

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



**Σχολή Οικονομικών, Επιχειρηματικών και Διεθνών Σπουδών**

**Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ –  
MASTER IN LAW AND ECONOMICS»**



---

**«ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ»**

---

**Θεόδωρος Σπ. Ζέρβας**

**Επιβλέπων Καθηγητής: κ.Αντώνης Καραμπατζός**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2018**

## Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο **«Ρυθμιστικό Δίκαιο και Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική»** έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας

Όνοματεπώνυμο: Θεόδωρος Ζέρβας

Ημερομηνία: 11/07/2018

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι θεωρητικές αδυναμίες και οι εμπειρικές προκλήσεις της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς δημιούργησαν το έδαφος για την γέννηση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, η οποία εδώ και δεκαετίες τονίζει ότι η πληροφόρηση δεν μπορεί να εξασφαλίσει από μόνη της την ομαλή λειτουργία των κεφαλαιαγορών. Φούσκες τιμών, ημερολογιακές ανωμαλίες, αλλά και επαναλαμβανόμενες ανορθολογικές πρακτικές εκ μέρους των επενδυτών εκθέτουν καταφανώς το δογματισμό της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής θεωρίας, η οποία ωστόσο παραμένει κρατούσα.

Η περιορισμένη ορθολογικότητα των ατόμων, βασική διαπίστωση των Συμπεριφορικών Οικονομικών, αναπόφευκτα επηρέασε και το ρόλο του Δικαίου. Η αύξηση της ζήτησης για εντονότερη ρυθμιστική παρέμβαση του νομοθέτη οδήγησε στο νέο δικαϊκό ρεύμα της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου. Ταυτόχρονα, όμως, επανέφερε το ζήτημα του νομικού κηδεμονισμού και τις ενστάσεις για τις συνέπειές του στην αυτονομία και στην ευημερία των ατόμων. Η ανάπτυξη των θεωριών του ήπιου πατερναλισμού και κυρίως της θεωρίας περί νυγμών αποτελεί ίσως την απάντηση στην παραπάνω διαμάχη, χωρίς πάντως να απουσιάζουν και από εδώ οι επικριτικές φωνές.

Στο πεδίο του ενωσιακού Δικαίου Κεφαλαιαγοράς, είναι σαφές πως η ενημέρωση των επενδυτών από τους εκδότες και τις ΑΕΠΕΥ συνιστά τη βασική στρατηγική του νομοθέτη. Ωστόσο, ο όγκος των παρεχόμενων πληροφοριών, σε συνδυασμό με την τεχνική γλώσσα διατύπωσής τους προκαλούν μάλλον σύγχυση, παρά βεβαιότητα. Πιο κοντά στις αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής βρίσκονται οι ρυθμίσεις για την αξιολόγηση της καταλληλότητας των επενδυτικών μέσων, ιδίως μετά τη βελτίωση του σχετικού πλαισίου με τη θέση σε ισχύ της *MiFID II*.

Τα αναμφισβήτητα κενά του ισχύοντος καθεστώτος καθιστούν αναγκαία τη λήψη νομοθετικών πρωτοβουλιών. Η νέα προσέγγιση θα πρέπει να περιλαμβάνει την καλύτερη κατηγοριοποίηση των επενδυτών, την πρόταξη της ποιότητας έναντι της ποσότητας των πληροφοριών, την έμφαση στους κινδύνους της κεφαλαιαγοράς και την παρουσίασή τους με τρόπο εύληπτο για τους ιδιώτες επενδυτές. Εκτός από τους πληροφοριακούς νυγμούς, χρήσιμο εργαλείο θα μπορούσαν να αποτελέσουν και οι κανόνες προεπιλογής, μέσω των οποίων είναι δυνατή η επιβολή αυξημένων δεσμεύσεων στις ΑΕΠΕΥ, στους εκδότες, αλλά και στους ίδιους τους επενδυτές. Πλάι στις ρυθμιστικές παρεμβάσεις, ιδιαίτερα σημαντικός αναδεικνύεται και ο ρόλος της χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης, καθώς οι κακές επενδυτικές επιλογές φαίνεται να συνδέονται ως ένα βαθμό με το πρόβλημα του χρηματοοικονομικού αναλφαριθμητισμού.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....σελ.1

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

1.1 Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική: Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς.....σελ.3
1.2 Θεωρητικές προκλήσεις της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς.....σελ.4
1.2.1 Ορθολογικότητα.....σελ.4
1.2.2 Arbitrage.....σελ.4
1.3 Εμπειρικές προκλήσεις: φύσικες τιμών και ημερολογιακές ανωμαλίες.....σελ.5
1.3.1 «Χρηματιστηριακές φύσικες».....σελ.6
1.3.2 «Ημερολογιακές Ανωμαλίες».....σελ.6
1.4 Από τις αποτελεσματικές αγορές στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική.....σελ.7
1.5 Τα κυριότερα επενδυτικά σφάλματα.....σελ.9
1.5.1 Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας ( <i>Representativeness bias</i> ).....σελ.9
1.5.2 Αγκίστρωση ( <i>Anchoring</i> ).....σελ.10
1.5.3 Θεωρία της μετάνοιας ( <i>Regret theory</i> ) και αποτέλεσμα προδιάθεσης ( <i>Disposition effect</i> ).....σελ.10
1.5.4 Αγελαία συμπεριφορά ( <i>Herding</i> ).....σελ.10
1.5.5 Σφάλμα οικειότητας ( <i>Familiarity bias</i> ).....σελ.11
1.5.6 Υπερβολική αυτοπεποίθηση ( <i>Over-confidence</i> ).....σελ.12
1.6 Η συνεισφορά της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και τα όριά της.....σελ.13

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΡΥΘΜΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΑΝΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΤΗΤΑ: ΝΟΜΙΚΟΣ ΚΗΔΕΜΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ

2.1 Η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου.....σελ.14
2.2 Πατερναλισμός και αυτονομία.....σελ.15
2.3 Η αποτελεσματικότητα του πατερναλισμού: ευημερία και παράπλευρα κόσθη...σελ.16
2.4 Η λύση του «ήπιου» πατερναλισμού: θεωρία ασύμμετρου πατερναλισμού και θεωρία περί νυγμών.....σελ.18
2.4.1 «Αυστηρός» και «ήπιος» πατερναλισμός.....σελ.18
2.4.2 Θεωρία ασύμμετρου πατερναλισμού.....σελ.19
2.4.3 Θεωρία περί νυγμών.....σελ.20
2.4.4 Η κριτική στον ήπιο πατερναλισμό και το προτεινόμενο πλαίσιο εφαρμογής του..σελ.21

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ Ε.Ε. ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

3.1 Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς: ευρωπαϊκός χαρακτήρας και κύριοι προστατευτικοί σκοποί.....σελ.24
3.2 Βασικές έννοιες Δικαίου Κεφαλαιαγοράς: επενδυτικές υπηρεσίες και κατηγορίες επενδυτών.....σελ.25
3.2.1 Επενδυτικές υπηρεσίες.....σελ.25
3.2.2 Κατηγορίες επενδυτών.....σελ.26
3.3 Υποχρεώσεις ενημέρωσης: η ροή πληροφοριών στην αγορά και η αποτελεσματικότητά της.....σελ.28

3.3.1 Πληροφόρηση στην πρωτογενή αγορά: η υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου.....σελ.28	σελ.28
3.3.2 Πληροφόρηση στη δευτερογενή αγορά: τακτική και έκτακτη ενημέρωση.....σελ.29	σελ.29
3.3.3 Η αμφισβητούμενη αποτελεσματικότητα της πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού.....σελ.29	σελ.29
<b>3.4 Αξιολόγηση καταλληλότητας και συμβατότητας: η υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ να σκιαγραφούν το επενδυτικό προφίλ των πελατών τους.....σελ.30</b>	<b>σελ.30</b>
3.4.1 Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου: έλεγχος καταλληλότητας.....σελ.30	σελ.30
3.4.2 Λοιπές επενδυτικές υπηρεσίες: έλεγχος συμβατότητας.....σελ.31	σελ.31
3.4.3 Περιπτώσεις όπου δεν απαιτείται έλεγχος.....σελ.32	σελ.32
3.4.4 Η επιρροή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στον έλεγχο καταλληλότητας μέσα από τη σύγκριση μεταξύ MiFID και MiFID II.....σελ.32	σελ.32

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ**

4.1 Βελτίωση της κατηγοριοποίησης των επενδυτών.....σελ.35	σελ.35
4.2 Η πληροφόρηση των επενδυτών στην εποχή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....σελ.36	σελ.36
4.2.1 Πληροφόρηση από ΑΕΠΕΥ.....σελ.36	σελ.36
4.2.2 Πληροφόρηση από εκδότες.....σελ.37	σελ.37
4.3 Άλλες προτάσεις ήπιου κηδεμονισμού.....σελ.38	σελ.38
4.4 Ο χρηματοοικονομικός αναλφαβητισμός των επενδυτών και ο ρόλος της εκπαίδευσης.....σελ.39	σελ.39
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....σελ.42</b>	<b>σελ.42</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ.44</b>	<b>σελ.44</b>

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Θα προτιμούσατε να σας δώσουν 100 ευρώ σήμερα ή 200 ευρώ σε ένα χρόνο από τώρα; Ποιες πιστεύετε πως είναι οι πιθανότητες να προσγειωθεί ένα κέρμα από την πλευρά της κορώνας, αν στις πέντε προηγούμενες ρίψεις έχει έρθει γράμματα; Πόσο ικανούς θα χαρακτηρίζατε τους οδηγούς στη χώρα σας; Πόσο ικανό θα χαρακτηρίζατε, συγκριτικά, τον εαυτό σας ως οδηγό;

Οι παραπάνω χαρακτηριστικές ερωτήσεις προέρχονται από τον κλάδο των *Συμπεριφορικών Οικονομικών*, της διεπιστημονικής αυτής ώσμωσης Οικονομικών και Ψυχολογίας, που επιχειρεί να εντοπίσει και να εξηγήσει τις αποκλίσεις από το πρότυπο της ορθολογικής συμπεριφοράς των ατόμων. Σε αντίθεση, λοιπόν, με τις προβλέψεις της παραδοσιακής οικονομικής θεωρίας, η υπερβολική μας αυτοπεποίθηση θα μας έκανε να τοποθετήσουμε τις οδηγικές μας ικανότητες πάνω από τον εθνικό μέσο όρο, η πίστη μας στην εξισορρόπηση της τύχης θα ωθούσε τους περισσότερους από εμάς να ποντάρουμε στην κορώνα, ενώ λόγω της προσκόλλησής μας στο σήμερα θα επιλέγαμε πιθανότατα τα 100 ευρώ, επιλογή η οποία θα άλλαζε αν η ίδια διαφορά του ενός έτους μετατοπιζόταν στο μέλλον.

Ένας κατεξοχήν χώρος εκδήλωσης τέτοιων ανορθολογικών συμπεριφορών είναι η κεφαλαιαγορά. Επενδυτές που συναλλάσσονται με υπερβολικά μεγάλη συχνότητα, που αρνούνται πεισματικά να πωλήσουν ζημιογόνες μετοχές, που επηρεάζονται από τα ΜΜΕ και τον περίγυρό τους, αποτελούν κοινό τόπο σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές, με καταστροφικές, πολλές φορές, συνέπειες τόσο για τους ίδιους, όσο και για τις αγορές συνολικά. Η μελέτη αυτών των φαινομένων συνιστά το αντικείμενο της *Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής*, που ως ειδικότερος κλάδος των Συμπεριφορικών Οικονομικών, καλείται να δώσει θεωρητικές εξηγήσεις, αλλά και πρακτικές λύσεις στα ανωτέρω προβλήματα.

Η επιστήμη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής δεν είναι, βέβαια, καινοφανής. Η εμφάνισή της τοποθετείται στα μέσα της δεκαετίας του 1970, ενώ μεγάλη δημοφιλία γνώρισε αμέσως μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Δύο πρόσφατα γεγονότα, όμως, έρχονται να την επαναφέρουν στο προσκήνιο. Το πρώτο είναι η απονομή του βραβείου Νόμπελ Οικονομικών του 2017 στον Rithard Thaler, ενός εκ των «πατέρων» των Συμπεριφορικών Οικονομικών και εμπνευστή της *θεωρίας περί νυγμών*. Το δεύτερο είναι η έναρξη εφαρμογής της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (*MiFID II*), του πρώτου ευρωπαϊκού νομοθετήματος για τη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών μέσων που δείχνει να ασπάζεται και να ενσωματώνει ορισμένες από τις αρχές της θεωρίας.

Αυτή η προσέγγιση Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και θετικού δικαίου αποτελεί τον άξονα γύρω από τον οποίο κινείται η παρούσα εργασία. Ο νομοθέτης καλείται να απαντήσει στις αυξημένες απαιτήσεις προστασίας των επενδυτών από τους κινδύνους στους οποίους τους εκθέτουν τα γνωστικά και συναισθηματικά τους σφάλματα. Η συζήτηση αυτή, βέβαια, δεν είναι απλή· σε μία φιλελεύθερη οικονομία, κάθε κλιμάκωση της προστατευτικής παρουσίας του κράτους θα πρέπει να αιτιολογείται επαρκώς. Γι' αυτό και η στοχοθεσία της εργασίας είναι διττή: αφενός επιχειρεί να αναδείξει τις ελλείψεις του υφιστάμενου ρυθμιστικού πλαισίου, που αποτυγχάνει να προστατέψει επαρκώς τα συμφέροντα των επενδυτών, και αφετέρου να υποδείξει τις ηπιότερες δυνατές ρυθμιστικές παρεμβάσεις για τη βελτίωσή του.

Το πρώτο κεφάλαιο συνιστά μία σύντομη επισκόπηση της θεωρίας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Εξετάζονται οι λόγοι που την γέννησαν, οι βασικές της αρχές και η νέα οπτική την οποία εισηγείται για την ανάλυση της κεφαλαιαγοράς. Το

μεγαλύτερο, βέβαια, μέρος είναι αφιερωμένο στην καταγραφή και τον σχολιασμό των κυριότερων επενδυτικών σφαλμάτων, σε μία προσπάθεια οριοθέτησης και καλύτερης κατανόησής τους.

Το δεύτερο κεφάλαιο αποτελεί μετάβαση στον χώρο του Δικαίου. Η *συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του Δικαίου*, το νέο δικαϊκό ρεύμα που γέννησαν τα Συμπεριφορικά Οικονομικά, ανοίγει εκ νέου τη φιλοσοφικο-πολιτική συζήτηση περί νομικού κηδεμονισμού. Αφού εξεταστούν διεξοδικά όλα τα αντικρουόμενα επιχειρήματα, εστιάζω την προσοχή μου στον *ήπιο κηδεμονισμό*, τη νέα αυτή μορφή ρυθμιστικής παρέμβασης του νομοθέτη, τονίζοντας τα πλεονεκτήματά του και τις πολλαπλές δυνατότητες εφαρμογής του.

Στο τρίτο κεφάλαιο με απασχολεί το υφιστάμενο νομοθετικό καθεστώς προστασίας των επενδυτών στο χώρο της Ε.Ε., κυρίως δε εκείνες οι ρυθμίσεις του που παρουσιάζουν ενδιαφέρον από μία συμπεριφορική οπτική. Τονίζονται οι περιορισμένες δυνατότητες των κανόνων πληροφόρησης, που αποτελούν τη βασική στρατηγική του Ευρωπαϊκού νομοθέτη. Ιδιαίτερη προσοχή δίνεται στις διατάξεις για την αξιολόγηση των επενδυτών, την οποία η νέα Οδηγία εμπλουτίζει με στοιχεία από το χώρο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, αποδεικνύοντας την ήδη εκκολαπτόμενη επίδραση της τελευταίας στην ευρωπαϊκή δικαιοθεσία.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, τέλος, συγκεντρώνω τις πιο ενδιαφέρουσες προτάσεις από τη διεθνή βιβλιογραφία για την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Όλα τα προτεινόμενα μέτρα πληρούν δύο κριτήρια: είναι μέτρα ήπιου πατερναλισμού και μπορούν εύκολα να ενσωματωθούν στο ενωσιακό δίκαιο με κατάλληλη τροποποίησή του. Καταλήγω δίνοντας έμφαση στο πρόβλημα του χρηματοοικονομικού αναλφαριθμητισμού και αναδεικνύοντας την εκπαίδευση των επενδυτών ως απαραίτητο συμπλήρωμα κάθε ρυθμιστικής προσπάθειας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

## ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

### 1.1 Παραδοσιακή Χρηματοοικονομική: Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, ήδη από τη γέννησή της, εξετάζεται αναπόφευκτα σε αντιδιαστολή με την κλασική Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (*Efficient Market Hypothesis*), τις βασικές παραδοχές της οποίας ήρθε να αντικρούσει. Η θεωρία αυτή, που καθιερώθηκε στα κλασικά οικονομικά τη δεκαετία του 1970 χάρη στο έργο του Καθηγητή Eugene Fama του Πανεπιστημίου του Σικάγο, θεωρείται μέχρι και σήμερα ως η κρατούσα στη χρηματοοικονομική ανάλυση (Σπύρου, 2009)<sup>1</sup>.

Τι θα πει, όμως, «αποτελεσματική αγορά»; Σύμφωνα με την παραπάνω θεωρία, μια αγορά είναι αποτελεσματική, όταν οι τιμές των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν - ανά πάσα στιγμή - κάθε σχετική πληροφορία που θα μπορούσε να τις επηρεάσει<sup>2</sup>. Οι πληροφορίες αυτές αφορούν τα πάντα, από τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση μέχρι τα πιθανά μελλοντικά κέρδη και μερίσματα. Αφορούν τόσο στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί και είναι προσβάσιμα στο κοινό, όσο ακόμα και μη δημοσιευμένα στοιχεία<sup>3</sup> (Cunningham, 2002). Η ενσωμάτωσή τους, μάλιστα, θεωρείται πως γίνεται με τέτοια ταχύτητα και ακρίβεια, ώστε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής να ταυτίζεται, σε κάθε δεδομένη στιγμή, με την πραγματική της αξία (Σπύρου, 2009).

Αν, όμως, όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες έχουν ήδη προεξοφληθεί στην τιμή της μετοχής, τότε αναπόφευκτα ο κάτοχος μιας τέτοιας πληροφορίας δεν μπορεί να εκμεταλλευθεί τη γνώση του, προκειμένου να επιτύχει μεγαλύτερα κέρδη. Με άλλα λόγια, «οι παλαιές πληροφορίες είναι άχρηστες σε μια αποτελεσματική αγορά» (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Αυτό δεν σημαίνει, προφανώς, ότι οι επενδυτές δεν μπορούν να κερδίσουν χρήματα από τη συμμετοχή τους στις κεφαλαιαγορές. Απλώς, σύμφωνα με τους υποστηρικτές της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς, τα κέρδη τους θα περιορίζονται σε μία ανταμοιβή αντίστοιχη του κινδύνου που ανέλαβαν με την επένδυσή τους, ο οποίος είναι,

---

<sup>1</sup> Ο έτερος πυλώνας της παραδοσιακής Χρηματοοικονομικής είναι η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (*Modern Portfolio Theory*), μια θεωρία που επιχειρεί να βοηθήσει τους επενδυτές να συνθέσουν ένα διαφοροποιημένο (*diversified*) χαρτοφυλάκιο που προσφέρει τη μέγιστη δυνατή απόδοση, για ένα δεδομένο βαθμό κινδύνου (Ricciardi & Simon, 2000).

<sup>2</sup> Πρόκειται για τη λεγόμενη «πληροφοριακή αποτελεσματικότητα». Οι άλλες δύο πτυχές της αποτελεσματικότητας είναι η «κατανεμητική», που αναφέρεται στην ικανότητα των κεφαλαιαγορών να μετατρέπουν «ανενεργούς» πόρους σε παραγωγικές επενδύσεις και η «επιχειρησιακή», σύμφωνα με την οποία τα συναλλακτικά κόστη είναι τέτοια, ώστε να επιτρέπουν στα ενδιάμεσα μέρη (π.χ. επενδυτικές επιχειρήσεις) να επιτυγχάνουν ανταγωνιστικά κέρδη (Gillet et al., 2017).

<sup>3</sup> Βέβαια, οι ίδιοι οι υποστηρικτές της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς αναγνωρίζουν τρία επίπεδα αποτελεσματικότητας (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008):

α) Ασθενής Αποτελεσματικότητα (*weak form efficiency*): Η τιμή της μετοχής ενσωματώνει μόνο ιστορικές πληροφορίες (π.χ. παρελθούσες τιμές).

β) Ημι-Ισχυρή Αποτελεσματικότητα (*semi-strong form efficiency*): Οι παρούσες τιμές αντικατοπτρίζουν και όλες τις δημοσιευμένες πληροφορίες.

γ) Ισχυρή Αποτελεσματικότητα (*strong form efficiency*): Ακόμα και μη δημοσιευμένες πληροφορίες αντικατοπτρίζονται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής.



μάλιστα, υπολογίσιμος για κάθε μετοχή<sup>4</sup>. Τυχόν υπερβάλλοντα κέρδη θεωρούνται «υπερκανονικά» και δεν μπορούν να επιτευχθούν για μεγάλη χρονική περίοδο (Φίλιππας, 2015).

## 1.2 Θεωρητικές προκλήσεις της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς στηρίζεται πάνω σε δύο βασικές υποθέσεις (Σπύρου, 2009):

α) Οι επενδυτές είναι *ορθολογικοί*, αντιδρούν γρήγορα σε κάθε νέα πληροφορία και προσαρμόζουν ανάλογα τις επενδυτικές τους επιλογές, με σκοπό να μεγιστοποιήσουν το συνολικό τους όφελος.

β) Λανθασμένες εκτιμήσεις δεν αποκλείονται, αλλά είναι τυχαίες και δεν επηρεάζουν την τιμή της μετοχής, αφού αυτή διορθώνεται μέσω της διαδικασίας του *arbitrage*.

### 1.2.1 Ορθολογικότητα

Η έννοια της ορθολογικότητας στα οικονομικά παραπέμπει στο πρότυπο του «οικονομικού ανθρώπου» (*homo economicus*), πάνω στο οποίο έχει βασίσει τις παραδοχές της η νεοκλασική οικονομική σχολή. Ο *homo economicus* είναι ιδιοτελής, έχει σταθερές μέσα στο χρόνο και μεταβατικές προτιμήσεις, δεν επηρεάζεται από συναισθήματα και χρησιμοποιεί τις διαθέσιμες πληροφορίες προκειμένου να προβεί σε σωστές οικονομικές επιλογές και να μεγιστοποιήσει το κέρδος του (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008).

Βέβαια, όπως έχει διαπιστωθεί χάρη στη συμβολή των Συμπεριφορικών Οικονομικών (*behavioral economics*), τα παραπάνω απέχουν κατά πολύ από την συναλλακτική πραγματικότητα<sup>5</sup>. Κατά τη συμμετοχή τους στην οικονομική ζωή, τα άτομα εμφανίζουν *περιορισμένη ορθολογικότητα, περιορισμένη αυτοκυριαρχία και περιορισμένη ιδιοτέλεια* (“*three bounds*”, Jolls, 2007). Δυσκολεύονται να επεξεργαστούν πολύπλοκες πληροφορίες, επηρεάζονται από τα συναισθήματά τους και δεν κάνουν πάντα τις βέλτιστες οικονομικές επιλογές (Φίλιππας, 2015). Μάλιστα, όπως θα αναλυθεί και σε επόμενη ενότητα για τα επενδυτικά σφάλματα, τα λάθη αυτά μόνο μεμονωμένα δεν είναι. Αντιθέτως, επαναλαμβάνονται συστηματικά, είναι αναγνωρίσιμα και, σε μεγάλο βαθμό, προβλέψιμα (Ariley, 2008).

### 1.2.2 Arbitrage

Σύμφωνα με τη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς, ακόμα και η ύπαρξη ορισμένων μη ορθολογικών επενδυτών (*noise traders*) δεν θα έχει μακροχρόνια επίδραση στην τιμή της μετοχής, αφού αυτή θα διορθώνεται και θα επανατοποθετείται στην πραγματική της αξία από τους ορθολογικούς επενδυτές (*smart money*), μέσω του *arbitrage*. Μάλιστα, το γεγονός ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν σε υπερτιμημένες ή

---

<sup>4</sup> Επικρατέστερος τρόπος υπολογισμού είναι το λεγόμενο «Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων» (*Capital Asset Pricing Model - CAPM*), σύμφωνα με το οποίο η απόδοση μιας μετοχής ισούται με το άθροισμα της απόδοσης ενός ακίνδυνου αξιογράφου (π.χ. ενός ομολόγου του Δημοσίου), συν μια αποζημίωση (premium), για τον κίνδυνο της επένδυσης στη συγκεκριμένη μετοχή (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008).

<sup>5</sup> Ο Daniel Kahneman (Νόμπελ Οικονομικών 2002), ψυχολόγος και ένας εκ των «πατέρων» των Συμπεριφορικών Οικονομικών, περιγράφει χαρακτηριστικά την έκπληξή του κατά την πρώτη του «επαφή» με τον *homo economicus*, καθώς, όπως αναφέρει, «για έναν ψυχολόγο είναι δεδομένο ότι οι άνθρωποι ούτε είναι πλήρως ορθολογικοί, ούτε είναι πάντα ιδιοτελείς και οι προτιμήσεις τους κάθε άλλο παρά αμετάβλητες είναι» (Kahneman, 2011).

υποτιμημένες μετοχές θα τους χαρίσει χαμηλότερες αποδόσεις, θα μειώσει τα κεφάλαιά τους και - πιθανότατα - θα τους οδηγήσει τελικά εκτός αγοράς υπό όρους αυτορρύθμισης (Σπύρου, 2009).

Η διαδικασία του *arbitrage* πραγματοποιείται ως εξής: οι ορθολογικοί επενδυτές παρατηρούν ότι μία μετοχή είναι, για παράδειγμα, υπερτιμημένη<sup>6</sup>, εξαιτίας της συμπεριφοράς των *noise traders*. Προκειμένου να εκμεταλλευτούν αυτή την ανισορροπία, πωλούν ανοικτά<sup>7</sup> τη μετοχή και ταυτόχρονα αγοράζουν μια φθηνότερη μετοχή με τα ίδια χαρακτηριστικά (*substitute*), για να καλύψουν τον κίνδυνό τους. Μέσω αυτής της διαδικασίας (ή της αντίστροφής της στην περίπτωση υποτίμησης) η μετοχή οδηγείται τελικά στην πραγματική της αξία (Σπύρου, 2009).

Οι θιασώτες των αποτελεσματικών αγορών επαφίενται στην ικανότητα του *arbitrage* να διορθώνει τυχόν ανωμαλίες, στην πραγματικότητα όμως η διαδικασία αυτή έχει δυσκολίες και συγκεκριμένα όρια. Κατ' αρχάς, η ανοικτή πώληση δεν επιτρέπεται σε όλες τις χώρες, αλλά και εκεί που επιτρέπεται επιβαρύνεται με μεγάλα κόστη συναλλαγών<sup>8</sup> (π.χ. κόστος ανεύρεσης επένδυσης, αμοιβές ενδιαμέσων, νομικοί περιορισμοί), που ενδέχεται να λειτουργήσουν αποτρεπτικά (Σπύρου, 2009). Επιπλέον, η υποκατάστατη μετοχή που απαιτείται για την κάλυψη του *arbitrageur* στην πραγματικότητα δεν υπάρχει, αφού για καμία μετοχή δεν υπάρχει τέλει υποκατάστατο<sup>9</sup> (Cunningham, 2002). Τέλος, η διάρκεια της λανθασμένης αποτίμησης της μετοχής δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί εκ των προτέρων, ιδίως όταν ο αριθμός των *noise traders* είναι σημαντικός. Αυτό ενέχει μεγάλο κίνδυνο για τον *arbitrageur*, ο οποίος ίσως επιλέξει μια εναλλακτική στρατηγική: να ακολουθήσει το «ανορθολογικό ρεύμα» - για παράδειγμα - να αγοράσει μια υπερτιμημένη μετοχή και να την πωλήσει σε χρονικό σημείο πριν τους *noise traders*. Και αυτή η επιλογή εμπεριέχει ρίσκο, αλλά ενδέχεται να αποφέρει μεγαλύτερα κέρδη σε σχέση με το *arbitrage* (Langevoort, 2002).

### 1.3 Εμπειρικές προκλήσεις: φούσκες τιμών και ημερολογιακές ανωμαλίες

Η αμφισβήτηση των βασικών σημείων της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς δεν έχει μόνο θεωρητικό υπόβαθρο. Ιστορικά γεγονότα, επαναλαμβανόμενα φαινόμενα και συστηματικές επενδυτικές πρακτικές, που έχουν παρατηρηθεί, έρχονται σε αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικότητας. Οι σημαντικότερες από αυτές τις αποκλίσεις είναι οι λεγόμενες «*χρηματιστηριακές φούσκες*» και οι «*ημερολογιακές ανωμαλίες*».

---

<sup>6</sup> Δηλαδή, η αγοραία αξία της μετοχής είναι μεγαλύτερη από την πραγματική της αξία, όπως αυτή προκύπτει από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (πρβλ. υποσ.4).

