αναπτύξει ένα δίκτυο διαδικασιών και εσωτερικών κανονισμών, ώστε τα συμφέροντα του επενδυτή να μην έρχονται σε σύγκρουση είτε με τα συμφέροντα της εταιρείας είτε με τα συμφέροντα άλλου πελάτη. Όταν για παράδειγμα η εταιρεία δύναται να κερδίσει ή να αποφύγει ένα αρνητικό αποτέλεσμα σε βάρος όμως του επενδυτή, ή ευνοεί έναν επενδυτή ζημιώνοντας ωστόσο έναν άλλο, υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων.

Τέλος, ένας άλλος τομέας στον οποίο δόθηκε έμφαση είναι καταγραφή συναλλαγών και επενδύσεων από τα ιδρύματα με απώτερο σκοπό τη διαφάνεια. Στο πλαίσιο αυτό, οι συναλλαγές μέσα από οποιασδήποτε μορφής ηλεκτρονικής συνομιλίας θα πρέπει

⁴⁹ Βλ. άρθρο 21 και 19 παρ. 1 MiFID και άρθρο 27 Ν. 3606/2007.

⁵⁰ Βλ. άρθρο 18 MiFID και αντίστοιχα, άρθρο 13 Ν. 3606/2007.

να καταγράφονται ώστε να υπάρξει διαφάνεια και η διαδικασία να είναι ελέγξιμη. Ο πελάτης μάλιστα θα είναι σε θέση να ζητήσει να πάρει στην κατοχή του οποιαδήποτε συνομιλία εντός πενταετίας, που είναι και το ελάχιστο όριο στο οποίο η επενδυτική εταιρεία υποχρεούται να διατηρεί στοιχεία. Επιπρόσθετα οι εταιρείες πρέπει να αποκαλύπτουν λεπτομέρειες των συναλλαγών σε ρυθμιζόμενες αγορές καθημερινά με το κλείσιμο της επόμενης μέρας της χρηματιστηριακής συνεδρίασης. Ακόμα σύμφωνα με τα τρέχοντα δεδομένα πρέπει να κρατούνται και τα τηλεφωνικά αρχεία συνομιλιών των πελατών για τουλάχιστον 1 έτος. Με την εισαγωγή ενός τέτοιου πλαισίου γίνεται σαφές πως ενισχύεται η διαφάνεια, εξασφαλίζοντας μεγαλύτερη προστασία στον πελάτη και μειώνοντας τον κίνδυνο που διατρέχει από επενδυτικές συμβουλές που συχνά δεν έχουν σκοπό τη δημιουργία κέρδους για τον επενδυτή αλλά την κατάχρηση των περιουσιακών στοιχείων του.

Συμπερασματικά, η τράπεζα, όπως διαπιστώσαμε, βαρύνεται με μία σειρά από υποχρεώσεις. Η παραβίαση αυτών των υποχρεώσεων συνεπάγεται ευθύνη της τράπεζας, και αντίστοιχα γεννάται στο επενδυτή δικαίωμα να αξιώσει αποζημίωση⁵¹.

5.2.5. Ο Νόμος 2251/1994 για την προστασία των καταναλωτών

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το ζήτημα της ευθύνης της τράπεζας ως παρέχουσας υπηρεσίες σύμφωνα με το Νόμο 2251/1994 περί προστασίας του καταναλωτή (όπως τροποποιήθηκε από το Νόμο 3587/07), και αντίστοιχα προστασίας του μικρο-επενδυτή ως αποδέκτη των υπηρεσιών αυτών. Ας υπογραμμισθεί ότι πρόκειται για ένα νόμο που παρέχει ιδιαίτερα μεγάλη προστασία στον «καταναλωτή». Ως εκ τούτου, η οριοθέτηση της έννοιας του καταναλωτή είναι θεμελιώδους σημασίας αφού μόνον ο «καταναλωτής» όπως αυτός ορίζεται στο Ν.2251/1994 υπάγεται στον (υπερ)-προστατευτικό μανδύα του Νόμου⁵².

