

# ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

«Δίκαιο και Οικονομία»



**Τίτλος εργασίας: Κίνδυνοι για τους ιδιώτες από τις χρηματοοικονομικές συμβάσεις δανεισμού και από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.**

---

Διπλωματική εργασία για το ΔΠΜΣ «Δίκαιο και Οικονομία»

**Του Σταύρου Α. Κουρμπέτη, Δικηγόρου Αθηνών**

Επιβλέπων καθηγητής: κ. Καραμπατζός Αντώνιος

Πειραιάς, ακαδημαϊκό έτος 2018-2019

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



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

---

### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο **Κίνδυνοι για τους ιδιώτες από τις χρηματοοικονομικές συμβάσεις δανεισμού και από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.** 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

Ονοματεπώνυμο Σταύρος Α. Κουρμπέτης

Ημερομηνία 7/6/2019

Copyright © Σταύρος Α. Κουρμπέτης, 2019

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

*στους γονείς μου*

ΣΤΑΥΡΟΣ Α. ΚΟΥΡΜΠΕΤΗΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΙΔΙΩΤΕΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ  
ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΠΑΡΟΧΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην εργασία αυτή, που τιτλοφορείται «Κίνδυνοι για τους ιδιώτες από τις χρηματοοικονομικές συμβάσεις δανεισμού και από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.», σκοπός είναι να παρουσιαστεί ο τρόπος που η οικονομική ανάλυση του δικαίου επηρεάζει τη ρυθμιστική παρέμβαση του ενωσιακού και του εθνικού νομοθέτη στη θέσπιση ενός προστατευτικού κανονιστικού πλαισίου για το άτομο.

Στο πρώτο μέρος, στο πρώτο κεφάλαιο επιχειρείται η καταγραφή των δύο θεμελιωδών οικονομικών θεωριών, συμπεριλαμβανομένων των διαφόρων εκδοχών αλλά και των κριτικών που έχουν ασκηθεί. Στο δεύτερο, γίνεται επίσης μια καταγραφή των κρίσιμων εννοιών που αφορούν την Αγορά Κεφαλαίων. Στο τρίτο μέρος, γίνεται μια ανάλυση της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (γνωστή και ως ‘Markets in Financial Instruments Directive II’) και του νόμου 4512/2018, όπου επιχειρείται η ανάδειξη του ρόλου που έχει παίξει η οικονομική ανάλυση του δικαίου στην πρόληψη και αντιμετώπιση «λαθών» των επενδυτών. Η ανάλυση γίνεται με βάση τον άξονα της σχέσης που αναπτύσσουν οι Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών με τους επενδυτές και αντιστρόφως, δηλαδή με αναφορά των εκατέρωθεν υποχρεώσεων. Επίσης, γίνεται και μια αντιπαραβολή της έννοιας του επενδυτή με τον καινούργιο ορισμό του καταναλωτή. Στο τέταρτο μέρος, με γνώμονα τον κίνδυνο της καταναλωτικής υπερχρέωσης, στο πλαίσιο του τραπεζικού δανεισμού ιδιωτών- όχι επιχειρηματιών όμως- γίνεται μια ακόμα προσπάθεια να αναδειχθεί ο ρόλος της οικονομικής ανάλυσης στη σωστή νομοθέτηση. Ειδικότερα, στο πλαίσιο των Οδηγιών 2008/48/ΕΚ και 2014/17/ΕΕ και αντίστοιχα της ΚΥΑ 699/2010 και του νόμου 4438/2016 ο γράφων εστιάζει στο μηχανισμό της αρχής του υπευθύνου δανεισμού. Τέλος, καταλήγουμε σε χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά το πόσο ο ενωσιακός νομοθέτης προκρίνει το άνθρωπο που «είναι τέλειος με όλα τα σφάλματά του» ή επιλέγει να τον «πατρονάρει». Σε κάθε περίπτωση, υποστηρίζεται ότι πλέον είναι φανερό η χρήση των πορισμάτων της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου στη νομοθέτηση. Τόσο στα μέρη τρία και τέσσερα, όπως και στο τελευταίο εκτός από γενικά συμπεράσματα, υπάρχουν και ιδιαίτεροι προβληματισμοί επί ειδικών ζητημάτων και εκ των οποίων κάποιοι επιδοκιμάζουν συγκεκριμένες ρυθμίσεις και κάποιοι αποδοκιμάζουν.

Σας εύχομαι καλή και ευχάριστη ανάγνωση!

Τίτλος: Κίνδυνοι για τους ιδιώτες από τις χρηματοοικονομικές συμβάσεις δανεισμού και από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.

## Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	8
A. Οικονομικές Θεωρίες.....	9
I. Rational Choice Theory.....	9
II. Behavioral Decision Theory ή ο ανθρωπότυπος των “Humans”.....	15
1) Περιορισμένη ορθολογικότητα.....	16
2) Περιορισμένη αυτοπειθαρχία.....	23
3) Περιορισμένα ιδιοτελή κίνητρα.....	25
III. Η κριτική στην Behavioral Decision Theory.....	29
1) Κριτική της RCT.....	29
2) Φιλοσοφική και Δικαιϊκή άποψη.....	32
B. Χρηματοπιστωτικές αγορές.....	40
Γ. Ορθολογικότητα και Αγορά Κεφαλαίων.....	43
I. Τα διάφορα θεωρητικά μοντέλα.....	43
1) Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς.....	43
2) Οι σημαντικότερες αποκλίσεις από την Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς.....	47
3) Η Υπόθεση της Ανορθολογικής/Αναποτελεσματικής Αγοράς;.....	57
II. Η Εφαρμογή των θεωρητικών μοντέλων στην πράξη από τον νομοθέτη (MiFID II).....	58
1) Συνοπτική παρουσίαση του νομικού πλαισίου για την Κεφαλαιαγορά.....	58
2) Η σχέση ΕΠΕΥ-επενδυτών.....	61
3) Σχέση εκδοτών-επενδυτών.....	77
4) Η έννοια του επενδυτή σε σχέση με τον καταναλωτή.....	85
Δ. Ορθολογικότητα και τραπεζικός δανεισμός.....	88
I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	88
II. Η καταναλωτική υπερχρέωση.....	89
III. Το παράδειγμα της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού ως μηχανισμού περιορισμού της ανορθολογικής δράσης των καταναλωτών.....	90
1) Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ως εννοιολογικό στοιχείο της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού.....	93
2) Τα μέσα για την επίτευξη δανεισμού.....	104
<b>E. Συμπέρασμα.....</b>	<b>105</b>
ΣΤ. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	111

## Εισαγωγή

Το δίκαιο και η οικονομία είναι δύο καθοριστικοί παράγοντες που ρυθμίζουν τις βιοτικές σχέσεις και τον τρόπο που αυτές αλληλεπιδρούν στη κοινωνία. Ο βρετανός μαθηματικός και πολιτικός αναλυτής του 19<sup>ου</sup> αιώνα William Stanley Jevons διατύπωσε το μακρινό 1862 την εξής παραδοχή «*We shall never have a science of economics unless we learn to discern the operation of law even among the most perplexing complications and apparent interruptions*». Η παραδοχή αυτή, που αποτέλεσε μια από τις αρχικές διαπιστώσεις ότι το δίκαιο επηρεάζει την οικονομία και αντιστρόφως η οικονομία το δίκαιο, κάτι που επιχειρεί να καταδείξει και η παρούσα διπλωματική εργασία.

Η νομική επιστήμη ανήκει καθαρά στις δεοντολογικές επιστήμες, καθώς ενδιαφέρεται για την ανθρώπινη συμπεριφορά, είναι δηλαδή έντονα κανονιστική επιστήμη. Από την άλλη πλευρά η οικονομική επιστήμη είναι οντολογική επιστήμη, αφού μελετά και αναλύει την οικονομική δραστηριότητα του ατόμου, είναι δηλαδή έντονα θετική επιστήμη. Κοινός τόπος των δύο επιστημών είναι ο άνθρωπος και η δράση του, η μεν νομική επιστήμη κατευθύνει τη δράση η δε οικονομική επιστήμη μελετά και προβλέπει αυτή. Είναι εύλογο ότι μεταξύ των δυο υφίσταται ένας εσωτερικός σύνδεσμος, ενώ είναι φυσικά επόμενη η διαπίστωση ότι οι επιστήμες αλληλεπιδρούν. Αυτή είναι και η θεμέλια παραδοχή της θεωρίας της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου.

Στο πλαίσιο της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου, τα διάφορα πορίσματα αυτής θα εργαλειοποιηθούν για την ανάλυση των ρυθμίσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς αλλά και του τραπεζικού δικαίου. Ειδικότερα, οι δράσεις των υποκειμένων κατά την επενδυτική τους δράσης αλλά και κατά την ανάληψη των κινδύνων από έναν «υπέρμετρο» δανεισμό είναι πεδία όπου η οικονομική ανάλυση του δικαίου και τα πορίσματά αυτής μπορούν να αποδείξουν τη βασιμότητά τους. Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να αναδείξει ότι ο νομοθέτης/ρυθμιστής λαμβάνει υπόψη την οικονομική ανάλυση αλλά και η διαπίστωση μονομερώς κάποιων ζητημάτων που ο γράφων κρίνει σκόπιμο να αναφερθούν (είτε διότι κρίνει ορθή τη ρύθμιση είτε διότι έχει ενστάσεις).

Σε αυτό το σημείο θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την αδιάκοπη στήριξη τους όλα αυτά τα χρόνια, καθώς και τους καθηγητές μου στη Νομική Σχολή του Αριστοτέλειου Πανεπιστημίου Θεσσαλονίκης αλλά και στο ΔΠΜΣ «Δίκαιο και Οικονομία» του Πανεπιστημίου Πειραιώς, που με εισήγαγαν στο κόσμο της επιστήμης.

Τέλος, θα ήθελα ειδικά να ευχαριστήσω προσωπικά τον επιβλέποντα καθηγητή, κύριο Αντώνη Καραμπατζό για τη πολύτιμη βοήθειά του κατά στη συγγραφή της παρούσης.

Νέο Ψυχικό, Μάιος 2019

**Σταύρος Α. Κουρμπέτης**



## A. Οικονομικές Θεωρίες

### I. Rational Choice Theory

Ο εικοστός αιώνας αποτέλεσε το θέατρο για την θεμελίωση και επικράτηση του μοντέλου της «ελεύθερης αγοράς»<sup>1</sup>, ήτοι πληρέστερα πρόκειται για το φιλελεύθερο οικονομικό μοντέλο. Τμήμα του πυρήνα αυτού του μοντέλου, αποτέλεσε η θεωρία της ορθολογικής επιλογής (Rational Choice Theory, εφεξής RCT)<sup>2</sup>, σύμφωνα με την οποία η διαδικασία λήψης αποφάσεων από τα υποκείμενα των οικονομικών σχέσεων μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο επιστημονικής μεθόδου κατά τρόπο ανάλογο με τις θετικές επιστήμες. Θεμέλιος λίθος της RCT είναι ο μεθοδολογικός ατομισμός, με την έννοια ότι εξετάζεται η μέση συμπεριφορά που επιδεικνύουν πολλά υποκείμενα όταν τοποθετούνται στο ίδιο πλαίσιο λήψης απόφασης. Σημαντική αξιακά έννοια για την RCT είναι αυτή της ορθολογικότητας. Κατά την οικονομική επιστήμη, η ορθολογικότητα έχει εργαλειακό χαρακτήρα (Instrumental Rationality), καθώς με αυτή γίνεται εφικτή η σύλληψη της κοινωνικής πραγματικότητας και διατύπωση μοντέλων εντός αυτής<sup>3</sup>. Αυτό σημαίνει ότι εξετάζεται η συμπεριφορά πάντα έχοντας ως δεδομένο το που αποσκοπεί, ήτοι ποιος είναι ο οικονομικός σκοπός<sup>4</sup>.

Η RCT, όπως αναφέρθηκε πιο πριν περιγράφει, αναλύει και εξηγεί συμπεριφορές/

---

<sup>1</sup> Ωστόσο, οι έννοιες του ωφελιμισμού και της χρησιμότητας ήταν ήδη αντικείμενο πολιτικού και φιλοσοφικού στοχασμού από προηγούμενους αιώνες, καθώς ήδη ο Giacomo Leopardi στο Προοίμιο του εβδομαδιαίου εντύπου με τίτλο “Ο Φλωρεντίνος θεατής” δηλώνει: “Ομολογούμε απερίφραστα ότι η Εφημερίδα μας δεν θα έχει καμία χρησιμότητα”

<sup>2</sup> Βλ. Ulen, Rational Choice Theory in Law and Economics, σε: Bockaert/De Geest (2000), Encyclopedia of Law and Economics, Volume I. The History and Methodology of Law and Economics, Cheltenham: Edward Elgar, σ.790-818

<sup>3</sup> Η ορθολογικότητα διακρίνεται σε θεωρητική (epistemical rationality) και πρακτική (rationality of action). Στην πρώτη εξετάζονται οι πεποιθήσεις των υποκειμένων που είναι αποτέλεσμα παραγόντων όπως η μάθηση, η έρευνα, η παρατήρηση, η εμπειρία, οι αισθήσεις, η μνήμη κοκ, ενώ στη δεύτερη εξετάζονται οι αποφάσεις των υποκειμένων πάντα υπό το πρίσμα του επιδιωκόμενου σκοπού. βλ. Elster, When Rationality Fails, σε: Karen Schweers Cook, Margaret Levi (1990), The Limits of Rationality, Cambridge: Cambridge University Press, σ. 20-24

<sup>4</sup> Επομένως πρόκειται για την πρακτική ορθολογικότητα - βλ. Foka-Kavaliaraki/Hatzis (2011), Rational After All: Toward an Improved Theory of Rationality in Economics, Revue de Philosophie Economique, 12 (1), σ. 5

αποφάσεις, κάνοντας εφικτή τη δημιουργία μοντέλων/ πρότυπων συμπεριφορών στο υπό εξέταση οικονομικό περιβάλλον με απώτερο σκοπό την πρόβλεψη της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Στην περιγραφική της λειτουργία (descriptive model), ως «σταθερά» προκρίνεται το υποκείμενο ως homo oeconomicus. Ο Gary Becker επιχειρώντας να αποδώσει με έναν ορισμό τον homo oeconomicus ως εξής:

*“All human behavior can be viewed as involving participants who maximize their utility from a stable set of preferences and accumulate an optimal amount of information and other inputs in a variety of markets”*<sup>5</sup>

Από τον ορισμό του Becker προκύπτει ότι το μοντέλο του homo oeconomicus αποτελείται από τέσσερις θεμελιώδεις παραδοχές: α) ο άνθρωπος έχει ανάγκες, τις οποίες προσπαθεί να ικανοποιήσει. Διαθέτει ένα ατομικό, σταθερό, μεταβατικό<sup>6</sup> και πλήρες σύστημα προτιμήσεων (Preference System) β) οι ανάγκες ικανοποιούνται με την απόκτηση ή χρήση αγαθών, γ) οι ανάγκες του ανθρώπου είναι απεριόριστες, και δ) τα υφιστάμενα αγαθά (πόροι) είναι τόσο περιορισμένα (σπάνις των πόρων), ώστε δεν είναι σε θέση να καλύψουν τις απεριόριστες οικονομικές ανάγκες. Η δράση του homo oeconomicus είναι, ιδιοτελής<sup>7</sup>, ορθολογική και έχει ως σκοπό τη μεγιστοποίηση της ατομικής χρησιμότητας/ωφέλειας με δεδομένη τη σπανιότητα των πόρων.