<sup>7</sup> Ανοικτή πώληση (*short selling*) ονομάζεται η διαδικασία κατά την οποία ο πωλητής δεν έχει στη διάθεσή του τις μετοχές που θέλει να πωλήσει. Για να επιτευχθεί η πώληση, δανείζεται τις μετοχές από έναν τρίτο επενδυτή (δανειστή), τις πωλεί και σε μεταγενέστερο χρονικό σημείο τις αγοράζει ξανά, προκειμένου να τις επιστρέψει στο δανειστή (μαζί με μία απόδοση για το διάστημα του δανεισμού). Ο *arbitrageur* ευελπιστεί, έτσι, ότι θα αποκομίσει κέρδος από τη διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης και τιμής επαναγοράς (Σπύρου, 2009).

<sup>8</sup> Η έννοια διατυπώθηκε για πρώτη φορά από τον Coase (1937), ο οποίος στην προσπάθειά του να αναδείξει την αξία των μεγάλων, καθετοποιημένων επιχειρήσεων, επισημαίνει το πλεονέκτημά τους να περιορίζουν αισθητά τα κόστη που συνεπάγεται η ελεύθερη αγορά, όπως π.χ. το κόστος της αναζήτησης προμηθευτών και το κόστος της σύναψης συμφωνιών μαζί τους.

<sup>9</sup> Τέλεια υποκατάστατη μετοχή (*perfect substitute stock*) είναι εκείνη που έχει τον ίδιο ακριβώς κίνδυνο με την υπό εξέταση μετοχή (Σπύρου, 2009).

### 1.3.1 «Χρηματιστηριακές φούσκες»

Με τον όρο *χρηματιστηριακή φούσκα* περιγράφεται μια κατάσταση έντονης υπερτίμησης των χρηματιστηριακών τιμών, η οποία συνεχώς μεγαλώνει για ένα ικανό χρονικό διάστημα και, όταν τελικά «σπάσει», οδηγεί σε απότομη και συντριπτική πτώση των τιμών (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Χαρακτηριστικά ιστορικά παραδείγματα αποτελούν η *Φούσκα της τουλίπας*<sup>10</sup>, η *Φούσκα του Internet*<sup>11</sup>, αλλά και η ανορθολογική άνοδος και πτώση των τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών την περίοδο 1998-2000<sup>12</sup>.

Είναι προφανές ότι πίσω από κάθε φούσκα υποβόσκει η κερδοσκοπία, υπό την έννοια ότι οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές, πολλές φορές γνωρίζοντας ότι είναι υπερτιμημένες, με την ελπίδα ότι θα προλάβουν να τις πωλήσουν σε υψηλότερη τιμή, πριν η φούσκα σπάσει (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Μια τέτοια συμπεριφορά δεν μοιάζει πλήρως ανορθολογική, αν και κάθε διαρκής διάσταση μεταξύ αγοραίας και πραγματικής αξίας της μετοχής αμφισβητεί ευθέως το μοντέλο της αποτελεσματικής αγοράς. Πάντως, η κερδοσκοπία δεν είναι η μοναδική αιτία δημιουργίας μια χρηματιστηριακής φούσκας. Κατά τον Φίλιππα (2015), βασικοί παράγοντες είναι, επίσης, η νομισματική χαλαρότητα και τα χαμηλά επιτόκια, που αυξάνουν υπερβολικά τον όγκο των συναλλαγών, σε συνδυασμό με τη μόδα, την άγνοια και τον ενθουσιασμό των *noise traders*. Οι τελευταίοι, μάλιστα, συμβάλλουν καθοριστικά και στην κατάρρευση της αγοράς καθώς, όταν η φούσκα σπάσει, «τρέχουν» να ξεφορτωθούν τις μετοχές τους σε οποιαδήποτε τιμή.

### 1.3.2 «Ημερολογιακές Ανωμαλίες»

Πρόκληση για τη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς αποτελούν και ορισμένα φαινόμενα που έχουν παρατηρηθεί ιστορικά, κατά τα οποία οι αποδόσεις των μετοχών εμφανίζουν συστηματικές διαφοροποιήσεις, ανάλογα με την ημέρα ή το μήνα, μεταβλητές οι οποίες θα έπρεπε να είναι τυχαίες σε μία αποτελεσματική αγορά. Μεταξύ αυτών ξεχωρίζουν:

- Το Φαινόμενο της αλλαγής του μήνα (*the turn of the month effect*):

Παρατηρήθηκε από ερευνητές ότι τα υψηλότερα κέρδη από επενδύσεις σημειώνονται κατά τις πέντε πρώτες ημέρες κάθε μήνα. Η εξήγηση που δόθηκε ήταν πως οι επενδυτές βλέπουν την αρχή κάθε μήνα ως ένα νέο ξεκίνημα και τείνουν να αναβάλλουν για τότε τη λήψη σημαντικών οικονομικών αποφάσεων. Μια τέτοια συμπεριφορά, βέβαια, είναι καταφανώς ανορθολογική. Ορισμένοι, ωστόσο, αποδίδουν το παραπάνω φαινόμενο στο γεγονός ότι

---

<sup>10</sup> Η φούσκα της τουλίπας ή «τουλιπομανία» εκδηλώθηκε στην Ευρώπη και, κυρίως, στην Ολλανδία στα μέσα του 17<sup>ου</sup> αιώνα (με αποκορύφωμα το διάστημα 1633-1637). Η πρωτοφανής μανία για την κατοχή του φυτού, γρήγορα το μετέτρεψε από αγαθό πολυτελείας σε επενδυτικό προϊόν (δημιουργήθηκε μέχρι και προθεσμιακή αγορά τουλίπας), το οποίο ανταλασσόταν με γη, σπίτια και ζώα πολύτιμα για αγροτικές εργασίες. Η φούσκα έσκασε το 1637, όταν οι δυσθεώρητες τιμές άρχισαν να προκαλούν ανησυχία οδηγώντας σε μαζικές πωλήσεις, με αποτέλεσμα την κατάρρευση της αγοράς και την οικονομική καταστροφή χιλιάδων επενδυτών (Σπύρου, 2009).

<sup>11</sup> Ως φούσκα του Internet (*dot.com bubble*) αποδίδεται στη διεθνή βιβλιογραφία η ραγδαία άνοδος και πτώση της τιμής των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας του Χρηματιστηρίου NASDAQ της Νέας Υόρκης στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Οι εταιρείες αυτές έγιναν τόσο δημοφιλείς, ώστε κατάφεραν να συγκεντρώσουν δισεκατομμύρια δολάρια σε κεφάλαια, χωρίς αυτό να δικαιολογείται από κανένα χρηματοοικονομικό δείκτη. Αναφέρεται, χαρακτηριστικά, ότι και μόνο η προσθήκη της κατάληξης «.com» στην επωνυμία μιας εταιρείας μπορούσε να της αποφέρει απόδοση άνω του 50% μέσα στις επόμενες 5 ημέρες (Langenoort, 2002).

<sup>12</sup> Μέσα σε 2 χρόνια, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών κυμάνθηκε από τις 1100 στις 6400 μονάδες, για να πέσει ξανά, στο τέλος της διετίας, στις 2000 μονάδες. Την περίοδο εκείνη, το 1/10 των Ελλήνων επένδυε σε μετοχές (Σπύρου, 2009).

συνήθως οι πληρωμές (μισθοί, συντάξεις, ενοίκια) καταβάλλονται στο τέλος του μήνα, με αποτέλεσμα την αύξηση των επενδύσεων και, ακολούθως, των αποδόσεων στο διάστημα αυτό (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008).

- Το Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (*the weekend effect*):

Άλλες έρευνες έδειξαν ότι οι μέσες αποδόσεις των μετοχών είναι κατά κανόνα θετικές την Παρασκευή και αρνητικές τη Δευτέρα. Και αυτό το φαινόμενο αποδόθηκε από πολλούς σε ψυχολογικούς παράγοντες και συσχετίστηκε με τα γενικότερα δυσάρεστα συναισθήματα που προκαλεί η Δευτέρα<sup>13</sup> (Σπύρου, 2009).

- Το Φαινόμενο του Ιανουαρίου (*the January effect*):

Βρέθηκε ότι στα χρηματιστήρια πολλών χωρών, όπως των Η.Π.Α., της Αγγλίας, του Χονγκ Κονγκ, αλλά και της Ελλάδας, οι αποδόσεις των μετοχών τον Ιανουάριο είναι υψηλότερες σε σύγκριση με τις αποδόσεις κατά τους υπόλοιπους μήνες του χρόνου. Και αυτό το φαινόμενο συνδέθηκε με ψυχολογικά αίτια, καθώς η είσοδος στο νέο έτος θεωρείται ως η κατεξοχήν ευκαιρία για μια καινούρια αρχή. Βέβαια, η παραδοσιακή θεωρία έδωσε στο παραπάνω φαινόμενο φορολογική διάσταση, υποστηρίζοντας ότι οφείλεται στην τάση των επενδυτών να πωλούν τις ζημιολόγες μετοχές τους το Δεκέμβριο, προκειμένου να πετύχουν φορολογικές απαλλαγές και να τις αγοράζουν ξανά τον Ιανουάριο, πιέζοντας, έτσι, τις τιμές προς τα πάνω<sup>14</sup> (Σπύρου, 2009). Νεότερες έρευνες, πάντως, δείχνουν ότι ο Ιανουάριος είναι ένας μέσος σε απόδοση μήνας (μάλιστα ως επικερδέστερος φαίνεται να αναδεικνύεται ο Απρίλιος), οδηγώντας στο συμπέρασμα ότι το φαινόμενο του Ιανουαρίου μάλλον έχει εξαλειφθεί (Φίλιππας, 2015).

#### 1.4 Από τις αποτελεσματικές αγορές στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

Οι παραπάνω ατέλειες της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς οδήγησαν, ήδη από τη δεκαετία του 1970, στην αναζήτηση ενός καλύτερου μοντέλου προσέγγισης των κεφαλαιαγορών. Κάπως έτσι γεννήθηκε η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η οποία, μάλιστα εδραιώθηκε στην ακαδημαϊκή συζήτηση κυρίως μετά τη «Μαύρη Δευτέρα»<sup>15</sup> του 1987, η οποία ήταν αδύνατο να εξηγηθεί από την παραδοσιακή θεωρία (Φίλιππας, 2015).

Τι είναι, όμως, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική; Κατά τον ορισμό των Ricciardi & Simon (2000), είναι μια προσπάθεια καλύτερης κατανόησης και εξήγησης της διαδικασίας λήψης των επενδυτικών αποφάσεων και του βαθμού που αυτές επηρεάζονται από συναισθηματικές διεργασίες. Για να το πετύχει αυτό, χρησιμοποιεί και συνδυάζει τις επιστήμες της Χρηματοοικονομικής, των Οικονομικών, της Ψυχολογίας, αλλά και της Κοινωνιολογίας, δίνοντας έμφαση στον ανθρώπινο παράγοντα. Τα δύο βασικά θεμέλια της θεωρίας είναι, πρώτον, ότι οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται, σε μεγάλο βαθμό, όχι από ορθολογικούς οικονομικούς υπολογισμούς, αλλά από την ψυχολογία των επενδυτών και, δεύτερον, ότι το *arbitrage* έχει περιορισμένη πρακτική σημασία και δεν μπορεί να επαναφέρει εύκολα τις τιμές στην πραγματική τους αξία (Cunningham, 2002).

---

<sup>13</sup> Σε έρευνα που δημοσίευσε η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία του Ηνωμένου Βασιλείου για το χρονικό διάστημα 1993-2002, διαπιστώθηκε ότι η Δευτέρα είναι η μέρα κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν οι περισσότερες αυτοκτονίες, με ποσοστό 16 % για τους άνδρες και 17 % για τις γυναίκες (BBC, 2005)

<sup>14</sup> Η απάντηση αυτή, ωστόσο, δεν κρίνεται ικανοποιητική, αφού το φαινόμενο παρατηρείται και σε χώρες όπου η υπεραξία από μετοχές δεν φορολογείται (Σπύρου, 2009).

<sup>15</sup> Έτσι έχει ονομαστεί η Δευτέρα της 19<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 1987, κατά την οποία τα Χρηματιστήρια παγκοσμίως κατέρρευσαν, με το δείκτη Dow Jones της Νέας Υόρκης να εμφανίζει ημερήσιες απώλειες της τάξεως του 25% (Φίλιππας, 2015).

Καθοριστικό ρόλο στην οικοδόμηση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής έπαιξε μια θεωρία από τον ευρύτερο χώρο της Ψυχολογίας. Οι Daniel Kahneman και Amos Tversky (1979), αναζητώντας απαντήσεις στο τρόπο με τον οποίο τα άτομα παίρνουν αποφάσεις που εμπεριέχουν ρίσκο, ανέπτυξαν τη *Θεωρία της Προοπτικής (Prospect Theory)*, η οποία αμφισβήτησε ευθέως τα διδάγματα της - κρατούσας έως τότε - Θεωρίας της Αναμενόμενης Χρησιμότητας<sup>16</sup>. Τα κυριότερα σημεία της θεωρίας είναι ότι: α) τα άτομα βλέπουν τη χρησιμότητα όχι ως απόλυτο μέγεθος, αλλά πάντοτε σε συσχέτιση με κάποιο σημείο αναφοράς<sup>17</sup>, β) οι απώλειες έχουν στη συνείδησή μας μεγαλύτερο βάρος από τα κέρδη (ίσης αξίας)<sup>18</sup> και γ) όταν πρόκειται για πιθανά κέρδη προτιμούμε τη βεβαιότητα (*risk-averse over gains*), ενώ όταν πρόκειται για πιθανές απώλειες επιζητούμε το ρίσκο (*risk-seeking over losses*)<sup>19</sup>.

Απότοκο της Θεωρίας της Προοπτικής και αναπόσπαστο κομμάτι της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής αποτελεί η μελέτη της συμπεριφοράς των επενδυτών και ο εντοπισμός ευριστικών κανόνων - συνηθισμένων τρόπων συμπεριφοράς (*heuristics*), καθώς και σφαλμάτων και προκαταλήψεων (*biases*) που εμφιλοχωρούν κατά τη διαδικασία λήψης των επενδυτικών αποφάσεων.

Ο πρώτος όρος αναφέρεται στους εμπειρικούς τρόπους με τους οποίους τα άτομα, ελλείψει χρόνου και πληροφόρησης, προσπαθούν να δώσουν γρήγορες λύσεις σε περίπλοκα προβλήματα. Για παράδειγμα, έχοντας συνδυάσει την καλή ποιότητα με την υψηλή τιμή, συνήθως θεωρούμε πως ό,τι είναι ακριβότερο είναι απαραίτητα και πιο ποιοτικό (Σπύρου, 2009). Ο παραπάνω τρόπος λειτουργίας του ανθρώπινου μυαλού, αποτέλεσμα της εξελικτικής διαδικασίας, έχει μελετηθεί από ψυχολόγους και νευροεπιστήμονες, οι οποίοι τον αποδίδουν σχηματικά ως δύο διαφορετικά «συστήματα σκέψης»: το «*Σύστημα 1*», το οποίο είναι γρήγορο, ενστικτώδες, συνειρμικό και - κυρίως - ανεξέλεγκτο· και το «*Σύστημα 2*», που είναι αργό, στοχαστικό, λειτουργεί εσκεμμένα και βρίσκεται υπό τον έλεγχό μας. Οι ευριστικοί κανόνες προκύπτουν από την αλληλεπίδραση των δύο συστημάτων (Kahneman, 2011).

Η κρίση μας, όμως, δεν επηρεάζεται μόνο από τους ευριστικούς κανόνες. Σε πολλές περιπτώσεις τα άτομα παρουσιάζουν ανορθολογικές, μεροληπτικές συμπεριφορές, όταν έρχονται αντιμέτωπα με τη λήψη μιας απόφασης. Επηρεάζονται από το κοινωνικό τους περιβάλλον, ενδίδουν στα συναισθήματά τους και επιδεικνύουν έλλειψη προβλεπτικότητας (Ariely, 2008)<sup>20</sup>. Δεκάδες τέτοιες συμπεριφορές έχουν εντοπιστεί και έχουν ταξινομηθεί από

---

<sup>16</sup> Κατά τη Θεωρία της Αναμενόμενης Χρησιμότητας (*expected utility theory*), τα άτομα, όταν έρχονται αντιμέτωπα με περισσότερες πιθανές επιλογές, κάνουν εκείνη που τους αποφέρει τη μεγαλύτερη αναμενόμενη χρησιμότητα, όπως αυτή προσμετράται από τη χρησιμότητα (τα κέρδη) κάθε επιλογής επί την πιθανότητα πραγματοποίησής της (Kahneman, 2011).

<sup>17</sup> Έτσι, άλλη αξία (χρησιμότητα) έχουν τα 100 ευρώ για κάποιον που έχει πλούτο 1.000 ευρώ και άλλη για κάποιον που έχει πλούτο 100.000 ευρώ (Kahneman, 2011).

<sup>18</sup> Το φαινόμενο αυτό, καλούμενο *απαρέσκεια ή δυσανεξία προς τις απώλειες (loss aversion)*, εξηγεί γιατί οι περισσότεροι θεωρούμε σημαντικότερη μια ζημία 100 ευρώ σε σχέση με ένα ισόποσο κέρδος (Καραμπατζός, 2016).

<sup>19</sup> Η τάση μας αυτή ονομάστηκε *Φαινόμενο της Αντανάκλασης (reflection effect)*. Διαπιστώθηκε μέσα από πειράματα ότι η πλειοψηφία των ατόμων προτιμά ένα βέβαιο κέρδος 3.000 ευρώ σε σχέση με μία πιθανότητα 80% να κερδίσει 4.000 ευρώ, παρότι η αναμενόμενη χρησιμότητα της δεύτερης επιλογής είναι μεγαλύτερη (4.000\*80% = 3.200 ευρώ). Όταν, όμως, το ίδιο πείραμα αντιστρέφεται και παρουσιάζεται ως βέβαιη ή πιθανή ζημία, τα περισσότερα άτομα προτιμούν τη δεύτερη επιλογή (Kahneman & Tversky, 1979).

<sup>20</sup> Πολύ συχνά τα άτομα, εντελώς απερίσκεπτα, υποβαθμίζουν τις μακροπρόθεσμες συνέπειες των σημερινών τους επιλογών, προτιμώντας τις βραχυπρόθεσμες απολαύσεις. Το φαινόμενο αυτό

τους ερευνητές<sup>21</sup>. Ο Shefrin (2000) διακρίνει, μάλιστα, τα σχετικά σφάλματα σε γνωστικά (*cognitive*), που αφορούν στον τρόπο με τον οποίο τα άτομα οργανώνουν τις πληροφορίες που δέχονται και σε συναισθηματικά (*emotional*), που σχετίζονται με το πώς νιώθουν τα άτομα κατά την καταγραφή αυτών των πληροφοριών. Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, δεν κρίνεται απαραίτητο να αναλυθούν εδώ περαιτέρω η επόμενη ενότητα θα εστιάσει, συγκεκριμένα, σε εκείνες ακριβώς τις συμπεριφορικές διαταραχές που εμφιλοχωρούν συχνότερα στο χώρο των επενδύσεων.

## 1.5 Τα κυριότερα επενδυτικά σφάλματα

### 1.5.1 Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (*Representativeness bias*)

Το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας είναι ένας από τους πρώτους ευριστικούς κανόνες που εντόπισαν οι Tversky και Kahneman (1974). Αφορά την τάση των ατόμων να βρίσκουν κοινά σημεία μεταξύ διαφορετικών καταστάσεων και να θεωρούν ότι τυχαία γεγονότα είναι αντιπροσωπευτικά και, άρα, μπορούν να αποτελέσουν ασφαλή βάση για τη λήψη αποφάσεων. Με τον τρόπο αυτό αγνοούν βασικές αρχές των πιθανοτήτων, όπως είναι το μέγεθος του δείγματος (*sample size*)<sup>22</sup> και η αρχή της βασικής συχνότητας (*prior probability*)<sup>23</sup>.

Στον χώρο των επενδύσεων, η αντιπροσωπευτικότητα έχει πολλές εκδηλώσεις. Πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι οι επιτυχημένες εταιρείες (υψηλές πωλήσεις, αξιόπιστη διοίκηση κλπ.) συνιστούν και καλές επενδύσεις, παραβλέποντας ότι εκείνο που χαρακτηρίζει μια μετοχή ως «καλή επένδυση» είναι η πιθανότητα μεγαλύτερης αύξησης της τιμής της, σε σχέση με τις άλλες μετοχές (Baker & Nofsinger, 2002). Άλλο παράδειγμα αποτελεί η πίστη ότι οι τιμές του πρόσφατου παρελθόντος είναι ένα στοιχείο ικανό για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τη μελλοντική τους διακύμανση. Μετοχές με υψηλές αποδόσεις τα προηγούμενα 3-5 χρόνια (*winners*) δείχνουν να είναι περισσότερο ελκυστικές στους επενδυτές, οι οποίοι σπεύδουν να τις αγοράσουν, θεωρώντας ότι η τιμή τους θα συνεχίσει να ανεβαίνει (Baker & Nofsinger, 2002).<sup>24</sup>

---

χαρακτηρίζεται ως *υπερβολοειδής προεξόφληση* ή *ανορθολογική ανυπομονησία* (Καραμπατζός, 2016).

<sup>21</sup> Βλ. χαρακτηριστικά Desjardins (2017), όπου παρατίθεται κατάλογος με όλες τις αναγνωρισμένες συμπεριφορικές διαταραχές.

<sup>22</sup> Η σημασία του μεγέθους του δείγματος είναι γνωστή στους επαγγελματίες της στατιστικής, οι οποίοι ξέρουν ότι, αυξάνοντας το δείγμα, μειώνουν τον κίνδυνο λανθασμένων προβλέψεων. Ωστόσο, για τους περισσότερους από εμάς, ένα δείγμα 150 ατόμων δεν έχει μεγάλη διαφορά από ένα δείγμα 3.000 ατόμων (Kahneman, 2011).

<sup>23</sup> Είναι συχνό το φαινόμενο να αγνοούμε τη «μεγάλη εικόνα», δηλαδή τη βασική πιθανότητα, παρασυρόμενοι από άλλα στοιχεία, όπως η ομοιότητα και τα τυχόν παγιωμένα στερεότυπα. Χαρακτηριστικό είναι το ακόλουθο «πείραμα»: «Ο Στέφαν είναι ένας αδύνατος Γερμανός άνδρας, που φοράει γυαλιά και λατρεύει τον Μότσαρτ. Τι δουλειά κάνει ο Στέφαν; α) οδηγός νταλίκας ή β) καθηγητής Λογοτεχνίας στη Φρανκφούρτη;». Η περιγραφή θα οδηγήσει τους περισσότερους να απαντήσουν το (β), αν και οι οδηγοί νταλίκας στην Γερμανία είναι 10.000 φορές περισσότεροι από τους καθηγητές Λογοτεχνίας στη Φρανκφούρτη (Ντομπέλλι, 2013).

<sup>24</sup> Οι De Bondt και Thaler (1985) έδειξαν ότι η παραπάνω πίστη είναι εντελώς λανθασμένη και ότι, μάλιστα, οι μετοχές που είχαν επιδείξει πρόσφατες απώλειες (*losers*), στο διάστημα των επόμενων 3 ετών πέτυχαν αποδόσεις μέχρι και 25% υψηλότερες σε σχέση με τις *winners* μετοχές.

### 1.5.2 Αγκίστρωση (Anchoring)

Πολλές φορές οι επενδυτές προσκολλώνται σε μία συγκεκριμένη τιμή της μετοχής, η οποία αποτελεί για αυτούς *σημείο αναφοράς* και με την οποία συγκρίνουν κάθε φορά την τρέχουσα τιμή της. Η επίδραση του σημείου αναφοράς στην ψυχολογία του επενδυτή είναι σημαντική, αφού καθορίζει σε μεγάλο βαθμό το αν αυτός θα νιώσει κερδισμένος ή χαμένος από την επένδυσή του (Baker & Nofsinger, 2002). Η συνηθέστερη τιμή αγκίστρωσης είναι η τιμή στην οποία αγοράστηκε η μετοχή. Όταν έχει περάσει αρκετός χρόνος από την αγορά, πάντως, η προσκόλληση μπορεί να γίνει σε πιο πρόσφατες τιμές, συνήθως στην υψηλότερη που θυμάται ο επενδυτής (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Η αγκίστρωση, σε συνδυασμό και με άλλες διαταραχές που θα εξεταστούν παρακάτω, μπορεί να αποτρέψει έναν επενδυτή από το να πωλήσει τις μετοχές του - ακόμα και όταν μια τέτοια κίνηση θα ήταν προς το συμφέρον του - εωσότου η τιμή φτάσει στα επίπεδα του σημείου αναφοράς (Φίλιππας, 2015).

### 1.5.3 Θεωρία της μετάνοιας (Regret theory) και αποτέλεσμα προδιάθεσης (Disposition effect)

Στενά συνδεδεμένη με τη δυσανεξία προς τις απώλειες, που διδάσκει η Θεωρία της Προοπτικής, είναι η αποστροφή των ατόμων προς τη μετάνοια. Βασικό σημείο της θεωρίας της μετάνοιας είναι η απροθυμία των ατόμων να παραδεχθούν τις λανθασμένες τους επιλογές, καθώς το δυσάρεστο συναίσθημα που προκαλεί αυτή η παραδοχή είναι - πολλές φορές - χειρότερο και από την ίδια τη ζημία (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008)<sup>25</sup>.

Ο φόβος της μετάνοιας εμφανίζεται έντονα στον κόσμο των επενδύσεων και αποτελεί τη βασική αιτία του *αποτελέσματος προδιάθεσης*. Ο όρος αυτός αναφέρεται στην τάση των επενδυτών, αφενός να πωλούν σχετικά γρήγορα τις μετοχές που έχουν παρουσιάσει ανοδική πορεία και αφετέρου να κρατούν για μεγάλο διάστημα τις μετοχές των οποίων η τιμή έχει πέσει. Η ανορθολογική αυτή συμπεριφορά τους «προστατεύει» από τη συνειδητοποίηση μιας κακής επενδυτικής επιλογής, παρά την προφανή συνέπεια της μείωσης των κερδών τους (Baker & Nofsinger, 2002). Κατά τον Σπύρου (2009), το αποτέλεσμα προδιάθεσης, σε συνδυασμό με την αγκίστρωση, εξηγεί την περίπτωση του «εγκλωβισμού» χιλιάδων επενδυτών του Χρηματιστηρίου Αθηνών τη διετία 1998-1999, όταν και αγόρασαν μετοχές σε πολύ υψηλές τιμές, αρνούμενοι εν συνεχεία να τις πουλήσουν παρά την κατάρρευσή τους.

### 1.5.4 Αγελαία συμπεριφορά (Herding)

Η ανάγκη του ατόμου να ανήκει σε ομάδες, απότοκο της εξελικτικής διαδικασίας, συνιστά αναπόσπαστο μέρος της ανθρώπινης φύσης. Η ομάδα παρέχει ασφάλεια, αποτελεί πηγή γνώσης και εξασφαλίζει την ατομική και συλλογική επιβίωση. Είναι τέτοια, μάλιστα, η θέληση αυτή για ενσωμάτωση, που έχει τη δύναμη να αλλάξει τις απόψεις του ατόμου, προκειμένου να ταυτίζονται με εκείνες της ομάδας, όποιες και αν είναι αυτές (Αλεξιάκης & Ξανθάκης, 2008). Δεν είναι, επομένως, δύσκολο η ομαδικότητα να αποκτήσει χαρακτηριστικά συμπεριφοράς αγέλης. Έχει αποδειχθεί ότι πλήρως ορθολογικά άτομα εμφανίζουν άλλη στάση, όταν ενεργούν ατομικά και άλλη όταν ενεργούν μαζί με άλλους, η γνώμη των οποίων βαραίνει τόσο πολύ στη συνείδησή τους, που μπορεί να τους οδηγήσει - εν γνώση τους - σε κραυγαλέα παράλογες αποφάσεις (Shiller, 2000).<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Η θεωρία της μετάνοιας μπορεί να παραλληλιστεί με το γνωστό φαινόμενο της *γνωστικής ασυμφωνίας (cognitive dissonance)*, δηλαδή της δυσανεξίας που αισθανόμαστε όταν η πραγματικότητα έρχεται να διαψεύσει τις μέχρι πρότινος πεποιθήσεις μας (Καραμπατζός, 2016).

<sup>26</sup> Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται και «ομαδική σκέψη» (*group behavior*) και δεν υπάρχει χαρακτηριστικότερο παράδειγμα για την κατανόηση της δύναμής του από το περίφημο «πείραμα του Asch»: στην ομάδα των συμμετεχόντων δόθηκαν 12 ζευγάρια καρτών, εκ των οποίων η πρώτη κάθε

Η αγελαία συμπεριφορά έχει παρουσία και στις χρηματιστηριακές αγορές. Οι επενδυτές επηρεάζονται από τον κοινωνικό τους περίγυρο, από τη μόδα<sup>27</sup> και από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης<sup>28</sup>. Η «αγέλη» μπορεί να προσελκύσει νέους παίκτες στο χώρο των επενδύσεων, αλλά και να καθοδηγήσει τους υπάρχοντες προς μία συγκεκριμένη κατεύθυνση. Αντί να λαμβάνονται υπόψη οικονομικά κριτήρια, όπως ο κίνδυνος ή η αναμενόμενη απόδοση, η επιλογή γίνεται με βάση την γνώμη των πολλών. Σε όρους αποτελεσματικότητας, η συμπεριφορά αυτή είναι καταστροφική, διαταράσσει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών και οδηγεί στην αποσταθεροποίησή τους. Υποστηρίζεται, μάλιστα, ότι αποτελεί μία από τις βασικές αιτίες δημιουργίας κάθε χρηματιστηριακής φούσκας (Φίλιππας, 2015).