Είναι επομένως σαφές ότι, προϋπόθεση για την εφαρμογή των διατάξεων του Ν. 2251/1994 είναι η υπαγωγή του πελάτη της τράπεζας - επενδυτή στην έννοια του

⁵¹ Βλ. αναλυτικά σε: Καραγκουνίδης Απ., «Η ευθύνη της τράπεζας έναντι των πελατών της από την παραβίαση υποχρεώσεων προστασίας», Αρμ.1995, σελ. 446.

⁵² Βλ. Δελούκα-Ιγγλέση Κ., Δίκαιο του Καταναλωτή (Ενωσιακό και Ελληνικό), 2014, Πελένη-Παπαγεωργίου Α., Το ζήτημα της εφαρμογής του Ν. 2251/ 1994 (όπως αυτός τροποποιήθηκε με το Νόμο 3587/2007) επί τραπεζικών συναλλαγών, ΧρηΔικ 2009, σελ. 224-239, Καρακώστας Γ., Ο αποδέκτης τραπεζικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΧρΙΔ 2003, σελ. 97.

καταναλωτή. Σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 4 του 2251/1994 «με την επιφύλαξη των ειδικών διατάξεων του παρόντος νόμου ως καταναλωτής θεωρείται κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή ενώσεις προσώπων χωρίς νομική προσωπικότητα, για τα οποία προορίζονται τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά και τα οποία κάνουν χρήση των προϊόντων ή των υπηρεσιών αυτών, εφόσον αποτελούν τον τελικό αποδέκτη τους. Καταναλωτής είναι και αα) κάθε αποδέκτης διαφημιστικού μηνύματος, ββ) κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που εγγυάται υπέρ καταναλωτή, εφόσον δεν ενεργεί στο πλαίσιο της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής δραστηριότητάς του».

Είναι σαφές εν προκειμένω ότι, ο αγοραστής τραπεζικών-επενδυτικών προϊόντων δεν μπορεί να θεωρηθεί εκ των προτέρων «καταναλωτής», αποκλειστικά λόγω του γεγονότος ότι είναι αντισυμβαλλόμενος της Τράπεζας ή της ΕΠΕΥ. Η υπαγωγή στο προνομιακό καθεστώς προστασίας των διατάξεων του δικαίου του καταναλωτή, επενδυτών, οι οποίοι με γνώση και εμπειρία της αγοράς και σημαντική οικονομική επιφάνεια ασχολούνται συστηματικά με προϊόντα και συναλλαγές υψηλής οικονομικής αξίας, θα απέβαινε καταχρηστική, καθώς οι συναλλασσόμενοι αυτοί υπερβαίνουν κατά πολύ το πρότυπο του μέσου αποταμιευτή και δεν είναι απαραίτητα το αδύναμο μέρος της συγκεκριμένης συναλλαγής.

Ωστόσο, στην έννοια του καταναλωτή, δύναται να υπαχθεί ο μικρο-επενδυτής, όταν περιέρχεται, ως τελικός αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών, ιδίως διότι πρόκειται για τον «αδύναμο κρίκο» της συναλλαγής που δεν είναι κατά κανόνα ικανός να προβεί σε εκτίμηση του επενδυτικού κινδύνου.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι, στο Νόμο 3606/2007, ο νομοθέτης δεν χρησιμοποιεί τον όρο «επενδυτής» αλλά τον ταυτόσημο όρο «πελάτης», ενόσω, πελάτης νοείται το φυσικό ή νομικό πρόσωπο, στο οποίο παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες η επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) ή ένα πιστωτικό ίδρυμα.

Από την άλλη μεριά, επίσης δε χωρεί αμφιβολία ότι και οι Τράπεζες και οι ΕΠΕΥ υπάγονται στην έννοια του προμηθευτή σύμφωνα με το άρθρο 1 παρ. 4 του Νόμου 2251/1994 περ. β, βάσει του οποίου «Προμηθευτής είναι κάθε φυσικό ή νομικό

πρόσωπο, το οποίο, κατά την άσκηση της επαγγελματικής ή επιχειρηματικής δραστηριότητας του, προμηθεύει προϊόντα ή παρέχει υπηρεσίες στον καταναλωτή».