Επιστρέφοντας στην RCT, στη θεωρία έχουν αναπτυχθεί διάφορες εκδοχές (versions) αυτής, που διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, τις «ασθενείς<sup>8</sup>» (thin) και τις «σθεναρές<sup>9</sup>» (thick).<sup>10</sup>

---

<sup>5</sup> Βλ. Becker (1976), *The economic approach to human behavior*, Chicago: University of Chicago Press, σ.14

<sup>6</sup> Η μεταβατικότητα (transitivity) έχει την έννοια το άτομο επιλέγει την «βέλτιστη» για εκείνο επιλογή, κατά σύγκριση όχι απλώς δύο, περιορισμένων και απομονωμένων επιλογών, αλλά κατά σύγκριση πολλών περισσότερων, τις οποίες επιλογές ουσιαστικά ιεραρχεί αξιακά. Εάν έχει τρεις επιλογές (Α, Β και Γ) και τότε ευνοεί την Α έναντι της Β, την Β έναντι της Γ, τότε ευνοεί επόμενα την Α έναντι της Γ, βλ. Σπύρου, *Εισαγωγή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική*, σ.19

<sup>7</sup> Λειτουργεί με αυστηρή ιδιοτέλεια (self-interest) και φιλαυτία (self-love), παραμερίζοντας τα όποια εγωιστικά κίνητρα. Βλ. Καραμπατζός, *Ιδιωτική Αυτονομία και Προστασία του Καταναλωτή*, σ. 16

<sup>8</sup> Στις ασθενείς εντάσσονται η *προσδιοριστική εκδοχή* (definitional version) και η *εκδοχή της υποκειμενικά αναμενόμενης ωφέλειας* (expected utility version)

<sup>9</sup> Στις σθεναρές εντάσσονται η *εκδοχή του προσωπικού συμφέροντος* (self-interest version) και η *εκδοχή της μεγιστοποίησης του πλούτου* (wealth maximization version)

Οι Korobkin και Ulen απεικόνισαν όλες τις εκδοχές σε έναν οριζόντιο άξονα (RCT Spectrum), στο οποίο οι ασθενείς βρίσκονται στα αριστερά και τις σθεναρές στα δεξιά. Όσο πιο αριστερά τοποθετείται η ανθρώπινη συμπεριφορά πάνω στον άξονα, τότε το μοντέλου του δρώντος ορθολογικά υποκειμένου επιβεβαιώνεται και στον αντίποδα όσο πιο δεξιά τοποθετείται η συμπεριφορά τόσο πιο εύκολα διαψεύδεται το μοντέλο.

Στο αριστερό άκρο του οριζόντιου άξονα, τοποθετείται η **προσδιοριστική εκδοχή**. Σύμφωνα με αυτήν η δράση του υποκειμένου εξετάζεται από το πρίσμα μέσο-σκοπός, ορθολογικό δε είναι το υποκείμενο που αναπτύσσει σκόπιμη δράση. Όπως διατύπωσε ο Posner: “man is a rational maximizer of his ends”. Το μέσο και ο σκοπός καθορίζονται από το ίδιο το υποκείμενο, ενώ στην εκδοχή αυτή λείπει κάποια κανονιστική πρόταση για αυτά με αποτέλεσμα η εκδοχή αυτή να υποπίπτει στο σφάλμα της λήψεως του ζητουμένου. Όταν ο προσδιορισμός της δράσης είναι καθαρά υποκειμενικός είναι λογικό επακόλουθο να υπάρχει προσφορότητα της όποιας δράση για την επίτευξη του σκοπού. Αυτό είναι και το ασθενές της εκδοχής, καθώς είναι δύσκολο εμπειρικά να αποδειχθεί η μη προσφορότητα, ενώ δεν εξυπηρετεί την δημιουργία προγνωστικών μοντέλων.

**Η εκδοχή της υποκειμενικά αναμενόμενης ωφέλειας** των Neumann/Morgenstern είναι η αμέσως επόμενη στο άξονα και εστιάζει στη διαδικασία επιλογής του βέλτιστου, μεταξύ περισσότερων εναλλακτικών, τρόπου για την επίτευξη εκάστου καθορισμένου από το άτομο σκοπού. Κρίσιμα σημεία της εκδοχής αυτής είναι οι προτιμήσεις (ενδογενείς παράγοντες), οι περιορισμοί και τα κίνητρα (εξωγενείς παράγοντες), καθώς και η οριακή χρησιμότητα. Σκοπός είναι η ικανοποίηση των προτιμήσεων (preferences) του υποκειμένου ενώ υπάρχουν πολλαπλοί τρόποι δράσης. Το ορθολογικό υποκείμενο ιεραρχεί<sup>11</sup> σχετικά (ordinal) τους τρόπους και για να συμβεί αυτό γίνονται δεκτά ορισμένα αξιώματα (utility axioms)<sup>12</sup>. Εφόσον το υποκείμενο, κατά

---

<sup>10</sup> Βλ. *Shapiro/Green (1994)*, Pathologies of Rational Choice Theory: A Critique of Applications in Political Science, New Haven: Yale University Press, *Korobkin/Ulen (2000)*, Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, California Law Review 88, σ. 1060-1074

<sup>11</sup> Η ιεράρχηση αυτή δεν υποδηλώνει και την απόλυτη αξία που προσδίδει το άτομο σε καθεμιά από τις προτιμήσεις του

<sup>12</sup> Σύμφωνα με *Tversky/Kahneman*, Rational Choice and the Framing of Decisions, σε: *Schweers Cook, Levi (1990)*, The Limits of Rationality, Cambridge: Cambridge University Press, σ. 61-63, η ιεράρχηση των προτιμήσεων απαιτούν: α) Commensurability (συγκρισσιμότητα) οι προτιμήσεις να είναι συγκρίσιμες μεταξύ τους σχετικά με την

το στάδιο της λήψης της απόφασης, αποκλίνει από τα αξιώματα τότε συμπεριφέρεται ανορθολογικά.

Εκτός όμως του εσωτερικού/ενδογενούς παράγοντα των προτιμήσεων για την εκδοχή της αναμενόμενης ωφέλειας κρίσιμοι είναι και οι εξωγενείς παράγοντες, καθώς σύμφωνα με την εκδοχή αναγνωρίζεται η ύπαρξη περιορισμών οι οποίοι είτε μειώνουν την αποδοτικότητα<sup>13</sup> κάποιων τρόπων δράσης είτε τους αποκλείουν εξ'ολοκλήρου. Αντίθετα από τον ενδογενή παράγοντα, όπου κατά τις παραδοχές αυτής της εκδοχής της RCT είναι σταθερός, οι εξωγενείς είναι μεταβαλλόμενες<sup>14</sup>. Περιορισμοί είναι η ένδεια των πόρων, χρόνου, πληροφορίας, το περιορισμένο μέγεθος των αγαθών και οι τυπικοί και οι άτυποι κανόνες κοινωνικής συμπεριφοράς των άλλων κοινωνιών. Στον αντίποδα των περιορισμών υπάρχουν τα κίνητρα που καθιστούν συγκεκριμένους τρόπους δράσης ελκυστικότερους<sup>15</sup>.

Τέλος, σημαντική είναι η οριακή χρησιμότητα της απόκτησης ενός αγαθού ικανού να συμβάλει στην επίτευξη της επιδιωκόμενης ωφέλειας. Η οριακή χρησιμότητα που αποδίδει κάθε άτομο σε ένα οικονομικό αγαθό αποτελεί την αξία που αποδίδει το άτομο στην απόκτηση μιας επιπρόσθετης μονάδας του συγκεκριμένου αγαθού δεδομένης της προσωπικής (οικονομικής) του κατάστασης και της στάσης του ατόμου απέναντι στον κίνδυνο. Η κατανάλωση κάποιου αγαθού,

---

ωφέλεια που αντλεί το άτομο από αυτές, β) Transitivity (μεταβατικότητα) με την έννοια ότι εάν μια προτίμηση *a* υπερέχει μιας προτίμησης *b* και η *b* υπερέχει μιας προτίμησης *c*, τότε και η *a* θα υπερέχει της *c*, γ) Consistency (χρονικά συνεπής) η αξιολογική σειρά θα παραμένει χρονικά σταθερή και αναλλοίωτη, έστω για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, δ) Invariance (σταθερότητα ή συμπαγής ιεράρχηση) η σειρά των προτιμήσεων να μην αλλοιώνεται από παράγοντες που δεν σχετίζονται με την ικανοποίηση των αναγκών του ατόμου από τις προτιμήσεις (λ.χ. ο τρόπος παρουσίασης μιας προτίμησης), ε) Cancellation ότι δηλαδή η διαφορετική αξιολόγηση και ιεράρχηση μιας προτίμησης ως σημαντικότερης αξίας από μια άλλη δεν μπορεί να στηρίζεται σε ιδιότητες που είναι κοινές και στις δύο προτιμήσεις, στ) Dominance, ότι δηλαδή μεταξύ δύο ισοδύναμων προτιμήσεων υπερισχύει αυτή που διαθέτει τουλάχιστον μια επιπλέον ιδιότητα η οποία όμως αποτιμάται θετικά από το υποκείμενο.

<sup>13</sup> Η αποδοτικότητα είναι μετρήσιμο μέγεθος και σχετίζεται με την αριστοποίηση της σχέσης εισροών (inputs) και εκροών (outputs) Βλ. *Αγιακλόγλου/Πέκκα*, Η μικροοικονομική προσέγγιση της σύγχρονης επιχείρησης, σ.30

<sup>14</sup> Επομένως η ανθρώπινη δράση παρά το σταθερό της προτίμησης προσανατολίζεται βάσει της θέσπισης, μεταβολής και κατάργησης περιορισμών ή/και κινήτρων.

<sup>15</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα περιορισμού από τυπικό κανόνα συμπεριφοράς και ειδικότερα από κανόνα δικαίου, είναι η φορολόγηση ενός αγαθού/υπηρεσίας. Ο περιορισμός αυτός επηρεάζει την δράση του υποκειμένου κατά τρόπο που μειώνει την χρησιμότητα του αγαθού στα μάτια του. Ένα κίνητρο που θα έκανε την επιλογή αυτή πιο ελκυστική είναι η έκπτωση κατά της αγοράς.

υποδεικνυόμενου πάντα από την ατομική προτίμηση, ωφελεί το υποκείμενο και μάλιστα κατά τρόπο όπου η αύξηση των μονάδων του συγκεκριμένου αγαθού να αυξάνει και την ατομική χρησιμότητα. Ωστόσο, για κάθε νέα μονάδα του ίδιου αγαθού το υποκείμενο δεν αυξάνει κατά τον ίδιο ρυθμό την ωφέλεια, ενώ μάλιστα ο ρυθμός αυτός είναι δυσανάλογα μικρότερος σε σχέση με την ωφέλεια των αρχικών μονάδων. Αυτό το μοντέλο ονομάζεται αρχή της φθίνουσας οριακής ωφέλειας ή χρησιμότητας<sup>16</sup>. Αδυναμίες της εκδοχής αυτής της RCT υπάρχουν στο στάδιο της διαδικασίας λήψης της απόφασης και στο στάδιο της υλοποίησης. Κατά το στάδιο της διαδικασίας λήψης το κάθε υποκείμενο ελεύθερα προσδιορίζει την ουσία των προτιμήσεών του, με αποτέλεσμα το εάν και κατά πόσο υπάρχει ορθολογικότητα να παραμένει στο όρια της ατομικής βούλησης. Αυτό καθιστά απαγορευτική την οποιαδήποτε πρόγνωση για τη δράση<sup>17</sup>. Βέβαια, η εκδοχή αυτή είναι αρκετά διαδεδομένη στη μικροοικονομική επιστήμη. Ακόμα, το υποκείμενο καλείται να λάβει μια απόφαση υπό καθεστώς αβεβαιότητας<sup>18</sup>, έχουσα την έννοια ότι το αποτέλεσμα της επιλεγθείσας δράσης δεν είναι βέβαιο αλλά πιθανολογούμενο<sup>19</sup>. Το υποκείμενο προχωρεί σε υπολογισμό<sup>20</sup> του αποτελέσματος κάθε πιθανής δράσης και επιλέγει αυτή που αναμένει ότι θα του αποφέρει την σχετικά μεγαλύτερη ωφέλεια, κάτι το οποίο δεν αντιστοιχεί στην πραγματικότητα<sup>21</sup>, καθώς έχει ως βασική απαίτηση την υπόθεση ότι το υποκείμενο θα είναι ακριβές στους υπολογισμούς ή έστω εξαιρετικά κοντά στην απόλυτη ακρίβεια, κάτι που είναι προφανώς εξαιρετικά αμφίβολο.

---

<sup>16</sup>Βλ. Bernoulli (1954), Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk, *Econometrica* 22(1), σ. 25-26 και Coote/Ulen (2016), *Law and Economics*, 6th edition, Berkeley Law Books, σ.18-26

<sup>17</sup> Βλ. Brennan, What might rationality fail to do?, σε: Schweers Cook, Levi (1990), *The Limits of Rationality*, Cambridge:Cambridge University Press, σ. 52-53 και Korobkin/Ulen (2000), ό.π. σ.1051-1144, ιδίως σ.1067-1068

<sup>18</sup> Βλ. Korobkin/Ulen (2000), ό.π. , σ.1051-1144, ιδίως σ.1063. Η θεωρία της λήψης αποφάσεων υπό καθεστώς αβεβαιότητας αναπτύχθηκε από τους John von Neumann και Oskar Morgenstern στο έργο *Theory of Games and Economic Behavior* (1944) και βασίζεται στη λογική του St. Petersburg's Dilemma, όπως αυτό παρουσιάστηκε από τον Daniel Bernoulli [Bernoulli (1954), ό.π.]

<sup>19</sup> Δύο θεωρίες σχετικά με τον τρόπο υπολογισμού της πιθανότητας ευόδωσης ενός τρόπου δράσης είναι η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών (Rational Expectations Theory) και το θεώρημα του Bayes (Bayes Theorem).

<sup>20</sup> Η υπολογιστική διαδικασία περιλαμβάνει μια στάθμιση κόστους-οφέλους κατά το συνυπολογισμό των περιορισμών και κινήτρων ως μεγεθών που μειώνουν ή επαυξάνουν την αναμενόμενη ωφέλεια του ατόμου και την ανεύρεση των πιθανοτήτων επέλευσης του επιδιωκόμενου αποτελέσματος.