Η συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να συσχετιστεί και με άλλα επενδυτικά σφάλματα, όπως η προαναφερθείσα αποστροφή προς τη μετάνοια. Έχει παρατηρηθεί ότι το ψυχολογικό βάρος που προκαλεί η αποδοχή μια κακής επένδυσης μειώνεται, όσο αυξάνεται ο αριθμός των ατόμων που έκαναν την ίδια επιλογή. Έτσι, είναι πιο εύκολο για έναν επενδυτή να αγοράσει μια δημοφιλή μετοχή (*hot stock*), αφού, ακόμα και εάν αυτή αποδειχθεί ζημιογόνος, εκείνος θα δικαιολογήσει την επιλογή του με το επιχείρημα ότι και άλλοι έχασαν χρήματα και, συνεπώς, το λάθος δεν ήταν αποκλειστικά δικό του (Ricciardi & Simon, 2000).

#### 1.5.5 Σφάλμα οικειότητας (*Familiarity bias*)

Ένα επαναλαμβανόμενο μοτίβο σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές είναι η τάση των επενδυτών να προτιμούν μετοχές οι οποίες είναι «οικείες» σε αυτούς, θεωρώντας ότι με αυτόν τον τρόπο μειώνουν το αναλαμβανόμενο ρίσκο (Baker & Nofsinger, 2002). Ο Shefrin (2000) συνδέει το παραπάνω φαινόμενο με τη λεγόμενη «αποστροφή προς την αβεβαιότητα» (*reversion to ambiguity*), δηλαδή το γενικότερο αίσθημα ανασφάλειας και φόβου που προκαλεί στα άτομα η συμμετοχή τους σε καταστάσεις για τις οποίες έχουν ελλιπή πληροφόρηση.

---

ζεύγους περιείχε μία κάθετη γραμμή και η δεύτερη περιείχε τρεις κάθετες γραμμές διαφορετικού μήκους. Στη συνέχεια οι συμμετέχοντες κλήθηκαν να επιλέξουν - για κάθε ζευγάρι - ποια από τις γραμμές της δεύτερης κάρτας είχε το ίδιο μήκος με εκείνη της πρώτης. Οι απαντήσεις ήταν προφανείς. Ωστόσο, εκείνο που δεν ήταν εξαρχής γνωστό ήταν πως ορισμένα άτομα της ομάδας είχαν εντολή από τους ερευνητές να δίνουν εσκεμμένα λανθασμένες απαντήσεις. Τα αποτελέσματα ήταν συγκλονιστικά. Στο 1/3 των περιπτώσεων οι «ορθολογικοί» συμμετέχοντες επέλεξαν τη λάθος γραμμή, επηρεαζόμενοι από τη γνώμη των συμπαικτών τους. Μάλιστα, ήταν εμφανή τα σημάδια του άγχους και της δυσφορίας τους πριν από κάθε επιλογή, απόδειξη πως ήξεραν το σωστό, αλλά φοβούνταν μήπως θεωρηθούν «διαφορετικοί» από τα υπόλοιπα μέλη της ομάδας (Shiller, 2000).

<sup>27</sup> Αξίζει εδώ να αναφερθεί η επίκαιρη «μόδα» της επένδυσης σε κρυπτονομίσματα, ένα επενδυτικό προϊόν που στερείται δυνατότητας ορθολογικής οικονομικής προσέγγισης, καθώς απουσιάζουν οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών μέσων. Το 2017 θεωρείται έτος «έκρηξης» των κρυπτονομισμάτων, με τα κεφάλαια που έχουν επενδυθεί σε αυτά να αυξάνονται από 6 δισεκατομμύρια δολάρια τον Ιανουάριο του 2016 σε 130 δισεκατομμύρια δολάρια το Σεπτέμβριο του 2017 (Barnett, 2017). Χαρακτηριστικό είναι και το γεγονός ότι την 1<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2017, μια ημέρα αφότου το *Bitcoin* έσπασε το «φράγμα» των 6.000 δολαρίων, δημιουργήθηκαν 100.000 νέοι λογαριασμοί στην επενδυτική πλατφόρμα κρυπτονομισμάτων "Coinbase Inc." (Kochkodin, 2017).

<sup>28</sup> Ιδιαίτερη βαρύτητα έχει αποκτήσει και ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και των διάφορων επενδυτικών κεφαλαίων ("*hedge funds*"). Χαρακτηριστική είναι η πρόσφατη περίπτωση της Follie Follie Group, η μετοχή της οποίας έχασε το 70 % της αξίας της μέσα σε ένα μήνα, ύστερα από την «επίθεση» του αμερικάνικου hedge fund Quintessential Capital Management, που προκάλεσε πανικό στους μετόχους της (Χρυσικόπουλος, 2018).



Η οικειότητα που αποζητούν οι επενδυτές έχει, κατά κανόνα, γεωγραφικό χαρακτήρα, υπό την έννοια ότι το χαρτοφυλάκιό τους αποτελείται σε συντριπτικό ποσοστό από μετοχές εγχώριων εκδοτών. Το φαινόμενο αυτό καλείται και «σφάλμα εντοπιότητας» (*home bias*) και οφείλεται στην πεποιθήση των επενδυτών πως γνωρίζουν καλύτερα τις συνθήκες που επικρατούν στη δική τους αγορά και - συνακόλουθα - πως μπορούν να χρησιμοποιήσουν την γνώση τους αυτή ως (συγκριτικό) πλεονέκτημα (Shefrin, 2000)<sup>29</sup>. Ο Φίλιππας (2015) τονίζει ότι η παραπάνω συμπεριφορά μπορεί να αποδειχθεί καταστροφική, ιδίως όταν πρόκειται για μετοχές χώρας «υψηλού κινδύνου» - όπως είναι η Ελλάδα - και υποστηρίζει ότι η ασφαλέστερη στρατηγική παραμένει η διεθνική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Μία άλλη εκδήλωση του σφάλματος οικειότητας είναι η επένδυση των ατόμων σε μετοχές της εταιρείας στην οποία εργάζονται (*employer bias*). Ειδικά στις Η.Π.Α., όπου οι περισσότερες εταιρείες παρέχουν στους εργαζομένους τους τη δυνατότητα συμμετοχής στα λεγόμενα “401 (k) plans”<sup>30</sup>, έχει παρατηρηθεί ότι ένα μεγάλο ποσοστό (έως και 90%) των χρημάτων που έχουν οι τελευταίοι στη διάθεσή τους, χρησιμοποιείται για την αγορά μετοχών της εταιρείας τους (Benartzi et al., 2007). Η επένδυση σε μία μόνο μετοχή συνιστά από μόνη της επικίνδυνη τακτική· ειδικά στην περίπτωση αυτή, όμως, ο κίνδυνος είναι διπλός, αφού σε ενδεχόμενη πτώχευση της εταιρείας, οι εργαζόμενοι - μέτοχοι θα χάσουν τόσο τη δουλειά τους, όσο και τις επενδύσεις τους (Φίλιππας, 2015).

#### 1.5.6 Υπερβολική αυτοπεποίθηση (*Over-confidence*)

Κατά τους De Bondt και Thaler (1995), ίσως το σημαντικότερο σφάλμα των επενδυτών είναι η τάση τους να υπερεκτιμούν το ένστικτο, τις γνώσεις και τις ικανότητές τους. Οι περισσότεροι επενδυτές θεωρούν ότι είναι ανώτεροι του μέσου όρου· μάλιστα, η πίστη αυτή εμφανίζεται εντονότερη στους άνδρες απ’ ό,τι στις γυναίκες (Barber & Odean, 2001). Η αυτοπεποίθηση ενισχύεται μετά από τυχόν επιτυχημένες επενδυτικές επιλογές ενώ, αντίθετα, οι κακές επενδύσεις αποδίδονται στην έλλειψη τύχης (Langevoort, 2002).

Έχει παρατηρηθεί ότι η υπερβολική αυτοπεποίθηση συνδέεται στενά και με άλλες μεροληπτικές συμπεριφορές που εμφανίζουν τα άτομα: την *υπεραιοδοξία* (*optimism bias*), δηλαδή τη συστηματική υποτίμηση της πιθανότητας να επέλθει ένας κίνδυνος σε εμάς, παρότι θεωρούμε αρκετά πιθανό το ενδεχόμενο να επέλθει σε άλλους (Καραμπατζός, 2016)· την *ψευδαίσθηση του ελέγχου* (*illusion of control*), δηλαδή την τάση μας να πιστεύουμε ότι μπορούμε να επηρεάσουμε γεγονότα πάνω στα οποία οποία δεν έχουμε καμία επιρροή (Σπύρου, 2009)<sup>31</sup>· τέλος, την *ψευδαίσθηση της γνώσης* (*illusion of knowledge*), δηλαδή τη σιγουριά που μας γεμίζει η κατοχή μιας πληροφορίας, ακόμα και όταν στερούμαστε των βασικών γνώσεων που απαιτούνται για την αξιοποίησή της (Baker & Nofsinger, 2002).

<sup>29</sup> Βέβαια, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που μπορούν να εξηγήσουν την προτίμηση των επενδυτών σε εγχώριες μετοχές, όπως είναι τα υψηλά συναλλακτικά κόστη των διεθνών επενδύσεων, η ασυμμετρία πληροφόρησης, ο συναλλαγματικός κίνδυνος, αλλά και η ύπαρξη νομικών εμποδίων και φορολογικών μειονεκτημάτων (Φίλιππας, 2015).

<sup>30</sup> Έτσι ονομάζεται ένας ιδιαίτερος τύπος συνταξιοδοτικών προγραμμάτων που εφαρμόζεται στις Η.Π.Α. από το 1978. Οι εργαζόμενοι που συμμετέχουν στο πρόγραμμα μεταφέρουν ένα μέρος του μισθού τους - απαλλαγμένο από φόρους - σε έναν ειδικό λογαριασμό. Το βασικό πλεονέκτημα είναι ότι τα χρήματα αυτά παραμένουν αφορολόγητα, για όσο διάστημα βρίσκονται εκεί. Αν και κάποιοι εγγράφονται με στόχο την αποταμίευση, οι περισσότεροι αξιοποιούν τις επενδυτικές δυνατότητες που προσφέρουν, συνήθως, αυτά τα προγράμματα, αγοράζοντας μετοχές ή ομόλογα (Investopedia, χ.η.).

<sup>31</sup> «Θύματα» αυτής της ψευδαίσθησης είναι, για παράδειγμα, οι παίκτες τυχερών παιχνιδιών, οι οποίοι προτιμούν να επιλέγουν οι ίδιοι τα νούμερα που θα παίξουν, θεωρώντας ότι κάτι τέτοιο θα αυξήσει τις πιθανότητες επιτυχίας τους (Ντομπέλλι, 2013).

Βασική συνέπεια της υπερβολικής αυτοπεποίθησης στις χρηματιστηριακές αγορές είναι ότι οδηγεί σε μεγάλη συχνότητα συναλλαγών. Θεωρώντας ότι κατέχουν ιδιαίτερες ικανότητες, αλλά και πληροφορίες που δεν έχει προεξοφλήσει ακόμα η αγορά, οι επενδυτές τείνουν να κάνουν περισσότερες αγοραπωλησίες, επαφίεμενοι στη, δήθεν, καλύτερη πληροφόρησή τους (Daniel & Hirshleifer, 2015). Το προφανές επακόλουθο είναι η επιβάρυνσή τους με αυξημένα κόστη συναλλαγών, όπως, για παράδειγμα, οι προμήθειες που πρέπει να πληρώσουν στα ενδιάμεσα μέρη για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (Σπύρου, 2009). Εκτός αυτού, βέβαια, οι συχνές συναλλαγές, σε συνδυασμό με την παρορμητικότητα και την άγνοια κινδύνου, εκ των πραγμάτων εκθέτουν τους επενδυτές σε υψηλά επίπεδα ρίσκου και αυξάνουν την πιθανότητα απώλειας χρημάτων (Φίλιππας, 2015).

### **1.6 Η συνεισφορά της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και τα όριά της**

Οι εμπειρικές παρατηρήσεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής προκάλεσαν τριγμούς στη - μέχρι πρότινος - ακλόνητη Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς. Ωστόσο, είναι άλλο πράγμα το να εντοπίζει κανείς ατέλειες σε μία θεωρία και άλλο το να είναι σε θέση να αναπτύξει ένα ολοκληρωμένο εναλλακτικό μοντέλο (Langevoort, 2002).

Πράγματι, εκείνο που τονίζουν ακόμη και οι ίδιοι οι υποστηρικτές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι πως, λόγω της περιπτώσιολογικής και πειραματικής της προσέγγισης, υστερεί ως προς τη δυνατότητα να αποκτήσει κανονιστικό χαρακτήρα (Spindler, 2011). Οι μεροληπτικές συμπεριφορές που έχουν εντοπιστεί είναι πολλές, κάποιες φορές, μάλιστα, αντιφατικές<sup>32</sup> μεταξύ τους και, σίγουρα, δεν επηρεάζουν όλους τους επενδυτές στον ίδιο βαθμό (Choi & Pritchard, 2003). Εξάλλου, εκείνο που διδάσκει η θεωρία είναι πως οι άνθρωποι είναι «περιορισμένα ορθολογικοί» και όχι «ανορθολογικοί» και, συνεπώς, όχι μόνο ο εντοπισμός των σφαλμάτων είναι δύσκολος, αλλά και ο υπολογισμός του βαθμού που αυτά επηρεάζουν τις επενδυτικές επιλογές και την αγορά γενικότερα (Juurikkala, 2012).

Σε κάθε περίπτωση, πάντως, η επίδραση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και η νέα πνοή που έφερε στην οικονομική συζήτηση δεν μπορούν να αγνοηθούν. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι, κατά το χρονικό διάστημα 1990-2010, το 8% των δημοσιεύσεων σε μερικά από τα σημαντικότερα οικονομικά περιοδικά<sup>33</sup> είχαν σχετική θεματολογία (Park & Sohn, 2013). Η διεπιστημονικότητα που την χαρακτηρίζει, η «απεξάρτηση» από θεωρητικά οικονομικά υποδείγματα και η εστίαση στον ανθρώπινο παράγοντα και στις πραγματικές συνθήκες της αγοράς μπορεί, πράγματι, να μας προσφέρει μια πιο ολοκληρωμένη θεώρηση της πραγματικότητας των χρηματιστηριακών αγορών (Αλεξάκης & Ξανθάκης, 2008). Μάλιστα, όπως θα αναλυθεί και στη συνέχεια, τα διδάγματα που έχουμε αποκομίσει από τη νέα θεωρία μπορούν να προσφέρουν χρήσιμες κατευθυντήριες γραμμές για τη χάραξη νέων νομοθετικών παρεμβάσεων, με σκοπό την καλύτερη προστασία των επενδυτών.

---

<sup>32</sup> Έχει παρατηρηθεί, για παράδειγμα ότι ορισμένες φορές η τιμή μιας μετοχής αντιδρά αργά και σταδιακά μετά την άφιξη μιας σημαντικής πληροφορίας (*under-reaction*), ενώ άλλες φορές, ακόμα και μία λιγότερο σημαντική είδηση ή και ένα τυχαίο γεγονός προκαλεί πιο δραστικές συμπεριφορές (*over-reaction*). Το πρώτο φαινόμενο αποδίδεται στη συντηρητικότητα των επενδυτών και το δεύτερο στο σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας (Langevoort, 2002).

<sup>33</sup> Η έρευνα αφορά τα ακόλουθα 7 περιοδικά: *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Journal of Business*, *Financial Management*, *Journal of Banking and Finance* (Park & Sohn, 2013).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### ΡΥΘΜΙΖΟΝΤΑΣ ΤΗΝ ΑΝΟΡΘΟΛΟΓΙΚΟΤΗΤΑ: ΝΟΜΙΚΟΣ ΚΗΔΕΜΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΠΑΡΕΜΒΑΣΗΣ

#### 2.1 Η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου

Η επικράτηση της νεοκλασικής οικονομικής σχολής επηρέασε και τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίστηκε διαχρονικά ο ρόλος του Δικαίου και η αναγκαιότητα των κρατικών παρεμβάσεων στη ρύθμιση της οικονομικής ζωής. Η παραδοσιακή *οικονομική ανάλυση του Δικαίου*<sup>34</sup> ενστερνίζεται την υπόθεση της ορθολογικότητας των ατόμων και της ικανότητάς τους να λαμβάνουν αποφάσεις που μεγενθύνουν τη συνολική τους ωφέλεια (Καραμπατζός, 2016). Αναγκαίο επακόλουθο της ανωτέρω παραδοχής, σε συνδυασμό με το γενικότερο φιλελεύθερο πνεύμα που χαρακτηρίζει ιστορικά την προσέγγιση Δικαίου και Οικονομίας, είναι μία καχυποψία απέναντι στο νομικό κηδεμονισμό, ο οποίος θεωρείται πως - για να είναι αποτελεσματικός - θα πρέπει να περιορίζεται στις περιπτώσεις εκείνες όπου είναι πραγματικά απαραίτητος, όπως κατεξοχήν στην προστασία των ανηλίκων και των ψυχικά νοσούντων (Zamir, 1998).

Έχει ήδη γίνει κατανοητό ότι ένα τέτοιο προστατευτικό πεδίο του νόμου δεν μπορεί να θεωρηθεί επαρκές. Άτομα ενήλικα και πνευματικά διαυγή υποπίπτουν, στην πλειοψηφία τους, σε συστηματικά οικονομικά - συμπεριφορικά λάθη και αδυνατούν να κάνουν τις πλέον επωφελείς για αυτά επιλογές. Η διαπίστωση της περιορισμένης αυτής ορθολογικότητας οδηγεί αναπόφευκτα προς μια νέα θεώρηση της ρυθμιστικής παρέμβασης του κράτους. Απέναντι στην απόλυτη άρνηση του πατερναλισμού, οι συμπεριφορικοί οικονομολόγοι παρατάσσουν το λεγόμενο «αντι-αντιπατερναλισμό» (*anti-antipaternalism*), δηλαδή ένα σκεπτικισμό προς τον αντιπατερναλισμό, που, όμως, δε φτάνει ως το σημείο της θετικής υπεράσπισης του πατερναλισμού (Jolls et al., 1998).

Οι παραπάνω σκέψεις εξελίχθηκαν σε μια γενικότερη τάση στο χώρο της νομικής επιστήμης, που είναι γνωστή σήμερα ως *συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του Δικαίου* (*behavioral law and economics*). Το νέο αυτό ρεύμα επιχειρεί να δικαιολογήσει την αύξηση της ρυθμιστικής παρουσίας του κράτους - υπό το πρίσμα των ευρημάτων των Συμπεριφορικών Οικονομικών - με σκοπό την αποτελεσματικότερη προστασία των ατόμων και, συνακόλουθα, την αύξηση της κοινωνικής ευημερίας. Η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του Δικαίου τυγχάνει εφαρμογής σε όλο το φάσμα του Ιδιωτικού Δικαίου, με κατεξοχήν πεδία ενδιαφέροντός της να αναδεικνύονται το δίκαιο των συμβάσεων και το δίκαιο προστασίας του καταναλωτή (Καραμπατζός, 2016). Τα διδάγματά της, πάντως, μπορούν να αποδειχθούν πολύτιμα και για το χώρο της κεφαλαιαγοράς, όπως θα δούμε στη συνέχεια.

Απόδειξη της σταθερά αυξανόμενης επιρροής της συνιστά το γεγονός ότι αρκετά κράτη έχουν ενσωματώσει τη νέα αυτή προσέγγιση στη χάραξη της δημόσιας πολιτικής τους. Η αρχή έγινε με τη συνεργασία του Καθηγητή Νομικής του Πανεπιστημίου του Harvard Cass R. Sunstein με την κυβέρνηση των Η.Π.Α. σε σειρά θεμάτων δημοσίου ενδιαφέροντος<sup>35</sup>, ενώ

<sup>34</sup> Η οικονομική ανάλυση του Δικαίου προσπαθεί να απαντήσει σε δύο βασικά ερωτήματα: α) ποια είναι η επίδραση των κανόνων δικαίου στη συμπεριφορά των ατόμων και β) εάν η επίδραση αυτή είναι αποτελεσματική (*efficient*) και, άρα, κοινωνικά αποδεκτή (Shavell, 2000).

<sup>35</sup> Ο Sunstein διετέλεσε μέλος του "Office of Information and Regulatory Affairs" των Η.Π.Α. από το 2009 έως το 2012 και θεωρείται καθοριστική η συμβολή του στη λήψη μέτρων για την προστασία του περιβάλλοντος, την ενθάρρυνση υγιεινών διατροφικών συνηθειών, αλλά και τη μείωση των κρουσμάτων βιασμού μέσα στις φυλακές (Broder, 2012).

στο Ηνωμένο Βασίλειο λειτουργεί, ήδη από το 2010, η “*Behavioural Insights Team (BIT)*”<sup>36</sup>, που έχει συνεισφέρει - μεταξύ άλλων - στη μείωση του ποσοστού των καπνιστών και στην αύξηση των δωρητών οργάνων στη χώρα (Sunstein, 2012). Πιο κοντά μας, το 2017 η κυβέρνηση της Τουρκίας ανακοίνωσε την ίδρυση της ομάδας “*Nudge Turkey*”, που θα λειτουργεί υπό τη σκέπη του Υπουργείου Οικονομικών με στόχο τη βελτίωση των υφιστάμενων πολιτικών, μέσα από τη χρήση των ευρημάτων των Συμπεριφορικών Οικονομικών και της Κοινωνικής Ψυχολογίας (Hürriyet Daily News, 2017). Αντίστοιχες ομάδες λειτουργούν σε Καναδά, Γερμανία, Ολλανδία, Αυστραλία, Ινδία και αλλού (Afif, 2017). Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, το νέο ρεύμα συστήθηκε με ένα κείμενο θέσεων που εξέδωσε η Επιτροπή το 2013, υπό τον τίτλο «*Εφαρμογή των Συμπεριφορικών Επιστημών στη Χάραξη των Πολιτικών της Ε.Ε.*», όπου επιχειρείται μια πρώτη αξιολόγηση της δυνατότητας αξιοποίησης των προτάσεών του σε επιμέρους πολιτικές της Ένωσης (Καραμπατζός, 2016).

Όπως είναι φυσικό, οι νέες ιδέες που εισάγει στο νομικό κόσμο η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του Δικαίου δεν είναι απρόσβλητες στην κριτική. Η εκ φύσεως περιγραφική προσέγγιση των Συμπεριφορικών Οικονομικών, που συνίσταται στον εντοπισμό αποκλίσεων από το ορθολογικό πρότυπο, μοιάζει να αδυνατεί να δώσει στο νομοθέτη μια γενικευμένη βάση, προκειμένου να δικαιολογήσει την ενίσχυση της ρυθμιστικής του παρουσίας (Hayden & Ellis, 2007). Κατά τον Posner (1997), το βασικό μειονέκτημα της νέας θεωρίας είναι η ελλιπής θεωρητική της θεμελίωση, που την περιορίζει αναγκαστικά στο ρόλο της αμφισβήτησης της παραδοσιακής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου, στερούμενη της δυνατότητας να εξελιχθεί σε μία ολοκληρωμένη εναλλακτική πρόταση. Αλλά και ο ίδιος ο Sunstein (2000), βασικός εκπρόσωπος του νέου ρεύματος, εμφανίζεται εξαρχής επιφυλακτικός σχετικά με τον βαθμό ωριμότητάς του και τονίζει την ανάγκη περαιτέρω έρευνας για την καλύτερη κατανόηση της φύσης των ανθρώπινων σφαλμάτων. Ακόμα και έτσι, πάντως, τα θετικά αποτελέσματα από την εφαρμογή της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου, στις χώρες όπου αξιοποιήθηκαν τα διδάγματά της, σε συνδυασμό με τον «ήπιο» πατερναλισμό που αυτή προτείνει (όπως θα δούμε στη συνέχεια), προδιαγράφουν την προοπτική της να εξελιχθεί σε ένα πολύτιμο εργαλείο στα χέρια κάθε ρυθμιστή (Sunstein, 2012).

## 2.2 Πατερναλισμός και αυτονομία

Ο John Stuart Mill στο εμβληματικό του έργο “*On Liberty*” (1859) θέτει τα όρια της κηδεμονιστικής παρέμβασης του κράτους, υποστηρίζοντας ότι η μοναδική δικαιολογητική βάση, προκειμένου να εξαναγκαστεί κάποιος να δράσει ενάντια στη θέλησή του, είναι η αποτροπή της βλάβης τρίτων από τις πράξεις του. Αν οι αρνητικές επιπτώσεις της συμπεριφοράς του επηρεάζουν μόνο τον ίδιο, το κράτος δεν έχει λόγο να επέμβει<sup>37</sup>. Στη διατύπωση αυτή του μεγάλου Άγγλου φιλοσόφου εδράζουν όλα τα αντιπατερναλιστικά *επιχειρήματα αυτονομίας*, κοινός τόπος των οποίων είναι ότι οποιαδήποτε νομοθετική επέμβαση, που περιορίζει - άμεσα ή έμμεσα - τις επιλογές του ατόμου δεν μπορεί παρά να προσβάλει την ατομική του ελευθερία (Wright & Ginsburg, 2012).

<sup>36</sup> Σύμφωνα με τη διατύπωση του οργανισμού, βασικές του επιδιώξεις είναι: α) να καταστήσει τις δημόσιες υπηρεσίες πιο αποτελεσματικές και πιο προσιτές στο κοινό, β) να παρουσιάσει ένα πιο ρεαλιστικό μοντέλο της ανθρώπινης συμπεριφοράς και γ) να βοηθήσει τα άτομα να κάνουν καλύτερες επιλογές (The Behavioural Insights Team, χ.η.).

<sup>37</sup>Πρόκειται για την περίφημη «*Αρχή της Βλάβης*» (*Harm Principle*). Η μοναδική εξαίρεση που αναγνωρίζει ο Mill στην παραπάνω αρχή αφορά στην επιλογή του ατόμου να καταστεί εφ'όρου ζωής δούλος κάποιου άλλου, καθώς κάτι τέτοιο θα κατέλυε την ίδια την ατομική του ελευθερία (Καραμπατζός, 2016).

Η «σύγκρουση» πατερναλισμού και αυτονομίας έχει, σαφώς, ευρείες φιλοσοφικές, κοινωνικές και πολιτικές διαστάσεις και κάθε παρέμβαση στην ελευθερία επιλογής, εκ των πραγμάτων, κρίνεται από τον βαθμό της έντασής της, από το πλαίσιο στο οποίο ασκείται και από τους σκοπούς που εξυπηρετεί. Αξίζει, πάντως, να σταθεί κανείς στις βασικές αντενστάσεις που προβάλλουν οι υποστηρικτές της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου απέναντι στα επιχειρήματα αυτονομίας, προκειμένου να υπερασπιστούν τις προτεινόμενες από αυτούς πολιτικές.

Ο Sunstein (2012) συμμερίζεται την επιθυμία των ανθρώπων να είναι κύριοι των επιλογών τους και να μην ετεροκαθορίζονται από τη βούληση τρίτων. Θεωρεί, ωστόσο, ότι οι ενστάσεις των αντιπατερναλιστών παραλείπουν μία βασική παράμετρο: στην πραγματικότητα, οι περισσότερες από τις επιλογές που χρειάζεται να κάνουμε καθημερινά έχουν, ήδη, γίνει από άλλους. Από τη μορφή που έχουν οι οικιακές συσκευές, έως τη σήμανση των δρόμων και τα φάρμακα που ενδείκνυνται για κάθε ασθένεια, όλα είναι αποφάσεις που έχουν ληφθεί από κάποιον άλλον. Και φυσικά αυτό είναι κάτι που αποδεχόμαστε, τόσο επειδή ο χρόνος που διαθέτουμε είναι περιορισμένος, όσο και επειδή πολλές από αυτές τις επιλογές είναι βαρετές ή και τόσο τεχνικές και περίπλοκες, που θα αδυνατούσαμε να τις κάνουμε από μόνοι μας. Χωρίς αυτό το κοινωνικό υπόβαθρο, καταλήγει ο Sunstein, η ανάγκη να αποφασίζουμε ενεργά για τα πάντα θα κατέλυε την ίδια την αυτονομία μας.