Περαιτέρω, τυχόν ευθύνη μιας τράπεζας ή μιας ΕΠΕΥ λόγω παροχής εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών, όπως συνέβη στην περίπτωση της Lehman, μπορεί κάλλιστα να θεμελιωθεί στις διατάξεις περί παροχής πλημμελών υπηρεσιών του Ν. 2251/94⁵³. Η εν λόγω διάταξη καλύπτει κατ' αρχήν κάθε περίπτωση παροχής υπηρεσιών σε καταναλωτές. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 8 του Νόμου 2251/1994 (όπως τροποποιήθηκε με το Νόμο 3587/2007) ορίζεται ότι «Ο παρέχων υπηρεσίες ευθύνεται για κάθε περιουσιακή ζημία ή ηθική βλάβη που προκάλεσε παράνομα και υπαίτια, με πράξη ή παράλειψη του, κατά την παροχή αυτών στον καταναλωτή. Ως παρέχων υπηρεσίες νοείται όποιος, στο πλαίσιο άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας, παρέχει υπηρεσία κατά τρόπο ανεξάρτητο (παρ. 1). Ο ζημιωθείς υποχρεούται να αποδείξει τη ζημία και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παροχής της υπηρεσίας και της ζημίας (παρ.3). Ο παρέχων υπηρεσίες φέρει το βάρος της απόδειξης για την έλλειψη παρανομίας και υπαιτιότητας του. Για την έλλειψη υπαιτιότητας λαμβάνονται υπόψη η ευλόγως προσδοκώμενη ασφάλεια και το σύνολο των ειδικών συνθηκών και ιδίως (α) η φύση και το αντικείμενο της υπηρεσίας, ιδίως σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητας της, (β) η παρουσίαση και ο τρόπος παροχής της, (γ) ο χρόνος παροχής της, (δ) η αξία της παρεχόμενης υπηρεσίας, (ε) η ελευθερία δράσης που καταλείπεται στον ζημιωθέντα στο πλαίσιο της υπηρεσίας, (στ) αν ο ζημιωθείς ανήκει σε κατηγορία μειονεκτούντων ή ευπρόσβλητων προσώπων και (ζ) αν η παρεχόμενη υπηρεσία αποτελεί εθελοντική προσφορά του παρέχοντος αυτήν».

Πιο συγκεκριμένα, απαραίτητη προϋπόθεση για την ύπαρξη ευθύνης της τράπεζας κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών είναι η πρόκληση ζημίας στον επενδυτή και η αιτιώδης συνάφειά της με την παροχή των υπηρεσιών. Κύριο χαρακτηριστικό και πλεονέκτημα της ρύθμισης αυτής αποτελεί η αντιστροφή του βάρους απόδειξης. Ειδικότερα, από την διάταξη της παραγράφου 1 του άρθρου 8 που θέτει τον ιδρυτικό της ευθύνης κανόνα σε συνδυασμό με την διάταξη της παραγράφου 3 του ίδιου άρθρου προκύπτει ότι ο ενάγων - επενδυτής οφείλει να αποδείξει την παροχή υπηρεσίας, τη ζημία που υπέστη και τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ της παροχής της

⁵³ Επίσης, η παρανομία της Τράπεζας μπορεί να θεμελιωθεί και στην παραβίαση των διατάξεων του άρθρου 25 του Ν.3606/2007, με τις οποίες επιβάλλονται συγκεκριμένες υποχρεώσεις στην τράπεζα ή την ΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών εν γένει.

υπηρεσίας και της ζημίας του. Από την άλλη πλευρά, η παρανομία και η υπαιτιότητα του παρέχοντος υπηρεσίες τεκμαίρονται και εκείνος που οφείλει να αποδείξει την έλλειψή τους είναι ο ζημιώσας. Δηλαδή, ο παρέχων τις υπηρεσίες προκειμένου να απαλλαγεί από την ευθύνη, πρέπει να αποδείξει είτε την ανυπαρξία παράνομης και υπαίτιας πράξεώς του, είτε την έλλειψη αιτιώδους συνδέσμου της ζημίας με την παράνομη και υπαίτια πράξη του, είτε τη συνδρομή κάποιου λόγου επαγόμενου την άρση ή τη μείωση της ευθύνης του. Η σχετική κατανομή του βάρους απόδειξης ασφαλώς ευνοεί τον ενάγοντα – επενδυτή⁵⁴.