<sup>21</sup> Βλ. Simon (1986), *The Behavioral Foundations of Economic Theory*, *The Journal of Business* 59, σ. 211-212

**Η σθεναρή εκδοχή του προσωπικού συμφέροντος** προσδιορίζει και συγκεκριμενοποιεί το σκοπό του ορθολογικού δρώντος. Σκοπός είναι το προσωπικό συμφέρον με την έννοια της μεγιστοποίησης της ατομικής ωφέλειας (utility), ενώ το υποκείμενο διακατέχεται από εγωιστικά κίνητρα<sup>22</sup>, ιδιοτέλεια<sup>23</sup> και φιλαυτία<sup>24</sup>, δίχως κανέναν επηρεασμό της βούλησής του από αλτρουιστικά κίνητρα<sup>25</sup>. Στην παρούσα εκδοχή της RCT παρατηρείται ότι στις προτιμήσεις του ορθολογικά δρώντος, εκτός από τις οικονομικές προτιμήσεις, εισάγονται και οι κοινωνικές του προτιμήσεις (social preferences), με την έννοια του ψυχικού οφέλους. Με αυτό τον τρόπο οποιαδήποτε συμπεριφορά του υποκειμένου δεν μπορεί να δικαιολογηθεί ως ορθολογική με αφετηρία το τυπικό εγωιστικό κίνητρο, τείνει να δικαιολογείται ότι έχει αφετηρία ένα ευρύτερο εγωιστικό κίνητρο, περιορίζοντας ουσιαστικά κάθε πιθανή ανταπόδειξη.

**Η πιο σθεναρή εκδοχή της μεγιστοποίησης του πλούτου** εξειδικεύει ακόμα περισσότερο τον σκοπό, ορίζοντας την έννοια της ωφέλειας ως αυτής που αποδίδει οικονομικό όφελος και μόνο, δηλαδή η μεγιστοποίηση του κέρδους<sup>26</sup>. Η ωφέλεια αυτής της εκδοχής είναι πλήρως οικονομικά αποτιμητή σε μονάδες χρήματος κάτι που έρχεται σε πλήρη ρήξη με τη σύλληψη της ωφέλειας ως βαθμού ευτυχίας ή ευχαρίστησης που βιώνει το άτομο από την ικανοποίηση των προτιμήσεων του<sup>27</sup>.

Η παρουσίαση των διαφόρων εκδοχών της RCT φανερώνει τις δύο βασικές αδυναμίες αυτής, αφενός την περιορισμένη πρακτική εφαρμογή των “ασθενών” εκδοχών για τη δημιουργία μοντέλων πρόγνωσης της ανθρώπινης δράσης και αφετέρου το υψηλό ποσοστό διάψευσης των

---

<sup>22</sup> Το εγωιστικό κίνητρο εντοπίζεται στο ότι το άτομο με μια αλτρουιστική πράξη αποβλέπει στη μεγιστοποίηση της ατομικής του ωφέλειας. Με άλλα λόγια δεν πρόκειται αποκλειστικά για το “τυπικό εγωιστικό κίνητρο της οικονομικής ωφέλειας.

<sup>23</sup> Η ιδιοτέλεια δεν εντοπίζεται σε κάποιο οικονομικό όφελος αλλά στην ανάγκη του ατόμου για δόξα, υστεροφημία και κοινωνική αναγνώριση.

<sup>24</sup> Βλ. Καραμπατζός, ό.π. σ. 16

<sup>25</sup> Βέβαια κατά τους Μαγκούτη/Χατζής, Cogito 5/2006 καταγράφεται η άποψη ότι η θεωρία της ορθολογικής επιλογής έχει αποδείξει ότι η αλτρουιστική δράση στηρίζεται σε εγωιστικά κίνητρα και ότι η γνήσια αλτρουιστική συμπεριφορά είναι ξένη στη φύση του ανθρώπου. Το ίδιο και ο *Elster*, *Ulysses and the Sirens ...* σ. 141 επ. Πρόκειται για μια πιο ευρεία θεώρηση της έννοιας της ιδιοτέλειας.

<sup>26</sup> Βλ. Cooter/Ulen (2016), ό.π., σ. 28

<sup>27</sup> Βλ. Καραμπατζός Α. (2016), *Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου*, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας, σ.17 με περαιτέρω παραπομπές

σθεναρών εκδοχών. Ειδικά ως την αδυναμία των σθεναρών εκδοχών, οι όποιες αποκλίσεις είναι απότοκο γνωστικών και βουλητικών αδυναμιών του υποκειμένου, των λεγόμενων συμπεριφορικών ανωμαλιών (errors/biases)<sup>28</sup>.

## II. Behavioral Decision Theory ή ο ανθρωπότυπος των “Humans”

Η μοντελοποίηση της δράσης των υποκειμένων με γνώμονα τη ορθολογική επιλογή δημιούργησε την τάση της επιβεβαίωσης ή της ανατροπής των μοντέλων αυτών, βάσει της εμπειρικής έρευνας. Σε αυτό το πλαίσιο αναπτύχθηκε στα πρότυπα της γνωστικής ψυχολογίας (cognitive psychology) η Behavioral Decision Theory (εφεξής καλούμενη BDT) η οποία επιχειρεί να καταδείξει με ακριβέστερο τρόπο τη διαδικασία λήψης αποφάσεων από το υποκείμενο. Η αντίθεση της BDT στην RCT δεν πρέπει να θεωρείται ως δεδομένη και αυτοσκοπός της πρώτης, αλλά στην πραγματικότητα αυτή αποτελεί ένα εργαλείο για την μοντελοποίηση της ανορθολογικής δράσης<sup>29</sup>

Κατά την BDT το μοντέλο του ορθολογικώς δρώντος ατόμου συνιστά έναν ιδεότυπο που εξυπηρετεί, σε αφηρημένο επίπεδο, το σκοπό πρόγνωσης της ανθρώπινης συμπεριφοράς<sup>30</sup>. Ο ιδεότυπος αυτός διαφέρει τόσο από την πραγματικότητα που η διαμόρφωση γενικών και αφηρημένων αρχών σχετικά με την ανθρώπινη συμπεριφορά εμφανίζεται να είναι αναποτελεσματική. Με βάση αυτά, έχουν διατυπωθεί τρεις ενστάσεις/ περιορισμοί, που έχουν συστηματικό χαρακτήρα: α) Η περιορισμένη ορθολογικότητα (bounded rationality): Η ένσταση αυτή αφορά τον τρόπο αλληλεπίδρασης του ατόμου με τις πληροφορίες που έχει στη διάθεσή του ως μέσο υπολογισμού της αναμενόμενης ωφέλειας του και διατυπώθηκε πρώτη φορά από τον Herbert Simon, αμφισβητώντας την υπόθεση της καθολικής ορθολογικότητας, β) Ο περιορισμένος αυτοέλεγχος (bounded self-control/ willpower) ως προς την ικανοποίηση των προτιμήσεων του σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα και γ) Τα περιορισμένα ιδιοτελή συναισθήματα (bounded self-interest): Το υποκείμενο διακατέχεται συχνά από γνήσια αλτρουιστικά συναισθήματα. Η ένσταση αυτή αφορά τα κίνητρα της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Με βάση του περιορισμούς αυτούς, που είναι απότοκο των γνωστικών (cognitive) και

<sup>28</sup> Βλ. Korobkin/Ulen (2000), ό.π., σ.1051-1144, ιδίως 1067-1070

<sup>29</sup> Βλ. Korobkin/Ulen (2000), ό.π., σ.1051-1144, ιδίως 1074

<sup>30</sup> Βλ. Καραμπατζός (2016), ό.π., σ. 20, όπου και περαιτέρω παραπομπές.

βουλητικών (emotional) ανωμαλιών<sup>31 32</sup>, προκύπτει το συμπληρωματικό στην RCT μοντέλο του ανορθολογικού δρώντος ή όπως έχει επισημανθεί του “κανονικού” ή “οιονεί ορθολογικού δρώντος”<sup>33</sup>.

#### 1) Περιορισμένη ορθολογικότητα

Η περιορισμένη ορθολογικότητα αναφέρεται σε ανωμαλίες/σφάλματα κατά τη διαδικασία υπολογισμού της αναμενόμενης ωφέλειας από εναλλακτικούς τρόπους δράσης που μπορεί να ακολουθήσει το άτομο προς ικανοποίηση των προτιμήσεων του<sup>34</sup>. Επομένως η περιορισμένη ορθολογικότητα εμφανίζεται αρχικά (πρώτος παράγοντας) κατά τη διαμόρφωση μιας λογικής αλληλουχίας προτάσεων κρίσης επί των εναλλακτικών επιλογών που έχει ενώπιον του το άτομο (judgement) και εν συνεχεία (δεύτερος παράγοντας) κατά την επιλογή μιας εκ των εναλλακτικών (choice).

#### **α. Εσφαλμένες εκτιμήσεις**

Οι παράγοντες που οδηγούν σε εσφαλμένες εκτιμήσεις ευθύνονται για τυχόν αποκλίσεις από τα κριτήρια ιεράρχησης των προτιμήσεων του ατόμου και από το αποτέλεσμα της συνάρτησης της υποκειμενικά αναμενόμενης ωφέλειας με βάση την θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας των Neumann/Morgenstern. Όπως καταγράφηκε ανωτέρω στην παρούσα μελέτη, κατά την θεωρία αυτή απαιτούνται αφενός η πρόσβαση σε ακριβείς πληροφορίες και ικανότητα διαχείρισης πληθώρας πληροφοριών αφετέρου υπολογιστικές ικανότητες όσον αφορά τις

---

<sup>31</sup> Ulen, The Importance of Behavioral Law, σε: Eyal Zamir/ Doron Teichman (2014), The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law, Oxford University Press, σ. 95, Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 29

<sup>32</sup> Βλ. Shefrin (2000) Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing (Financial Management Association Survey and Synthesis), ο οποίος όρισε διαχώρισε τα γνωστικά σφάλματα, ως αυτά που αφορούν τον τρόπο με τον οποίο τα άτομα οργανώνουν τις πληροφορίες του, από τα βουλητικά/ συναισθηματικά που αφορούν το τι αισθάνονται τα άτομα όταν καταγράφουν τις πληροφορίες και Buchanan/Huczynski 2004 Organizational Behaviour οι οποίο όρισαν ως γνωστικά σφάλματα τις προδιαθέσεις ή συστηματικές διαστρεβλώσεις στη διαδικασία λήψης απόφασης και τα βουλητικά σφάλματα τα όρισαν ως αυτά που είναι προϊόν συναισθημάτων που οδηγούν σε μη ορθολογική δράση κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

<sup>33</sup> Thaler (1991), Quasi-Rational Economics, New York: Russell Sage Foundation σ.136 επ.

<sup>34</sup> Jolls/Sunstein/Thaler (1998), A Behavioral Approach to Law and Economics, Stanford Law Review 50, σ.1471-1550, ιδίως 1477,1478



πιθανότητες επέλευσης μελλοντικών και αβέβαιων γεγονότων<sup>35</sup>. Οι παράγοντες, αφορώντες τις εσφαλμένες εκτιμήσεις αφορούν είτε τους μηχανισμούς επεξεργασίας των πληροφοριών είτε την αντίληψη του υποκειμένου για τις προσωπικές του ικανότητες/δεξιότητες.

#### **ι.)Επί των παραγόντων σχετικά με τους μηχανισμούς επεξεργασίας.**

Οι πληροφορίες, μαζί με τις προτιμήσεις, είναι μια από τις συνισταμένες που αξιολογεί το υποκείμενο πριν λάβει κάποια απόφαση. Η κατά κανόνα ορθολογιστική επεξεργασία των πληροφοριών από το άτομο είναι, όπως αναφέρθηκε, μια από τις βασικές αδυναμίες της RCT, κάτι που η BDT έχει καταρρίψει μέσω των εμπειρικών ερευνών. Μέσω των εμπειρικών ερευνών διαπιστώθηκαν κάποιοι μηχανισμοί/ κανόνες, στους οποίους τα υποκείμενα προσφεύγουν ώστε να εκτιμήσουν τις πληροφορίες που λαμβάνουν. Οι βασικότεροι αυτοί μηχανισμοί ή αλλιώς ευριστικοί κανόνες (**heuristics/mental shortcuts**)<sup>36</sup> είναι τρεις: α) το σφάλμα/μηχανισμός της αντιπροσωπευτικότητας (**representativeness bias/representativeness heuristic**)<sup>37</sup>, β) το σφάλμα/μηχανισμός της διαθεσιμότητας (**availability bias/availability heuristic**)<sup>38</sup> και γ) η

---

<sup>35</sup> Kahneman/Slovic/Tversky (1982), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, σ. 82 επ

<sup>36</sup> Σε ορισμένους συγγραφείς καλούνται και σφάλματα (biases)

<sup>37</sup> Το σφάλμα αυτό αφορά τη κρίση που βασίζεται σε στερεότυπα, δηλαδή σε παγιωμένες απόψεις και πεποιθήσεις για συγκεκριμένα άτομα και καταστάσεις επειδή παρουσιάζουν κάποια χαρακτηριστικά. Τα πιο σημαντικά σφάλματα, στα οποία υποπίπτουν τα άτομα κατά την προσφυγή στο μηχανισμό της αντιπροσωπευτικότητας πληροφοριών, είναι τα εξής: α) το λάθος του παίκτη (Gambler's Fallacy), όπου υπάρχει η λαθεμένη αντίληψη ότι υφίσταται μια αυτοδιορθούμενη διαδικασία σε μια σειρά δίκαιων δοκιμών και ενεργούν βάση αυτού. Τα άτομα παραγνοούν ή υποβαθμίζουν τη μεσοσταθμιαία συχνότητα επέλευσης του γεγονότος A (base-rate neglect/ base-rate fallacy) και αγνοούν το μέγεθος του δείγματος που συγκεντρώνει στοιχεία μιας κατάστασης A, τα οποία εκλαμβάνονται ως αντιπροσωπευτικά μιας κατάστασης B (Sample size neglect/ law of small numbers)- βλ. *Kahneman/Slovic/Tversky* (1982), ό.π. σ.82 επ. - και β) το λάθος των "ζεστών χεριών" ( Hot hand Fallacy), όπου η πεποίθηση της διατήρησης της επιτυχημένης πορείας του υποκειμένου οφείλεται σε μια λανθασμένη αντίληψη της τύχης και του γεγονότος ότι ακόμα και οι πιο σύντομες ακολουθίες τυχαίων γεγονότων κρίνονται αντιπροσωπευτικές για μελλοντικά αποτελέσματα- βλ. *Tversky/Kahneman* (1971), *Belief in the Law of Small Numbers*, *Psychological Bulletin* 76, σ. 105-110

<sup>38</sup> Οι περιορισμένες γνωστικές ικανότητες αλλά και ο περιορισμένος χρόνος που διαθέτει το άτομο καθιστούν αδύνατη την επεξεργασία του συνόλου των πληροφοριών που έχει προσλάβει κατά το παρελθόν. Γι' αυτό το άτομο περιορίζεται στην επεξεργασία πληροφοριών, τις οποίες μπορεί να ανακαλέσει πιο γρήγορα και εύκολα. Ειδικότερο σφάλμα είναι αυτό της πρόσφατης κατάστασης (recency bias) - βλ. *Schwarz N., Bless H., Strack F., Kumpff G, Rittenauer-Schatk H., Simons A.*, (1991). *Ease of retrieval as information: Another look at the availability heuristic.*

τάση του ατόμου για προσκόλληση/ αγκίστρωση (**anchoring**)<sup>39</sup> σε αρχικά σημεία αναφοράς (**reference points/anchors**)<sup>40</sup>.