Συναφές είναι και το δεύτερο αντεπιχείρημα. Είναι δεδομένο ότι σε πολλές περιπτώσεις τα άτομα, λόγω έλλειψης αυτοελέγχου και άλλων γνωστικών και συναισθηματικών διαταραχών, αδυνατούν να συμπεριφερθούν με τρόπο που να εξυπηρετεί τους μακροπρόθεσμους στόχους τους. Το κράτος τότε παρεμβαίνει και - σεβόμενο αυτές τις επιθυμίες - επιβάλλει περιορισμούς που συνδράμουν στην εκπλήρωσή τους<sup>38</sup>. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η υποχρέωση χρήσης ζώνης ασφαλείας από τους οδηγούς, οι οποίοι πολλοί συχνά (κυρίως λόγω της υπερασσιοδοξίας τους) την αμελούν (Jolls et al., 1998). Ο συλλογισμός είναι απλός: εφόσον τέτοιες πατερναλιστικές επεμβάσεις θεωρούνται θεμιτές, γιατί να μην χρησιμοποιηθεί ο πατερναλισμός και σε άλλες περιπτώσεις, όπου τα αποτελέσματά του θα είναι εξίσου ευεργετικά (Zamir, 1998); Κατά τη διατύπωση της Conly (2013), ένας τέτοιος πατερναλισμός είναι «ανθρωπιστικός», αφού δεν σέβεται απλώς την αξία της ατομικής επιλογής, αλλά την αναδεικνύει κιόλας, βοηθώντας τα άτομα να φτάσουν στους στόχους που έχουν θέσει.

### **2.3 Η αποτελεσματικότητα του πατερναλισμού: ευημερία και παράπλευρα κόσθη**

Η κύρια δικαιολογητική βάση για την ενίσχυση της κηδεμονιστικής παρουσίας του κράτους, υποστηρίζεται πως είναι η αύξηση της ευημερίας των ατόμων (αλλά και, ευρύτερα, του κοινωνικού συνόλου), έστω και αν αυτή συνεπάγεται μια μικρή μείωση της αυτονομίας τους. Και σε αυτό το επιχείρημα, ωστόσο, οι πολέμιοι του πατερναλισμού προβάλλουν συγκεκριμένες ενστάσεις, αμφισβητώντας την αποτελεσματικότητά του και επισημαίνοντας τις αρνητικές συνέπειες που επιφέρει η χρήση του.

Εκείνο που τονίζουν οι περισσότεροι αντιπατερναλιστές είναι πως ο περιορισμός των επιλογών και η ηνιόχηση των προτιμήσεων των ατόμων στερούν από αυτά μία σημαντική δυνατότητα: τη δυνατότητα να μάθουν μέσα από τα λάθη τους (*learning effect*).

---

<sup>38</sup> Τέτοιοι περιορισμοί υπάγονται στο λεγόμενο «πατερναλισμό του μέσου» (*means paternalism*), σε αντιδιαστολή προς τον «πατερναλισμό του σκοπού» (*ends paternalism*), με τον οποίο ο νομοθέτης επιχειρεί να διαμορφώσει αυτούς καθ'αυτούς τους επιδιωκτέους σκοπούς. Η διάκριση μεταξύ τους, βέβαια, δεν είναι πάντοτε εύκολη (Sunstein, 2012).

Επισημαίνουν πως η απόκτηση εμπειριών μέσα από την παρατήρηση των αποτελεσμάτων και τη συσχέτισή τους με συγκεκριμένες συμπεριφορές έχει μεγάλη εκπαιδευτική αξία (Glaeser, 2006). Θεωρείται, μάλιστα, ότι το μεγαλύτερο διδακτικό αποτέλεσμα παράγεται μέσα από τις ατυχείς επιλογές (Klick & Mitchell, 2006). Ο Byrnes (2002) χαρακτηρίζει αυτή τη διαδικασία ως ένα μοντέλο «αυτορρύθμισης» των ατόμων, το οποίο είναι αδύνατο να λειτουργήσει όταν θεσμικοί παράγοντες αποτρέπουν εκ των προτέρων το ενδεχόμενο της ανατροφοδότησης των ατόμων μέσα από τις αρνητικές τους εμπειρίες.

Εξίσου σημαντικό αναδεικνύεται και το ζήτημα της ατομικής ευθύνης. Η εναπόθεση σε έναν κεντρικό ρυθμιστή ενός τόσο ισχυρού προστατευτικού ρόλου, ενέχει τον *ηθικό κίνδυνο* να επιδίδονται τα άτομα σε ακόμα πιο αμετροεπείς συμπεριφορές, καθώς γνωρίζουν πως δε θα βρεθούν αντιμέτωπα με τις συνέπειες των πράξεών τους<sup>39</sup> (Klick & Mitchell, 2006). Στον παραπάνω κίνδυνο, οι Klick και Mitchell προσθέτουν και τον «*νοητικό*» *κίνδυνο (cognitive hazard)*, δηλαδή την πνευματική αδράνεια που προκαλεί η κηδεμονιστική παρουσία του κράτους στα άτομα, τα οποία επαφίενται στην ασφάλεια που αυτή τους παρέχει, αντί να αναπτύσσουν τους μηχανισμούς αξιολόγησης πληροφοριών και λήψης αποφάσεων, ικανότητες που θα τους ήταν χρήσιμες και σε παρόμοιες μελλοντικές καταστάσεις.

Οι προβληματισμοί των αντιπατερναλιστών, όμως, δεν περιορίζονται μόνο στο αντικείμενο της ρύθμισης. Το έργο της εκάστοτε νομοθετικής αρχής θεωρείται εξαιρετικά δύσκολο, αφού αυτή θα πρέπει: α) να υποθέσει τις πραγματικές επιθυμίες των ατόμων· β) να συγκεντρώσει αξιόπιστα στοιχεία που αποδεικνύουν την ανορθολογική τους συμπεριφορά· γ) να σχεδιάσει κατάλληλες πολιτικές που θα περιορίζουν τα λάθη, αυξάνοντας, ταυτόχρονα, την ευημερία (Wright & Ginsburg, 2012). Και όλα αυτά, με το δεδομένο ότι και οι ίδιοι οι ρυθμιστές είναι άνθρωποι, υποκείμενοι στα δικά τους σφάλματα<sup>40</sup>, με σαφώς πιο αδύναμα κίνητρα σε σχέση με τους ιδιώτες (Glaeser, 2006), με ανεπαρκή πληροφόρηση και με το βάρος της πίεσης που τους ασκείται από διάφορα κέντρα συμφερόντων (Καραμπατζός, 2016)<sup>41</sup>. Σε αυτά, τέλος, θα πρέπει να προστεθεί και το αναπόσπαστο κόστος κάθε ρυθμιστικής παρέμβασης, το οποίο, μάλιστα, αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η ανομοιογένεια των προτιμήσεων και η ποικιλία των σφαλμάτων στα οποία επιδίδονται τα άτομα (Klick & Mitchell, 2006).

Ο Sunstein (2012), απαντώντας στις παραπάνω ενστάσεις, μέμφεται τους αντιπατερναλιστές για δογματισμό. Θεωρεί ότι η πραγματικότητα δεν δικαιολογεί ούτε την υπερβολική τους εμπιστοσύνη στις αυτορρυθμιστικές δυνατότητες της αγοράς, ούτε την κατηγορηματική προεξόφληση της αδυναμίας των ρυθμιστών να λάβουν ορθές αποφάσεις. Αποκρούει το επιχείρημα της ανομοιογένειας του πληθυσμού, σημειώνοντας πως ο πατερναλισμός μπορεί να «εξατομικευθεί» (*personalized paternalism*), βασιζόμενος σε δημογραφικά στοιχεία, αλλά και στις παλαιότερες επιλογές των ατόμων - και ιδίως στην

---

<sup>39</sup> Αυτό παρατηρείται, κατά κύριο λόγο, στο λεγόμενο “*ex post*” πατερναλισμό, δηλαδή την εκ των υστέρων προστασία των ατόμων από τα - πατερναλιστικά δρώντα - δικαστήρια, η οποία λειτουργεί, ως εκ τούτου, ως ένα είδος ασφάλισης (Klick & Mitchell, 2006).

<sup>40</sup> Οι ίδιοι οι υποστηρικτές της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου χαρακτηρίζουν τους ρυθμιστές ως “*behavioral bureaucrats*” («*ανορθολογικοί γραφειοκράτες*» σε ελεύθερη μετάφραση), αναγνωρίζοντας ότι «*υποφέρουν*» και αυτοί από τις ίδιες γνωστικές και συναισθηματικές αδυναμίες, όπως οι πολίτες (Jolls et al., 1998).

<sup>41</sup> Το επιχείρημα αυτό αντλείται από τη «*θεωρία της δημόσιας επιλογής*», σύμφωνα με την οποία οι ρυθμιστικές επιλογές των δημόσιων φορέων καθορίζονται συχνά από την επιρροή που ασκούν πάνω τους ισχυρά ιδιωτικά συμφέροντα, τα οποία σπεύδουν να εξυπηρετήσουν, με συνέπεια να υπονομεύεται η οικονομική αποτελεσματικότητα της ρύθμισης (Καραμπατζός, 2016).

επεξεργασία των λεγόμενων «δεδομένων ευρείας βάσης» (*big data*) και την δί'αυτών διαμόρφωση ενός εκτεταμένου εύρους καθημερινών προεπιλογών (Καραμπατζός, 2016). Και παρόλο που συμφωνεί με τον εκπαιδευτικό χαρακτήρα της απόκτησης εμπειριών, εκφράζει τον φόβο ότι οι συνεχόμενες λανθασμένες επιλογές ενδέχεται να οδηγήσουν ένα άτομο στην «καταστροφή», πολύ πριν προλάβουν να βελτιώσουν τους νοητικούς του μηχανισμούς (Thaler & Sunstein, 2008).

Εν κατακλείδι, το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουν οι περισσότερες αντενστάσεις από πλευράς συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου είναι ότι ο πατερναλισμός μπορεί να είναι αποτελεσματικός όταν περιορίζεται στις πραγματικά αναγκαίες περιπτώσεις, χρησιμοποιεί τα κατάλληλα μέσα και γίνεται στο πλαίσιο μιας *ανάλυσης κόστους-οφέλους*, η οποία προβλέπει την αύξηση της ευημερίας των ατόμων (Zamir, 1998). Κατά τον Sunstein (2012), τα χαρακτηριστικά αυτά συνοδεύουν, κατεξοχήν, τον «*ήπιον πατερναλισμό*», η προτεραιότητα εφαρμογής του οποίου αποτελεί - κατά τη διατύπωσή του - «*τον πρώτο κανόνα ενός συμπεριφορικά ενήμερου ρυθμιστικού δικαίου*».

## **2.4 Η λύση του «ήπιου» πατερναλισμού: θεωρία ασύμμετρου πατερναλισμού και θεωρία περί νυγμών**

### **2.4.1 «Αυστηρός» και «ήπιος» πατερναλισμός**

Πρέπει να σημειωθεί εδώ πως τις ενστάσεις των αντιπατερναλιστών, τόσο αυτές που αφορούν το ζήτημα της αυτονομίας, όσο και εκείνες που σχετίζονται με την αύξηση της ευημερίας των ατόμων, ενστερνίζονται - εν μέρει - και οι υποστηρικτές της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου. Όπως, άλλωστε, τονίστηκε και παραπάνω, το πνεύμα του «αντι-αντιπατερναλισμού», που χαρακτηρίζει τη νέα θεωρία, δεν εκφράζεται ως μια - άνευ ετέρου - υπεράσπιση της κηδεμονιστικής παρουσίας του κράτους, αλλά κυρίως ως μία πρόταση για βελτίωση της ρυθμιστικής πολιτικής, μέσα από την αξιοποίηση των ευρημάτων των Συμπεριφορικών Οικονομικών. Εκείνο που, συγκεκριμένα, εισέρχεται στη νομική συζήτηση είναι η εισήγηση για τη λήψη μέτρων «*ήπιου*» πατερναλισμού, τα οποία θεωρείται ότι εξασφαλίζουν την αύξηση της ευημερίας των ατόμων, χωρίς να προσβάλουν την ελευθερία επιλογής (Sunstein, 2006).

Πώς γίνεται, όμως, η διάκριση μεταξύ «αυστηρού» και «ήπιου» πατερναλισμού; Κατά τον Sunstein (2012), ο πρώτος αναφέρεται σε κρατικές παρεμβάσεις που επιχειρούν να συμβάλουν στην προσωπική ευημερία των ατόμων μέσα από ρυθμιστικούς κανόνες, η παράβαση των οποίων συνεπάγεται κάποιο υλικό κόστος. Εδώ ανήκουν, για παράδειγμα, το πρόστιμο στους οδηγούς μοτοσυκλέτας για τη μη χρήση κράνους, αλλά και η ποινική δίωξη της χρήσης ναρκωτικών. Αντίθετα, ως «*ήπιος*» (ή «*ελευθεριακός*») πατερναλισμός χαρακτηρίζεται μία μορφή κηδεμονισμού χωρίς εξαναγκασμό και χωρίς υλικά κόστη<sup>42</sup>, με τον οποίο ο νομοθέτης προσπαθεί να υπεισέλθει στη θέση των ατόμων, εικάζοντας τους μακροπρόθεσμους σκοπούς τους και ωθώντας τους προς εκείνες τις επιλογές, που θα προωθήσουν την ατομική και την κοινωνική ευημερία (Καραμπατζός, 2016). Τα μέσα που χρησιμοποιεί σε αυτή του την προσπάθεια θα αναλυθούν διεξοδικά παρακάτω, κατά την εξέταση των δύο βασικών θεωριών «*ήπιου*» πατερναλισμού: της *θεωρίας ασύμμετρου πατερναλισμού* και της *θεωρίας περί νυγμών*.

---

<sup>42</sup> Είναι πιθανό, πάντως, μια ρύθμιση να μην επιβάλλει κάποιο υλικό κόστος, αλλά να προκαλεί στα άτομα σημαντικό ψυχικό κόστος (όπως π.χ. οι γραφικές απεικονίσεις για τις συνέπειες ορισμένων δραστηριοτήτων). Τέτοιες παρεμβάσεις θα μπορούσαν να προσιδιάζουν περισσότερο σε «αυστηρό» πατερναλισμό (Sunstein, 2012).

#### 2.4.2 Θεωρία ασύμμετρου πατερναλισμού

Σε μία προσπάθεια συγκερασμού των αντικρουόμενων απόψεων σχετικά με το ζήτημα του νομικού κηδεμονισμού, αλλά, κυρίως, σε μία προσπάθεια εξεύρεσης ενός κριτηρίου που θα εξασφαλίζει την αποτελεσματικότητα των κρατικών παρεμβάσεων, οι Camerer et al. (2003) ανέπτυξαν τη «θεωρία του ασύμμετρου πατερναλισμού». Βασιζόμενη στην περιορισμένη ορθολογικότητα των ατόμων, όπως αυτή επιβεβαιώθηκε μέσα από τα ευρήματα των Συμπεριφορικών Οικονομικών, η θεωρία επιχειρεί να επεκτείνει το προστατευτικό πεδίο των πατερναλιστικών μέτρων, ώστε αυτό να περιλαμβάνει όλα εκείνα τα άτομα που αποτυγχάνουν να συμπεριφερθούν με τρόπο που να εξυπηρετεί τα πραγματικά τους συμφέροντα.

Η πρόταση των συγγραφέων ξεκινά με την υπόθεση ότι τα άτομα χωρίζονται, γενικά, σε δύο κατηγορίες: α) σε εκείνα που χαρακτηρίζονται από περιορισμένη ορθολογικότητα, επιδιδόμενα - σε μικρό ή μεγάλο βάθος - σε σφάλματα, κατά τη λήψη των αποφάσεων τους και β) σε εκείνα που είναι πλήρως ορθολογικά. Μία ρύθμιση θεωρείται «ασύμμετρα πατερναλιστική», όταν προκαλεί μεγάλη ωφέλεια για τα άτομα της πρώτης κατηγορίας και - ταυτόχρονα - επιβάλλει ελάχιστο ή και καθόλου κόστος σε εκείνα της δεύτερης. Η τελική αποτελεσματικότητα της ρύθμισης θα εξαρτηθεί από δύο ακόμα παραμέτρους: το κόστος εφαρμογής της και τις επιπτώσεις που θα έχει για τους τρίτους (*εξωτερικότητες*), οι οποίοι, πιθανώς, «εκμεταλλούνται» τα λάθη των καταναλωτών προς όφελός τους. Σχηματικά, η προτεινόμενη μορφή πατερναλισμού αποδίδεται ως εξής:

$$(p * B) - [(1 - p) * C] - I + \Delta\pi > 0$$

όπου,

*p*: η κατηγορία των περιορισμένα ορθολογικών ατόμων

*B*: η ωφέλεια της ρύθμισης για τα παραπάνω άτομα

*C*: το κόστος για τα ορθολογικά άτομα

*I*: το κόστος εφαρμογής της ρύθμισης

$\Delta\pi$ : η επίπτωση στα κέρδη των τρίτων

Είναι προφανές πως, αν το *B* είναι σχετικά μεγάλο και το *C* σχετικά μικρό, η ρύθμιση θα εμπίπτει στη μορφή του ασύμμετρου πατερναλισμού. Αναφορικά με το κόστος εφαρμογής (*I*), οι συγγραφείς υποστηρίζουν πως μία ρύθμιση μπορεί να έχει ελάχιστο κόστος ή ακόμα και να αποβαίνει θετική στο τελικό ισοζύγιο<sup>43</sup>. Τέλος, η επίπτωση στους τρίτους (τράπεζες, πωλητές κλπ.) θα είναι - πιθανότατα - αρνητική, αφού η βελτίωση των οικονομικών αποφάσεων των ατόμων θα μεταφέρει ένα μέρος από το πλεόνασμα του παραγωγού στους καταναλωτές. Όπως τονίζουν, όμως, οι συγγραφείς, ούτε αυτό είναι απαραίτητο· αν, για παράδειγμα, η ανορθολογική συμπεριφορά των καταναλωτών συνίσταται στο να αγοράζουν πολύ λίγο, η υπερπήδηση αυτού του σφάλματος θα ωφελήσει και τα αντισυμβαλλόμενα μέρη.

Προκειμένου να καταστούν αντιληπτά το ύφος και η λογική του ασύμμετρου πατερναλισμού, οι Camerer et al. παραθέτουν το παράδειγμα μία ρύθμισης, η οποία θα υποχρέωνε τα άτομα - σε συγκεκριμένες περιπτώσεις - να λάβουν μία δεύτερη ιατρική γνώμη, προτού προχωρήσουν στην επιλογή της χειρουργικής επέμβασης. Το μέτρο αυτό θα ωφελούσε τα περιορισμένα ορθολογικά άτομα που διαφορετικά δεν θα αναζητούσαν τη

<sup>43</sup> Μια ρύθμιση, για παράδειγμα, που αποτρέπει τους «βιαστικούς» γάμους, επιβάλλοντας μια περίοδο νηφάλιου αναστοχασμού, μπορεί να μειώσει τον αριθμό των διαζυγίων και των δικών περί επιμέλειας τέκνων, εξοικονομώντας σημαντικούς δημόσιους πόρους (Camerer et al., 2003).



δεύτερη γνώμη και θα επέβαλλε απλώς στα ορθολογικά άτομα μία επίσκεψη που, ούτως ή άλλως, θα έκαναν<sup>44</sup>. Η εφαρμογή του μέτρου, βέβαια, προϋποθέτει την απόδειξη της αξίας της λήψης δεύτερης γνώμης· κάθε ρύθμιση, δηλαδή, που προτείνει η εδώ εξεταζόμενη θεωρία συνεπάγεται έναν εκ των προτέρων υπολογισμό κόστους - οφέλους, προκειμένου να αποφευχθούν πατερναλιστικές παρεμβάσεις που ούτε ασύμμετρες θα είναι, ούτε αποτελεσματικές.

Η θεωρία του ασύμμετρου πατερναλισμού υποδεικνύει - κατά κύριο λόγο - παρεμβάσεις ήπιας μορφής, όπως κανόνες προεπιλογής, περιόδους νηφάλιου αναστοχασμού και κανόνες πληροφόρησης (βλ. αναλυτικά παρακάτω). Πάντως, ασύμμετρος και ήπιος πατερναλισμός, αν και αλληλοκαλύπτονται σε μεγάλο βαθμό, δεν ταυτίζονται· ένα μέτρο ήπιου πατερναλισμού που ωφελεί μόνο ένα μικρό τμήμα του πληθυσμού δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ασύμμετρο και, αντίστροφα, η απαγόρευση (ή η βαριά φορολόγηση) ενός προϊόντος, το οποίο μόνο περιορισμένα ορθολογικά άτομα θα αγόραζαν, πληρεί τα κριτήρια του ασύμμετρου πατερναλισμού, αλλά σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί ήπια παρέμβαση (Sunstein, 2006).

#### 2.4.3 Θεωρία περί νυγμών

Ίσως η πιο γνήσια μορφή ήπιου πατερναλισμού είναι αυτή που προτείνουν στην περίφημη *θεωρία περί νυγμών* (*Nudge theory*) οι Richard Thaler και Cass Sunstein. Η θεωρία ξεκινά με μία διαπίστωση: ο πατερναλισμός βρίσκεται παντού γύρω μας και σε πολλές περιπτώσεις, μάλιστα, είναι αναπόφευκτος. Το σημαντικό ερώτημα που πρέπει να τίθεται, επομένως, δεν είναι η αναγκαιότητα ή μη των κρατικών παρεμβάσεων, αλλά το ποια είναι η καταλληλότερη μεταξύ των ρυθμιστικών επιλογών που διαθέτει ο νομοθέτης (Thaler & Sunstein, 2003).

Η θεωρία αναδεικνύει ως τέτοια τη λύση των «*νυγμών*», ενός εργαλείου που παρέχει στο ρυθμιστή τη δυνατότητα να επηρεάζει τη συμπεριφορά των ατόμων, χωρίς να περιορίζει τις διαθέσιμες επιλογές τους (Thaler & Sunstein, 2008)<sup>45</sup>. Οι νυγμοί λαμβάνουν, συνήθως, τη μορφή *κανόνων ενδοτικού δικαίου* και εδώ συνίσταται και η ηπιότητα της παρέμβασης, αφού η τελική απόφαση παραμένει στη σφαίρα ελέγχου του ατόμου (Καραμπατζός, 2016). Πώς επιτυγχάνεται, όμως, αυτό; Η θεωρία προκρίνει την εφαρμογή *αποεπιλεκτικών* (*opt-out*) αντί *εισδεκτικών* (*opt-in*) συστημάτων και υποστηρίζει πως μέσω ειδικά σχεδιασμένων κανόνων προεπιλογής (*default rules*), τα άτομα μπορούν να οδηγηθούν προς την επιθυμητή απόφαση. Φυσικά, έχουν πάντοτε την ευχέρεια να εξέλθουν από αυτή την «αυτόματη» θέση και να αποφασίσουν διαφορετικά (Καραμπατζός, 2016) .

Οι εμπνευστές της θεωρίας έχουν λόγους να πιστεύουν ότι το τελευταίο δεν θα συμβαίνει συχνά. Η απαρέσκειά μας προς τις απώλειες, σε συνδυασμό με την προσκόλληση σε σημεία αναφοράς και την επιθυμία μας για διατήρηση της υφιστάμενης κατάστασης πραγμάτων (*status quo bias*), μας οδηγούν σε μία στάση *αδράνειας*, που ευνοεί τη διατήρηση του κανόνα προεπιλογής, ακόμα και όταν το κόστος απαγκίστρωσης από αυτόν είναι αμελητέο (Thaler & Sunstein, 2008). Σε αυτά θα πρέπει να προστεθεί και το *αίσθημα προσνομής ή κτητικότητας* (*endowment effect*), δηλαδή το ανορθολογικό φαινόμενο κατά το

<sup>44</sup> Δεν θα πρέπει, βέβαια, να αμεληθεί το κόστος εφαρμογής του μέτρου, όπως και το κόστος για τις ασφαλιστικές εταιρείες και τα νοσοκομεία (Camerer et al., 2003).

<sup>45</sup> Οι νυγμοί διαφέρουν από τα κίνητρα, καθώς δε συνεπάγονται κάποιο οικονομικό όφελος για το άτομο. Αν οι άνθρωποι ήταν πλήρως ορθολογικοί θα ανταποκρίνονταν μόνο σε κίνητρα και οι νυγμοί δε θα είχαν καμία αποτελεσματικότητα (Thaler & Sunstein, 2008).

οποίο αξιολογούμε υψηλότερα τα αγαθά, όταν αυτά βρίσκονται στην κατοχή μας<sup>46</sup>. Έχει παρατηρηθεί ότι το ίδιο αίσθημα μας διακατέχει και σε σχέση με τα δικαιώματα που μας παραχωρούνται από το νομοθέτη, γεγονός που εξηγεί τη μεγάλη επίδραση που μας ασκούν οι κανόνες ενδοτικού δικαίου (Καραμπατζός, 2016).

Κάπως έτσι αποκαλύπτεται η καινοτόμος ιδέα πάνω στην οποία έχει οικοδομηθεί η θεωρία περί νυγμών. Αφού, δηλαδή, είναι διαπιστωμένο ότι τα περισσότερα άτομα επιδίδονται σε συγκεκριμένα και αναγνωρίσιμα γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα, που τα ωθούν σε κακές αποφάσεις, γιατί να μην αξιοποιήσουμε αυτή τους την περιορισμένη ορθολογικότητα, προκειμένου να τα οδηγήσουμε στη σωστή επιλογή (Καραμπατζός, 2016);

Η προτεινόμενη αυτή *αρχιτεκτονική επιλογής* των Thaler και Sunstein βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στο σχεδιασμό κατάλληλων κανόνων προεπιλογής, αλλά δεν εξαντλείται εκεί. Χρήσιμο εργαλείο αποτελούν και οι *κανόνες πληροφόρησης (disclosure rules)*, ιδίως όταν αυτοί δεν περιορίζονται σε απλή καταγραφή γεγονότων, αλλά εμπεριέχουν και μία αξιολογική χροιά, μαζί με μία προσπάθεια πειθούς, όπως για παράδειγμα οι εκπαιδευτικές εκστρατείες κατά του καπνίσματος ή υπέρ της χρήσης ζώνης ασφαλείας (Sunstein, 2012). Σε αυτούς, τέλος, θα πρέπει να προστεθούν και οι *προθεσμίες νηφάλιου αναστοχασμού (cooling off periods)*, που εφαρμόζονται είτε με τη μορφή της υποχρεωτικής αναβολής μιας δικαιοπρακτικής απόφασης, είτε με τη δυνατότητα αποδέσμευσης από αυτήν εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος (Camerer et al., 2003)<sup>47</sup>. Εδώ κατατάσσεται, για παράδειγμα, το δικαίωμα υπαναχώρησης του καταναλωτή - εντός 14 ημερολογιακών ημερών - από τις συμβάσεις εξ αποστάσεως και τις συμβάσεις εκτός εμπορικού καταστήματος, που προβλέπει η Οδηγία 2011/83/ΕΕ (Καραμπατζός, 2016).

Οι Thaler και Sunstein (2008) προτείνουν την αξιοποίηση των νυγμών σε σειρά ζητημάτων, από τον τραπεζικό δανεισμό και την προστασία των επενδυτών μέχρι τη βελτίωση του συστήματος υγείας και την ενίσχυση της περιβαλλοντικής υπευθυνότητας των πολιτών. Χαρακτηρίζουν τη θεωρία τους ως έναν «*τρίτο δρόμο*», που δίνει τέλος στη διαμάχη μεταξύ των αντιπατερναλιστών και των υπερμάχων της κρατικής παρεμβατικότητας. Βέβαια, ούτε η δική τους πρόταση μπορεί να αποφύγει την κριτική, όπως θα δούμε αμέσως παρακάτω.

#### 2.4.4 Η κριτική στον ήπιο πατερναλισμό και το προτεινόμενο πλαίσιο εφαρμογής του

Τα «παραδοσιακά» αντιπατερναλιστικά επιχειρήματα έχουν στο στόχαστρό τους, καταρχήν, τον «αυστηρό» πατερναλισμό, καθώς είναι προφανές πως ο περιορισμός της αυτονομίας μετριάζεται με τη χρήση ήπιων ρυθμιστικών μέσων. Ωστόσο, η πρόταση των Thaler και Sunstein έχει εγείρει νέες ενστάσεις, αφού δεν είναι λίγοι εκείνοι που θεωρούν ότι

---

<sup>46</sup> Οι Dan Ariely και Ziv Carmon, Καθηγητές του Πανεπιστημίου του Duke, θέλοντας να υπολογίσουν την επίδραση της κτητικότητας, διεξήγαγαν το ακόλουθο «πείραμα»: απευθύνθηκαν σε φοιτητές που είχαν κερδίσει σε κλήρωση εισιτήρια για τους τελικούς του πανεπιστημιακού πρωταθλήματος καλαθοσφαίρισης, ρωτώντας τους σε ποια τιμή θα ήταν διατεθειμένοι να πωλήσουν το εισιτήριό τους. Έπειτα τηλεφώνησαν σε φοιτητές που συμμετείχαν στην κλήρωση αλλά δεν κέρδισαν, προκειμένου να διαπιστώσουν πόσα χρήματα θα έδιναν αυτοί για ένα εισιτήριο. Το αποτέλεσμα ήταν εντυπωσιακό. Η μέση προσφορά αγοράς κυμάνθηκε στα 175 δολάρια, ενώ η μέση τιμή πώλησης στα 2.400 δολάρια, δηλαδή οι κάτοχοι των εισιτηρίων τα αξιολόγησαν περίπου 14 φορές υψηλότερα σε σχέση με τους υποψήφιους αγοραστές (Ariely, 2008).