Συμπερασματικά, το άρθρο 8 παρέχει μεγάλες διευκολύνσεις στον ενάγοντα επενδυτή, καθ' όσον η εναγομένη Τράπεζα-ΕΠΕΥ φέρει το βάρος απόδειξης για την έλλειψη της παρανομίας και της υπαιτιότητάς της, ενώ ο ενάγων - επενδυτής υποχρεούται να αποδείξει τη ζημία και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παροχής της υπηρεσίας και της ζημίας. Πέραν τούτου, για τη θεμελίωση της παρεχόμενης από το άρθρο 8 ευθύνης της Τραπεζής, ο μικρο-επενδυτής αρκεί να αποδείξει το γεγονός της παροχής των επενδυτικών υπηρεσιών, χωρίς να χρειάζεται να επικαλεστεί και να αποδείξει την κατάρτιση της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή οποιασδήποτε άλλης σχέσης.

5.2.6. Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MIFID II)

Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης οικονομικής κρίσης διαπιστώθηκε ότι η Οδηγία MIFID είχε ορισμένα κενά τα οποία δεν επέτρεπαν τη πλήρη και αποτελεσματική προστασία των επενδυτών. Οι επενδυτές ανεξάρτητα των εγγυήσεων και μέτρων που είχαν παρθεί βρέθηκαν αρκετές φορές εκτεθειμένοι. Ως συνέπεια, και έπειτα από αρκετές διαπραγματεύσεις οι οποίες διήρκησαν μέχρι και 2 χρόνια, τον Απρίλιο του 2014 αποφασίστηκε η αναθεώρηση των συγκεκριμένων κανονισμών, και παρουσιάστηκε το MIFID II/ MIFIR το οποίο αναμένεται να ισχύσει σε όλες τις χώρες από το 2018. Η MIFID II η έχει σαν σκοπό να πραγματοποιήσει τους αρχικούς στόχους της MIFID αλλά με μεγαλύτερη εμβάθυνση στις λεπτομέρειες και στις νέες προκλήσεις ασφάλειας του επενδυτή που υπάρχουν στο διαρκώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον. Στη λίστα που ακολουθεί αναφέρονται οι σημαντικότεροι

⁵⁴ Βλ. αναλυτικά Δελούκα-Ιγγλέση Κορ., Δίκαιο του Καταναλωτή (Ενωσιακό και Ελληνικό), 2014, σελ. 225.

τομείς στους οποίους στοχεύει η MIFID II για την αποτελεσματικότερη προστασία των επενδυτών.

- 1. Εξωτερικοί έλεγχοι και υποβολή στοιχείων και δεδομένων.** Οι εξελίξεις στις αγορές, τα προϊόντα και τη τεχνολογία έχουν ξεπεράσει τους κανόνες που είχαν τεθεί στη MIFID οπότε επιβάλλεται η επικαιροποίησή τους. Για το λόγο αυτό αναμένεται η θέσπιση περιορισμών ή ακόμα και απαγορεύσεων σε προϊόντα που δε τηρούν τους κανόνες, καθώς και επιπλέον προϋποθέσεις κατά τη διαδικασία υποβολής στοιχείων (reporting) στις επιβλέπουσες αρχές με ταυτόχρονη επιβολή προστίμων από αρχές που έχουν συνασπιστεί σε εθνικό επίπεδο. Επιπλέον η πρόσβαση ΠΙ και εταιρειών τρίτων χωρών στους επενδυτές της ΕΕ θα γίνεται αρχικά μέσω εθνικών ελέγχων, έως ότου κριθεί αποτελεσματικός ο έλεγχος από την ΕΕ (μέσω της διαδικασίας passporting). Τέλος προβλέπεται ο έλεγχος των αλγοριθμικών και υψηλών συχνοτήτων συναλλαγών από τους συμμετέχοντες.
- 2. Εσωτερικοί έλεγχοι και διακυβέρνηση.** Θα διευκολύνεται ο εντοπισμός αδυναμιών στους κανονισμούς και τη διαφάνεια των οργανισμών που συμμετέχουν στο πρόγραμμα. Οι οργανισμοί οφείλουν να κρατούν αρχεία των εντολών και συναλλαγών για τουλάχιστον 5 χρόνια (σημειωτέον ότι οι εθνικές αρχές μπορούν να καθορίσουν ακόμα υψηλότερα όρια, όπως στη περίπτωση της Γερμανίας που έχει όριο 10 χρόνια).
- 3. Ενισχυμένη δομή αγοράς.** Πλέον θα υπάρχει μεγαλύτερη προσβασιμότητα για την είσοδο νέων οργανισμών στις αγορές με στόχο την αύξηση του ανταγωνισμού προς όφελος του επενδυτή, ενώ μια σειρά αλλαγών σε τεχνικά θέματα της αγοράς θα έχουν σαν αποτέλεσμα την αποτελεσματικότερη διαμόρφωσή της.
- 4. Ενισχυμένη διαφάνεια της αγοράς.** Καθώς η τμηματοποίηση της αγοράς σε αρκετά μικρότερα μέρη, την έχει κάνει περιπλοκότερη θα υπάρξουν σειρά αλλαγών με σκοπό την αποκατάσταση της διαφάνειας. Όλοι οι συμμετέχοντες στο πρόγραμμα θα πρέπει να δημοσιοποιούν πριν την έναρξη των συναλλαγών τις τιμές αγοράς και πώλησης καθώς και τον όγκο των ανεκτέλεστων συναλλαγών. Ακόμα τα δεδομένα τόσο πριν την έναρξη των συναλλαγών όσο και μετά το πέρας των συναλλαγών θα πρέπει να είναι διαθέσιμα. Τέλος θα υπάρχει και μια σειρά άλλων τεχνικών μέτρων στις