## **ii)Επί των παραγόντων περί την αντίληψη του υποκειμένου για τις προσωπικές του ικανότητες/δεξιότητες.**

Εμπειρικά έχει διαπιστωθεί ότι τα υποκείμενα διακατεχόμενα από υπερβολική αυτοπεποίθηση υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους και τις ικανότητές τους ( η έννοια του μεγαλειώδους εαυτού<sup>41</sup>), με αποτέλεσμα να διαμορφώνουν μια μη ανταποκρινόμενη στην πραγματικότητα θετική εικόνα για τον εαυτό τους θεωρώντας ότι υπερέχουν έναντι των άλλων<sup>42</sup>. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence bias) έχει τόσο βουλητικά όσο και γνωστικά χαρακτηριστικά. Οι περισσότεροι έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις ικανότητές/δεξιότητές

---

Journal of Personality and Social Psychology 2 σ.195-202, *Kahneman/Tversky* (1973), Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, *Cognitive Psychology* 5, σ. 207-232, οι ίδιοι, Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science* 185, σ. 1127-1128, *Sunstein* (2002), What's Available-Social Influences and Behavioral Economics Empirical Legal Realism: A New Social Scientific Assessment of Law and Human Behavior, *Northwestern University Law Review* 97, σ.1295-1314, ιδίως 1300-1303, *Kuran* (2007), Availability Cascades and Risk Regulation, *University of Chicago Public Law & Legal Theory Working Paper*, No. 181, σ. 683-768

<sup>39</sup> Η αγκίστρωση εκδηλώνεται με δύο τρόπους: α) Ο συντηρητισμός κατά την πρόσληψη νέων πληροφοριών (**conservatism bias/belief-perseverance**), δηλαδή η τάση του ατόμου προς διατήρηση των προϋφιστάμενων γνώσεων και πεποιθήσεων μέσω υποτίμησης των νεοπροσλαμβανόμενων πληροφοριών που αποκλίνουν από τις προϋφιστάμενες και β) Η αποστροφή αβεβαιότητας (**ambiguity/uncertainty aversion**) ,δηλαδή η τάση του ατόμου να προσφεύγει στις διαθέσιμες πληροφορίες και να προσκολλάται σε παρελθοντικά σημεία αναφοράς συμπληρώνεται από μια αποστροφή απέναντι σε ασαφείς και αόριστες, επιδεχόμενες πολλαπλών ερμηνειών καταστάσεις *Kahneman/Tversky* (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science* 185, σ.1128-1130

<sup>40</sup> *Αλεξάκης/Ξανθάκης*, (2008) Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλη ΑΕ, σ.154

<sup>41</sup> *Αλεξάκης/Ξανθάκης*, (2008) ό.π., σ.160-161

<sup>42</sup> Η υπερβολική αυτοπεποίθηση επηρεάζει και την κρίση των ατόμων σχετικά με τα αποτελέσματα των εγχειρημάτων τους, οπότε η βουλητική αυτή αδυναμία καταλήγει σε γνωστικά σφάλματα. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα υπερβολικής αυτοπεποίθησης σχετικά με τις ικανότητες ενός ατόμου και της ψευδαίσθησης της εγκυρότητας (illusion of validity)αποτελεί η συνήθης τακτική των φοιτητών να θέτουν προθεσμίες εκπόνησης εργασιών, τις οποίες δεν μπορούν να τηρήσουν (planning fallacy), βλ *Buehler/Griffin/Ross* (1994), Exploring the 'Planning Fallacy': Why People Underestimate Their Task Completion Times, *Journal of Personality and Social Psychology* 67(3), σ.366-381

τους<sup>43</sup>. Τα άτομα με υπερβολική αυτοπεποίθηση έχουν την πεποίθηση ότι δύνανται να ελέγξουν και να ποδηγετήσουν τη μελλοντική εξέλιξη τυχαίων καταστάσεων, ειδικά στον χώρο των επενδύσεων<sup>44</sup>, ώστε να αποκτήσουν το μέγιστο δυνατό όφελος<sup>45</sup>. Οδηγούνται στον σχηματισμό πεποίθησης για θετική έκβαση καταστάσεων στο μέλλον σε μη ρεαλιστικό βαθμό (**overoptimism/unrealistic optimism**)<sup>46</sup>, ενώ παράλληλα υποτιμούν την πιθανότητα επέλευσης δυσάρεστων γεγονότων, αγνοούν τον κίνδυνο<sup>47</sup>. Ειδικότερες εκφάνσεις είναι: α) η ψευδαίσθηση του ελέγχου (**illusion of control**), κατά την οποία τα υποκείμενα πιστεύουν ότι μπορούν να ελέγξουν ή έστω να επηρεάσουν την έκβαση ανεξάρτητων και ανεξέλεγκτων γεγονότων<sup>48</sup>, β) η ψευδαίσθηση της γνώσης (**illusion of knowledge**), η τάση των ανθρώπων να πιστεύουν ότι η ακρίβεια των προβλέψεών τους αυξάνεται όταν διαθέτουν πληροφορίες<sup>49</sup>, γ) η αυτοεξυπηρετική

---

<sup>43</sup> *Fischhoff/Slovic/Lichtenstein* (1977), Knowing with Certainty: The Appropriateness of extreme confidence, *J.Exp.Psychol.-Hum.Percept.Perform*, 3(4), σ. 552-564, *Griffin/Varey* (1996), Towards a Consensus on Overconfidence, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 65(3), σ. 227-231, *Korobkin/Ulen* (2000), ό.π., σ.1051-1144

<sup>44</sup> Οι Barber και Odean (2001), σε μια εκτεταμένη εμπειρική μελέτη συνδέουν την υπερβολική αυτοπεποίθηση με το φύλλο και βρίσκουν πως το φαινόμενο αυτό συναντάται περισσότερο στους άνδρες, οι οποίοι πραγματοποιούν 45% περισσότερες συναλλαγές και λόγω αυτού αποδίδουν χαμηλότερα από τις γυναίκες, βλ *Barber/Odean* (2001), Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics* 1, σελ.262-292.

<sup>45</sup> *Langer* (1975), The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology* 32, σ. 311–328

<sup>46</sup> *Harris/Hahn* (2011), Unrealistic Optimism About Future Life Events: A Cautionary Note, *Psychological Review* 118(1), σ. 135–154

<sup>47</sup> Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι αυτό στην αυτοκίνηση, όπου οι οδηγεί εμφορούμενοι από υπερβολική αυτοπεποίθηση σχετικά με τις οδηγικές ικανότητές τους και παραβλέποντας την πιθανότητα ατυχήματος, δεν λαμβάνουν τα απαραίτητα προληπτικά μέσα προστασίας, όπως η ζώνη ασφαλείας. Παρεμφερώς και οι δανειολήπτες, οι οποίοι ωθούνται από την πεποίθησή τους για αύξηση των μελλοντικών τους εισοδημάτων υποπίπτουν σε υπερβολικό δανεισμό και καταλήγουν βλ. *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π. σ.45-47. Επιπροσθέτως, έχει παρατηρηθεί ότι η υπερβολική αυτοπεποίθηση ως φαινόμενο υπερεκτίμησης των προσωπικών ικανοτήτων παρατηρείται πιο συχνά σε άντρες παρά σε γυναίκες (gender bias), σε νέους παρά σε ηλικιωμένους ανθρώπους (age bias) βλ. αντίστοιχα *Lundeberg/Fox/Punccohar* (1994), A Critique of Highly Confident, but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgements, *Journal of Educational Psychology* 86, σ.114, *Barber/Odean* (2001), Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics* 116(1), σ.261-292

<sup>48</sup> *Langer* (1975), ό.π., σ. 311–328

<sup>49</sup> *Barber/Odean* (2001), ό.π., σ.261-292

μεροληψία/σφάλμα προσωπικής επιτυχίας (**self-serving bias/self-attribution bias/biased self-attribution**), όπου τα υποκείμενα αποδίδουν την ευνοϊκή εξέλιξη καταστάσεων σε ίδιες ικανότητες, ενώ τη δυσμενή εξέλιξη καταστάσεων στον παράγοντα τύχη. Οι Langer και Roth (1975) αποτυπώνουν αυτή τη συμπεριφορά με μια απλή φράση “κορώνα κερδίζω, γράμματα είναι τύχη”<sup>50</sup> και δ) το σφάλμα της εκ των υστέρων πρόγνωσης/σύνδρομο της επιμηθεϊκής εκ των υστέρων πρόγνωσης (**hindsight bias**)<sup>51</sup>, η τάση των υποκειμένων να πιστεύουν ότι κάποιος θα έπρεπε να γνωρίζει τα πραγματικά γεγονότα πριν αυτά συμβούν<sup>52</sup>.

### **β. Επηρεασμός προτιμήσεων**

Οι παράγοντες που οδηγούν σε επηρεασμό των προτιμήσεων, έρχονται να συμπληρώσουν αυτούς που οδηγούν σε εσφαλμένες εκτιμήσεις (βουλητικά σφάλματα). Οι παράγοντες αυτοί αλλοιώνουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων ως μια διαδικασία αντιστοίχισης τρόπων δράσης-σκοπού. Η αντιστοίχιση αυτή γίνεται με βάση τις προτιμήσεις του ατόμου. Κατά την κλασική οικονομική θεωρία το υποκείμενο διακατέχεται από σταθερό και δύσκολα σε βάθος χρόνου μεταβαλλόμενο σύστημα προτιμήσεων, ενώ αντίθετα οι αντικειμενικές εξωτερικές συνθήκες αλλάζουν συνεχώς. Εμπειρικές έρευνες, παρά ταύτα αποδεικνύουν ότι οι προτιμήσεις μεταβάλλονται από τον συνδυασμό συναισθηματικών καταστάσεων και εξωτερικών ερεθισμάτων. Ο επηρεασμός των προτιμήσεων, βάσει των εμπειρικών ερευνών, γίνεται από το υποκείμενο σύμφωνα με τρία βασικά στοιχεία: α) την **αποφυγή ακραίων επιλογών**

---

<sup>50</sup> Langer/Roth (1975), Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task, *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(6), σ. 951-955

<sup>51</sup> Το hindsight bias παρατηρείται με μεγάλη συχνότητα μεταξύ των δικαστών, όταν καλούνται να κρίνουν την παραβίαση του μέτρου επιμέλειας ή την πλήρωση του όρου της προβλεψιμότητας της ζημίας σε δίκες με αντικείμενο την επιδίκαση αποζημίωσης για πρόκληση βλάβης από αμέλεια, βλ. *Guthrie/Rachlinski/Wistrich* (2001), *Inside the Judicial Mind*, Cornell Law Faculty Publications, Paper 814, σ.777-830, *Καραμπατζός* (2016), ό.π., σ.75

<sup>52</sup> *Fischhoff* (1975), Hindsight is not equal to foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 1(3), σ.288-299, *Fischhoff/Beyth* (1975), “I knew it would happen”, *Remembered Probabilities of Once-Future Things*, *Org. Behav. & Hum. Perf.* 13, σ. 1-16, και *Hawkins/Hastie* (1990), Hindsight: Biased judgments of past events after the outcomes are known, *Psychological Bulletin* 107(3), σ. 311-327

(**extremeness aversion**)<sup>53</sup>. Η εισαγωγή ακραίων περιπτώσεων σε ένα πλαίσιο πολλαπλών επιλογών μπορεί να μετακινήσει την αρχική προτίμηση προς την επιλογή που εμφανίζει χαρακτηριστικά μεσότητας, παρά τη διαμορφωμένη ιεράρχηση των προτιμήσεων τους, β) την **Θεωρία Προοπτικής**, δηλαδή την στάση απέναντι στον κίνδυνο και στις πιθανότητες επέλευσης ενός γεγονότος που συνεπάγεται κέρδος ή ζημία<sup>54</sup> (**Prospect Theory**)<sup>55</sup>. Η θεωρία εντάσσεται

---

<sup>53</sup> Sunstein (1997), Behavioral Analysis of Law, University of Chicago Law Review 64, σ.1175-1196, ιδίως 1181,1182, *Kelman/Rottenstreich/Tversky* (1996), Context-Dependence in Legal Decision making, Journal of Legal Studies, σ.287-318, *Sen* (1993), Internal Consistency of Choice, Econometrica 61, σ.495-521.

<sup>54</sup> Κατά Καραμπατζό «Οι *Thaler/Shefrin* διαπίστωσαν από εμπειρικά πειράματα ότι ο νοητικός υπολογισμός των κερδοζημιών (**mental accounting**) και η προσπάθεια αποφυγής απωλειών (**loss aversion**) οδηγούν το άτομο, όταν καλείται να λάβει αποφάσεις υπό καθεστώς αβεβαιότητας, σε μια προσπάθεια ισοσκελισμού των κερδοζημιών μέσω διατήρησης της υφιστάμενης οικονομικής κατάστασης “ως έχει” (**status quo bias**)- βλ. *Thaler* (1980), *Toward a positive theory of consumer choice*, *Journal of Economic Behavior & Organization* 1(1), σ.39-60, ο ίδιος (1985), *Mental Accounting and Consumer Choice*, *Marketing Science* 4(3), σ.199-214, ο ίδιος (1999), *Mental accounting matters*, *Journal of Behavioral Decision Making* 12(3), 1999, σ.183-206, *Shefrin/Thaler* (1988), *The Behavioral Life-Cycle Hypothesis*, *Economic Inquiry* 26(4), σ.609-643, *Samuelson/Zuckhauser* (1988), *Status Quo Bias in Decision Making*, *Journal of Risk & Uncertainty* 1, σ.7-59. Ειδικότερη έκφανση του status quo bias αποτελεί το αίσθημα προσνομής ή κτητικότητα (*endowment effect*) που αφορά τη συναισθηματική στάση του ατόμου απέναντι σε περιουσιακά στοιχεία (αντικείμενα ή δικαιώματα) που του ανήκουν, είτε με την έννοια της ιδιοκτησίας είτε με την έννοια της αποκόμισης οφέλους από τη χρήση τους. Η διάσταση ανάμεσα στην τιμή, στην οποία είμαστε διατεθειμένοι να πουλήσουμε ένα αγαθό που μας ανήκει (*willingness to sell*), και στην τιμή, στην οποία είμαστε διατεθειμένοι να αγοράσουμε το ίδιο αγαθό από κάποιον άλλο (*willingness to buy*), με την πρώτη να είναι σαφώς υψηλότερη από τη δεύτερη, δημιουργεί μια ασυμμετρία στην τιμή πώλησης και αγοράς του ίδιου αγαθού (*buying-selling discrepancy*)- βλ. *Thaler* (1980), *Toward a positive theory of consumer choice*, *Journal of Economic Behavior & Organization* 1(1), σ.39-60, *Knetsch* (1989), *The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves*, *American Economic Review* 79(5), σ.1277-1284, *Kahneman/Knetsch/Thaler* (1990), *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, *Journal of Political Economy* 98(6), σ.1325-1348, *Σπύρου* (2009), *Εισαγωγή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία*, Αθήνα: Εκδ. Μπένου, σ.148,149. Κατά το θεώρημα *Coase* όταν τα συναλλακτικά κόστη είναι μηδενικά ή έστω εξαιρετικά χαμηλά, η αρχική διανομή των παραγωγικών συντελεστών (*initial endowment of property rights/ entitlements*) με βάση κανόνες του εμπράγματος ή και του ενδοτικού δικαίου δεν είναι καθοριστική για την τελική κατανομή αυτών μέσω των συμβάσεων που συνάπτονται μεταξύ ορθολογικώς σκεπτόμενων ατόμων, άρα η αποτίμηση των αγαθών από τα ορθολογικώς δρώντα άτομα είναι ανεξάρτητη από την αρχική προσνομή των αγαθών (*invariance*)- βλ. *Coase* (1960), *The Problem of Social Cost*, *Journal of Law and Economics* 3, σ.1-44, *Korobkin*, *Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law*, σε: *Sunstein* (2000), *Behavioral Law and Economics*, *Cambridge Series on Judgment and Decision Making*, *Cambridge University Press*, σ. 116-143, *Cooter/Ulen* (2016), *Law and Economics*, 6th edition,