<sup>47</sup> Οι Thaler και Sunstein (2008) κατατάσσουν, μεν, τις προθεσμίες νηφάλιου αναστοχασμού στον ήπιο πατερναλισμό (αποτελούν κατεξοχήν εργαλείου του «ασύμμετρου» πατερναλισμού), συνιστούν, ωστόσο, ιδιαίτερη προσοχή κατά το σχεδιασμό τους, καθώς μπορούν να εξελιχθούν σε αρκετά παρεμβατικό μέσο.

ο ιδιαίτερος χαρακτήρας των νυγμών, σε συνδυασμό με την πιθανή εσφαλμένη χρήση τους, εγκυμονεί κινδύνους για τα ρυθμιζόμενα μέρη.

Η πρώτη μομφή εναντίον του ήπιου κηδεμονισμού είναι η έλλειψη διαφάνειας. Τα μέχρι σήμερα χρησιμοποιούμενα μέσα ρύθμισης, όπως οι απαγορεύσεις ή η αυξημένη φορολόγηση «ανεπιθύμητων» προϊόντων, είναι ορατά, επιδέχονται ελέγχου και επιτρέπουν τη λογοδοσία της εξουσίας για τα αποτελέσματα της εφαρμογής τους (Glaeser, 2006). Για το λόγο αυτό, υποστηρίζεται πως ίσως είναι προτιμότερα από τους νυγμούς, οι οποίοι επενεργούν ανεπαίσθητα, είναι δύσκολο να εντοπιστούν - πόσω μάλλον να περιοριστούν - και μπορούν να αποτελέσουν ευκολότερα αντικείμενο κατάχρησης και πεδίο εξάρτησης από ιδιωτικά συμφέροντα (Bubb & Pildes, 2014).

Συναφής είναι και η επόμενη ένσταση. Ο σχεδιασμός μιας ήπιας πατερναλιστικής πολιτικής προϋποθέτει προφανώς την ύπαρξη ρυθμιστών, οι οποίοι είναι εκπαιδευμένοι στην τέχνη της πειθούς. Ο Glaeser (2006) εκφράζει την ανησυχία ότι δεν είναι καθόλου απίθανο, οι ικανότητες αυτές να χρησιμοποιηθούν για σκοπούς άλλους από τη βελτίωση της ζωής των πολιτών. Ελλοχεύει, δηλαδή, ένας υψηλός κίνδυνος *χειραγώγησης*, ο οποίος στην ακραία του μορφή, μπορεί να στρέψει τα άτομα εναντίον συγκεκριμένων κοινωνικών ομάδων ή μπορεί ακόμα να τα επηρεάσει κατά την άσκηση του εκλογικού τους δικαιώματος (Glaeser, 2006).

Εκείνο, τέλος, που τονίζουν οι περισσότερες αντιπατερναλιστικές φωνές είναι ότι ο ήπιος κηδεμονισμός, με το να στιγματίζει συγκεκριμένες δραστηριότητες ως «κοινωνικά ανεπιθύμητες», ανοίγει το δρόμο για τη λήψη αυστηρότερων μέτρων εναντίον τους (Glaeser, 2006). Μπορεί εύκολα, δηλαδή, να δημιουργηθεί μια *ολισθηρή πλαγιά (slippery slope)* αφού, κάθε φορά που μια ρύθμιση τίθεται σε εφαρμογή, λογίζεται πλέον ως η νέα κανονιστική βάση και η επέκτασή της συνιστά το λογικό επόμενο βήμα. Για να στηρίξουν τον ανωτέρω ισχυρισμό τους, οι Wright και Ginsburg (2012) παραθέτουν την εξέλιξη της αντικαπιτιστικής εκστρατείας στις ΗΠΑ, όπου την αρχική συμβουλευτική προσέγγιση της Πολιτείας ακολούθησαν οι γραφικές απεικονίσεις πάνω στις συσκευασίες των τσιγάρων, η απαγόρευση της διαφήμισής τους στην τηλεόραση και - τελικά - η αυξημένη φορολόγησή τους<sup>48</sup>.

Οι Thaler και Sunstein αποκρούουν, μία προς μία, τις παραπάνω ενστάσεις. Στο επιχείρημα της «ολισθηρής πλαγιάς» απαντούν πως οι νυγμοί θα πρέπει να αξιολογούνται με βάση αυτή καθεαυτή τη συνεισφορά τους στο κοινωνικό σύνολο και όχι με βάση την υποθετική μετεξέλιξή τους. Τονίζουν ότι η δική τους πρόταση αποτελεί το ακριβώς αντίθετο του αυστηρού κηδεμονισμού, καθώς προστατεύει την ελευθερία επιλογής και κατηγορούν τους πολέμιούς τους ότι βρίσκονται εκτός πραγματικότητας, αφού η επιχειρηματολογία τους παραπέμπει σε έναν κόσμο, όπου θα ήταν δυνατή η πλήρης απουσία της κρατικής παρεμβατικότητας (Thaler & Sunstein, 2008).

Ο Sunstein, ακολούθως, φαίνεται να συμμαρτίζει απόλυτα την απαίτηση της διαφάνειας σε κάθε ρυθμιστική επέμβαση του νομοθέτη. Υποστηρίζει, μάλιστα, ότι γνώση της ύπαρξης του νυγμού (π.χ. η ενημέρωση για την αυτόματη εγγραφή σε ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα) δεν μειώνει την αποτελεσματικότητά του (Sunstein, 2015)<sup>49</sup>. Παραθέτοντας χαρακτηριστικά παραδείγματα μέτρων ήπιου κηδεμονισμού, όπως οι γραφικές

<sup>48</sup> Οι φόροι αυτοί, μάλιστα, αποδίδονται στη διεθνή βιβλιογραφία ως *“sin taxes”* («φόροι αμαρτωλών δραστηριοτήτων» σε ελεύθερη μετάφραση), όρος που καταδεικνύει την κοινωνική απαξία που περιβάλλει τις συγκεκριμένες δραστηριότητες.

<sup>49</sup> Το συμπέρασμα αυτό βασίζεται και σε σχετική έρευνα των Lowenstein et al. (2015), η οποία έδειξε πως ούτε η εκ των προτέρων, ούτε η εκ των υστέρων (μαζί με τη δυνατότητα αλλαγής της απάντησης) γνωστοποίηση της ύπαρξης κανόνα προεπιλογής είχαν επίδραση στις απαντήσεις των ερωτηθέντων.

προειδοποιήσεις για επιβλαβείς συνήθειες, τονίζει πως αυτά κάθε άλλο παρά αδιαφανή είναι και καταλήγει πως εκείνο που αποδίδεται από τους κριτικούς της θεωρίας ως «έλλειψη διαφάνειας» είναι η διακριτικότητα των νυγμών σε σχέση με τις απαγορεύσεις και τα πρόστιμα του αυστηρού πατερναλισμού (Sunstein, 2012).

Όσον αφορά, τέλος, στον κίνδυνο χειραγώγησης δηλώνει κατηγορηματικά πως το πρόβλημα δεν έγκειται στον ήπιο πατερναλισμό. Όταν μια κυβέρνηση επιδιώκει αθέμιτους σκοπούς, μπορεί να μετέλθει είτε αυστηρά είτε ήπια μέσα, προκειμένου να φτάσει στην εκπλήρωσή τους. Και είναι τουλάχιστον ανησυχητικό, για μία δημοκρατική κοινωνία, να θεωρείται πιθανό το ενδεχόμενο της χρήσης τέτοιων ρυθμιστικών εργαλείων, για το στιγματισμό κοινωνικών ομάδων ή για τον επηρεασμό της ψήφου των πολιτών (Sunstein, 2012).

Τα παραπάνω, βέβαια, δε σημαίνουν ότι η εφαρμογή του ήπιου κηδεμονισμού θα πρέπει να γίνεται αποδεκτή άνευ όρων. Ο Καραμπατζός (2016) επισημαίνει πως, κατά το σχεδιασμό των νυγμών, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψιν τα ακόλουθα κριτήρια:

- α) η σοβαρότητα της αποκαταστάδας συμπεριφορικής διαταραχής και η επαρκής τεκμηρίωσή της.
- β) η ένταση της προτεινόμενης επέμβασης στην ιδιωτική αυτονομία.
- γ) η ευχερής αναστρεψιμότητα, δηλαδή η δυνατότητα του ατόμου να εξέλθει από τον κανόνα προεπιλογής κατά τρόπο εύκολο και φθηνό.
- δ) η διαφάνεια του νυγμού, ο οποίος - όπως τονίστηκε και ανωτέρω - θα πρέπει να μην επενεργεί κρυφά και παραπλανητικά.
- ε) το ενδεχόμενο πρόκλησης αρνητικών εξωτερικοτήτων, δηλαδή επιπτώσεων σε τρίτα πρόσωπα, το οποίο θα πρέπει να είναι κατά το δυνατόν περιορισμένο<sup>50</sup>.

Τα κριτήρια αυτά συνιστούν, ουσιαστικά, μία εξειδίκευση της συνταγματικής αρχής της αναλογικότητας (αρ. 25 § 1 εδ. δ' Σ.), η οποία επιτάσσει την επιλογή εκείνου του μέσου επέμβασης, το οποίο είναι αναγκαίο, κατάλληλο και ηπιότερο σε σχέση με άλλα διαθέσιμα. Η τελευταία αυτή προϋπόθεση θα μπορούσε να αποτελέσει τη δικαιολογητική βάση για την εκτενέστερη χρήση των νυγμών από τον Έλληνα νομοθέτη, αφού αυτοί - σε αντίθεση με τους κανόνες αναγκαστικού δικαίου - διατηρούν αυτούσια την ελευθερία της ατομικής επιλογής (Καραμπατζός, 2016).

Παρόλο που η συζήτηση περί πατερναλισμού δεν αναμένεται να σταματήσει ποτέ, είναι δύσκολο να αρνηθεί κανείς την καινοτόμο προσέγγιση της θεωρίας των Thaler και Sunstein και τις νέες δυνατότητες που αυτή ανοίγει. Αν ληφθούν υπόψιν και τα αποτελέσματα της εφαρμογής των νυγμών στις Η.Π.Α. και τη Μεγάλη Βρετανία, τα οποία είναι τουλάχιστον ενθαρρυντικά, καθίσταται εμφανές πως οι ρυθμιστικές αρχές εξοπλίζονται πλέον με ένα πολύτιμο εργαλείο, με απεριόριστες δυνατότητες εφαρμογής, το οποίο, μάλιστα, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί και για την προστασία των επενδυτών, όπως θα δούμε παρακάτω.

---

<sup>50</sup> Για παράδειγμα, η υποχρέωση του ιδιοκτήτη μιας υπεραγοράς τροφίμων να τοποθετεί τα υγιεινά προϊόντα στα πιο εμφανή σημεία, απομακρύνοντας ταυτόχρονα από το βλέμμα του καταναλωτή τα ανθυγιεινά, αναμφίβολα θα έχει επιπτώσεις στον τζίρο του και - συνεπώς - ίσως αποτελεί ένα νυγμό που δεν μπορεί να γίνει αποδεκτός (Καραμπατζός, 2016).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

### ΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΣΤΗΝ Ε.Ε.

#### ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

#### **3.1 Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς: ευρωπαϊκός χαρακτήρας και κύριοι προστατευτικοί σκοποί**

Το Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει το σύνολο των κανόνων με τους οποίους καθορίζεται η οργάνωση των κεφαλαιαγορών και ρυθμίζεται η συμπεριφορά των παραγόντων που μετέχουν σε αυτές. Συνιστά ένα σχετικά νέο, αυτοτελή κλάδο Δικαίου, με αναφορές στο εταιρικό, το αστικό, αλλά και το δίκαιο αξιογράφων και με διττό χαρακτήρα, καθώς ορισμένες ρυθμίσεις του εντάσσονται στον χώρο του Ιδιωτικού και άλλες στον χώρο του Δημοσίου Δικαίου (Τουντόπουλος, 2015).

Η εξέλιξη του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς τις τελευταίες δεκαετίες βασίζεται σε νομοθετικές πρωτοβουλίες των ευρωπαϊκών οργάνων, αφού η ανάπτυξη μιας «ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς» θεωρείται σημαντικό μέρος της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης (Λιάπτης, 2012). Μια τέτοια, ενιαία αγορά σημαίνει πρακτικά ότι οι βασικοί φορείς της - εκδότες, επενδυτές και επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών - έχουν τη δυνατότητα να προβαίνουν ελεύθερα σε διασυνοριακές συναλλαγές και στην παροχή υπηρεσιών σε άλλα κράτη-μέλη, αυξάνοντας, με αυτόν τον τρόπο, τον ανταγωνισμό και την αποδοτικότητα των επενδύσεων (Τουντόπουλος, 2015).

Αν και, ιστορικά, η θεμελίωση του κοινοτικού Δικαίου Κεφαλαιαγοράς έγινε μέσα από σειρά Οδηγιών και Κανονισμών, τα σχετικά ζητήματα ρυθμίζονται σήμερα - σε μεγάλο βαθμό - από την *Οδηγία 2014/65/ΕΕ (MiFID II)*<sup>51</sup>, με την οποία εκσυγχρονίστηκε η *Οδηγία 2004/39/ΕΕ (MiFID)* και από τον *Κανονισμό 600/2014 (MiFIR)* του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, που αποτελεί το «έτερον ήμισυ» της νέας Οδηγίας. Τα δύο αυτά νομοθετήματα, προϊόντα της ανάγκης για εκσυγχρονισμό που αποκάλυψε η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, επέφεραν σημαντικές μεταβολές σε όλο το φάσμα των σχετικών ρυθμίσεων, με στόχο την ενίσχυση της διαφάνειας των χρηματοπιστωτικών αγορών και την πληρέστερη προστασία των επενδυτών (Αυγητίδης, 2014).

Η στοχοθεσία των νέων νομοθετικών πράξεων αποτυπώνει, άλλωστε, το γενικότερο προστατευτικό πνεύμα του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς και τους βασικούς του σκοπούς. Κάθε νομοθετική παρέμβαση στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών επιχειρεί να εκπληρώσει τον διττό στόχο, αφενός της εξασφάλισης της αποτελεσματικότητας της αγοράς και αφετέρου της προστασίας των επενδυτών. Τα δύο αυτά προστατευόμενα αγαθά συνδέονται, δε, αλληλένδετα μεταξύ τους, αφού η προστασία του ενός αποβαίνει προς όφελος του άλλου (Τουντόπουλος, 2015). Η προστασία των επενδυτών, από την πλευρά της, έχει δύο πτυχές και, συνεπώς, οι *rationes legis* στο Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς διαμορφώνονται ως εξής (Λιάπτης 2012):

α) *Η προστασία της λειτουργίας της αγοράς*: Οι σχετικοί κανόνες δικαίου θα πρέπει να διασφαλίζουν την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, δηλαδή την ακώλυτη πρόσβαση επιχειρήσεων και επενδυτών σε αυτήν (*θεσμική αποτελεσματικότητα*), το χαμηλό κόστος συναλλαγών (*επιχειρησιακή αποτελεσματικότητα*) και την εύλογη σχέση

---

<sup>51</sup> Η "MiFID II" ενσωματώθηκε στο ελληνικό Δίκαιο με το Ν.4514/2018 και τέθηκε σε πλήρη εφαρμογή, μαζί με τον Κανονισμό "MiFIR", την 3<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2018, ένα χρόνο αργότερα σε σχέση με την αρχική πρόβλεψη (European Commission, 2016).

ανάμεσα στις τιμές των τίτλων και στις θεμελιώδεις αξίες τους (*κατανομητική αποτελεσματικότητα*). Η αποτελεσματικότητα της αγοράς αναδεικνύεται εδώ σε ένα υπερατομικό έννομο αγαθό, ανεξάρτητο από τον κάθε επιμέρους επενδυτή.

β) *Η προστασία του μεμονωμένου επενδυτή*: Τα ατομικά συμφέροντα των επενδυτών επιβάλλουν τη λήψη μέτρων που θα εξασφαλίζουν την προστασία του επενδυθέντος κεφαλαίου τους και την ελευθερία της επενδυτικής τους επιλογής. Κεντρικό ρόλο σε αυτήν την προσπάθεια διαδραματίζουν οι κανόνες πληροφόρησης των επενδυτών, αλλά και η ρύθμιση των σχέσεών τους με τους επαγγελματίες των επενδυτικών υπηρεσιών.

γ) *Η προστασία του επενδυτικού κοινού*: Στο μεταίχιμο μεταξύ των παραπάνω σκοπών βρίσκεται η συλλογική προστασία των επενδυτών που συμμετέχουν στην κεφαλαιαγορά, η οποία περιλαμβάνει ρυθμίσεις για την αποτροπή συμπεριφορών που θα έπλητταν το επενδυτικό κοινό στο σύνολό του, όπως π.χ η απαγόρευση εκμετάλλευσης προνομιακών πληροφοριών (βλ. άρθρα 3 επ. Ν.3340/2005).

Οι περισσότεροι κανόνες στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς υπηρετούν ταυτόχρονα και τους τρεις παραπάνω σκοπούς. Άλλωστε, το ζητούμενο είναι η οικοδόμηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αγορά, η οποία προϋποθέτει τόσο την εξασφάλιση της ορθής λειτουργίας αυτής, όσο και την ύπαρξη ενός μηχανισμού ικανού για τη διασφάλιση των συμφερόντων τους (Λιάππης, 2012). Στη συνέχεια, θα προσπαθήσουμε να διαπιστώσουμε κατά πόσον το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο επιτυγχάνει την εκπλήρωση των παραπάνω στόχων και, κυρίως, αν και κατά πόσον κατορθώνει να προστατεύσει τους επενδυτές από τις ίδιες τους τις ανορθολογικές επιλογές.

## **3.2 Βασικές έννοιες Δικαίου Κεφαλαιαγοράς: επενδυτικές υπηρεσίες και κατηγορίες επενδυτών**

Πριν προχωρήσουμε στην εξέταση των νομοθετικών ρυθμίσεων που αποσκοπούν στην προστασία των επενδυτών, κρίνεται απαραίτητη η αναφορά σε ορισμένες βασικές διακρίσεις του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς, που αφορούν, αφενός, τις *υπηρεσίες* που παρέχουν στους επενδυτές οι επιχειρήσεις του επενδυτικού κλάδου και, αφετέρου, την *κατηγοριοποίηση των επενδυτών* σε ιδιώτες και επαγγελματίες.

### **3.2.1 Επενδυτικές υπηρεσίες**

Ο Ν.4514/2018 (MiFID II) απαριθμεί και ορίζει τις ακόλουθες κύριες<sup>52</sup> επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες ( άρθρο 4 και Παράρτημα Ι Τμήμα Α' ):

α) *Λήψη και διαβίβαση εντολών*: Πρόκειται για υπηρεσία που συνίσταται απλώς στη λήψη και διαβίβαση της εντολής του επενδυτή για την κατάρτιση μιας συναλλαγής, χωρίς να περιλαμβάνει και την εκτέλεση αυτής (αν και ο λήπτης της εντολής ενδέχεται να μπορεί να την εκτελέσει, εφόσον διαθέτει τη σχετική άδεια). Στην πράξη πραγματοποιείται, συνήθως, τηλεφωνικά ή μέσω ηλεκτρονικού υπολογιστή (*direct brokerage*), χωρίς να υπάρχει προσωπική επαφή μεταξύ εντολέα, λήπτη και εκτελεστή της εντολής (Καραγκουνίδης, 2007). Την ανωτέρω υπηρεσία παρέχουν τόσο οι Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ), όσο και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ). Οι τελευταίες, μάλιστα, έχουν την άδεια να παρέχουν αποκλειστικά και μόνο αυτή την υπηρεσία (άρθρο 87 § 2 Ν.4514/2018).

<sup>52</sup> Εκτός από τις κύριες, ο νόμος προβλέπει και τη δυνατότητα παροχής παρεπόμενων υπηρεσιών, όπως η θεματοφυλακή, η παροχή πιστώσεων σε επενδυτές και η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων (Παράρτημα Ι Τμήμα Β' Ν.4514/2018).

β) *Εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών*: Αποτελεί την πλέον αναγνωρίσιμη - αλλά και αναγκαία - μορφή υπηρεσίας των ΑΕΠΕΥ, αφού επιτρέπει στους επενδυτές την κατάρτιση συναλλαγών σε μία αγορά, όπου δεν έχουν τη δυνατότητα απευθείας πρόσβασης (Αυγητίδης, 2014). Ο φορέας παροχής της υπηρεσίας αναλαμβάνει την υποχρέωση να εκτελέσει την εντολή του πελάτη του για την αγορά ή πώληση συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, με αντάλλαγμα την είσπραξη κάποιας προμήθειας. Η δημιουργούμενη αυτή συμβατική σχέση μεταξύ τους είναι γνωστή στο ελληνικό δίκαιο ως «σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας». Προϋποτίθεται, φυσικά, η σύναψη μεταξύ ΑΕΠΕΥ και πελάτη της σύμβασης παροχής της σχετικής επενδυτικής υπηρεσίας, η οποία λειτουργεί ως «σύμβαση πλαίσιο», σε υλοποίηση της οποίας καταρτίζονται οι επιμέρους συμβάσεις παραγγελίας (Αυγητίδης, 2014)<sup>53</sup>.

γ) *Διαχείριση χαρτοφυλακίου*: Με την υπηρεσία αυτή παραχωρείται στην ΑΕΠΕΥ η εξουσία διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του πελάτη της, υπό καθεστώς *διακριτικής ευχέρειας*. Σε αντίθεση με όλες τις υπόλοιπες υπηρεσίες, δηλαδή, η απόφαση για την κατάρτιση συναλλαγών ανήκει εδώ στην ίδια την ΑΕΠΕΥ, η οποία λαμβάνει μία σταθερή αμοιβή για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου, μαζί με την προμήθεια που εισπράττει για κάθε επιμέρους συναλλαγή (Αυγητίδης, 2014).

δ) *Παροχή επενδυτικών συμβουλών*: Η υπηρεσία συνίσταται στην παροχή προσωπικών συμβουλών σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές, είτε κατόπιν αίτησης του πελάτη, είτε με πρωτοβουλία της ΑΕΠΕΥ. Η παροχή συμβουλών σε επενδυτές προβλεπόταν ως παρεπόμενη υπηρεσία με βάση προγενέστερο καθεστώς (βλ. Οδηγία 93/22/ΕΟΚ Παράρτημα Τμήμα Γ' αρ.6). Ήδη, όμως, με την Οδηγία 2004/39/ΕΕ (MiFID) μετατράπηκε σε κύρια υπηρεσία, με την αναφορά, μάλιστα, στο Προοίμιό της ότι η παραπάνω αναβάθμιση κατέστη αναγκαία, «λόγω της αυξανόμενης εξάρτησης των επενδυτών από εξατομικευμένες συστάσεις». Πρόκειται πλέον, όπως θα δούμε και στη συνέχεια, για το κατεξοχήν πεδίο ρυθμιστικής επέμβασης του Ευρωπαϊκού νομοθέτη, με την επιβολή αυξημένων υποχρεώσεων στις ΑΕΠΕΥ.

Στον κατάλογο της Οδηγίας περιλαμβάνονται και ορισμένες ακόμα κύριες υπηρεσίες, οι οποίες κρίνεται σκόπιμο να μην αναλυθούν περαιτέρω, καθώς δεν αφορούν την εξεταζόμενη εδώ προβληματική της προστασίας των επενδυτών<sup>54</sup>.

### 3.2.2 Κατηγορίες επενδυτών

Το επίπεδο προστασίας των επενδυτών εξαρτάται από την κατάταξή τους από τις ΑΕΠΕΥ σε συγκεκριμένες κατηγορίες. Ήδη με τον Ν.3606/2007 (MiFID) προβλέφθηκαν τέσσερις κατηγορίες επενδυτών. Την ίδια κατηγοριοποίηση ακολουθεί και η καινούρια Οδηγία:

<sup>53</sup> Κατά τον Τουντόπουλο (2015) η υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών έχει ευρύτερο νοητικό περιεχόμενο από τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, καθώς περιλαμβάνει και συναλλαγές που γίνονται εκτός οργανωμένη αγοράς.

<sup>54</sup> Πρόκειται για τις ακόλουθες υπηρεσίες (Παράρτημα Ι Τμήμα Α'): α) διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό, β) αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης, γ) τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης, δ) λειτουργία Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και ε) λειτουργία Μηχανισμών Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ).

α) *Επαγγελματίες πελάτες (άρθρο 6 Ν.3606/2007 και Παράρτημα II αρ.1 Ν.4514/2018)*: Πρόκειται για πελάτες που διαθέτουν, κατά τεκμήριο, την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση να εκτιμούν τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται και να λαμβάνουν τις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις. Περιλαμβάνονται εδώ, μεταξύ άλλων, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και ασφαλιστικές επιχειρήσεις, συνταξιοδοτικά ταμεία, εθνικές κυβερνήσεις και διεθνείς οργανισμοί, αλλά και μεγάλες επιχειρήσεις. Οι πελάτες αυτοί τυγχάνουν μικρότερης προστασίας, ωστόσο ο νόμος τους δίνει τη δυνατότητα να ζητήσουν να αντιμετωπιστούν ως μη επαγγελματίες, ώστε να αυξηθούν οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ απέναντί τους (άρθρο 6 § 3-4 Ν.3606/2007).

β) *Πελάτες που μπορεί να αντιμετωπίζονται ως επαγγελματίες (άρθρο 7 Ν.3606/2007 και Παράρτημα II αρ.2 Ν.4514/2018)*: Επενδυτές που δεν έχουν τις τυπικές ιδιότητες του επαγγελματία πελάτη, μπορούν να αιτηθούν την κατάταξή τους στην ανωτέρω κατηγορία, εφόσον πληρούν τουλάχιστον δύο από τα ακόλουθα κριτήρια: 1) πραγματοποίηση 10 συναλλαγών επαρκούς όγκου ανά τρίμηνο, κατά τα τέσσερα τελευταία τρίμηνα· 2) αξία χαρτοφυλακίου άνω των 500.000 ευρώ· 3) προϋπηρεσία τουλάχιστον ενός έτους στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

γ) *Επιλέξιμοι πελάτες (άρθρο 30 § 2 Ν.4514/2018)*: Πρόκειται για ειδική υποκατηγορία των επαγγελματιών πελατών, για τους οποίους ο νόμος δίνει τη δυνατότητα στις ΑΕΠΕΥ να απαλλαγούν ακόμα και από τις βασικές υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς, κατά τη διενέργεια των μεταξύ τους συναλλαγών. Για να συμβεί τούτο, απαιτείται η ρητή επιβεβαίωση των εν λόγω επενδυτών ότι δέχονται να αντιμετωπιστούν ως επιλέξιμοι πελάτες.

δ) *Ιδιώτες πελάτες (άρθρο 4 § 11 Ν.4514/2018)*: Στην κατηγορία αυτή ανήκουν όσοι πελάτες δεν μπορούν να θεωρηθούν ως επαγγελματίες (ή επιλέξιμοι). Απολαμβάνουν το μεγαλύτερο επίπεδο προστασίας, κυρίως, όσον αφορά τη μορφή και τον όγκο της ενημέρωσης που οφείλει να τους παρέχει η ΑΕΠΕΥ σχετικά με τις παρεχόμενες από αυτήν υπηρεσίες<sup>55</sup>.

Η κατηγοριοποίηση των επενδυτών είναι σημαντική, καθώς είναι σαφές πως οι ιδιώτες επενδυτές είναι πιο ευάλωτοι στους κινδύνους που κρύβει η κεφαλαιαγορά. Έχει, ήδη, γίνει κατανοητό, πάντως, πως οι ανορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις δεν συνδέονται απόλυτα με το χαμηλό επίπεδο χρηματοοικονομικών γνώσεων, αφού ακόμα και έμπειροι επενδυτές δύσκολα μπορούν να αποφύγουν το φαινόμενο της υπεραισιοδοξίας (Daniel & Hirshleifer, 2015). Η παρούσα εργασία, ωστόσο, εστιάζει στους ιδιώτες επενδυτές· στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να διαπιστώσουμε κατά πόσον οι ρυθμίσεις του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς που αφορούν τις *απαιτήσεις ενημέρωσης* και τις υποχρεώσεις *ελέγχου καταλληλότητας και συμβατότητας*, κατορθώνουν να εξασφαλίσουν ένα ικανοποιητικό επίπεδο προστασίας τους.

---

<sup>55</sup> Η πληροφόρηση προς τους ιδιώτες πελάτες καλύπτει όλο το διάστημα πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβάνοντας πληροφορίες για την ταυτότητα της ΑΕΠΕΥ, το κόστος των υπηρεσιών της, τους κινδύνους που συνδέονται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οργανωτικά μέτρα που λαμβάνει για την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων και - γενικότερα - την πολιτική που εφαρμόζει για την εξασφάλιση της προστασίας τους (βλ. άρθρο 24 Ν.4514/2018).