διαδικασίες με τις οποίες λειτουργούν οι οργανισμοί που θα ενισχύσουν τη διαφάνεια.

- 5. Προστασία επενδυτή.** Τα επίπεδα προστασίας του μέσου επενδυτή λόγω της αυξανόμενης πολυπλοκότητας των συναλλαγών έχουν κριθεί μη αποτελεσματικά. Για το λόγο αυτό η ενημέρωση που θα λαμβάνει ο επενδυτής πριν την επένδυση θα είναι εκτενέστερη, και επιπλέον το ΠΙ ή οργανισμός θα πρέπει να ενημερώνει τον επενδυτή σχετικά με το συνολικό κόστος και την αναμενόμενη απόδοση της επένδυσής του. Επιπλέον θα απαγορευτεί η παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών από τρίτα μέρη. Τέλος θα ισχύσουν ενισχυμένοι νέοι κανόνες κατά τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

5.3.Μελλοντικές ενέργειες

Μέχρι και σήμερα εφαρμόζεται ακόμα η Οδηγία MIFID I, χωρίς αυτό να σημαίνει πως η αποτελεσματικότητα του υπήρξε πάντοτε η επιθυμητή. Ύστερα από αρκετές διαπραγματεύσεις διάρκειας περίπου 2 χρόνων και τη δυσαρέσκεια ορισμένων κρατών μελών τον Απρίλιο του 2014 αποφασίστηκε η αναθεώρηση του τωρινού προγράμματος που κρίθηκε ανεπαρκή να καλύψει τις σύγχρονες ανάγκες. Μέχρι και το τέλος του 2015 επισημοποιήθηκαν οι κανονισμοί και τα τεχνικά πρότυπα⁵⁵ της λειτουργίας του νέου προγράμματος διαμορφώνοντας έτσι το νομικό και θεσμικό πλαίσιο που θα έχει. Η ισχύς της Οδηγίας MIFID II αναμένεται να ξεκινήσει από την 3^η Ιανουαρίου του 2018 και προβλέπονται οι ακόλουθες αλλαγές⁵⁶:

- Εισάγεται ένα νέο πλαίσιο διάρθρωσης της αγοράς. Επιβάλλεται στις ΕΠΕΥ και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα η υποχρέωση να διασφαλίσουν ότι οι συναλλαγές τους σε μετοχές καταρτίζονται μόνο σε ρυθμιζόμενους τόπους εκτέλεσης συναλλαγών ή σε ισοδύναμους τόπους διαπραγμάτευσης τρίτης χώρας, εκτός εάν οι συναλλαγές έχουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (π.χ. είναι μη συστηματικές, ad hoc κ.λπ.). Επομένως περιορίζονται οι συναλλαγές εκτός χρηματιστηρίου (OTC) σε μετοχές. Επιπλέον, εισάγεται σε ΕΠΕΥ με εσωτερικό σύστημα ταύτισης εντολών πελατών (Broker Crossing Network) η