στο θεωρητικό μοντέλο που εισάγει στην **expected utility theory** την **weighted utility theory/regret theory**<sup>56</sup>. Στο πλαίσιο της Θεωρίας της Προοπτικής, έχουν εξαχθεί τέσσερα εμπειρικά συμπεράσματα: i) ενώπιον κερδοφόρων αποφάσεων τα υποκείμενα δεν προτιμούν να αναλάβουν τον κίνδυνο μεγαλύτερων κερδών (**gain-preference/risk-aversion**)<sup>57</sup>, ii) ενώπιον ζημιογόνων αποφάσεων τα άτομα προτιμούν να αναλάβουν τον κίνδυνο μεγαλύτερων ζημιών (**loss-aversion/risk-seeking**)<sup>58</sup>, iii) ενώπιον δύο επιλογών με χαμηλή πιθανότητα

---

*Berkeley Law Books, σ. 81-87. Μια δεύτερη ειδικότερη έκφραση του status quo bias αποτελεί η πρόσδεση στο μη ανακτήσιμο κόστος (sunk cost fallacy), δηλαδή στο κόπο και το χρόνο που επένδυσε το άτομο για την απόκτηση ορισμένου αγαθού/υπηρεσίας και που δεν πρόκειται να ανακτηθεί σε περίπτωση ανατροπής ή μη εκπλήρωσης της σύμβασης με αντικείμενο το αγαθό/υπηρεσία αυτό/ή. Εμπειρικές έρευνες έχουν καταδείξει ότι συστηματικά τα υποκείμενα, έχοντας στο νου τους, τα μη ανακτήσιμα κόστη αποφεύγουν την απεμπλοκή τους από μια κατάσταση, η οποία αναμένεται να έχει περιορισμένα οφέλη (σε σχέση με εκείνα που θα επιτυγχάνονταν αν απεμπλέκονταν. Με άλλα λόγια το κόστος, εμποδίζει να αποδεχτούν και να απόσχουν από αυτό με σκοπό τον περιορισμό της περαιτέρω ζημίας που συνεπάγεται η επιμονή στην υιοθέτηση του ιδίου, ζημιογόνου, τρόπου δράσης (throwing good money after bad)- βλ. Thaler (1980), Toward a positive theory of consumer choice, Journal of Economic Behavior & Organization 1(1), σ.39-60, ιδίως 43-50, ο ίδιος, (2016), Misbehaving: The Making of Behavioral Economics, W.W.Norton Company, σ. 266, 267, Arkes/ Blumer (1985), The Psychology of Sunk Cost, Org. Behav. & Hum. Decision Processes 35, σ. 124-140, ιδίως 127-128, Jolls/Sunstein/Thaler (1998), A Behavioral Approach to Law and Economics, Stanford Law Review 50, σ.1471-1550, ιδίως 1497-1499, Korobkin/Ulen (2000), Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, California Law Review 88, σ. 1124-1126 Καραμπατζός Α. (2016), ό.π. σ. 43-45*

<sup>55</sup> Kahneman/Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, 47(2), σ.263-292 και οι ίδιοι (1992), Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, Journal of Risk and Uncertainty 5(4).

<sup>56</sup> Loomes/Sugden (1982), Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty, The Economic Journal 92, σ.805-824

<sup>57</sup> Θα επιλέξουν τον τρόπο δράσης που θα τους αποφέρει κέρδος με μεγαλύτερη βεβαιότητα, ακόμη κι αν αυτός ο τρόπος δράσης θα αποφέρει μικρότερο κέρδος από αυτό που θα λάμβαναν αν ακολουθούσαν τον τρόπο δράσης με τις μικρότερες πιθανότητες ευόδωσης. Το φαινόμενο αυτό αποδίδεται με τον όρο certainty effect (φαινόμενο της βεβαιότητας).

<sup>58</sup> Η εναλλαγή της προτίμησης του κινδύνου αποδίδεται με τον όρο reflection effect (φαινόμενο της αντανάκλασης)- βλ. Kahneman/Tversky (1984), Choices, Values and Frames, American Psychologist 39, σ.341-350, οι ίδιοι (1991), Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model, The Quarterly Journal of Economics 106(4), σ.1039-1061, Zamir (2012), Loss Aversion and the Law, Vanderbilt Law Review 65, σ.829-894, Σπύρου (2009),

πραγματοποίησης αλλά μικρή διαφορά του ποσοστού μεταξύ τους, τα υποκείμενα επιλέγουν βάσει της επιλογής που είναι πιο επικερδής<sup>59</sup> και iv) Οι πολύ μικρές πιθανότητες επίτευξης πολύ μεγάλων κερδών και οι πολύ μεγάλες πιθανότητες επέλευσης ενός γεγονότος με πολύ μικρό ζημιογόνο αποτέλεσμα υπερεκτιμώνται κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων<sup>60</sup>, και γ) είναι ο τρόπος παρουσίασης των επιλογών, δηλαδή το πλαίσιο απόφασης (**framing effect**)<sup>61</sup>.

## 2) Περιορισμένη αυτοπειθαρχία

Ακόμη και στην περίπτωση όπου ένα υποκείμενο, κατά τη διαδικασία διαμόρφωσης και λήψης μιας απόφασης, δεν υποπίπτει σε συστηματικά γνωστικά σφάλματα, εμπειρικές έρευνες έχουν αποδείξει ότι υπάρχει μια τάση τις επιλογές του, οι οποίες σημειωτέον είναι ότι έχει σωστά εκτιμήσει ως τις πιο επωφελείς. Η τάση αυτή οφείλεται στην λεγόμενη περιορισμένη αυτοπειθαρχία<sup>62</sup>.

### α. Ασυνέπεια Προτιμήσεων.

Τα υποκείμενα λαμβάνουν τις αποφάσεις τους για την επιλογή αγαθών/ υπηρεσιών συγκρίνοντας την οικονομική αξία αυτών. Κατά τη διαδικασία σύγκρισης, συγκρίνονται η παρούσα αξία (**present value**) της ωφέλειας από την άμεση κατανάλωση ενός αγαθού και η αναμενόμενη ωφέλεια από τη μετατιθέμενη στο μέλλον κατανάλωση ενός αγαθού (**discounting**). Σύμφωνα με την RCT, οι προτιμήσεις παραμένουν σταθερές και αναλλοίωτες. Ωστόσο, εμπειρικά έχει παρατηρηθεί ότι τα υποκείμενα έχουν την τάση να προσδίδουν

---

Εισαγωγή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία, Αθήνα: Εκδ. Μπένου, σ.109

<sup>59</sup>Το άτομο αποφεύγει την ανάληψη κινδύνου μεταξύ επιλογών με εξίσου μεγάλη πιθανότητα πραγματοποίησης (**probability-risk aversion**), ενώ προτιμά την ανάληψη κινδύνου μεταξύ επιλογών με εξίσου μικρή πιθανότητα πραγματοποίησης (**possibility-risk seeking**)- βλ. *Allais* (1953), *Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine* (english summary), *Econometrica* 21(4), σ.503-546, *Kahneman/Tversky* (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 47(2), σ. 266 επ.

<sup>60</sup>Ειδικά αναφέρεται η περίπτωση των ασφαλιστικών συμβάσεων- βλ. *Kahneman/Tversky* (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 47(2), σ. 269-271

<sup>61</sup>*Jolls/Sunstein/Thaler* (1998), *A Behavioral Approach to Law and Economics*, *Stanford Law Review* 50, σ.1536,1537.

<sup>62</sup>*Schelling* (1984), *Self-Command in Practice, in Policy, and in a Theory of Rational Choice*, *The American Economic Review* 74(2), σ. 1-11

αυξημένη σημασία στην ικανοποίηση των προτιμήσεων του στο παρόν (**present bias/hyperbolic discounting**)<sup>63</sup>, δηλαδή η πρόθεση αναμονής ορισμένου χρονικού διαστήματος προτού καταναλώσουν ένα αγαθό που τους αποφέρει μεγαλύτερη ωφέλεια αμβλύνεται όσο πλησιάζει χρονικά η δυνατότητα απόλαυσης ενός λιγότερου επωφελούς αγαθού<sup>64</sup>. Οι Sheffrin και Thaler εντόπισαν μια διάσταση στις αποφάσεις που λαμβάνει ο παροντικός εαυτός και εκείνες που θα λάμβανε ο μελλοντικός εαυτός (**multiple-selves problem**)<sup>65</sup>, επιδεικνύοντας μια ασυνεπή συμπεριφορά μέσα στο χρόνο (**time inconsistency**)<sup>66</sup> και συνακόλουθα επιδεικνύοντας μια έντονη προσκόλληση στο σήμερα, λόγω μιας χρονικής μυωπίας<sup>67</sup>.

## **β. Αυτοκηδεμονισμός**

Εμπειρικά έχει διαπιστωθεί ότι τα υποκείμενα διατίθενται να αποδεχθούν/επιλέξουν τον αυτοπεριορισμό τους κατά το στάδιο της λήψης της απόφασης με σκοπό να αυτοπροστατευτούν

---

<sup>63</sup> *Laibson* (1997), Golden eggs and hyperbolic discounting, *Quarterly Journal of Economics* 112(2), σ.443-477, *Dasgupta/ Maskin* (2005), Uncertainty and Hyperbolic Discounting, *American Economic Review* 95(4), σ.1290-1299, *Benhabib/Bisin/Schotter* (2010), Present-bias, quasi-hyperbolic discounting, and fixed costs, *Games and Economic Behavior*, 69(2), σ.205-223, *Sunstein* (2013), The Storrs Lectures:Behavioral Economics and Paternalism, *Yale Law Journal* 122, σ.1826-1899, ιδίως 1842-1845

<sup>64</sup> *Thaler* (1981), Some empirical evidence on dynamic inconsistency, *Economics Letters* 8(3), σ.201-207, *Benzion/Rapoport/Yagil* (1989), Discount Rates Inferred from Decisions: An Experimental Study, *Management Science* 35, σ.270-284, *Frederick/Loewenstein/O'Donoghue* (2002), Time Discounting and Time Preference: A Critical Review, *Journal of Economic Literature* XL, σ.351-401

<sup>65</sup>*Sheffrin/ Thaler* (1981), An Economic Theory of Self-Control, *Journal of Political Economy* 89(2), 1981, σ. 392-406, οι ίδιοι (1988), The Behavioral Life-Cycle Hypothesis, *Economic Inquiry* 26(4), σ.609-643, *Conlisk* (1996), Why Bounded Rationality?, *Journal of Economic Literature* 34(2) , σ. 669-700, *Posner* (1997), Are We One Self or Multiple Selves?: Implications for Law and Public Policy, *Legal Theory* 3(1),σ.23-35, *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 49 και *T Thaler/Sunstein* (2008), *Nudge, Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven & London, Yale University Press, σ. 44-49, όπου η διάκριση ανάμεσα στον παροντικό και το μελλοντικό εαυτό αποδίδεται με τους χαρακτηρισμούς Doer και Planner αντίστοιχα.

<sup>66</sup> *Loewenstein/Prelec* (1992), Anomalies in Intertemporal Choice: Evidence and an Interpretation, *The Quarterly Journal of Economics* 107(2), σ. 573-597, *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 49

<sup>67</sup> *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 49



από μια ασυνεπή συμπεριφορά<sup>68</sup>. Περιοριστική λειτουργία αναπτύσσουν κατ' αρχήν οι κανόνες δικαίου, αναγκαστικού ή ενδοτικού δικαίου. Η περιοριστική λειτουργία των κανόνων δικαίου αναπτύσσεται είτε προς την κατεύθυνση της παρούσας δέσμευσης του ατόμου με σκοπό την απόλαυση μιας ωφέλειας στο μέλλον (π.χ. συμμετοχή σε συνταξιοδοτικό πρόγραμμα) είτε προς την κατεύθυνση της αποφυγής μιας υπέρμετρης μελλοντικής δέσμευσης με αντάλλαγμα την απόλαυση μιας ωφέλειας στο παρόν (π.χ. υπέρμετρος δανεισμός). Η επιλογή ή αποδοχή κανόνων δικαίου αποτελεί μια μορφή προαυτοδέσμευσης<sup>69</sup> του ατόμου (**self-precommitment**) που εντάσσεται στο πλαίσιο του αυτοελέγχου (**self-control**) ή αυτοκηδεμονισμού (**self-paternalism**).

### 3) Περιορισμένα ιδιοτελή κίνητρα

Στην παρούσα μελέτη, καταγράφηκαν και αναπτύχθηκαν οι εκδοχές της RCT. Σύμφωνα με την τρίτη η ατομική δράση υποκινείται από την επιθυμία για ικανοποίηση του ατομικού συμφέροντος, ενώ κατά την τέταρτη εκδοχή από την επιθυμία για μεγιστοποίηση του ατομικού πλούτου, κάτι που αποτελεί και ασθενές σημείο αυτής, καθώς είναι αρκετά ευρεία, κάτι που φέρει τον κίνδυνο αυτή να επαληθεύεται κάθε φορά. Για τον λόγο αυτό προτιμάται η τέταρτη εκδοχή όταν διενεργούνται έρευνες ώστε να εντοπιστεί ότι αποκλειστικό κίνητρο της ατομικής δράσης δεν είναι η μεγιστοποίηση του ατομικού πλούτου<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> *Elster* (1977), ό.π., σ.469-526, *Thaler*(1980), Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior & Organization* 1(1), σ. 39-60, ιδίως 54-57, *Korobkin/Ulen* (2000), ό.π., σ.1123,1124, 129 *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 52-56

<sup>69</sup> Η προαυτοδέσμευση συνιστά ένα μηχανισμό, στον οποίο προσφεύγει το άτομο όταν γνωρίζει τις γνωστικές ή βουλητικές αδυναμίες του, οπότε η χρήση αυτού του μηχανισμού μπορεί να χαρακτηριστεί μεν ορθολογική ακριβώς γιατί προωθεί έναν ορθολογικό τρόπο δράσης του ατόμου στο πέρας του χρόνου αποτελεί δε έναν έντονο περιορισμό της ελευθερίας επιλογής του βέλτιστου τρόπου δράσης, ιδίως όταν εκτείνεται σε βάθος χρόνου, οπότε είναι πολύ πιθανό οι προτιμήσεις (shifting of preferences) του ατόμου να μεταβληθούν όντως στο πέρας του χρόνου ως αποτέλεσμα της μεταβολής της σκοποθεσίας του ατόμου και όχι ως αποτέλεσμα της επίδρασης των μεσομακροπρόθεσμων δυσμενών συνεπειών μιας παρελθοντικής απόφασης- βλ. *Schelling* (1980), The Intimate Contest of Self-Control, *The Public Interest* 60, σ.94-118, ο ίδιος, Self-Command in Practice, in Policy, and in a Theory of Rational Choice, *The American Economic Review* 74(2), σ. 1-11 και *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 53-54

<sup>70</sup> *Korobkin/Ulen* (2000), ό.π., σ. 1126,1127

### α. Παίγνιο τελεσιγράφου

Στον Α διανέμεται ένα χρηματικό ποσό ύψους 100 ευρώ εκ χαριστικής αιτίας με τον όρο να διατυπώσει μια πρόταση στον Β σχετικά με τον τρόπο διανομής του ως άνω ποσού. Ο Β έχει δύο επιλογές, είτε να δεχτεί είτε να απορρίψει την πρόταση (take it or leave it), δηλαδή δεν έχει τη δυνατότητα τροποποίησης του προτεινόμενου τρόπου διανομής. Αν ο Β δεχτεί την πρόταση, τότε το ποσό θα διανεμηθεί μεταξύ Α και Β κατά τον τρόπο που πρότεινε ο Α. Αν ο Β απορρίψει όμως την πρόταση, τότε κανένας (ούτε ο Α ούτε ο Β) δεν θα λάβει κάποιο μέρος από το χρηματικό ποσό. Σύμφωνα με τις συνθήκες του παιγνίου ο Β γνωρίζει τις συνέπειες των επιλογών του, ενώ η μεταξύ τους αλληλεπίδραση περιορίζεται στο επίπεδο των προσδοκιών που τρέφει ο καθένας για τη δράση του άλλου (anonymous one-shot interaction)<sup>71</sup>. Το πείραμα<sup>72</sup> είναι σχεδιασμένο ώστε να μην επηρεάζεται αρχικά από παράγοντες που εμφανίζονται στις διαρκείς σχέσεις, όπως υστεροφημία ή ανταποδοτικά κίνητρα.