### 3.3 Υποχρεώσεις ενημέρωσης: η ροή πληροφοριών στην αγορά και η αποτελεσματικότητά της

Οι υποχρεώσεις ενημέρωσης των επενδυτών δεν περιορίζονται στις πληροφορίες που οφείλουν να τους κοινοποιούν οι ΑΕΠΕΥ σχετικά με την παροχή των υπηρεσιών τους. Κομβικής σημασίας για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς θεωρείται η υποχρέωση των εκδοτών να δημοσιοποιούν στοιχεία που αφορούν τις εταιρείες τους, αφού οι επενδυτές βασίζονται σε αυτά για τη λήψη των αποφάσεών τους, διαμορφώνοντας έτσι και τις τιμές στην αγορά, με βάση τον κανόνα προσφοράς-ζήτησης (Τουντόπουλος, 2015). Η ροή αυτών των πληροφοριών στην αγορά γίνεται σε δύο στάδια: α) κατά την εισαγωγή των κινητών αξιών για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (*πληροφόρηση στην πρωτογενή αγορά*) και β) διαρκώς, κατά τη διενέργεια συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά (*πληροφόρηση στη δευτερογενή αγορά*).

#### 3.3.1 Πληροφόρηση στην πρωτογενή αγορά: η υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου

Η πληροφόρηση στην πρωτογενή αγορά ρυθμίζεται από το Ν.3401/2005 (με τον οποίο ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η Οδηγία 2003/71/ΕΚ) που αφορά την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου<sup>56</sup> και από τον Κανονισμό 809/2004, οι διατάξεις του οποίου εξειδικεύουν τις πληροφορίες που αυτό πρέπει να περιλαμβάνει<sup>57</sup>.

Το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου ποικίλλει ανάλογα με το είδος της εκδότριας εταιρείας· σε κάθε περίπτωση, ωστόσο, οφείλει να αναγράφει βασικές πληροφορίες σχετικά με την επιχειρηματική δραστηριότητα και το ιστορικό του εκδότη, τους κινδύνους στους οποίους αυτός εκτίθεται, την οργανωτική του διάρθρωση, τα διοικητικά και εποπτικά του όργανα, τα περιουσιακά του στοιχεία, των αριθμό των εργαζομένων του, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση, καθώς και τις προβλέψεις για μελλοντικά κέρδη (βλ. άρθρο 3 και Παραρτήματα Ι – XVII και XX-XXX Κανονισμού 809/2004). Αναπόσπαστο κομμάτι του ενημερωτικού δελτίου αποτελεί και το περιληπτικό του σημείωμα, το οποίο συνοψίζει - με σύντομο και εύληπτο τρόπο - όλα τα κύρια σημεία του (άρθρο 5 § 2-3 Ν.3401/2005).

Την ευθύνη για την αλήθεια και την ακρίβεια των παραπάνω στοιχείων αναλαμβάνουν η εκδότρια εταιρεία, τα μέλη του Δ.Σ. της, το πιστωτικό ίδρυμα ή η ΑΕΠΕΥ που έχει αναλάβει το ρόλο του αναδόχου και το πρόσωπο που έχει την ιδιότητα του «Συμβούλου Έκδοσης» (άρθρο 6 § 1 Ν.3401/2005). Η πρόβλεψη αυστηρών διοικητικών (άρθρο 24 Ν.3401/2005), αλλά και αστικών (άρθρο 25 Ν.3401/2005) κυρώσεων επιβάλλει ιδιαίτερη προσοχή κατά τη σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου και λειτουργεί ως μηχανισμός αντιμετώπισης του πληροφοριακού κινδύνου των επενδυτών (Λιάπτης, 2012). Η δημοσίευση του ενημερωτικού δελτίου προϋποθέτει - τέλος - την προηγούμενη έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 13 § 1 Ν.3401/2005), η οποία αποτελεί μια πρόσθετη μορφή διασφάλισης της νομιμότητας της έκδοσης (Τουντόπουλος, 2015).

Όπως καθίσταται σαφές, το ενημερωτικό δελτίο συγκεντρώνει την ιδιαίτερη προσοχή του νομοθέτη, αναδεικνυόμενο σε μέσο κομβικής σημασίας για τη λειτουργία της πρωτογενούς - τουλάχιστον - αγοράς. Η έντονη αυτή ρυθμιστική επέμβαση δικαιολογείται από την ανάγκη του επενδυτικού κοινού να έχει πρόσβαση σε όλες εκείνες τις κρίσιμες πληροφορίες που θα καθορίσουν, σε μεγάλο βαθμό, την απόφασή του για το αν θα

<sup>56</sup> Εκτός από την αρχική εισαγωγή των μετοχών για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, η έκδοση ενημερωτικού δελτίου είναι υποχρεωτική και κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών (άρθρο 3 § 1 Ν.3401/2005).

<sup>57</sup> Από την 21<sup>η</sup> Ιουλίου 2019, τα σχετικά ζητήματα θα ρυθμίζονται από τον Κανονισμό 1129/2017, ο οποίος θα καταργήσει την Οδηγία 2003/71/ΕΚ (βλ. άρθρο 49 Κανονισμού 1129/2017).

συμμετάσχει στα επιχειρηματικά σχέδια του εκδότη, χρηματοδοτώντας τον με τα κεφάλαιά του (Λιάπης, 2012).

### 3.3.2 Πληροφόρηση στη δευτερογενή αγορά: τακτική και έκτακτη ενημέρωση

Η υποχρέωση των εκδοτών να δημοσιοποιούν ουσιώδεις πληροφορίες για τις εταιρείες τους διατηρείται και μετά την εισαγωγή των μετοχών τους για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Το κανονιστικό πλαίσιο για την πληροφόρηση στη δευτερογενή αγορά θεσπίζουν ο Ν.3556/2007<sup>58</sup> (ενσωμάτωση Οδηγίας 2004/109/ΕΚ) και ο Ν.3340/2005 (ενσωμάτωση Οδηγίας 2003/6/ΕΚ). Τα δύο αυτά νομοθετήματα διακρίνουν την υποχρεωτική πληροφόρηση σε *τακτική* και *έκτακτη*. Παράλληλα με τις υποχρεώσεις που επιβάλλονται από το Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, βασικό μηχανισμό ενημέρωσης αποτελεί και η δημοσιότητα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, που προβλέπεται στο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (βλ. άρθρο 42α Ν.2190/1920).

Η *τακτική ενημέρωση* αποσκοπεί στην έγκαιρη και αξιόπιστη παροχή πληροφοριών σχετικά με τον εκδότη (Τουντόπουλος, 2015). Περιλαμβάνει την ετήσια οικονομική έκθεση, την εξαμηνιαία οικονομική έκθεση και τις τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις (άρθρα 4 επ. Ν.3556/2007)<sup>59</sup>. Οι οικονομικές εκθέσεις συνοδεύονται και από δηλώσεις εκ μέρους του Δ.Σ. της εκδότριας εταιρείας, που πιστοποιούν την αλήθεια και την ακρίβεια των αναγραφόμενων στοιχείων. Μάλιστα, η παράλειψη πληροφόρησης ή η δημοσιοποίηση ελλιπών και εσφαλμένων στοιχείων επισύρει σοβαρές διοικητικές κυρώσεις<sup>60</sup> (βλ. άρθρο 26 Ν.3556/2007).

Αν και η τακτική ενημέρωση φτάνει να παρακολουθεί τις εξελίξεις σε επίπεδο τριμήνου, είναι αμφίβολο το κατά πόσον μπορεί να ανταποκριθεί στις πληροφοριακές απαιτήσεις των σύγχρονων χρηματιστηριακών συναλλαγών (Λιάπης, 2012). Ο νομοθέτης έχει διαβλέψει αυτό το κενό, συμπληρώνοντας την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού με την *έκτακτη (ad hoc) ενημέρωση*, η οποία συνίσταται στην υποχρέωση των εκδοτριών εταιρειών «να δημοσιοποιούν χωρίς υπαίτια βραδύτητα τις προνομιακές πληροφορίες που τις αφορούν άμεσα» (άρθρο 10 § 1 Ν.3340/2005). Βασικό χαρακτηριστικό αυτών των πληροφοριών είναι η ικανότητά τους να επηρεάζουν σημαντικά τη λήψη των αποφάσεων των επενδυτών (βλ. άρθρο 6 § 1 Ν.3340/2005). Παραδείγματα τέτοιων πληροφοριών αποτελούν η σύναψη σημαντικών συμφωνιών, σχεδιαζόμενες συγχωνεύσεις και εξαγορές, η διεξαγωγή μεγάλων δικών κ.α. (Λιάπης, 2012).

### 3.3.3 Η αμφισβητούμενη αποτελεσματικότητα της πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού

Από την επισκόπηση της σχετικής νομοθεσίας προκύπτει ότι η πληροφόρηση των επενδυτών αποτελεί το βασικό πυλώνα του ευρωπαϊκού μοντέλου ρύθμισης της κεφαλαιαγοράς (Spindler, 2011). Σε συνδυασμό και με άλλες πηγές γνώσης, όπως το διαδίκτυο ή οι ειδήσεις και οι αναλύσεις στον οικονομικό τύπο, το επενδυτικό κοινό έχει στη διάθεσή του πληθώρα πληροφοριών σχετικά με τις εταιρείες στις οποίες έχει ή επιθυμεί να

<sup>58</sup> Ο Ν.3556/2007 τροποποιήθηκε με την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2013/50/ΕΕ (Ν.4374/2016), χωρίς, ωστόσο, να επηρεάζονται οι βασικές του διατάξεις που αφορούν τις υποχρεώσεις πληροφόρησης.

<sup>59</sup> Οι οικονομικές καταστάσεις απεικονίζουν το ενεργητικό και το παθητικό, την καθαρή θέση και τα αποτελέσματα χρήσεως του εκδότη κατά το σχετικό χρονικό διάστημα (άρθρο 4 § 2(γ) Ν.3556/2007).

<sup>60</sup> Παρά το γεγονός ότι η παράβαση των σχετικών υποχρεώσεων μπορεί να ζημιώσει συγκεκριμένους επενδυτές, δεν υπάρχει νομοθετική πρόβλεψη για την επιβολή αστικών κυρώσεων σε βάρος των εκδοτών. Κατά τον Τουντόπουλο (2015), πάντως, μπορεί να θεμελιωθεί υποχρέωση αποζημίωσης με βάση την 914 ΑΚ (βλ. και ΑΠ 1093/2008, ΕεμπΔ 2009, 375 επ.).

επενδύσει. Υπό τη θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς, μια τέτοια ρυθμιστική στρατηγική θα ήταν επαρκής για την εξασφάλιση της προστασίας του (Ulen, 2013).

Τα ευρήματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, ωστόσο, μαρτυρούν το αντίθετο. Οι περιορισμένες γνωστικές ικανότητες, σε συνδυασμό με ψυχολογικούς παράγοντες, εμποδίζουν τους επενδυτές από την ορθή επεξεργασία και αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών (Prentice, 2002). Καθώς έρχονται αντιμέτωποι με μια πλημμυρίδα πληροφοριών, διατυπωμένων σε μη εύληπτη γλώσσα, οι περισσότεροι από αυτούς αφιερώνουν την προσοχή τους μόνο σε εκείνες που μπορούν να κατανοήσουν, ή επιλέγουν να βασιστούν σε ευριστικούς κανόνες, αυξάνοντας τον κίνδυνο λήψης κακών αποφάσεων<sup>61</sup> (Sethi, 2011). Τέλος, η κριτική στην αποτελεσματικότητα της υποχρεωτικής πληροφόρησης θα πρέπει να συμπεριλάβει και το υψηλό κόστος της τόσο για τους εκδότες, όσο και για τις ρυθμιστικές αρχές<sup>62</sup>, καθώς και τα παράπλευρα κόστη της νόθευσης του ανταγωνισμού μεταξύ «μικρών» και «μεγάλων» εκδοτών και της όξυνσης των ανισοτήτων ανάμεσα στους καταρτισμένους επενδυτές και σε εκείνους που δεν έχουν χρηματοοικονομικές γνώσεις (Ben-Shahar & Schneider, 2010).

Ο Ευρωπαίος νομοθέτης έδειξε να συμμερίζεται την ανωτέρω κατάσταση και τη δυσκολία της πλειοψηφίας των επενδυτών να χρησιμοποιήσουν προς όφελός τους τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Με το άρθρο 123 Ν.4099/2012 (με το οποίο ενσωματώθηκε η σχετική διάταξη της Οδηγίας 2010/73/ΕΕ) τροποποιήθηκε το άρθρο 5 § 1 Ν.3401/2005 σχετικά με το περιληπτικό σημείωμα του ενημερωτικού δελτίου, το οποίο πλέον επιβάλλεται να συντάσσεται «σε μη τεχνική γλώσσα».<sup>63</sup> Ο Λιάπτης (2012) επικροτεί την παραπάνω εξέλιξη· φαίνεται, ωστόσο, επιφυλακτικός σχετικά με τις πραγματικές δυνατότητες του νέου περιληπτικού σημειώματος, καθώς αυτό εξακολουθεί να αποτελεί μια πηγή ενημέρωσης με απρόσωπο χαρακτήρα. Κατά τη γνώμη του, το βάρος θα πρέπει να δοθεί στο πεδίο των εξατομικευμένων επενδυτικών υπηρεσιών και στη ρύθμιση των σχέσεων των επενδυτών με τις ΑΕΠΕΥ.

### **3.4 Αξιολόγηση καταλληλότητας και συμβατότητας: η υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ να σκιαγραφούν το επενδυτικό προφίλ των πελατών τους**

#### **3.4.1 Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου: έλεγχος καταλληλότητας**

Είδαμε ότι στο προγενέστερο καθεστώς (Οδηγία 93/22/ΕΟΚ) η παροχή επενδυτικών συμβουλών προβλεπόταν ως παρεπόμενη υπηρεσία. Ήδη, όμως, με τη MiFID ο Ευρωπαίος νομοθέτης την αναβάθμισε σε κύρια υπηρεσία, επιφυλάσσοντας, μάλιστα, για την περίπτωση της - μαζί με την υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου - το μεγαλύτερο επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Στην ίδια λογική κινείται και η MiFID II.

Σύμφωνα με το άρθρο 25 § 2 της νέας Οδηγίας, πριν από την παροχή των δύο αυτών υπηρεσιών, οι ΑΕΠΕΥ είναι υποχρεωμένες να προβαίνουν σε «έλεγχο καταλληλότητας», δηλαδή να συλλέγουν από τους πελάτες τους όλες τις απαραίτητες πληροφορίες,

<sup>61</sup> Η κριτική στην ποσότητα των διαθέσιμων πληροφοριών στην εποχή μας δεν έχει μόνο συμπεριφορική προέλευση. Πολλοί είναι εκείνοι που τονίζουν τη *φθίνουσα οριακή χρησιμότητα* της πληροφόρησης και τις πεπερασμένες δυνατότητές της (Erppler & Mangis, 2004).

<sup>62</sup> Η αναζήτηση και η επεξεργασία ενός τέτοιου όγκου πληροφοριών συνιστά συναλλακτικό κόστος και για τους ίδιους τους επενδυτές (Faure & Luth, 2011).

<sup>63</sup> Μάλιστα, στην αιτιολογική σκέψη αρ.15 της ανωτέρω Οδηγίας, το περιληπτικό σημείωμα χαρακτηρίζεται ως «βασική πηγή» (*“key source”*) για την ενημέρωση των ιδιωτών επενδυτών.

προκειμένου να διαπιστώσουν κατά πόσον τα προτεινόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα ανταποκρίνονται στους επενδυτικούς τους στόχους. Πρόκειται για μεταφορά στο ευρωπαϊκό δίκαιο της - αμερικανικής προέλευσης - «θεωρίας της καταλληλότητας» (*“suitability doctrine”*), σύμφωνα με την οποία οι επενδυτικοί σύμβουλοι είναι υποχρεωμένοι να αξιολογούν τα προσωπικά χαρακτηριστικά των πελατών τους και να καταρτίζουν το λεγόμενο «επενδυτικό προφίλ» τους (Αυγητίδης, 2014). Οι πληροφορίες που οφείλουν να συγκεντρώνουν οι ΑΕΠΕΥ, σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας, αφορούν: α) τις γνώσεις και την πείρα των πελατών, β) τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, γ) τους επενδυτικούς τους στόχους, δ) τα επίπεδα ανοχής κινδύνου και ε) τη δυνατότητά τους να υποστούν ζημιές (άρθρο 25 § 2 Ν.4514/2018).

Ο έλεγχος καταλληλότητας εξειδικεύεται περαιτέρω στο άρθρο 12 της υπ’ αριθμ. 1/452/01.11.2007 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (η οποία, ωστόσο, δεν έχει λάβει υπόψιν της τη MiFID II). Προβλέπονται εκεί συγκεκριμένα δεδομένα τα οποία οφείλει να συλλέξει η ΑΕΠΕΥ από τον πελάτη της, όπως ο χρονικός ορίζοντας και οι σκοποί της επένδυσής του, το ύψος και η προέλευση των εισοδημάτων του, τα περιουσιακά του στοιχεία και οι τακτικές οικονομικές του υποχρεώσεις. Απαραίτητες, τέλος, θεωρούνται και πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με ζητήματα που ενδέχεται να επηρεάζουν την οικονομική θέση του πελάτη, όπως η ηλικία του και η οικογενειακή και επαγγελματική του κατάσταση (βλ. εγκ. υπ’αριθμ. 50/14.12.2012 ΕΚ).

Η πραγματοποίηση του ελέγχου καταλληλότητας αποτελεί ευθύνη της ΑΕΠΕΥ και αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου (άρθρο 12 § 5 Απ. 1/452/01.11.2007 ΕΚ). Πάντως, υποστηρίζεται ότι η ΑΕΠΕΥ δεν οφείλει να προβαίνει σε διασταύρωση των πληροφοριών που της παρέχονται από τους πελάτες της και δύναται να βασίζεται σε αυτές, εφόσον δεν είναι καταφανώς ανακριβείς ή αντιφατικές (Τουντόπουλος, 2015)<sup>64</sup>.

#### 3.4.2 Λοιπές επενδυτικές υπηρεσίες: έλεγχος συμβατότητας

Μειωμένη προστασία για τους επενδυτές προβλέπει η MiFID II κατά την παροχή των υπόλοιπων επενδυτικών υπηρεσιών. Σύμφωνα με το άρθρο 25 § 3 εδ.1 Ν.4514/2018, στις περιπτώσεις αυτές οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να ζητήσουν από τους πελάτες τους πληροφορίες μόνο σχετικά με τις γνώσεις και την πείρα τους στον επενδυτικό τομέα. Πρόκειται για το λεγόμενο «έλεγχο συμβατότητας», ο οποίος, μάλιστα, πραγματοποιείται μόνο για τους ιδιώτες πελάτες, αφού οι επαγγελματίες θεωρούνται - κατά τεκμήριο - έμπειροι και ικανοί να αντιληφθούν τους κινδύνους που ενέχουν οι συγκεκριμένες συναλλαγές (άρθρο 13 § 2 Απ. 1/452/01.11.2007 ΕΚ).

Στην πράξη, αφού η ΑΕΠΕΥ κατατάξει τον πελάτη της στην κατηγορία των ιδιωτών πελατών, συλλέγει από εκείνον τις απαραίτητες εκείνες πληροφορίες, που θα της επιτρέψουν να διαπιστώσει αν οι επιδιωκόμενες επενδυτικές επιλογές είναι κατάλληλες για αυτόν. Σε περίπτωση που κρίνει αρνητικά, οφείλει να τον προειδοποιήσει, επισημαίνοντάς του το σχετικό κίνδυνο (άρθρο 25 § 3 εδ.2 Ν.4514/2018). Εκεί τελειώνει και η υποχρέωση της ΑΕΠΕΥ, η οποία δεν οφείλει να προτείνει στον πελάτη της κάποια εναλλακτική οδό, εκτός αν στο μεταξύ συνάψουν σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών (Καραγκουνίδης, 2007).

---

<sup>64</sup> Οφείλει, παρ’ όλα αυτά, να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα, ώστε να διασφαλίζει την αξιοπιστία των πληροφοριών και συγκεκριμένα: α) να μη βασίζεται στην αυτοαξιολόγηση του πελάτη, β) να χρησιμοποιεί κατάλληλα σχεδιασμένες ερωτήσεις, γ) να εξετάζει τις πληροφορίες στο σύνολό τους και δ) να προβαίνει σε επικαιροποίηση των πληροφοριών (βλ. εγκ. υπ’αριθμ. 50/14.12.2012 ΕΚ).

### 3.4.3 Περιπτώσεις όπου δεν απαιτείται έλεγχος

Εξαίρεση από τον έλεγχο συμβατότητας εισάγει το άρθρο 25 § 4 Ν.4514/2018 για τις υπηρεσίες της απλής εκτέλεσης (*execution only*) και της λήψης και διαβίβασης εντολών, κατά την παροχή των οποίων οι ΑΕΠΕΥ δεν υποχρεούνται να συλλέξουν ούτε τις βασικές πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την πείρα των πελατών τους, εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις: α) οι εντολές αφορούν μη σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα (π.χ. μετοχές, ομολογίες)<sup>65</sup>, β) η υπηρεσία παρέχεται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη, γ) ο πελάτης έχει ενημερωθεί ότι η ΑΕΠΕΥ δεν υποχρεούται να προβεί στη σχετική αξιολόγηση και δ) η ΑΕΠΕΥ συμμορφώνεται με τις οργανωτικές απαιτήσεις για τη διασφάλιση της αποτροπής σύγκρουσης συμφερόντων (βλ. άρθρο 23 Ν.4514/2018).

Η παραπάνω εξαίρεση, η εισαγωγή της οποίας είχε ήδη γίνει με τη MiFID (βλ. άρθρο 19 § 6 2004/39/ΕΚ), έθεσε τέλος σε ένα ζήτημα που είχε διχάσει την επιστήμη του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς και τη - γερμανική κυρίως - νομολογία<sup>66</sup>. Η άποψη που επικράτησε, τελικά, θεμελιώθηκε κυρίως σε δύο επιχειρήματα: πρώτον, ότι οι επενδυτές που χρησιμοποιούν αυτές τις υπηρεσίες έχουν ήδη προαποφασίσει τη διενέργεια συγκεκριμένης συναλλαγής και δεν αποβλέπουν σε καμία συμβουλευτική καθοδήγηση από πλευράς ΑΕΠΕΥ (Καραγκουνίδης, 2007)· δεύτερον, ότι η προμήθεια που εισπράττουν οι ΑΕΠΕΥ στις περιπτώσεις αυτές είναι μειωμένη, γεγονός που αντικατοπτρίζει την πρόθεσή τους να αναλάβουν περιορισμένες ευθύνες έναντι των επενδυτών (Τουντόπουλος, 2015)<sup>67</sup>.

Από τη σκοπιά της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, η ανωτέρω νομοθετική επιλογή μοιάζει προβληματική. Όταν οι επενδυτές λαμβάνουν αποκλειστικά μόνοι τους τις επενδυτικές τους αποφάσεις, διαβιβάζοντας - συνήθως τηλεφωνικά ή ηλεκτρονικά - τις σχετικές εντολές, είναι προφανώς εκτεθειμένοι σε μεγαλύτερους κινδύνους. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος, που αποτελεί κίνητρο για την πλειοψηφία των αμύητων επενδυτών, επιτάσσουν την εντονότερη ρυθμιστική παρέμβαση του νομοθέτη (Ferrarini & Wymeersch, 2006). Οι προϋποθέσεις που θέτει η διάταξη δεν μπορούν να κριθούν επαρκείς, αφού οι κακές επενδυτικές αποφάσεις δε συνδέονται απαραίτητα με την πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η προστασία των επενδυτών σε αυτές τις περιπτώσεις περιορίζεται, συνεπώς, στην υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ να τηρούν τους κανόνες περί βέλτιστης εκτέλεσης εντολών (βλ. άρθρο 24 § 1 Ν.4514/2018), επιβεβαιώνοντας πως το ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο αποτυγχάνει - σε μεγάλο βαθμό - να προστατεύσει τους επενδυτές από τις ίδιες τους τις ανορθολογικές επιλογές (Λιάππης, 2012).

### 3.4.4 Η επιρροή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στον έλεγχο καταλληλότητας μέσα από τη σύγκριση μεταξύ MiFID και MiFID II

Παρά το γεγονός ότι το ευρωπαϊκό Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς απέχει ακόμα πολύ από το να μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα «συμπεριφορικά ενήμερο» Δίκαιο, ψύγματα της

<sup>65</sup> Δεν καταλαμβάνονται, επομένως, από την εξαίρεση συναλλαγές επί παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, καθώς και συναλλαγές που γίνονται εκτός οργανωμένης αγοράς (Αυγητίδης, 2014).

<sup>66</sup> Για σχετική ελληνική νομολογία βλ. ΑΠ 446/2010 (ΝΟΜΟΣ).

<sup>67</sup> Υπάρχουν, άλλωστε, και εξειδικευμένες επιχειρήσεις επενδύσεων (βλ. ανωτέρω για ΑΕΕΔ) η λειτουργία των οποίων συνίσταται αποκλειστικά στην παροχή της υπηρεσίας λήψης και διαβίβασης εντολών, με ουσιωδώς πιο ελκυστικά τιμολόγια σε σχέση με τις εταιρείες που παρέχουν ολοκληρωμένες επενδυτικές υπηρεσίες (Καραγκουνίδης, 2007).

διδασκαλίας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής μπορούν να εντοπιστούν στις διατάξεις της νέας Οδηγίας.

Η διαπίστωση αυτή προκύπτει, καταρχάς, από την αντιπαραβολή του άρθρου 25 § 2 Ν.4514/2018 (MiFID II) με το άρθρο 25 § 4 Ν.3606/2007 (MiFID) σχετικά με τον έλεγχο καταλληλότητας στον οποίο προβαίνουν οι ΑΕΠΕΥ για τις υπηρεσίες της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Οι πληροφορίες τις οποίες ήταν υποχρεωμένη να συλλέξει από τον πελάτη της η ΑΕΠΕΥ, με βάση το προηγούμενο καθεστώς, αφορούσαν τις γνώσεις και την πείρα του, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση και τους επενδυτικούς του στόχους. Η MiFID II προσέθεσε ακόμα δύο στοιχεία, τα οποία ο νομοθέτης θεωρεί, προφανώς, απαραίτητα για τη συγκρότηση ενός ολοκληρωμένου επενδυτικού προφίλ: τη στάση του επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο (*risk seeking or risk averse*) και το βαθμό της αποστροφής του προς τις απώλειες (*loss aversion*), έννοιες που ανήκουν στο χώρο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Η τροποποίηση αυτή μόνο τυχαία δεν ήταν. Στο έγγραφο διαβούλευσης που δημοσιοποίησε το 2017 η ESMA (*European Securities and Markets Authority*), με στόχο να αφουγκραστεί τις απόψεις των ενδιαφερόμενων μερών πριν την έκδοση των *κατευθυντήριων οδηγιών* της, δηλώνεται ρητά ότι μεταξύ των λόγων της μεταρρύθμισης του ελέγχου καταλληλότητας βρίσκεται και η ανάγκη ενσωμάτωσης και αξιοποίησης των ευρημάτων της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής (ESMA, 2017)<sup>68</sup>. Ο στόχος αυτός επιτυγχάνεται με δύο τρόπους: αφενός με την επέκταση των απαιτούμενων πληροφοριών που πρέπει να αντλούνται από τους πελάτες, όπως είδαμε παραπάνω· αφετέρου με έναν πιο τεχνικό τρόπο, δηλαδή τον κατάλληλο σχεδιασμό των ερωτηματολογίων που χρησιμοποιούν οι ΑΕΠΕΥ για τη συλλογή των σχετικών πληροφοριών.

Κατά την ESMA (2017), οι δύο ρυθμίσεις είναι αλληλένδετες, καθώς τα επίπεδα ανοχής ρίσκου και ζημιών αποτελούν παραμέτρους δύσκολα μετρήσιμες, που επιτάσσουν την αναπροσαρμογή των χρησιμοποιούμενων εργαλείων. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη μορφή και τη γλώσσα των ερωτηματολογίων που, σύμφωνα με την ESMA, μπορούν να επηρεάσουν τις απαντήσεις των επενδυτών, αποδεικνύοντας τη σαφή επιρροή από τα ευρήματα των Συμπεριφορικών Οικονομικών<sup>69</sup>. Προτείνεται, λοιπόν, η 2<sup>η</sup> *κατευθυντήρια οδηγία* να περιλαμβάνει τα εξής σημεία (ESMA, 2017 § 25):

- Τα ερωτηματολόγια που χρησιμοποιούν οι ΑΕΠΕΥ θα πρέπει να διακρίνονται από σαφήνεια και πληρότητα και θα πρέπει να αποφεύγεται η χρήση έντονα τεχνικής ορολογίας.
- Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δίνεται στη διάταξη των ερωτήσεων και των απαντήσεων, τη γραμματοσειρά και τη στοίχιση των λέξεων, ώστε να μην προκρίνονται συγκεκριμένες απαντήσεις.
- Οι απαιτούμενες πληροφορίες θα πρέπει να συλλέγονται μέσα από πολλές, ειδικές ερωτήσεις, ώστε να διασταυρώνεται η αξιοπιστία των απαντήσεων.
- Δεν θα πρέπει να δίνεται συχνά στον επενδυτή η δυνατότητα να επιλέξει την απάντηση «Δεν γνωρίζω/Δεν απαντώ».