⁵⁵ MIFID II *Time to take action: Wealth and Asset Management*

⁵⁶ Άρθρο: «Τι αλλαγές θα φέρει στη χρηματιστηριακή αγορά η MIFID II» της Βασιλικής Λαζαράκου Αντιπρόεδρου Α' της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

υποχρέωση αδειοδότησης ως Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και η πλήρωση των σχετικών προϋποθέσεων. Ακόμα εισάγεται ο πολυμερής τύπος διαπραγμάτευσης, και ο Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ-OTF) μόνο για μη μετοχικούς τίτλους.

- Σύμφωνα με τις δεσμεύσεις της Ε.Ε. η G20, υποχρεώνει τους αντισυμβαλλόμενους να διενεργούν συναλλαγές σε παράγωγα που πληρούν κάποιες προϋποθέσεις μόνο σε ρυθμιζόμενους τρόπους διαπραγμάτευσης (ρυθμιζόμενες αγορές, ΠΜΔ, ΜΟΔ).
- Σημαντική ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών. Αυτό θα συμβεί με αναδιάρθρωση στον τρόπο πραγματοποίησης των συναλλαγών και περαιτέρω έμφαση στην λεπτομερή καταγραφή στοιχείων. Για παράδειγμα, επεκτείνονται οι κανόνες (προ- και μετά-) συναλλακτικής διαφάνειας, που ισχύουν σήμερα για μετοχές τόσο σε στους μετοχικούς τίτλους, και τα αποθετήρια έγγραφα, όσο και σε μη μετοχικούς τίτλους (π.χ. ομόλογα, παράγωγα).
- Προβλέπονται ενισχυμένες εποπτικές εξουσίες και ένα εναρμονισμένο καθεστώς θέσης ορίων για παράγωγα επί εμπορευμάτων. Στο πλαίσιο του συστήματος αυτού, οι εποπτικές αρχές θέτουν όρια σε θέσεις προσώπων, σύμφωνα με μεθοδολογία υπολογισμού, που ορίζεται από την ESMA (European Securities and Markets Authorities). Τίθενται συνεπώς περιορισμοί στις θέσεις που έχει κάποιος σε τέτοια παράγωγα.
- Υιοθετείται μια σειρά μέτρων και υποχρεώσεων τόσο για τις ΕΠΕΥ όσο και για τους τρόπους διαπραγμάτευσης με απώτερο σκοπό την αντιμετώπιση των κινδύνων που διέπουν την εύρυθμη λειτουργία και την ακεραιότητα των αγορών που σχετίζονται με τη συνεχώς αυξανόμενη κατάρτιση αλγοριθμικών συναλλαγών ή ακόμα και χρήση τεχνικών κατάρτισης αλγοριθμικών συναλλαγών σε υψηλή συχνότητα (High Frequency Trading).
- Θεσπίζει μία σειρά οργανωτικές απαιτήσεις για τις ΕΠΕΥ ώστε να ενισχυθεί το πλαίσιο λειτουργίας τους.