Σύμφωνα με το μοντέλο του ορθολογικού μεγιστοποιητή της ατομικής του ωφέλειας, η ορθολογική για τον Α πρόταση θα ήταν η παρακράτηση του ποσού των 99,99 ευρώ από τον ίδιο και η παραχώρηση του ποσού των 0,01 ευρώ στον Β. Μια τέτοια πρόταση θα ήταν ορθολογικό να δεχτεί και ο Β, καθώς ανάμεσα στις εναλλακτικές επιλογές που έχει η επιλογή έστω του 1 λεπτού είναι πιο ωφέλιμη από την επιλογή μηδενικού χρηματικού ποσού. Εντούτοις, σε ποικίλες εμπειρικές έρευνες έχει καταδειχθεί ότι ο Β δεν είναι πρόθυμος να δεχτεί την ωφέλιμη για τον ίδιο πρόταση διανομής ενός δυσανάλογα χαμηλού χρηματικού ποσού σε σχέση με το ύψος του χρηματικού ποσού που παρακρατεί ο Α. Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων ο Β απορρίπτει τις

---

<sup>71</sup> Παίγνια όπως αυτού του τελεσιγράφου χαρακτηρίζονται ως μη συνεργατικά (non-cooperative), καθώς δεν επιτρέπουν οποιοδήποτε είδους επικοινωνία ή συνεργασία μεταξύ των παικτών, προκειμένου να τεθεί εκτός εξίσωσης το ενδεχόμενο ανάπτυξης συμπαιγνίων μεταξύ των παικτών ή υπόσχεσης παράπλευρων ανταλλαγμάτων (side-payments)- βλ. *Nash* (1963), Two-Person Cooperative Games, *Econometrica* 21(1), σ.128-140

<sup>72</sup> *Guth/Schmittberger/Schwarze* (1982), An experimental analysis of ultimatum bargaining, *Journal of Economic Behavior & Organization* 3(4), σ.367-388, *Kahneman/Knetsch/Thaler* (1986), Fairness and The Assumptions of Economics, *The Journal of Business* 59(4), Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory, σ. S285-S230, *Thaler* (1988), Anomalies: The Ultimatum Game, *Journal of Economic Perspectives* 2(4), σ.195-206, *Jolls/Sunstein/Thaler* (1998), ό.π., σ.1489-1493, *Guth* (1995), On ultimatum bargaining experiments: A personal review, *Journal of Economic Behavior & Organization* 27 (3), σ. 329-344, *Korobkin/Ulen* (2000), ό.π., σ.1135-1138, *Camerer/Thaler* (1995), Anomalies: Ultimatums, Dictators, and Manners, *Journal of Economic Perspectives* 9(2), σ.209-219

προτάσεις για παραχώρηση ενός ποσού που υπολείπεται των 20 ευρώ, ενώ ένα χρηματικό ποσό της τάξης των 20-30 ευρώ είναι το ελάχιστο ποσό, για το οποίο ο B δέχεται την πρόταση του A.

Η αντίθετη συμπεριφορά του B στο ότι θα αποτελούσε ορθολογική επιλογή που διασφαλίζει τη μέγιστη δυνατή ωφέλεια οφείλεται στο αίσθημα αδικίας που βιώνει ο B, όταν δέχεται μια πρόταση δυσανάλογα ευνοϊκή για τον προτείνοντα και δυσμενή για τον ίδιο (**inequity aversion**). Αυτό το βίωμα της αδικίας ενεργοποιεί τιμωρητικά κίνητρα<sup>73</sup> στον B, θυσιάζοντας το ίδιο οικονομικό συμφέρον. Η ικανοποίηση της τιμωρητικής διάθεσης του B είναι δύσκολο να θεωρηθεί ότι συμβάλλει στη μεγιστοποίηση της ατομικής ωφέλειας του B, διότι είναι απλώς απόρροια μιας πρωτογενούς ανάγκης ακριβοδικίας (fairness)<sup>74</sup> και αμοιβαιότητας (reciprocity)<sup>75</sup>.

Ο A προτείνει ένα ποσό, που σύμφωνα με τα ανωτέρω δεν αυξάνει στο μέγιστο την ατομική του ωφέλεια αλλά υπακούει κάποιους κοινά αποδεκτούς κανόνες, οι οποίοι επιτάσσουν τον διαμοιρασμό μιας ωφέλειας μεταξύ περισσοτέρων. Ο A έχει εσωτερικεύσει τον συγκεκριμένο κοινά αποδεκτό κανόνα κοινωνικής συμπεριφοράς (social norm)<sup>76</sup>, προσφέρει ένα ποσό το οποίο δεν του δημιουργεί ενοχές<sup>77</sup>. Ο A επιλέγοντας να διανείμει κατά τρόπο που δεν του αποφέρει το μέγιστη δυνατή ωφέλεια, πράττει ορθολογικά, όπως θα μπορούσε να

---

<sup>73</sup> Posner (1980), Retribution and Related Concepts of Punishment, Journal of Legal Studies 9, σ.71-92, Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 61-64

<sup>74</sup> Rabin (1993), Incorporating Fairness Into Game Theory and Economics, American Economic Review 83, σ.1281-1302, Jolls/Sunstein/Thaler (1998), ό.π., σ.1493-1497, Korobkin/Ulen (2000ό.π., σ. 1135-1138

<sup>75</sup> Η ανάγκη αμοιβαιότητας διαδραματίζει ένα σημαντικό ρόλο, ιδίως σε διαρκείς συναλλακτικές σχέσεις, και η σημασία της στη διαδικασία λήψης αποφάσεων φαίνεται από το γεγονός ότι πλέον προτείνεται η αντικατάσταση του ιδεότυπου του homo oeconomicus από τον homo reciprocans- βλ. Rabin (1993), ό.π., σ.1281-1302, Jolls/Sunstein/Thaler (1998), ό.π., σ.1493-1497, Korobkin/Ulen (2000ό.π., σ. 1135-1138

<sup>76</sup> Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 63 ο οποίος διατύπωσε ότι τα άτομα δεν ενδιαφέρονται μόνο να τα μεταχειρίζονται δίκαια, αλλά να μεταχειρίζονται κι αυτά τους άλλους δίκαια

<sup>77</sup> Και στο συγγενές δίλημμα του δικτάτορα (dictator game) όπου υπάρχουν περιθώρια επίδειξης ανορθολογικής συμπεριφοράς από τον A, καθώς έχει τη δυνατότητα διάθεσης του αρχικά παραχωρούμενου χρηματικού ποσού χωρίς ο B να μπορεί να απορρίψει την πρόταση του A, εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι η πλειοψηφία των συμμετεχόντων δεν παρακρατεί το συνολικό ποσό, όπως θα ήταν το ορθολογικό, αλλά παραχωρεί στον B ορισμένο ποσό, ενδεχομένως υπό το βάρος της ηθικής επιταγής τήρησης ενός άτυπου κανόνα ακριβοδικίας τήρησης κάποιων ευρέως αποδεκτών κανόνων κοινωνικής συμπεριφοράς (social norms)- βλ. Hoffman/McCabe/Smith (1996), Social Distance and Other-Regarding Behavior in Dictator Games, American Economic Review 86, σ. 653-660 και Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 62, ο οποίος παραπέμπει στον Sunstein, Am.L.&Econ.Rev. 1999/1, σ. 126.

ισχυριστεί κάποιος, μιας και είναι προσδοκώμενη η τιμωρητική διάθεση του B (anticipated spite).

### **β. Δίλημμα φυλακισμένου**

Στο δίλημμα του φυλακισμένου (prisoner's dilemma)<sup>78</sup> δύο μέλη μιας εγκληματικής οργάνωσης συλλαμβάνονται και κρατούνται ως ύποπτοι τέλεσης ενός συγκεκριμένου εγκλήματος. Σε κάθε έναν από αυτούς προσφέρεται η εξής συμφωνία: κάθε κρατούμενος έχει δύο επιλογές, είτε να προδώσει τον συγκρατούμενο του υποδεικνύοντας τον ως ένοχο (επιλογή προδοσίας) είτε να παραμείνει σιωπηλός συνεργαζόμενος σιωπηρά με τον συγκρατούμενό του (επιλογή σιωπής).

Με βάση την επιλογή, στην οποία θα προβεί ο κάθε κρατούμενος, διαμορφώνονται τα εξής αποτελέσματα: Η επιλογή της προδοσίας από τον A θα τον οδηγήσει στην αποφυλάκιση, αν ο B παραμείνει σιωπηλός, ενώ θα τον οδηγήσει σε 5 χρόνια φυλάκισης, αν επιλέξει και ο B να τον προδώσει. Από την άλλη πλευρά, η επιλογή της σιωπής από τον A θα τον οδηγήσει σε 3 χρόνια φυλάκισης, αν ο B τηρήσει την ίδια στάση σιωπής, ενώ θα τον οδηγήσει σε 10 χρόνια φυλάκισης παράλληλα με την αποφυλάκιση του B, αν ο B τον προδώσει. Επομένως, από την επιλογή της προδοσίας καθένας από τους A και B μπορεί να αναμένει μέγιστο όφελος 0 χρόνων φυλάκισης και μέγιστη απώλεια 10 χρόνων φυλάκισης, ενώ από την επιλογή της σιωπής ελάχιστη απώλεια 3 χρόνων φυλάκισης και μέγιστη απώλεια 5 χρόνων.

Η ως άνω διατύπωση μπορεί να απεικονισθεί ως εξής:

	<b>B προδίδει</b>	<b>B μένει σιωπηλός</b>
<b>A προδίδει</b>	5, 5	0,10
<b>A μένει σιωπηλός</b>	10, 0	3,3

<sup>78</sup> Axelrod (1984), *The Evolution of Cooperation*, New York: Basic Books, Inc., ο ίδιος (1980), *More Effective Choice in the Prisoner's Dilemma*, *The Journal of Conflict Resolution* 24(3), σ.379-403, Korobkin/Ulen (2000), ό.π., σ. 1138-1143, Cooter/Ulen (2016), *Law and Economics*, 6th edition, Berkeley Law Books, σ.34-37 και Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 65-67

Βάσει των δεδομένων αυτών καθένας από τους Α και Β αναμένει μέγιστο όφελος από την επιλογή της προδοσίας και άρα είναι η ορθολογική συμπεριφορά. Η καθαρά εγωιστική επιλογή της προδοσίας είναι περισσότερο συμφέρουσα σε ατομικό επίπεδο από την ατομική επιλογή της σιωπής, αλλά η από κοινού επιλογή της σιωπής είναι περισσότερο συμφέρουσα από την κοινή επιλογή της προδοσίας. Το μοντέλο της ορθολογικής, εγωιστικής επιλογής της προδοσίας, το οποίο είναι κοινό σε κάθε ορθολογικό άτομο, παγιδεύει τα άτομα στην από κοινού, λιγότερο επωφελή, επιλογή της προδοσίας.

Εμπειρικές έρευνες έχει δείξει ότι σε αυτές τις περιπτώσεις υπάρχει μια συστηματική τάση των ατόμων να δρουν συνεργατικά και μάλιστα η τάση αυτή έχει υπολογιστεί ότι αντιστοιχεί στο 40-50% των περιπτώσεων<sup>79</sup>. Η ατομική ορθολογικότητα (individual rationality), φαίνεται να υποχωρεί έναντι της ομαδικής ορθολογικότητας (group rationality) Το μόνο εμπόδιο στην επίτευξη της μέγιστης δυνατής ωφέλειας μέσα από την αμοιβαία συνεργασία είναι το πρόβλημα συντονισμού της δράσης ενός μεγάλου αριθμού ατόμων που εμπλέκονται σε καταστάσεις λήψης αποφάσεων με αντίκτυπο και σε άλλα άτομα πέραν του λαμβάνοντος μια απόφαση.

### III. Η κριτική στην Behavioral Decision Theory

#### 1)Κριτική της RCT

Οι υποστηρικτές της RCT ασκούν κριτική στην BDT, εστιάζοντας σε δύο σημεία, αφενός στην διότι η RCT αναδεικνύει την επικράτηση της ορθολογικής συμπεριφοράς μέσα σε μια αγορά που αποσκοπεί στην οικονομική αποτελεσματικότητα και αφετέρου στο ότι οι παραδοχές της BDT δεν μπορούν να γίνουν γενικευμένα ερευνητικά πορίσματα.