<sup>68</sup> Μάλιστα, στο κείμενο γίνεται εκτενής αναφορά στις βασικές αρχές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και παρατίθεται κατάλογος με τα κυριότερα σφάλματα στα οποία επιδίδονται οι επενδυτές (βλ. ESMA, 2017 § 12 επ.).

<sup>69</sup> Πρόκειται για το σφάλμα της *πλαϊσίωσης (framing)*, δηλαδή το φαινόμενο κατά το οποίο ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζεται μία πληροφορία μπορεί να επηρεάσει τα συναισθήματα του δέκτη της σχετικά με αυτήν. Για παράδειγμα, μια χειρουργική επέμβαση με πιθανότητες επιτυχίας 90 %, στους περισσότερους από εμάς ακούγεται προτιμότερη από μία επέμβαση με 10 % ποσοστό αποτυχίας (Kahneman, 2011).

Κατά τα λοιπά, το έγγραφο της ESMA επαναλαμβάνει - σε γενικές γραμμές - τις κατευθυντήριες οδηγίες που είχε εκδώσει η Αρχή το 2012, για την ορθή εφαρμογή του ελέγχου καταλληλότητας υπό το καθεστώς της MiFID<sup>70</sup>.

Είναι προφανές ότι ο έλεγχος καταλληλότητας επιδέχεται και άλλες βελτιώσεις. Ωστόσο, η αναφορά και μόνο - σε επίσημο έγγραφο της πλέον αρμόδιας ευρωπαϊκής Αρχής - στην ανάγκη ενσωμάτωσης των διδαγμάτων της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, συνιστά ένα σημαντικό βήμα για την επιθυμητή αλλαγή νοοτροπίας στη ρυθμιστική προσέγγιση της κεφαλαιαγοράς. Θα πρέπει, πάντως, να σημειωθεί πως ο έλεγχος συμβατότητας, που προβλέπεται για τις υπόλοιπες επενδυτικές υπηρεσίες, δεν υπέστη καμία ουσιαστική μεταβολή, ενώ ήδη τονίστηκε η προβληματική απουσία ρύθμισης στις περιπτώσεις της απλής εκτέλεσης και της λήψης και διαβίβασης εντολών για απλά χρηματοπιστωτικά μέσα, που αφορούν και την πλειοψηφία των ιδιωτών επενδυτών.

---

<sup>70</sup> Το κείμενο περιείχε εννέα γενικές κατευθυντήριες οδηγίες, που αφορούσαν, μεταξύ άλλων, το περιεχόμενο και το εύρος των απαιτούμενων πληροφοριών, την αξιοπιστία και την επικαιροποίησή τους, καθώς και τις δεξιότητες που πρέπει να διακατέχουν το προσωπικό των ΑΕΠΕΥ (ESMA, 2012).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

### ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

#### ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

#### 4.1 Βελτίωση της κατηγοριοποίησης των επενδυτών

Ο καταμερισμός των επενδυτών σε κατηγορίες αποτελεί, όπως είδαμε, μία ήδη γνωστή ρυθμιστική στρατηγική του ευρωπαϊκού Δικαίου Κεφαλαιαγοράς, οι κανόνες του οποίου επιβάλλουν στις ΑΕΠΕΥ διαφορετικές υποχρεώσεις πληροφόρησης, αναλόγως του εάν απευθύνονται σε επαγγελματίες, επιλέξιμους ή ιδιώτες επενδυτές. Πάντως, αν και τα κριτήρια που θέτει ο νόμος για τις δύο πρώτες κατηγορίες είναι αρκετά σαφή<sup>71</sup>, η αρνητική διατύπωση με την οποία οριοθετείται η κατηγορία των ιδιωτών πελατών<sup>72</sup> έχει ως αποτέλεσμα τον σχηματισμό μίας πολυπληθούς ομάδας με ανομοιογενή χαρακτηριστικά, διαφορετικούς επενδυτικούς στόχους και διαφορετικές συμπεριφορές. Οι δε αξιολογήσεις καταλληλότητας και συμβατότητας, όπως σημειώθηκε, αδυνατούν να καλύψουν πλήρως αυτή την αδυναμία, ειδικά από τη στιγμή που στην - πολύ διαδεδομένη - δραστηριότητα της εκτέλεσης συναλλαγών επί απλών χρηματοπιστωτικών μέσων, δεν πραγματοποιείται κανένας έλεγχος.

Την ανάγκη βελτίωσης του νομοθετικού πλαισίου κατηγοριοποίησης των επενδυτών διαβλέπει και ο Avgouleas (2006), ο οποίος προτείνει μία «εξελικτική» προσέγγιση του δικαίου προστασίας των επενδυτών, η οποία θα βασίζεται στις υπάρχουσες ρυθμίσεις, διανθισμένη, όμως, με τα συμπεράσματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Η πρόταση περιλαμβάνει την περαιτέρω διαβάθμιση των ιδιωτών πελατών, τόσο με βάση το επίπεδο εκπαίδευσης και την εμπειρία τους στις χρηματαγορές, όσο και με βάση τα μοτίβα επενδυτικής τους συμπεριφοράς και τα σφάλματα στα οποία επιδίδονται συχνότερα<sup>73</sup>. Για να επιτευχθεί αυτό, απαιτείται μία εκτεταμένη έρευνα από τους ρυθμιστές, με τη συμμετοχή ψυχολόγων, οικονομολόγων και χρηματοοικονομικών αναλυτών. Το κόστος μιας τέτοιας έρευνας, μάλιστα, δε θα ήταν απαγορευτικό, καθώς τα περισσότερα από τα ζητούμενα δεδομένα βρίσκονται, ήδη, στη διάθεση των επενδυτικών επιχειρήσεων (Avgouleas, 2006).

Η επέκταση της κατηγοριοποίησης θα έχει ως στόχο την αποτελεσματικότερη πληροφόρηση των ιδιωτών επενδυτών, η οποία δεν μπορεί να εξασφαλισθεί υπό το παρόν καθεστώς (Avgouleas, 2006). Με την εφαρμογή του μέτρου, οι εκδότριες εταιρείες θα είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν όλα τα ενημερωτικά τους έγγραφα σε πολλαπλές μορφές, διαφορετικής έκτασης και προσαρμοσμένου περιεχομένου, καθεμία από τις οποίες θα απευθύνεται σε μία υποκατηγορία επενδυτών. Οι τελευταίοι, βέβαια, θα μπορούν να έχουν πρόσβαση σε όλα τα έγγραφα, εφόσον το επιθυμούν.

Ο Avgouleas σταματά εκεί, χωρίς να εξειδικεύει περαιτέρω τις προτεινόμενες υποκατηγορίες. Μία πιο ολοκληρωμένη προσέγγιση προσφέρει σχετική έρευνα του “CFA Institute Research Foundation”, υπό την επίβλεψη του Michael Pomprian. Υποδεικνύεται εκεί ο διαχωρισμός των ιδιωτών επενδυτών σε τέσσερις υποκατηγορίες, με βάση, κυρίως, τη στάση τους απέναντι στον κίνδυνο και συγκεκριμένα: α) στους συντηρητικούς επενδυτές (*conservative investors*), οι οποίοι επιδεικνύουν υψηλά επίπεδα αποστροφής προς τις

<sup>71</sup> Βλ. Παράρτημα II αρ.1 και άρθρο 30 § 2 Ν.4514/2018

<sup>72</sup> «Ιδιώτης πελάτης: κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας πελάτης.», άρθρο 4 § 11 Ν.4514/2018

<sup>73</sup> Υποστηρίζεται, βέβαια, ότι, η έλλειψη μίας ολιστικής θεωρίας σχετικά με τα συμπεριφορικά σφάλματα και τις αιτίες που τα προκαλούν, καθιστά δύσκολη μια τέτοια κατηγοριοποίηση (Choi & Pritchard, 2003).



απώλειες, αισθήματος κτητικότητας και υποπίπτουν συχνά στο σφάλμα της αγκίστρωσης· β) στους μετριοπαθείς επενδυτές (*moderate investors*), οι οποίοι επηρεάζονται ιδιαίτερα από την πλαισίωση των πληροφοριών και από το αίσθημα μετάνοιας· γ) στους επεκτατικούς επενδυτές (*growth investors*), οι οποίοι επιδίδονται, κυρίως, στο σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας· δ) τέλος, στους επιθετικούς επενδυτές (*aggressive investors*), που εμφανίζουν υπεραισιοδοξία και έλλειψη αυτοσυγκράτησης (Pomplian, 2016).

Η ανωτέρω έρευνα δεν φιλοδοξεί, φυσικά, να λάβει κανονιστικές προεκτάσεις. Σκοπός της είναι η παροχή χρήσιμων συμπερασμάτων στους επαγγελματίες των επενδύσεων, σχετικά με τον ενδεδειγμένο τρόπο χειρισμού και συμβουλευτικής καθοδήγησης των πελατών τους (Pomplian, 2016). Αποδεικνύει, όμως, τη δυνατότητα εντοπισμού κοινών συμπεριφορών ανάμεσα σε ένα ετερογενές πλήθος, όπως είναι αυτό των ιδιωτών επενδυτών. Αυτή τη δυνατότητα μπορεί να την αξιοποιήσει και ο Ευρωπαϊός νομοθέτης, εντάσσοντας στη φαρέτρα του μέσα ήπιου πατερναλισμού, με στόχο την καλύτερη προστασία του επενδυτικού κοινού.

## **4.2 Η πληροφόρηση των επενδυτών στην εποχή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής**

### **4.2.1 Πληροφόρηση από ΑΕΠΕΥ**

Η χρήση πληροφοριακών νυγμών προτείνεται από τους περισσότερους συγγραφείς ως η πλέον ενδεδειγμένη μέθοδος για την προστασία των επενδυτών, αφενός επειδή είναι ελάχιστα παρεμβατική και, αφετέρου, επειδή τροποποιεί τις υπάρχουσες ρυθμίσεις, χωρίς να τις καταργεί. Στόχος δεν είναι η αύξηση των πληροφοριών που παρέχονται από τις ΑΕΠΕΥ στους πελάτες τους, αλλά η βελτίωση της μορφής με την οποία αυτές παρουσιάζονται.

Προκειμένου να καταπολεμηθεί η υπεραισιοδοξία των επενδυτών, προτείνεται η επιβολή της υποχρέωσης στις ΑΕΠΕΥ, αλλά και στις ηλεκτρονικές πλατφόρμες απευθείας εκτέλεσης συναλλαγών<sup>74</sup>, να προειδοποιούν εκ των προτέρων και με emphaticό τρόπο τους επενδυτές, σχετικά με τους κινδύνους που κρύβουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι προειδοποιήσεις αυτές θα πρέπει να περιέχονται σε κάθε διαφημιστικό υλικό των επενδυτικών επιχειρήσεων (Schwarcz, 2018). Συναφής είναι και η πρόταση του Avgouleas (2006), ο οποίος συνιστά την παρουσίαση του ρίσκου που εμπεριέχει η αγορά ενός χρηματοπιστωτικού προϊόντος υπό τη μορφή πιθανών κερδών και απωλειών, προκειμένου να αξιοποιηθεί το σφάλμα της πλαισίωσης και ο ισχυρός αντίκτυπος που έχουν οι ζημιές στην ψυχολογία των ατόμων.

Την τροποποίηση των κανόνων ενημέρωσης που επιβάλλει η MiFID υποδεικνύει ο Klöhn (2009), που τονίζει την ανάγκη μεγαλύτερης εξατομίκευσης των παρεχόμενων πληροφοριών και απόδοσής τους σε απλή και κατανοητή γλώσσα. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η πρότασή του για μια «αντι-κυκλική» μορφή πληροφόρησης, υπό την έννοια ότι οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ θα πρέπει να αυξάνονται σε περιόδους οικονομικής ευφορίας και αισιοδοξίας, όταν οι επενδυτές παρασύρονται από το θετικό κλίμα και να περιορίζονται, σχετικά, σε περιόδους πτώσης των τιμών. Κατά τον Klöhn, μάλιστα, εκτός της πληροφόρησης, οι ΑΕΠΕΥ θα πρέπει να επωμιστούν και το καθήκον επίβλεψης των κινήσεων των πελατών τους και προειδοποίησής τους σε περιπτώσεις υπέρμετρης έκθεσης σε κίνδυνο. Για τη

---

<sup>74</sup> Ειδικά στις διαδικτυακές συναλλαγές, όπου λείπει κάθε προσωπική επαφή του επενδυτή με τον εντολοδόχο του, παρατηρούνται τα υψηλότερα επίπεδα υπεραισιοδοξίας, βασική συνέπεια της οποίας είναι η εκτέλεση υπερβολικά μεγάλου όγκου συναλλαγών (Barber & Odean, 2002).

μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα του μέτρου, μάλιστα, θα μπορούσε να στοιχειοθετηθεί *ευθύνη από παράλειψη*, με τον καταλογισμό σε αυτές της υπαιτιότητας για τις ζημίες των πελατών τους, όταν αμελούν να προβούν στη σχετική ενημέρωση (Κιόηη, 2009).

#### 4.2.2 Πληροφόρηση από εκδότες

Ο Κανονισμός 809/2004 εξειδικεύει, όπως είδαμε, το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου που οφείλουν να δημοσιοποιούν οι εκδότες, κατά την πρωτογενή εισαγωγή ή τη δημόσια προσφορά των κινητών αξιών τους σε οργανωμένη αγορά. Απαραίτητη - μεταξύ άλλων - είναι η γνωστοποίηση των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται ο εκδότης, σε ειδικό τμήμα και υπό τον τίτλο «Παράγοντες Κινδύνου» (Παράρτημα ΙΙ αρ. 4 Καν. 809/2004), χωρίς, ωστόσο, να επιβάλλεται κάποια επιπλέον υποχρέωση σχετικά με τον τρόπο παρουσίασής τους.

Με μία ενδεικτική επισκόπηση πρόσφατων ενημερωτικών δελτίων, μπορεί να παρατηρήσει κανείς πως οι «Παράγοντες Κινδύνου» αποτελούν, πράγματι, αναπόσπαστο κομμάτι τους και, μάλιστα, τοποθετούνται σε σχετικά περίοπτη θέση, στις πρώτες, συνήθως, σελίδες. Δεν υπάρχει, ωστόσο, ούτε κάποια συγκεκριμένη μορφή με την οποία να αποδίδονται, ούτε κάποια ταξινόμησή τους, που θα βοηθούσε τους επενδυτές να αντιληφθούν καλύτερα τις πιθανότητες επέλευσής τους. Το αντίθετο, μάλιστα, στα περισσότερα ενημερωτικά δελτία η σχετική ενότητα καταλήγει με τη δήλωση: *«Τέλος, η σειρά παράθεσης των παραγόντων κινδύνου δεν παραπέμπει σε διαφοροποίησή τους όσον αφορά στη βαρύτητα ή στην πιθανότητα πραγματοποίησης καθενός από αυτούς.»*<sup>75</sup>

Η παρόμοια, ελλιπής ρύθμιση του ομοσπονδιακού Δικαίου των Η.Π.Α.<sup>76</sup> ενέπνευσε την ακόλουθη πρόταση, η οποία μπορεί να τύχει εφαρμογής και από τον Ευρωπαϊκό νομοθέτη. Ο Lin (2011) ισχυρίζεται ότι η εφαρμοζόμενη μέθοδος παρουσίασης των κινδύνων είναι άκρως τεχνική, αόριστη και αδιαφανής και προκαλεί σύγχυση στην πλειοψηφία των επενδυτών. Προτείνει, λοιπόν, την ταξινόμηση των κινδύνων με βάση δύο κριτήρια: α) την πιθανότητα επέλευσής τους και β) τη βαρύτητά τους. Με βάση το πρώτο κριτήριο, ένας κίνδυνος θα χαρακτηρίζεται ως (Α) *πολύ πιθανός (very likely)*, (Β) *πιθανός (likely)* ή (Γ) *αρκετά απίθανος (unlikely)*, ενώ με βάση το δεύτερο, θα του αποδίδεται (1) *σημαντική (significant)*, (2) *ουσιώδης (material)* ή (3) *καταστροφική (catastrophic)* επίδραση στην εταιρεία. Έτσι, οι παράγοντες κινδύνου θα τιτλοφορούνται, π.χ., ως «Α2 - Πιστωτικός κίνδυνος», «Β1 - Κίνδυνος αγοράς» κλπ.

Με τον τρόπο αυτό, οι επενδυτές θα είναι σε θέση να κατανοούν πληρέστερα την έννοια και την ουσία των κινδύνων, έχοντας, ταυτόχρονα, μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα των εισηγμένων εταιρειών, που θα τους βοηθά να αποφασίζουν με μεγαλύτερη βεβαιότητα σχετικά με το πού θα τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους. Κατά τον Lin, αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της διαφάνειας και - συνακόλουθα - της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αγορά.

Μάλιστα, για να μειώσει το βαθμό παρεμβατικότητας του μέτρου, αλλά και το κόστος για τους εκδότες, ο Lin εισηγείται την εφαρμογή του νέου πληροφοριακού πλαισίου με τη μορφή *κανόνα προεπιλογής*. Οι εταιρείες, δηλαδή, θα οφείλουν να συμμορφώνονται με αυτό, έχοντας, όμως, τη δυνατότητα του *“opt out”*, αν θεωρούν ότι οι προϋφιστάμενες

<sup>75</sup> Βλ. χαρακτηριστικά:

- Ενημερωτικό Δελτίο FRIGOGLOSS A.B.E.E. (2017)
- Ενημερωτικό Δελτίο ΟΠΑΠ Α.Ε. (2017)
- Ενημερωτικό Δελτίο ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ Α.Ε. (2014)

<sup>76</sup> Βλ. Regulation S-K § 501 (b)(5) και § 503 (c).

ρυθμίσεις είναι καταλληλότερες για αυτές. Στην τελευταία περίπτωση, βέβαια, θα πρέπει να αιτιολογούν επαρκώς αυτή τους την επιλογή.

Η πρόταση του Lin αποτελεί ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα ρύθμισης ήπιου πατερναλισμού, η οποία μπορεί να ενσωματωθεί άμεσα στο ισχύον νομοθετικό καθεστώς της Ε.Ε. Θα πρέπει να σημειωθεί, βέβαια, πως το πρώτο βήμα έχει ήδη γίνει. Με το άρθρο 16 § 1 εδ.2 του Κανονισμού 1129/2017, που θα αρχίσει να εφαρμόζεται από την 21<sup>η</sup> Ιουλίου 2019, καθιερώνεται η υποχρέωση των εκδοτών να αξιολογούν το ουσιώδες των παραγόντων κινδύνου, με βάση την πιθανότητα επέλευσης και τον αναμενόμενο αρνητικό τους αντίκτυπο για την εταιρεία. Αποδεικνύεται, έτσι - για ακόμα μία φορά - η επίδραση που, ήδη, ασκεί η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική στην ευρωπαϊκή κουλτούρα δικαιοθεσίας.

### 4.3 Άλλες προτάσεις ήπιου κηδεμονισμού

Οι πληροφοριακοί νυγμοί αποτελούν το πιο διαδεδομένο εργαλείο στη βιβλιογραφία για την «ήπια» ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς, καθώς το νομοθετικό πλαίσιο αυτής στηρίζεται ήδη - σε μεγάλο βαθμό - στην πληροφόρηση των επενδυτών. Οι σχετικές προτάσεις, πάντως, περιλαμβάνουν και άλλα μέτρα.

Ένα από αυτά είναι οι *περίοδοι-προθεσμίες νηφάλιου αναστοχασμού*, οι οποίες εφαρμόζονται εκτενώς στο δίκαιο προστασίας των καταναλωτών. Στο πλαίσιο των χρηματιστηριακών αγορών, η επιβολή μιας υποχρεωτικής, σύντομης περιόδου μεταξύ κάθε συναλλαγής, θα μπορούσε να εμποδίσει τα άτομα από το να επενδύουν υπερβολικά και παρορμητικά, αφού θα τους παρείχε περισσότερο χρόνο, ώστε να επεξεργαστούν τις πληροφορίες τους και να καταλήξουν σε μια ορθολογική απόφαση (Choi & Pritchard, 2003). Πρέπει να σημειωθεί, πάντως, ότι η πρόταση χαρακτηρίζεται από μία επιφυλακτικότητα εκ μέρους των εισηγητών της, που επισημαίνουν ότι τέτοιες καθυστερήσεις ενδέχεται να κοστίσουν ακριβά στους επενδυτές, αφού θα καταστήσουν αδύνατη την άμεση αξιοποίηση χρήσιμων πληροφοριών. Εκφράζουν, μάλιστα, το φόβο τους πως η αποθάρρυνση της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς<sup>77</sup>, μέσω μιας τέτοιας ρύθμισης, είναι πιθανό να απομακρύνει, τελικά, πολλούς επενδυτές και σημαντικά κεφάλαια από την αγορά.

Τη λύση ενός κανόνα *προεπιλογής*, άμεσα εφαρμόσιμου στο ενωσιακό νομοθετικό πλαίσιο - με μια τροποποίηση του άρθρου 25 της MiFID II - προτείνει ο Klöhn (2009). Εντοπίζοντας και αυτός την προβληματική απουσία αξιολόγησης στις περιπτώσεις της απλής εκτέλεσης και λήψης και διαβίβασης εντολών, εισηγείται την καθιέρωση του ελέγχου συμβατότητας ως προεπιλογή για όλες τις υπηρεσίες. Ο επενδυτής - και μόνο αυτός - θα έχει τη δυνατότητα να απεμπλακεί από την παραπάνω υποχρέωση, ακολουθώντας μια συγκεκριμένη διαδικασία, όπου και θα δηλώνει ρητά την παραίτησή του από τον έλεγχο. Ο Klöhn ελπίζει ότι οι δυνάμεις της αγκίστρωσης και της αδράνειας θα λειτουργήσουν και θα περιορίσουν αισθητά αυτές τις παραιτήσεις, καταστρώντας την υποχρεωτική αξιολόγηση των επενδυτών κοινό τόπο για όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες.

Τέλος, έναν εναλλακτικό τύπο νυγμών, που βασίζεται στην ενεργητική αυτοδέσμευση των ατόμων, περιλαμβάνει η επόμενη πρόταση. Συγκεκριμένα, η Sethi (2011) εισηγείται την εφαρμογή μίας ρύθμισης, η οποία θα υποχρεώνει τους πελάτες των ΑΕΠΕΥ, με το άνοιγμα των επενδυτικών τους λογαριασμών, να θέτουν κάποιο όριο στη μελλοντική τους δραστηριότητα. Το όριο αυτό μπορεί να έχει τη μορφή ενός πεπερασμένου αριθμού

---

<sup>77</sup> Η κερδοσκοπική συμπεριφορά δεν έχει πάντοτε αρνητικό πρόσημο και είναι επιθυμητή, ως ένα βαθμό, καθώς είναι απαραίτητη για την προτίμηση της επένδυσης έναντι της κατανάλωσης (Choi & Pritchard, 2003).

συναλλαγών ή ενός ανώτατου ύψους προμηθειών ανά μήνα. Θα μπορούσε, επίσης, να τους επιβληθεί να δηλώσουν εξαρχής, πόσες απώλειες μπορούν να ανεχθούν ή σε ποια τιμή επιθυμούν να πουλήσουν τις μετοχές τους. Οι δηλώσεις αυτές, συνεχίζει η Sethi, δε θα είναι δεσμευτικές· θα λειτουργούν, ωστόσο, σαν σημεία αναφοράς για τους επενδυτές, που θα τους υπενθυμίζουν τις αρχικές τους επιδιώξεις, ώστε να περιορίζεται, κατά το δυνατόν, ο βαθμός απόκλισης από αυτές.

#### **4.4 Ο χρηματοοικονομικός αναλφαβητισμός των επενδυτών και ο ρόλος της εκπαίδευσης**

Σε συνδυασμό με την όποια ρυθμιστική παρέμβαση του νομοθέτη, η προστασία των επενδυτών δύναται να ενισχυθεί και μέσω της εκπαίδευσης. Πριν, μάλιστα, από την ανάπτυξη των θεωριών περί ήπιου πατερναλισμού, η εκπαίδευση των επενδυτών αποτελούσε την κυρίαρχη πρόταση στη διεθνή βιβλιογραφία. Μεταξύ άλλων, οι Choi και Pritchard (2003) επισημαίνουν τις δυνατότητες βελτίωσης των επενδυτικών επιλογών μέσω της μάθησης, σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος αυτής, ενώ ο Cunningham (2002) τονίζει ότι η διδασκαλία των επενδυτών θα πρέπει να περιλαμβάνει όχι μόνο χρηματοοικονομικές γνώσεις, αλλά και την εξοικείωσή τους με τα βασικά τους σφάλματα, με σκοπό τον περιορισμό τους.

Από την επισκόπηση τέτοιων προτάσεων καθίσταται αντιληπτή η στενή σχέση συνάρτησης που υπάρχει ανάμεσα στο επίπεδο γνώσεων των επενδυτών και στις τελικές τους επιλογές. Έχει διαπιστωθεί, άλλωστε, πως ο *χρηματοοικονομικός αλφαβητισμός* συνδέεται θετικά και αιτωδώς με την οικονομική ευημερία των ατόμων (Ulen, 2013). Τι είναι, όμως, ο χρηματοοικονομικός αλφαβητισμός;

Κατά τον ορισμό των Lusardi και Mitchell (2014), πρόκειται για την *«ικανότητα των ατόμων να επεξεργάζονται οικονομικές πληροφορίες και - με βάση αυτές - να λαμβάνουν αποφάσεις για το χρηματοοικονομικό τους σχεδιασμό, τη συσσώρευση πλούτου, τα χρέη τους και τη συνταξιοδότησή τους»*. Η ικανότητα δε αυτή είναι μετρήσιμη, μέσω διάφορων τεστ ερωτήσεων που έχουν σχεδιαστεί, αν και πλέον επικρατέστερη θεωρείται η αξιολόγηση μέσω τριών βασικών ερωτήσεων, που μετρούν την αντίληψη των ατόμων σχετικά με α) τον ανατοκισμό των δανείων, β) την επίδραση του πληθωρισμού στις αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών μέσων και γ) τη διαφοροποίηση του κινδύνου (Hastings et al., 2012)<sup>78</sup>.

Με το ποσοστό των ερωτηθέντων που απαντούν σωστά και στις τρεις ερωτήσεις να κυμαίνεται κοντά στο 30 % και μάλιστα σε αναπτυγμένες χώρες, όπως οι Η.Π.Α., η Γερμανία, η Ολλανδία και η Ιαπωνία, αντιλαμβάνεται κανείς το μέγεθος του προβλήματος. Ειδικά, δε, η τρίτη ερώτηση, που έχει και άμεση σχέση με τις επενδύσεις, συγκεντρώνει τα χαμηλότερα ποσοστά επιτυχίας (Lusardi & Mitchell, 2014). Τα παραπάνω αποθαρρυντικά αποτελέσματα αυξάνουν τις φωνές που υποδεικνύουν την ανάγκη χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης των ατόμων, ήδη από μικρή ηλικία (Lusardi & Mitchell, 2014)<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> Οι ερωτήσεις αυτές τέθηκαν για πρώτη φορά από τις Lusardi και Mitchell κατά τη διάρκεια μίας έρευνας για τη μέτρηση του χρηματοοικονομικού αλφαβητισμού στα αμερικάνικα νοικοκυριά (2004 Heath and Retirement Study), μένοντας έκτοτε γνωστές ως *“Big Three”*. Το 2009, στα πλαίσια του National Financial Capability Study (NFCS), προστέθηκαν σε αυτές δύο ακόμα ερωτήσεις, που αφορούσαν τα στεγαστικά δάνεια και τις τιμές των ομολόγων, συγκροτώντας τη λεγόμενη *“Big Five”* (Hastings et al., 2012).

<sup>79</sup> Υποστηρίζεται, ωστόσο, πως δεν υπάρχει ακόμα μια πειστική απάντηση σχετικά με την αποτελεσματικότητα της εκπαίδευσης, αφού τα πορίσματα των διάφορων αξιολογήσεων είναι αντιφατικά (Hastings et al., 2012). Άλλοι, πάλι, απορρίπτουν εντελώς τη λύση της εκπαίδευσης,

Δεν είναι, λοιπόν, τυχαίο το γεγονός ότι ο ΟΟΣΑ έχει συστήσει το «Διεθνές Δίκτυο για τη Χρηματοοικονομική Εκπαίδευση» (*International Network on Financial Education/INFE*), το οποίο έχει ως αποστολή τη διεθνή συνεργασία μεταξύ δημόσιων φορέων και ενδιαφερόμενων μερών για την προώθηση των ζητημάτων χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης (INFE, χ.η.). Ένα σημαντικό μέρος αυτής της προσπάθειας αφιερώνεται και στην εκπαίδευση των επενδυτών, σχετικά με την οποία δημοσιεύθηκε πρόσφατα ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο προτάσεων προς τα κράτη (OECD/INFE, 2017). Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, η λήψη πρωτοβουλιών από τις κρατικές αρχές επιτάσσεται για χάρη του δημοσίου συμφέροντος, αφού η χρηματοοικονομική κατάρτιση των ατόμων αυξάνει την εμπιστοσύνη τους προς τις κεφαλαιαγορές και - συνακόλουθα - τη συμμετοχή τους σε αυτές. Στόχος της εκπαίδευσης θα πρέπει να είναι, λοιπόν, η άρση όλων εκείνων των εμποδίων που αποτρέπουν την είσοδο δυνητικών επενδυτών, αλλά και - γενικότερα - η εγκαθίδρυση μίας νέας νοοτροπίας στις επενδυτικές συναλλαγές (OECD/INFE, 2017).