- Θεσπίζει ένα νέο εναρμονισμένο πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από επιχειρήσεις τρίτων χωρών στην Ε.Ε. με διαφορετική αντιμετώπιση ανάλογα με το εάν οι υπηρεσίες παρέχονται σε ιδιώτες πελάτες ή σε επαγγελματίες δίνοντας έτσι πρόσβαση στην Ευρωπαϊκή αγορά σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τρίτων χωρών.
- Προβλέπει τη δημιουργία μιας υποκατηγορίας τόπου διαπραγμάτευσης, η οποία ονομάζεται «Αγορά για την ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων» και είναι πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Διαχειριστής ενός τέτοιου ΠΜΔ μπορεί να ζητά μία αγορά να καταχωρίζεται ως τέτοια εάν πληρούνται κάποιες προϋποθέσεις (π.χ. τουλάχιστον 40% των εκδοτών στην αγορά να είναι μικρομεσαίες επιχειρήσεις).
- Στα πλαίσια προστασίας του επενδυτή οι κανονισμοί του MIFID II θα ισχύουν για πρώτη φορά και σε ασφαλιστικού τύπου προϊόντα. Επομένως ασφαλιστικές εταιρείες θα πρέπει να πληρούν τα κριτήρια του προγράμματος και να υπόκεινται σε ελέγχους προκειμένου να μπορούν να παρέχουν τις υπηρεσίες τους.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συνοψίζοντας, αντιλαμβανόμενοι την εξέλιξη των αγορών, την αύξηση των επενδυτών και των επιλογών που τους προσφέρονται, παρατηρείται πως οι χώρες προχωράνε ολοένα και πιο τακτικά στη λήψη νέων μέτρων έτσι ώστε να θωρακίσουν τους επενδυτές οι οποίοι τίθενται αντιμέτωποι με πληθώρα επιλογών και συχνά δελεαστικών προτάσεων για να επενδύσουν το κεφάλαιο τους χωρίς ωστόσο να γνωρίζουν τον πραγματικό κίνδυνο που κρύβεται πολλές φορές και να πέφτουν είτε θύματα επιτήδειων είτε αναξιόπιστων επενδυτικών εταιρειών. Οι προκλήσεις παραμένουν υψηλές, καθώς η τεχνολογία εξελίσσεται και διαμορφώνονται νέα προϊόντα επενδύσεων αλλά και νέοι μέθοδοι επενδύσεων (τελευταία έχουν εμφανιστεί αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διαχειρίζονται από πληροφοριακό κώδικα χωρίς τη συμμετοχή του ανθρώπινου παράγοντα). Οι αρχές οφείλουν να παραμένουν σε επαγρύπνηση και να θεσπίζουν εγκαίρως νέα ρυθμιστικά πλαίσια ώστε απώλειες περιουσιών του παρελθόντος να αποφευχθούν. Ωστόσο κλείνοντας οφείλουμε να τονίσουμε ότι η παιδεία και η μόρφωση του κάθε επενδυτή ατομικά, αποτελεί τη μεγαλύτερη ασπίδα έναντι των επιτηδίων και των κινδύνων που ελλοχεύουν στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ/ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- i) Avgouleas Emilios (2008) The Regulation of Investment Services in Europe under MIFID: Implementation and Practice, Manchester, Tottel Publishing.
- ii) Penman H. Stephen. (2011) Financial Statement Analysis and Security Valuation.
- iii) Αλεξανδρίδου Ελίζα (επιμ.), Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, Β΄ έκδοση, 2015, σελ. 869-898.
- iv) Αλεξανδρίδου Ελίζα, Τα επενδυτικά προϊόντα της Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, σελ. 132.
- v) Γαλιάτσος Κώστας (2008) Επενδυτικές Υπηρεσίες: Παροχή επενδυτικών συμβουλών σε κινητές αξίες. Ελληνική Ένωση Τραπεζών.
- vi) Γεωργιάδης Γεώργιος, Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, ΧρΙΔ 2008, σελ. 865.
- vii) Δέλλιος Γεώργιος, Η προστασία του καταναλωτή στις τραπεζικές συναλλαγές, ΝοΒ 1992, σελ. 811.
- viii) Δελούκα-Ιγγλέση Κορνηλία, Δίκαιο του Καταναλωτή (Ενωσιακό και Ελληνικό), 2014.
- ix) Καλαμπούκα-Γιαννοπούλου Πόπη, Η προστασία του καταναλωτή στην παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, ΔΕΕ, τεύχος 1/2000, σελ. 12.
- x) Κάντζος Κωνσταντίνος, Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, 2002.
- xi) Καραγκουνίδης Απόστολος, Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), ΕπισκΕΔ 2009, σελ. 321.
- xii) Καραγκουνίδης Απόστολος, Η ευθύνη της τράπεζας έναντι των πελατών της από την παραβίαση υποχρεώσεων προστασίας, Αρμενόπουλος 1995, σελ. 442.