#### **α. Η επικράτηση στην αγορά**

Σε πρώτο επίπεδο οι υποστηρικτές της RCT δέχονται τα πορίσματα και τα επιχειρήματα της BDT που αμφισβητούν της ορθολογική δράση, αντιλαμβανόμενοι τις περιορισμένες ικανότητες επεξεργασίας όλων των διαθέσιμων πληροφοριών. Η μειωμένη ορθολογικότητα οδηγεί τα άτομα στην επιλογή υποβέλτιστων τρόπων δράσης<sup>80</sup>. Ωστόσο, οι εσφαλμένες επιλογές δεν αντικρίζονται μεμονωμένα αλλά εντάσσονται σε ένα συστηματικό εκπαιδευτικό μηχανισμό

<sup>79</sup> Thaler (2016), *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W.W.Norton Company, σ.143, 301

<sup>80</sup> Posner (1975), *The Economic Approach to Law*, Texas Law Review 53, σ.756-782

(learning effect/experience<sup>81</sup>) με απώτερο σκοπό την υιοθέτηση της πλήρους ορθολογικής συμπεριφοράς. Βασική επιδίωξη των συμμετεχόντων στο πλαίσιο της αγοράς είναι η μεγιστοποίηση της ατομικής τους ωφέλειας μέσα από τη βέλτιστη κατανομή των πεπερασμένων οικονομικών πόρων, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο στάδιο της παρούσας μελέτης. Η αλληλεπίδραση απροσδιόριστου αριθμού ατόμων με διαφορετικές προτιμήσεις και διαφορετικές γνωστικές και βουλητικές δυνάμεις στην αγορά έχει σαν αποτέλεσμα την εξάλειψη ή και την πλήρη εξαφάνιση ανορθολογικών συμπεριφορών υπό το βάρος της συνύπαρξης ορθολογικών ατόμων που προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την ατομική τους ωφέλεια σε βάρος των ανορθολογικών ατόμων. Το άτομο, στην κανονική πραγματικότητα, οφείλει να μαθαίνει από τη δυσμενή εξέλιξη των επιλογών του και να αποφεύγει στο μέλλον τέτοιου είδους επιλογές (trial and error process)<sup>82</sup>. Σε αυτό το σημείο επικρίνεται η BTD καθώς φαίνεται να αποστερούν από το άτομο την ελευθερία του του “σφάλεσθαι” (errare humanum est)<sup>83</sup>, επεμβαίνοντας πατερναλιστικά<sup>84</sup>.

---

<sup>81</sup> *Conlisk* (1996), *Why Bounded Rationality?*, *Journal of Economic Literature* 34(2), σ.669-700, ιδίως 683-684, *Kelman* (2002), *Law and Behavioral Science: Conceptual Overviews*, *Northwestern University Law Review* 97, σ.1347-1392, *Sunstein* (2013), *The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism*, *Yale Law Journal* 122, σ.1826-1899, ιδίως 1869-1870, *Wright/Ginsburg* (2012), *Behavioral Law and Economics: Its Origins, Fatal Flaws and Implications for Liberty*, *Northwestern University Law Review* 106(3), σ.1033-1090

<sup>82</sup> *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 79,80, υπ.219

<sup>83</sup> *Wright/Ginsburg* (2012), ό.π., σ. 1072

<sup>84</sup> Το παιδευτικό αποτέλεσμα μπορεί να χωρήσει μόνο όταν οι συνέπειες των εσφαλμένων επιλογών δεν έχουν δραστικό ή καταστροφικό χαρακτήρα, μόνο δηλαδή όταν αφήνουν στο άτομο περιθώριο συνέχισης της συναλλακτικής του δραστηριότητας και εξορθολογισμού των επιλογών του - βλ. *Καραμπατζός Α.* (2016), ό.π., σ. 88,89. Επιπλέον δεν επισημαίνεται από την RCT η σημασία του να γνωρίζει το άτομο σε τι ακριβώς συνίσταται το σφάλμα που καθιστά ανορθολογική τη συμπεριφορά του. Η ερμηνεία των δυσμενών συνεπειών μιας εσφαλμένης επιλογής απαιτεί χρόνο, κόπο αλλά και αυξημένες γνωστικές και βουλητικές δυνάμεις του ατόμου. Προς τούτο πρέπει να συντρέχουν ορισμένοι ευνοϊκοί όροι: η δυνατότητα επανάληψης της σχετικής διαδικασίας λήψης απόφασης προς το σκοπό εξάσκησης, η μη ουσιώδης μεταβολή των συνθηκών λήψης μιας απόφασης μετά από κάθε επανάληψη, η πρόσβαση σε χρήσιμη κριτική ή σχολιασμό μετά την εσφαλμένη επιλογή (good feedback), το μικρό κόστος στοχασμού σε κάθε επανάληψη και η ύπαρξη ενός απλού και όχι σύνθετου περιβάλλοντος λήψης αποφάσεων- βλ. *Einhorn/Hogarth* (1986), *Decision Making under Ambiguity*, *The Journal of Business* 59(4), σ. S225-S250 *Tversky/ Kahneman* (1986), *Rational Choice and the Framing of Decisions*, *The Journal of Business* 59(4), Part 2: *The Behavioral Foundations of Economic Theory*, 1986, σ. S274,275, *Conlisk* (1996), *Why Bounded*

Σε συνέχεια του ανωτέρου μηχανισμού ακολουθεί ένας δεύτερος μηχανισμός δαρβενικής προέλευσης, καθώς σύμφωνα με τους υποστηρικτές της RCT όσοι δεν μαθαίνουν από τα λάθη τους” και δεν μπορούν να υιοθετήσουν μια ορθολογική συμπεριφορά, θα τεθούν αυτόματα εκτός αγοράς (survival argument)<sup>85</sup>, με συχνό παράδειγμα το χώρο της κεφαλαιαγοράς<sup>86</sup>

### **β. Ύπαρξη εσφαλμένων μεθοδολογικών παραδοχών**

Βασικό επιχείρημα των υποστηρικτών της RCT κατά των υποστηρικτών της BCT είναι ότι ο ανορθολογικές συμπεριφορές των υποκειμένων εμφανίζονται κατά τρόπο περιστασιακό και όχι συστηματικό. Ειδικότερα πρόκειται για αποκλίσεις από το μοντέλο της ορθολογικής επιλογής (ετεροπροσδιορισμός), οι οποίες δεν μπορούν να συλλάβουν καθολικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, γι’ αυτό και τα πορίσματα της συμπεριφορικής οικονομικής ανάλυσης δεν μπορούν να γενικευθούν σε τέτοιο βαθμό, ώστε να αποτελέσουν μια ενιαία θεωρία ικανή να

---

Rationality?, Journal of Economic Literature 34(2), σ.669-700, ιδίως 683, Bar-Gill (2008), The Behavioral Economics of Consumer Contracts, Minnesota Law Review 92, σ.755-758, Thaler/Sunstein (2008), ό.π. σ. 73-76

<sup>85</sup> Rubin (1998), Putting Rational Actors in Their Place: Economics and Phenomenology, Vanderbilt Law Review 51, σ.1705-1728, Conlisk (1996), ό.π., σ.684, Arlen (1998), Comment: The Future of Behavioral Economic Analysis of Law, Vanderbilt Law Review 52, σ. 1770, Posner (1997), Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, Stanford Law Review 50, σ.1570, Korobkin/Ulen (2000), Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, California Law Review 88, σ. 1070. Όμως το εξελικτικό επιχείρημα περί επιβίωσης του ισχυρότερου (survival of the fittest) έχει περιορισμένη ισχύ, καθώς είναι πρόσφορο όσον αφορά τα νομικά πρόσωπα και ιδίως τις επιχειρήσεις αλλά όχι και τα φυσικά πρόσωπα. Ειδικότερα τόσο ο παραγκωνισμός και όσο η έξοδος από την αγορά προϋποθέτει την ύπαρξη μιας αγοράς του ιδεατού τύπου του τέλει ανταγωνισμού. Νομικά ο παραγκωνισμός μπορεί να έχει τον μανδύα της πτώχευσης υπό το ισχύον θετικό δίκαιο προβλέπονται υπό αυστηρές συνθήκες δυνατότητες αναβίωσης μιας επιχείρησης που έχει τεθεί σε πτώχευση, ενώ στα φυσικά πρόσωπα θα μπορούσε να λάβει τη μορφή ενός κατώτερου βιοτικού επιπέδου αλλά δεν θα μπορούσε να φτάσει μέχρι του σημείου αφανισμού των ανορθολογικών ατόμων από την αγορά- βλ. Winter (1964), Economic “Natural Selection” and the Theory of the Firm, Yale Economic Essays 4(1), σ.225-272 και Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ.86,87

<sup>86</sup> Οι επενδυτές εσφαλμένα υπολαμβάνουν ότι η μέχρι πρότινος ανοδική πορεία της τιμής μιας μετοχής προδικάζει την συνέχιση της ανοδικής πορείας, λ.χ. Αυτό συνέβη και στην Ελλάδα το 1999, όπου η συνεχής άνοδος των τιμών των μετοχών είχε προκαλέσει στους επενδυτές μια ανορθολογική ευφορία (irrational exuberance)

συμβάλλει στην εξαγωγή προγνώσεων σχετικά με την ανθρώπινη συμπεριφορά<sup>87</sup>. Τα πορίσματα της BCT είναι κατά αυτούς χρήσιμα ad hoc<sup>88</sup>.

## 2)Φιλοσοφική και Δικαιϊκή άποψη

Η οικονομική ανάλυση του δικαίου ενδιαφέρεται για την αποτελεσματικότητα των κανόνων δικαίου να ρυθμίσουν την οικονομική δραστηριότητα των ατόμων. Η συμπεριφορική τάση της οικονομικής ανάλυσης του δικαίου αποσκοπεί στην πρόταση διαμόρφωσης κανόνων δικαίου, κατά τέτοιο τρόπο ώστε να εξαλειφθούν τα αρνητικά αποτελέσματα της περιορισμένης ορθολογικότητας. Σκοπός είναι η ο εξορθολογισμός των αποδεκτών των νομικών ρυθμίσεων, κάτι που εμπεριέχει μια μορφή επέμβασης στην ιδιωτική αυτονομία.

### α. Πατερναλισμός

Με δεδομένη την ρεαλιστική διάγνωση περι περιορισμένης ορθολογικότητας της ατομικής συμπεριφοράς στο εμπειρικό κόσμο, κατά την βασική παραδοχή των συμπεριφορικών οικονομικών, υφίσταται μια τάση στη νομική επιστήμη να δικαιολογεί μια σειρά κηδεμονιστικών παρεμβάσεων στην ιδιωτική αυτονομία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα από τον χώρο του Αστικού Δικαίου είναι οι παρεμβάσεις υπέρ ατόμων με περιορισμένη δικαιοπρακτική ικανότητα<sup>89</sup>, που δεν είναι τίποτα άλλο από άτομα με ιδιαίτερα εμφανείς γνωστικές και βουλητικές αδυναμίες, πρόσφορες να τους στερήσουν από την ικανότητα αντίληψης της

---

<sup>87</sup> Posner (1997), ό.π., σ 1558-1561 και Arlen (1998), ό.π., σ.1766

<sup>88</sup>Βέβαια υπάρχουν σχετικά και σοβαρές αντενστάσεις από τους υποστηρικτές της BCT, οι οποίοι, πέραν του ότι επισημαίνουν ότι η BCT έρχεται να συμπληρώσει τα πορίσματα της RCT και όχι να την ανατρέψει (Κατά τον Thaler ο όρος Behavioral Decision Theory δεν είναι ορολογικά ακριβής, γιατί η συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου διανθίζεται από περισσότερες θεωρίες. Βλ. Thaler (1991), *The Psychology of Choice and the Assumptions of Economics*, σε *Quasi-Rational Economics*, New York: Russell Sage Foundation, σ.137,138), τονίζουν την συστηματικότητα της εμφάνισης γνωστικών και βουλητικών σφαλμάτων των υποκειμένων μέσω των εμπειρικών ερευνών. Οι εμπειρικές έρευνες μπορεί στην αρχή να διεξάγονταν με συμμετέχοντες αποκλειστικά φοιτητές, με αποτέλεσμα να προβάλλεται η ένσταση ότι τα πορίσματα αυτών δεν ανταποκρίνονταν στην κοινωνική πραγματικότητα, αλλά τα τελευταία χρόνια πληθύνουν οι έρευνες πεδίου (field evidence/non-laboratory data), οι οποίες διεξάγονται σε πραγματικές ομάδες πληθυσμού, ήτοι με άτομα που δεν γνωρίζουν ότι συμμετέχουν σε συγκεκριμένο πείραμα- βλ. Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 86,87 με περαιτέρω παραπομπές.

<sup>89</sup> Γεωργιάδης/Σταθόπουλος, Αστικός Κώδιξ, κατ' άρθρον ερμηνεία, Δίκαιο & Οικονομία, 1978, σ. 188, 191-192 με ειδική αναφορά στην ερμηνεία των άρθρων 128 και 131 ΑΚ



σημασίας και των συνεπειών των πράξεών τους. Ο περιορισμός της δικαιοπρακτικής ικανότητας ατόμων με περιορισμένες γνωστικές ικανότητες και εξασθενημένο βουλευτικό υπόβαθρο αποτελεί ρητή και πανηγυρική επέμβαση στην σφαίρα αυτοκαθορισμού του ατόμου, που όμως έχει ως δικαιολογητική βάση την ίδια την αδυναμία του να αντιληφθεί τις συνέπειες των πράξεών του.

Με δεδομένα τα πορίσματα της BDT προκύπτουν δύο ερωτήματα, κρίσιμα για τον νομοθέτη κατά τη διαδικασία διαμόρφωσης μιας νομοθετικής ρύθμισης. Το πρώτο αποτελείται από δύο σκέλη, αφενός ποιες γνωστικές και βουλευτικές αδυναμίες αποτελούν το περιεχόμενο της αδυναμίας αυτοκαθορισμού και αφετέρου οι αδυναμίες αυτές είναι αποκλειστικά παθογόνες ή μπορούν να συμπληρωθούν και από τις συμπεριφορικές αδυναμίες της BDT; Σε περίπτωση θετικής απάντησης στο δεύτερο σκέλος του πρώτου ερωτήματος προκύπτει το δεύτερο ερώτημα, ποιος είναι ο κατάλληλος και αναγκαίος τρόπος νομοθετικής αντιμετώπισης των αδυναμιών της BDT;

Η απάντηση στο πρώτο ερώτημα πρέπει να έχει ως γνώμονα την ικανότητα του ατόμου να αντιληφθεί τις συνέπειες της δράσης του. Τα άτομα που εμφανίζουν τα σφάλματα που έχουν καταγραφεί από την BDT είναι σε θέση να αντιληφθούν τις συνέπειες απλά δεν προχωρούν σε ορθολογική εκτίμηση της έντασης, της έκτασης ή/και του χρόνου επέλευσης αυτών. Μεταξύ αδυναμίας αυτοκαθορισμού και συμπεριφορικών αδυναμιών υπάρχει μια σημαντική διαφορά, η οποία και εντοπίζεται στην προσπάθεια και στον χρόνο που πρέπει να καταβάλει το άτομο ώστε να υπερκεράσει τις γνωστικές και βουλευτικές του αδυναμίες. Αρχικά φαίνεται η σχέση αδυναμίας αυτοκαθορισμού- συμπεριφορικών αδυναμιών να είναι σχέση plus-minus. Η ανάγκη βοήθειας στο άτομο και η ανάγκη μεγάλου χρονικού διαστήματος υποδεικνύουν την ταύτιση των συμπεριφορικών αδυναμιών με την αδυναμία αυτοκαθορισμού! Επειδή όμως η οριοθέτηση του χρόνου και της προσπάθειας που απαιτείται για την ταύτιση είναι κάτι δύσκολο, πρέπει σε κάθε περίπτωση να γίνεται *in concreto* μελέτη.