Για να επιτευχθούν αυτά, τονίζει ο ΟΟΣΑ, απαιτείται η χάραξη, από κάθε κράτος, μίας *εθνικής στρατηγικής*, με συντονισμένες προσπάθειες δημόσιων (π.χ. σχολεία, Κεντρικές Τράπεζες, Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς) και ιδιωτικών φορέων (π.χ. Χρηματιστήρια, ενώσεις επενδυτών κλπ.)<sup>80</sup>. Ο σχεδιασμός αυτός θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε πληθυσμιακής ομάδας, κυρίως δε, τα αποτελέσματα των μετρήσεων σχετικά με το συνολικό επίπεδο του χρηματοοικονομικού αναλφαβητισμού, τη στάση των ατόμων απέναντι στον κίνδυνο, καθώς και την προτίμηση ή μη συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών μέσων (OECD/INFE, 2017).

Καθοριστικό, φυσικά, θα είναι και το περιεχόμενο της χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης. Ένα ολοκληρωμένο εκπαιδευτικό πρόγραμμα θεωρείται πως πρέπει να παρέχει γνώσεις σχετικά με τα πλεονεκτήματα του μακροπρόθεσμου οικονομικού σχεδιασμού, τους κινδύνους που κρύβουν οι χρηματαγορές, τα μέτρα που έχουν ληφθεί για την προστασία από αυτούς, τη σημασία της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου<sup>81</sup>, τη σύγκριση μεταξύ παρόμοιων επενδυτικών προϊόντων και - τέλος - τα κυριότερα συμπεριφορικά σφάλματα που παρατηρούνται στο χώρο των επενδύσεων. Αναφορικά με τον τρόπο διδασκαλίας, προτείνεται η χρήση σύγχρονων, φιλικών προς το χρήστη μέσων, όπως διαδραστικές διαδικτυακές πλατφόρμες ή ηλεκτρονικές εφαρμογές, σε συνδυασμό με ενημερωτικές εκστρατείες για την προσέλκυση του ενδιαφέροντος (OECD/INFE, 2017).

Είναι προφανές πως το μέτρο της εκπαίδευσης των επενδυτών συνιστά τη λιγότερο παρεμβατική επιλογή· για την ακρίβεια, στην περίπτωση αυτή δεν υφίσταται, καν, κηδεμονισμός. Αυτό, ωστόσο, δε σημαίνει πως η εκπαίδευση έχει και την ικανότητα να αντικαταστήσει τη ρυθμιστική πολιτική. Το αντίθετο, μάλιστα· τα νέα μέσα που παρέχει στο νομοθέτη ο ήπιος πατερναλισμός, μπορούν να συνδυαστούν αρμονικά με μια χρηματοοικονομική εκπαίδευση που συγκεντρώνει τα παραπάνω χαρακτηριστικά,

---

θεωρώντας πως είναι δύσκολο και πολύ ακριβό να αναμορφώνεται συνεχώς το εκπαιδευτικό πρόγραμμα, ώστε να συμβαδίζει με τις συνεχείς εξελίξεις στα χρηματοπιστωτικά μέσα (Willis, 2011).

<sup>80</sup> Σημαντικό αρωγό σε μία τέτοια προσπάθεια στη χώρα μας, θα μπορούσε να αποτελέσει το νεοσύστατο Ινστιτούτο Χρηματοοικονομικού Αλφαβητισμού, ο πρώτος μη κερδοσκοπικός οργανισμός στην Ελλάδα που έχει ως αποστολή την καταπολέμηση του χρηματοοικονομικού αναλφαβητισμού και τη «δημιουργία μιας νέας γενιάς ενημερωμένων και χρηματοοικονομικά υπεύθυνων πολιτών» (Φίλιππας, 2017).

<sup>81</sup> Ο Φίλιππας (2015) τονίζει πως ένα από τα συχνότερα σφάλματα των επενδυτών είναι η επένδυση σε ένα μικρό αριθμό μετοχών, ή σε μετοχές της εγχώριας μόνο αγοράς (βλ. σφάλμα οικειότητας), επιλογές που αυξάνουν το αναλαμβανόμενο ρίσκο.

υποδεικνύοντας το δρόμο για την αποτελεσματικότερη προστασία των επενδυτών στο άμεσο μέλλον (Lusardi & Mitchell, 2014).

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το μακρινό 1999, ο Richard Thaler προέβλεπε πως δεν αργεί η εποχή που η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική θα καλείται απλώς «Χρηματοοικονομική», καθώς η παρατήρηση της συμπεριφοράς των επενδυτών θα αποτελεί πια αναπόσπαστο στοιχείο κάθε χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Σήμερα, 20 περίπου χρόνια μετά, μπορούμε να απαντήσουμε με βεβαιότητα πως η αλλαγή αυτή δεν έχει ακόμα επέλθει. Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς, παρά τις ατέλειες και τους δογματισμούς της, εξακολουθεί να θεωρείται το καταλληλότερο υπόδειγμα για τη μελέτη των κεφαλαιαγορών.

Τον ίδιο δρόμο φαίνεται να ακολουθεί και το Δίκαιο. Με την πληροφόρηση να θεωρείται εχέγγυο της αποτελεσματικότητας, αναπόφευκτα θεσπίζονται ρυθμίσεις που ευνοούν την ποσότητα έναντι της ποιότητας των πληροφοριών. Η εξάπλωση των ιδεών της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης του Δικαίου, ελάχιστα μοιάζει να έχει αγγίξει την κεφαλαιαγορά. Οι αυξημένες ρυθμιστικές απαιτήσεις της MiFID II δεν έχουν συμπεριφορικό χαρακτήρα, με εξαίρεση το βελτιωμένο έλεγχο καταλληλότητας, που, όμως, δεν αρκεί ώστε να καταστήσει το νέο νομοθέτημα ικανοποιητικό από τη σκοπιά της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.

Με την επιστροφή επενδυτών και κεφαλαίων στις χρηματαγορές να αποτελεί βασική προτεραιότητα των ευρωπαϊκών αρχών, ο ενωσιακός νομοθέτης καλείται να αναλάβει πρωτοβουλίες στο πεδίο του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς. Κυρίως, όμως, καλείται να αλλάξει προσέγγιση. Η οικοδόμηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών δεν μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της επιβολής αυστηρών οργανωτικών μέτρων και προστίμων στις ΑΕΠΕΥ, αφού - σε πολλές περιπτώσεις - ο μεγαλύτερος εχθρός των επενδυτών είναι ο ίδιος τους ο ανορθολογικός εαυτός. Το ρυθμιστικό πεδίο του νομοθέτη πρέπει να συμπεριλάβει και αυτούς, εντοπίζοντας τα κυριότερα λάθη τους και δημιουργώντας τις κατάλληλες συνθήκες για τον περιορισμό τους.

Οδηγό σε αυτή την προσπάθεια θα πρέπει να αποτελέσει η θεωρία περί νυγμών. Ο ανεπαίσθητα παρεμβατικός της χαρακτήρας υπερασπίζεται την αξία της ατομικής επιλογής και καταρρίπτει τις περισσότερες αντιπατερναλιστικές ενστάσεις. Παράλληλα, η επιτυχημένη εφαρμογή της σε σειρά ζητημάτων κοινωνικού, αλλά και οικονομικού ενδιαφέροντος, αφήνει πολλές υποσχέσεις για την ενδεχόμενη αξιοποίησή της προς όφελος των επενδυτών.

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του χώρου της κεφαλαιαγοράς προκρίνουν, κυρίως, το μέτρο των πληροφοριακών νυγμών. Η πληροφόρηση δεν θα πρέπει να πάψει να αποτελεί τον κύριο πυλώνα της προστασίας των επενδυτών. Θα πρόκειται, όμως, για μία πληροφόρηση σχεδιασμένη με τέτοιο τρόπο, ώστε να εξασφαλίζει την πραγματική κατανόηση, εκ μέρους των επενδυτών, όλων των κινδύνων με τους οποίους βρίσκονται αντιμέτωποι. Η υποχρέωση θα βαρύνει τόσο τους εκδότες όσο και τις ΑΕΠΕΥ, που θα οφείλουν να γνωρίζουν σε ποιον επενδυτή απευθύνονται, προσαρμόζοντας ανάλογα τις συνθήκες ενημέρωσής του.

Πλάι στους νέους κανόνες πληροφόρησης θα μπορούσαν να επενεργήσουν και τα υπόλοιπα νυγμικά εργαλεία. Ιδίως οι κανόνες προεπιλογής έχουν αποδειχθεί άκρως αποτελεσματικοί, αφού οι δυνάμεις της αγκίστρωσης και της αδράνειας δεν είναι εύκολα προσπελάσιμες. Η μεταφορά τους στο Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς θα μπορούσε να επεκτείνει τις υποχρεώσεις των εκδοτών αλλά και των ΑΕΠΕΥ, καθιστώντας τον έλεγχο συμβατότητας σημείο αναφοράς για όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες, αναβαθμίζοντας την προστασία της συντριπτικής πλειοψηφίας των ιδιωτών επενδυτών.

Αρωγό σε κάθε ρυθμιστική παρέμβαση του νομοθέτη θα πρέπει να αποτελέσει και η εκπαίδευση των επενδυτών. Ο χρηματοοικονομικός αναλφαβητισμός αναδεικνύεται, ολοένα

και περισσότερο τα τελευταία χρόνια, ως μείζον πρόβλημα, με τις περισσότερες μετρήσεις να τον συνδέουν άμεσα με τα χαμηλά επίπεδα οικονομικής ευημερίας. Αν και η έλλειψη ορθολογικότητας δεν απουσιάζει ούτε από τις επιλογές των καταρτισμένων ατόμων, είναι αναμφίβολο ότι η εκπαίδευση μπορεί να περιορίσει συμπεριφορές σαν τα σφάλματα της οικειότητας και της αντιπροσωπευτικότητας, μέσα από την καλύτερη κατανόηση εννοιών, όπως η απόδοση ή η διαφοροποίηση κινδύνου. Η χρηματοοικονομική εκπαίδευση μπορεί να ενταχθεί στα σχολικά προγράμματα, αλλά και να αξιοποιήσει τις δυνατότητες της τεχνολογίας, παρέχοντας στους επενδυτές διαρκή επιμόρφωση, με τη συνεργασία φορέων του ιδιωτικού τομέα.

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είχε εμφανιστεί ως επανάσταση στον τρόπο προσέγγισης των κεφαλαιαγορών. Ο ίδιος χαρακτηρισμός αποδόθηκε και στον ήπιο κηδεμονισμό που γέννησαν τα Συμπεριφορικά Οικονομικά, πριν από περίπου μία δεκαετία. Η ιστορία μας διδάσκει ότι κάποιες επαναστάσεις αποτυγχάνουν, κάποιες καταρρίπτουν τα υπάρχοντα καθεστώτα, ενώ άλλες απλώς τα μεταβάλλουν προς το καλύτερο. Η τελευταία φαίνεται να είναι και η περίπτωση της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Ακόμη και αν δεν κατορθώσει ποτέ να υπερκεράσει την παραδοσιακή θεωρία, η εμπέδωση των συμπερασμάτων της και η αξιοποίησή τους μέσα από τη στρατολόγηση του Δικαίου, μπορεί πράγματι να βελτιώσει τις συνθήκες κάτω από τις οποίες συμμετέχουν οι επενδυτές στις αγορές και να συμβάλει στην αποτελεσματικότερη προστασία τους.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνόγλωσση

- Αλεξιάκης, Χ. & Ξανθάκης Μ. (2008), *Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Εισαγωγικά Στοιχεία*, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη
- Αριέλυ, Ν. (2008), *Προβλέψιμα Παράλογοι: Οι κρυφές δυνάμεις που διαμορφώνουν τις αποφάσεις μας*, Μτφρ. Ε.Μαργέλη, Αθήνα: Εκδόσεις Ενάλιος
- Αυγητίδης, Δ. (2014), *Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη
- Καραγκουνίδης, Α. (2007), *Προστασία του επενδυτή: Στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών*, Αθήνα - Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε.
- Καραμπατζός, Α. (2016), *Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στη συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του Δικαίου*, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας
- Λιάπτης, Δ. (2012), *Αποζημίωση των επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη
- Ντομπέλλι, Ν. (2013), *Η τέχνη της καθαρής σκέψης: 52 λάθος τρόποι σκέψης που θα ήταν καλύτερα να αφήσετε για άλλους*, Μτφρ. Σ.Τριανταφύλλου, 6<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα: Εκδόσεις Πατάκη
- Σπύρου, Σ. (2009), *Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική: Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία*, Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου
- Τουντόπουλος, Β. (2015), *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα - Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε.
- Φίλιππας, Ν. (2017), «Η αυξανόμενη σπουδαιότητα του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού», *Πρακτικά 1<sup>ου</sup> Συνεδρίου Χρηματοοικονομικού Αλφαριθμητισμού στην Ελλάδα*, σελ. 21-30, Αθήνα: Εκδόσεις Παπαδόπουλος
- Φίλιππας, Ν. (2015), *Η ψυχολογία των αγορών: Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση*, Αθήνα: Εκδόσεις Πεδίο

### Ξενόγλωσση

- Atkinson, A. & Messy, F. (2012), "Measuring Financial Literacy: Results of the OECD / International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No. 15, Paris: OECD Publishing
- Avgouleas, E. (2006), *Cognitive Biases and Investor Protection Regulation an Evolutionary Approach*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1133214> (Ημερομηνία πρόσβασης: 12/05/2018)
- Baker, K. & Nofsinger, J. (2002), Psychological Biases of Investors, *Financial Services Review*, Vol. 11, pp. 97-116
- Barber, D. & Odean, T. (2001), Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, pp. 261-292
- Barber, D. & Odean, T. (2002), Online Investors: Do the Slow Die First?, *The Review of Financial Studies Special*, Vol. 15, pp. 455-487
- Benartzi, S., Thaler, R., Utkus, S., Sunstein, C. (2007), The Law and Economics of Company Stock in 401(k) Plans, *Journal of Law and Economics*, Vol. 50, pp. 45-79

- Ben-Shahar, O. & Schneider, C. (2011), The Failure of Mandated Disclosure, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 159, pp. 647-749
- Bubb, R. & Pildes, R. (2014), How Behavioral Economics Trims its Sails and Why, *Harvard Law Review*, Vol. 127, pp. 1595-1678
- Byrnes, J. (2002), The Development of Decision-Making, *Journal of Adolescent Health*, Vol.31, pp. 208-215
- Camerer, C., Issacharoff, S., Lowenstein, G., O'Donoghue, D. & Rabin, M. (2003), Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for "Assymetric Paternalism", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 151, pp. 1211-1254
- Campbell, J. (2006), Household Finance, *The Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 1554-1604
- Choi, S. & Pritchard A. (2003), Behavioral Economics and the SEC, *Stanford Law Review*, Vol. 56, pp. 1-73
- Choi, S. (2000), Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal, *California Law Review*, Vol. 88, pp. 279-334
- Coase, R. (1937), The Nature of the Firm, *Economica*, Vol.4, pp. 386-405
- Conly, S. (2013), *Against Autonomy: Justifying Coercive Paternalism*, New York: Cambridge University Press
- Cunningham, L. (2002), Behavioral Finance and Investor Governance, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 59, pp. 767-837
- Daniel, K. & Hirshleifer, D. (2015), Overconfident Investors, Predictable Returns and Excessive Trading, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29, pp. 61-88
- De Bondt, W. & Thaler, R. (1995), Financial Decision-making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective, *Handbook in Operations Research and Management Science*, Vol. 9, pp. 385-410
- De Bondt, W. & Thaler, R. (1985), Does the Stock Market Overreact?, *The Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 793-805
- Eppler, M. & Mangis, J. (2004), The Concept of Information Overload - A Review of Literature from Organization Science, Accounting, Marketing, MIS, and Related Disciplines, *The Information Society: An International Journal*, Vol. 20, No. 5, pp. 1-20
- Epstein, R. (2006), Behavioral Economics: Human Errors and Market Corrections, *University of Chicago Law Review*, Vol. 73, pp. 111-132
- Faure, M. & Luth, H. (2011), Behavioural Economics in Unfair Contract Terms: Cautions and Considerations, *Journal of Consumer Policy*, Vol. 34, pp. 337-358
- Ferrarini, G. & Wymeersch, E. (2006), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford: Oxford University Press
- Gillet R., Ligot S. & Firouzi, H.O. (2017) "The Challenges and Implications of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) and of its Revision (MiFID II, MiFIR) on the Efficiency of Financial Markets", in Douady R., Goulet C., Pradier, PC. (ed.) *Financial Regulation in the EU: From Resilience to Growth*, Cham: Palgrave Macmillan, 151-198
- Glaeser, E. (2006), Paternalism and Psychology, *University of Chicago Law Review*, Vol. 73, pp. 133-156
- Hastings, J., Madrian, B. & Skimmyhorn, W. (2012), *Financial Literacy, Financial Education and economic outcomes*, Working Paper No. 18412. Available at: <http://www.nber.org/papers/w18412> (Ημερομηνία πρόσβασης: 14/05/2018)

- Hayden, G. & Ellis, S. (2007), Law and Economics After Behavioral Economics, *University of Kansas Law Review*, Vol. 55, pp. 629-675
- Jolls, C. (2007), *Behavioral Law and Economics*, Working Paper No. 12879. Available at: <http://www.nber.org/papers/w12879> (Ημερομηνία πρόσβασης: 18/02/2018)
- Jolls, C. & Sunstein, C. (2005), *Debiasing through Law*, Working Paper No. 11738. Available at: <http://www.nber.org/papers/w11738> (Ημερομηνία πρόσβασης: 26/03/2018)
- Juurikkala, O. (2012), The Behavioral Paradox: Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 18, pp. 33-93
- Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, London: Penguin Books
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol. 47, pp. 263-292
- Klick, J. & Mitchell, G. (2006), Government Regulation of Irrationality: Moral and Cognitive Hazards, *Minnesota Law Review*, Vol. 90, pp. 1620-1663
- Klöhn, L. (2009), Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: A Behavioural Law & Economics Perspective, *European Business Organization Law Review*, Vol. 10, pp. 437-454
- Krier, J. & Noll, R. (1990), Some Implications of Cognitive Psychology for Risk Regulation, *The Journal of Legal Studies*, Vol. 19, pp. 747-779
- Langevoort, D. (2002), *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, Working Paper No. 305241. Available at: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=305241](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=305241) (Ημερομηνία πρόσβασης: 16/01/2018)
- Lin, T. (2011), A Behavioral Framework for Securities Risk, *Seattle University Law Review*, Vol. 34, pp. 325-378
- Lowenstein, G., Bryce, C., Hagmann, D. & Rajpal, S. (2015), Warning: You Are about to Be Nudged, *Behavioral Science & Policy*, Vol.1, pp. 35-42
- Lusardi, A. & Mitchell, O. (2014), The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, pp. 1-40
- Mill, J.S. (1859), *On Liberty*, in Gray, J. (ed.), *On Liberty and other Essays*, New York: Oxford University Press, 5-104
- OECD (2017), *OECD/INFE Policy Framework for Investor Education*
- OECD (2016), *OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*
- Park, H. & Sohn, W. (2013), Behavioral Finance: A Survey of the Literature and Recent Development, *Seoul Journal of Business*, Vol. 19, pp. 3-42
- Pompian, M. (2016), *Risk profiling through a Behavioral Finance lens*, CFA Institute Research Foundation (ed.). Available at: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rfbr.v2.n1.1> (Ημερομηνία πρόσβασης: 22/03/2018)
- Posner, R. (1997), Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, *Stanford Law Review*, Vol. 50, pp. 1551-1575
- Posner, R. (1986), *Economic Analysis of Law*, 3<sup>rd</sup> edition, London: Little, Brown and Company
- Prentice, R. (2002), Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future, *Duke Law Journal*, Vol. 51, pp. 1397-1511
- Ricciardi, V. & Simon, H. (2000), What is Behavioral Finance?, *Business, Education & Technology Journal*, Vol. 2, No. 2, pp. 1-9

- Schwarz, S. (2018), *Regulating Complacency: Human Limitations and Legal Efficacy*, *Notre Dame Law Review*, Vol. 93, pp. 1073-1104
- Sethi, J. (2011), Another Role For Securities Regulation: Expanding Investor Opportunity, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 16, pp. 783-838
- Shavell, S. (2000), *Economic Analysis of Law*, Discussion Paper No. 283. Available at: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/) (Ημερομηνία πρόσβασης: 14/04/2018)
- Shefrin, H. (2002), *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, New York: Oxford University Press
- Shiller, R. (2000), *Irrational Exuberance*, New Jersey: Princeton University Press
- Spindler, G. (2011), Behavioural Finance and Investor Protection Regulations, *Journal of Consumer Policy*, Vol. 34, pp. 315-336
- Sunstein, C. (2015), *Nudging and choice architecture: Ethical considerations*, Discussion Paper No. 809. Available at: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/) (Ημερομηνία πρόσβασης: 08/03/2018)
- Sunstein, C. (2012), *Behavioral Economics and Paternalism*, *Yale Law Journal* (forthcoming). Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2182619> (Ημερομηνία πρόσβασης: 08/03/2018)
- Sunstein, C. (2006), Boundedly Rational Borrowing, *University of Chicago Law Review*, Vol. 73, pp. 249-270
- Sunstein, C. (1997), *Behavioral Analysis of Law*, Program in Law & Economics Working Paper No. 46. Available at: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:12876715> (Ημερομηνία πρόσβασης: 22/03/2018)
- Sunstein, C., Jolls, C. & Thaler, R. (1998), A Behavioral Approach to Law and Economics, *Stanford Law Review*, Vol. 50, pp. 1471-1550
- Thaler, R. (1999), The end of Behavioral Finance, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, pp. 12-17
- Thaler, R. & Sunstein, C. (2008), *NUDGE: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven & London: Yale University Press
- Thaler, R. & Benartzi, S. (2004), Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving, *Journal of Political Economy*, Vol. 112, pp. 164-187
- Thaler, R. & Sunstein, C. (2003), Libertarian Paternalism, *The American Economic Review*, Vol.93, pp. 175-179
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1986), Rational Choice and the Framing of Decisions, *The Journal of Business*, Vol. 59, pp. 251-278
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*, Vol. 185, pp. 1124-1131
- Ulen, T. (2013), A Behavioral View of Investor Protection, *Loyola University Chicago Law Journal*, Vol. 44, pp. 1357-1376
- Willis, L. (2011), *The Financial Education Fallacy*, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 2011, 101:3, 429-434. Available at: <https://ssrn.com/abstract=1869323> (Ημερομηνία πρόσβασης: 12/05/2018)
- Wright, J. & Ginburg, D. (2012), Behavioral Law and Economics: Its Origins, Fatal Flaws and Implications for Liberty, *Northwestern University Law Review*, Vol. 106, No.3, pp. 1-57
- Zamir, E. (1998), The Efficiency of Paternalism, *Virginia Law Review*, Vol. 84, pp. 229-286

### Διαδικτυακές πηγές

Ενημερωτικό Δελτίο FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε. 18<sup>ος</sup> Σεπτεμβρίου 2017 (2017), <http://www.helex.gr/documents/10180/1432379/FRIGOGLASS+%CE%91.B.E.%CE%95.+%2819-%CE%A3%CE%B5%CF%80-2017%29%201.pdf/b798b7cb-021a-40a8-97ca-5567b158276d?version=1.0> (Ημερομηνία πρόσβασης: 11/05/2018)

Ενημερωτικό Δελτίο ΟΠΑΠ Α.Ε. 8<sup>ος</sup> Μαρτίου 2017 (2017), <http://www.helex.gr/documents/10180/4645378/%CE%9F%CE%A0%CE%91%CE%A0%20A.E.+-%CE%95%CE%BD%CE%B7%CE%BC%CE%B5%CF%81%CF%89%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8C%20%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF%20%2809-03-2017%29/489b47c7-9bd1-49b0-b40e-db9870752244?version=1.0> (Ημερομηνία πρόσβασης: 11/05/2018)

Ενημερωτικό Δελτίο ΕΛ.ΤΕΧ. ΑΝΕΜΟΣ Α.Ε. 3<sup>ος</sup> Ιουλίου 2014 (2014), <http://www.helex.gr/documents/10180/2102933/%CE%95%CE%9B%CE%A4%CE%95%CE%A7%20%CE%91%CE%9D%CE%95%CE%9C%CE%9F%CE%A3%20+%CE%95%CE%BD%CE%B7%CE%BC%CE%B5%CF%81%CF%89%CF%84%CE%B9%CE%BA%CF%8C%20%CE%94%CE%B5%CE%BB%CF%84%CE%AF%CE%BF%20%283-7-2014%29/bbbff192-889f-41d2-a142-307ea9d64ac1?version=1.1> (Ημερομηνία πρόσβασης, 11/05/2018).

Χρυσικόπουλος, Ν. (2018), *Τεράστιες οι ευθύνες για την υπόθεση Folli Follie*, <http://www.capital.gr/epixeiriseis/3294853/terasties-oi-euthunes-gia-tin-upothesi-folli-follie> (Ημερομηνία πρόσβασης: 05/06/2018)

Afif, Z. (2017), *“Nudge units” – where they came from and what they can do*, <http://blogs.worldbank.org/developmenttalk/nudge-units-where-they-came-and-what-they-can-do> (Ημερομηνία πρόσβασης: 26/03/2018)

Barnett, C. (2017), *Inside the meteoric rise of the ICOs* <https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2017/09/23/inside-the-meteoric-rise-of-icos/#70c774085670> (Ημερομηνία πρόσβασης: 16/03/2018).

BBC (2005), *Suicide most likely on Mondays*, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/health/4184136.stm>, (Ημερομηνία πρόσβασης: 09/03/2018)

Broder, J. (2012), *Powerful Shaper of U.S. Rules Quits, With Critics in Wake*, <https://www.nytimes.com/2012/08/04/science/earth/cass-sunstein-to-leave-top-regulatory-post.html> (Ημερομηνία πρόσβασης: 26/03/2018)

Desjardins, J. (2017), *Every Single Cognitive Bias in One Infographic*, <http://www.visualcapitalist.com/every-single-cognitive-bias/> (Ημερομηνία πρόσβασης: 11/03/2018).

European Commission (2016), *Commission extends by one year the application date for the MiFID II package*, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-16-265\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-265_en.htm) (Ημερομηνία πρόσβασης: 24/04/2018)

ESMA (2017), *Consultation Paper on guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, <https://www.esma.europa.eu/document/consultation-paper-guidelines-certain-aspects-mifid-ii-suitability-requirements> (Ημερομηνία πρόσβασης: 04/05/2018)

ESMA (2012), *Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, [https://www.esma.europa.eu/system/files/force/library/2015/11/2012-387\\_en.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files/force/library/2015/11/2012-387_en.pdf), (Ημερομηνία πρόσβασης: 04/05/2018)

Hürriyet Daily News (2017), *Turkey to use 'behavioral economics' in policymaking*, <http://www.hurriyetaidailynews.com/turkey-to-use-behavioral-economics-in-policymaking-122737> (Ημερομηνία πρόσβασης: 26/03/2018)

INFE (χ.η.), <http://www.financial-education.org/home.html> (Ημερομηνία πρόσβασης: 28/05/2018)

Investopedia (χ.η.), *401(k) Plan*, <https://www.investopedia.com/terms/1/401kplan.asp> (Ημερομηνία πρόσβασης: 20/03/2018)

Kochkodin, B. (2017), *One of the Biggest Bitcoin Exchanges Just Added 100,000 Users in a Single Day*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-02/bitcoin-exchange-added-100-000-users-in-a-day-as-price-exploded> (Ημερομηνία πρόσβασης: 16/03/2018)

The Behavioural Insights Team (χ.η.), <http://www.bi.team/> (Ημερομηνία πρόσβασης: 26/03/2018)

### **Νομοθεσία**

N.4514/2018

N.4374/2016

N.4099/2012

N.3606/2007

N.3556/2007

N.3401/2005

N.3340/2005

N.2190/1920

Κανονισμός 1129/2017

Κανονισμός 600/2014

Κανονισμός 809/2004

Οδηγία 2014/65/ΕΕ

Οδηγία 2013/50/ΕΕ

Οδηγία 2010/73/ΕΕ

Οδηγία 2004/109/ΕΚ

Οδηγία 2004/39/ΕΚ

Οδηγία 2003/71/ΕΚ

Οδηγία 2003/6/ΕΚ

Οδηγία 93/22/ΕΟΚ

Regulation S-K (νομοθεσία Η.Π.Α)

### **Άλλα κείμενα**

Απόφαση 1/452/01.11.2007 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Εγκύκλιος 50/14.12.2012 Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

### **Νομολογία**

ΑΠ 446/2010, ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 1093/2008, ΕεμπΔ 2009, 375 επ.