- xiii) Καρακώστας Ιωάννης, Ο αποδέκτης τραπεζικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΧρΙΔ 2003,σελ. 97.
- xiv) Κινητή Έφη, Συγκρούσεις συμφερόντων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών στο παράδειγμα των «αντιπαροχών», ΧρηΔικ 2011, σελ. 362.
- xv) Κορδή–Αντωνοπούλου Ματίνα, Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων σύμφωνα με το Νόμο 3606/ 2007 και η Αγορά Αξιών της «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ», 2010.
- xvi) Λιάπτης Δημήτριος, Αποζημίωση των επενδυτών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, 2012.
- xvii) Λιβαδά Χριστίνα, Κώδικες Δεοντολογίας του χρηματοοικονομικού τομέα. Νομική φύση και λειτουργία, εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα- Κομοτηνή 2005.
- xviii) Παπαντώνη Μαρία, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση Χαρτοφυλακίου Νομική Βιβλιοθήκη έκδοση 2000.
- xix) Πελλένη–Παπαγεωργίου Ανθή, Το ζήτημα της εφαρμογής του Νόμου 2251/1994 (όπως τροποποιήθηκε με το Νόμο 3587/2007) επί τραπεζικών συναλλαγών, ΧρηΔικ 2009, σελ. 224.
- xx) Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Ευθύνη των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων έναντι των επενδυτών από παράλειψη πληροφόρησης ή από παροχή εσφαλμένων συμβουλών, ΧρΙΔ 2001, 17.
- xxi) Φίλιππας Νικόλαος (2005) Επενδύσεις, εκδόσεις Κωνσταντίνος Σμπίλλιας.
- xxii) Ψυχομάνης Σπύρος, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, τεύχος Ι, Γενικό μέρος, ΣΤ Έκδοση, 2008.
- xxiii) Ψυχομάνης Σπύρος, Ο Κώδικας Τραπεζικής Δεοντολογίας, Αρμενόπουλος 1999, σελ. 914.
- xxiv) Ψυχομάνης Σπύρος, Η διάθεση “perpetual bonds” από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010,σελ. 863.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- i) MIFID II: The Markets in financial instrument Directive
<http://www.pwc.lu/en/mifid.html>
- ii) MiFID II *Time to take action: Wealth and Asset Management*
<http://www.euro2day.gr/specials/opinions/article/1240061/ti-allages-tha-feri-sth-hrhmatisthriakh-agera-h-mi.html>.
- iii) <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>.
- iv) Προστασία επενδυτή: <https://www.esma.europa.eu/regulation/mifid-ii-and-investor-protection>.
- v) Άρθρο «Τι αλλαγές θα φέρει στη χρηματιστηριακή αγορά η MIFID II» της Βασιλικής Λαζαράκου Αντιπρόεδρου Α' της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Προεδρεύουσα της ομάδας της Ελληνικής Προεδρίας για τη MiFID II, <http://www.euro2day.gr/specials/opinions/article/1240061/ti-allages-tha-feri-sth-hrhmatisthriakh-agera-h-mi.html>
- vi) <http://www.kathimerini.gr/173391/article/oikonomia/die8nhs-oikonomia/parmalat-italiko-skandalo-me-polloys-die8neis-synenoxoys>.
- vii) <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/87838/nees-katigories-gia-to-oikonomiko-skandalo-tis-parmalat>
- viii) <http://www.guideap.com/?p=8>
- ix) <https://www.slideshare.net/rakeshsancheti/fall-of-lehman-brother>
- x) http://www.npr.org/sections/money/2010/03/repo_105_lehmans_accounting_gi.html
- xi) http://www.nytimes.com/2013/10/17/business/international/in-greece-the-banking-chief-draws-scrutiny.html?pagewanted=1&_r=0&adxnlnx=1382003974-QqAVYu5XrhJPd4IWT7u4vg.
- xii) <http://www.tovima.gr/society/article/?aid=429607>.

- xiii) <http://www.tovima.gr/vimagazino/views/article/?aid=441496>.
- xiv) <http://www.dimokratianews.gr/content/78860/kolpo-me-omologiako-daneio-tis-proton-bank>.
- xv) <http://www.capital.gr/oikonomia/3220682/upo-anamorfosi-o-n-2251-1994-gia-tin-prostasia-tou-katanaloti>.
- xvi) https://en.wikipedia.org/wiki/Volcker_Rule.
- xvii) <https://el.wikipedia.org/wiki/>.
- xviii) <https://www.taxheaven.gr/news/news/view/id/2330>.
- xix) <https://www.investopedia.com/terms/g/gaap.asp>.