Το δεύτερο ερώτημα είναι αντικείμενο διαφωνιών μεταξύ των δύο “παρατάξεων”, με τους υποστηρικτές της RCT να υπερθεματίζουν υπέρ της ορθολογικής δράσης του ατόμου με το μικρότερο δυνατό περιορισμό της ιδιωτικής αυτονομίας του ατόμου, ενώ οι υποστηρικτές της BDT να αναδεικνύουν τη σημασία του δεοντικού προτάγματος κηδεμονιστικής παρέμβασης προς την κατεύθυνση εξορθολογισμού της δράσης του ατόμου. Μεταξύ των δύο κατευθύνσεων, ήτοι της αποχής του κράτους ή της επέμβασης, έχουν τοποθετηθεί πρώτοι οι Thaler και Sunstein

με την θεωρία του ήπιου πατερναλισμού<sup>90</sup>. Το μοντέλο κηδεμονιστικής παρέμβασης που προτείνουν οι Thaler και Sunstein χαρακτηρίζεται και ως ελευθεριακός κηδεμονισμός<sup>91</sup>. Οι Camerer/ Isaacharoff/ Lowenstein/ O'Donoghue/ Rabin προτείνουν τον όρο ασύμμετρος ή λελογισμένος κηδεμονισμός (asymmetric/cautious paternalism<sup>92</sup>).

Οι βασικές μορφές<sup>93</sup> ήπιας κηδεμονιστικής παρέμβασης του κράτους: i) οι κανόνες προεπιλογής (default/opt-out/opt-in rules), ii) οι κανόνες πληροφόρησης (disclosure rules) και iii) η πρόβλεψη προθεσμιών νηφάλιου αναστοχασμού (cooling-off periods/periods for sober reflection).

### **i) Κανόνες προεπιλογής**

Σύμφωνα με την θεωρία των νυγμών των Thaler/Sunstein, οι κανόνες δικαίου λειτουργούν ως νυγμοί/παρωθήσεις. Καθημερινά τα άτομα συναντούν σημεία αναφοράς που ενεργοποιούν συγκεκριμένες αντιδράσεις. Αυτές μπορούν να κατευθυνθούν ή καλύτερα να χειραγωγηθούν προς την ορθολογικά αποτελεσματικότερη κατεύθυνση, ανάλογα με το σημείο αναφοράς. Σημεία αναφοράς αποτελούν κατά πρώτο λόγο οι κανόνες δικαίου, καθώς ρυθμίζουν

---

<sup>90</sup> Η προσέγγιση των Thaler και Sunstein έχει εργαλειακό-τροπικό χαρακτήρα, καθώς συνίσταται σε κηδεμονισμό του μέσου (means paternalism) και όχι του σκοπού (ends paternalism) Thaler/Sunstein (2008), Nudge, Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness, New Haven & London, Yale University Press, σ.19-22, Schlag (2010), Nudge, Choice Architecture, and Libertarian Paternalism, Michigan Law Review 108, σ.913-924, Sunstein (2013), The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism, Yale Law Journal 122, σ.1826-1899, ο ίδιος (2015), The Ethics of Nudging, Yale Journal on Regulation 32, σ.413-450

<sup>91</sup> Κατά τον Καραμπατζό είναι σκοπιμότερη η χρήση του όρου ήπιος κηδεμονισμός, καθώς αυτός ο όρος αποδίδει τη διαβάθμιση της σκοπούμενης κηδεμονιστικής επέμβασης χωρίς να συνταιριάζει δύο ασυμβίβαστες μεταξύ τους έννοιες, αυτές του φιλελευθερισμού και του κηδεμονισμού -βλ. Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 116-117, υποσ. 345

<sup>92</sup> Ο ασύμμετρος πατερναλισμός είναι “relatively harmless to those who reliably make decisions in their best interest, while at the same time advantageous to those making suboptimal choices”- βλ. Camerer/Issacharoff/Loewenstein/O'Donoghue/Rabin (2003), Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for ‘Asymmetric Paternalism’, University of Pennsylvania Law Review 151(3), σ. 1212,1219. Χαρακτηριστικά παραδείγματα εφαρμογής μέτρων ασύμμετρου πατερναλισμού αποτελούν οι κανόνες δικαίου που επιβάλλουν υποχρεώσεις πληροφόρησης, οι οποίες μπορούν να αξιοποιηθούν από μη πληροφορημένα και άπειρα άτομα χωρίς όμως να επιβαρύνονται οικονομικά και πληροφοριακά τα πληροφορημένα και έμπειρα άτομα

<sup>93</sup> Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ. 122, 123

την ανθρώπινη συμπεριφορά. Ειδικότερα, οι κανόνες ενδοτικού δικαίου (*jus dispositivum*)<sup>94</sup> υποβάλλουν έναν τύπο συμπεριφοράς στα άτομα, δίχως να επιβάλλουν αυτόν ως τον μοναδικό, όπως συμβαίνει με τους κανόνες αναγκαστικού δικαίου. Άρα οι κανόνες ενδοτικού δικαίου είναι οι πρόσφοροι κανόνες για να εργαλειοποιηθούν για την ήπια καθοδήγηση της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Οι κανόνες ενδοτικού δικαίου κατά την πρώτη εκδοχή, αποτελούν κανόνες νομοθετικής προεπιλογής (*default rules/default options*), από τους οποίους τα μέρη μπορούν να αποστούν αποεπιλέγοντας (*opt-out*) τους και υιοθετώντας έναν εναλλακτικό τρόπο δράσης ικανοποιώντας και την ανάπτυξη της ιδιωτικής αυτονομίας. Σε αυτό το σημείο δεν πρέπει να παραβλέπει κανείς και την ύπαρξη της δεύτερης εκδοχής, που δεν είναι άλλη από το μοντέλο του εισδεκτικού επιλεκτικού μοντέλου (*opt-out*), το οποίο ωστόσο δέχεται έντονη κριτική για την αποτελεσματικότητά του<sup>95</sup>.

Η θεωρία των νυγμών στηρίζεται περισσότερο στο μοντέλο της εκδοχής της αποεπιλογής/ λύσης της αντίρρησης και εκκινεί από μια θεμελιώδη για την ίδια παραδοχή, ότι τα άτομα συχνά δεν προχωρούν σε μια επιλογή για εκείνα λόγω αδράνειας (*inertia*), συνεπώς λόγω παθητικότητα, ραθυμίας ή αναβλητικότητας (*procrastination*) ή και λόγω περιορισμένου χρόνου<sup>96</sup>. Τα άτομα συχνά επιλέγουν να μην επιλέξουν<sup>97</sup> και κατά τη στιγμή που συναντούν τα σημεία αναφοράς αδρανούν, κάτι που είναι υπό προϋποθέσεις μια έκφανση της περιορισμένης ορθολογικότητάς τους.

---

<sup>94</sup> Ο νομοθέτης προβαίνει σε μια αρχιτεκτονική επιλογής (*choice architecture*)-βλ. Thaler/Sunstein (2008), ό.π., σ.81επ.,252,253, Schlag (2010), ό.π., σ. 915, Thaler/Sunstein/Balz, *Choice Architecture*, σε: Shafir (2012), *The Behavioral Foundations of Public Policy*, University Press Group Ltd, σ. 428-439

<sup>95</sup> Βλ. σχετικά με τη νυγμική νομοθετική παρέμβαση σχετικά με το ζήτημα της δωρεάς οργάνων: Johnson/Bellman/Lohse (2002), *Defaults, Framing and Privacy: Why Opting In-Opting Out*, *Marketing Letters*, σ. 5-15, Johnson/Goldstein (2003), *Do Defaults Save Lives?*, *Science* 302(5649), σ.1338-1339, οι ίδιοι (2004), *Defaults and Donation Decisions*, *Transplantation* 78(12), σ.1713-1716, Thaler/Sunstein (2003), *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, *University of Chicago Law Review* 70(3), σ.1192-1193, οι ίδιοι (2008), *Nudge, Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven & London, Yale University Press, σ.175-182, Cooter/Ulen (2016), ό.π., σ.163, Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ.109-110

<sup>96</sup> Η φυγή από την παθητικότητα θα υποχρέωνε τα άτομα να καταβάλουν το λεγόμενο φόρο προσπάθειας (*effort tax/effort costs*)

<sup>97</sup> Κατά τον Sunstein "... people often choose not to choose..."

Εντούτοις, υπάρχουν πολλοί λόγοι που συνηγορούν υπέρ της αναποτελεσματικότητας της παροχής της σχετικής δυνατότητας. Πρώτη άποψη είναι εκείνη του υποστηρίζει ότι η προσφυγή των αποδεκτών των κανόνων δικαίου στην αποεπιλογή είναι περιορισμένη λόγω της περιορισμένης ορθολογικότητας τους, η οποία εκδηλώνεται ως προσκόλληση σε σημεία αναφοράς. Δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι η αποεπιλογή και η μέσω αυτής ικανοποίηση της ιδιωτικής αυτονομίας προϋποθέτουν γνώση σχετικά με τη δυνατότητα αποδέσμευσης από τη νομοθετική προεπιλογή. Τρίτη άποψη υποστηρίζει ότι η αποδέσμευση από έναν κανόνα προεπιλογής/ ενδοτικού δικαίου μπορεί να είναι ανορθολογική όταν το κόστος αποεπιλογής είναι σημαντικά υψηλότερο από την αναμενόμενη από έναν εναλλακτικό τρόπο δράσης ωφέλεια<sup>98</sup>.

## ii)Κανόνες αναγκαστικής επιλογής

Οι κανόνες αναγκαστικής επιλογής (required active choice)<sup>99</sup> ή κανόνες αναγκαστικού δικαίου (jus cogens) κατά την νομική ορολογία, επιβάλλουν την συγκεκριμένη δράση, με βασικό μηχανισμό τη βάσανο του εξαναγκασμού. Ο νομοθέτης κατευθύνει τα άτομα σε συγκεκριμένες επιλογές, χωρίς ωστόσο να έχουν δυνατότητα απόκλισης από την ad hoc συγκεκριμένη επιλογή, περιορίζοντας την ιδιωτική αυτονομία. Ο εξαναγκασμός προϋποθέτει την ύπαρξη πληθώρας επιλογών ενόψει της ανάγκης ικανοποίησης μιας προτίμησης, οι οποίες θα απορρέουν κατά κανόνα από άλλα υποκείμενα τα οποία αποβλέπουν να μεγιστοποιήσουν την ατομική τους ωφέλεια από την επιλογή του τρόπου δράσης που προτείνουν<sup>100</sup>. Έχει επισημανθεί

<sup>98</sup> Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ.112-113

<sup>99</sup> Thaler/Sunstein (2003), Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron, University of Chicago Law Review 70(3), ιδίως 1189, Sunstein (2014), Choosing not to Choose, Duke law Journal 64(1), σ.28-45, Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ.161-167

<sup>100</sup> Παράδειγμα αποτελεί η επιλογή ενός επενδυτή μεταξύ περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων εκδόσεως διαφορετικών εταιρειών. Κάθε εκδότης να καταστήσει ελκυστικότερο για τον επενδυτή τα χρηματοπιστωτικά μέσα εκδόσεως του υποβάλλεται σε σχετικά έξοδα (π.χ. διαφήμιση, αξιολόγηση). Τα έξοδα αυτά αποτελούν συναλλακτικό κόστος, το οποίο οι προμηθευτές των αγαθών ή οι πάροχοι υπηρεσιών θα προτιμούν να μετακυλήσουν στους καταναλωτές ενσωματώνοντάς το στην τελική τιμή των αγαθών ή υπηρεσιών που παρέχουν με αποτέλεσμα την περαιτέρω οικονομική επιβάρυνση αυτών- βλ. 208 Sunstein (2014), Choosing not to Choose, Duke law Journal 64(1), σ.28-45 και Καραμπατζός Α. (2016), Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας, σ.166-167

ότι στην περίπτωση των κανόνων αναγκαστικής επιλογής υπάρχει ο κίνδυνος αυτοί να κατευθύνουν σε μια ανορθολογική διαδικασία επιλογής, καθώς είναι διαγνωστές ανά περίπτωση οι επιβαρύνσεις των υποκειμένων και ο πληθωρισμός πληροφοριών.

Ειδικότερα, σχετικά με τις επιβαρύνσεις πρέπει να γίνει αναφορά στο κόστος συναλλαγών, δηλαδή συγκεκριμένα στο κόστος έρευνας, στο κόστος διαπραγμάτευσης και στο κόστος τήρησης ( συμπεριλαμβάνεται και η πιθανή απεμπλοκή) της συμφωνίας. Το κόστος αυτό δεν είναι μόνο χρηματικό, αλλά κόστος ενέργειας και χρόνου. Τα άτομα πολλές φορές για να αποφύγουν αυτό το κόστος αποδέχονται μια ελάχιστη θυσία της ιδιωτικής τους αυτονομίας μέσω κανόνων προεπιλογής, δεχόμενη την μη ορθολογικότητά τους στις συγκεκριμένες περιπτώσεις<sup>101</sup>. Αυτή όμως η στάση της αποδοχής δεν ενέχει την έννοια της παραίτησης από την ελευθερία επιλογής τους κατά τρόπο γενικό και αόριστο αλλά μεταθέτουν την επιλογή μεταξύ εναλλακτικών τρόπων δράσης σε ένα μεταγενέστερο χρονικό σημείο.

### **iii) Πληροφοριακοί κανόνες**

Μια τρίτη μορφή κανόνων ήπιου πατερναλισμού αποτελούν οι κανόνες πληροφόρησης ή πληροφορικοί κανόνες, οι οποίοι επιβάλλουν σε ιδιώτες ή/και δημόσιες αρχές να προβαίνουν σε πληροφοριακούς νυγμούς (informational nudges)<sup>102</sup>. Εκπρόσωποι της θεωρίας των νυγμών αλλά και του ωφελιμισμού, όπως ο Mill, υποστηρίζουν ότι οι πληροφορικοί κανόνες δεν εμπίπτουν στην κατηγορία των κηδεμονιστικών παρεμβάσεων, αλλά αναπτύσσουν λειτουργία υποβοηθητική της αυτονομίας του ατόμου (autonomy supportive)<sup>103</sup>, στηριζόμενοι στο χαρακτήρα των κανόνων αυτών που είναι λιγότερο παρεμβατικοί από τους «συγγενικούς» κανόνες προεπιλογής και με την προϋπόθεση ότι η παρεχόμενη πληροφορία να είναι κατά βάση ακριβής και όχι παραπλανητική. Ο σκοπός των πληροφοριακών κανόνων είναι η ενημέρωση των ατόμων σχετικά με τις επιβλαβείς ή επικίνδυνες συνέπειες μιας σκοπούμενης δραστηριότητας,

---

<sup>101</sup> Johnson/Goldstein (2003), Do Defaults Save Lives?, Science 302(5649), σ.1338-1339

<sup>102</sup> Thaler/Sunstein (2003), Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron, University of Chicago Law Review 70(3), σ.1180-1181, Sunstein (2015), The Ethics of Nudging, Yale Journal on Regulation 32, σ.442-44, Jolls/Sunstein/Thaler (1998), Α ό.π., σ.1534,1535 και Καραμπατζός Α. (2016), ό.π. , σ.151 επ. , ο οποίος αποδέχεται την έννοια του πληροφοριακού νυγμού υπό μια καταχρηστική διεύρυνση του ένα λόγω όρου.

<sup>103</sup> Mill (1869), On liberty, 4η έκδοση, London: Longman, Roberts & Green, Κεφάλαιο V, Hausman/Welch (2010), Debate: To Nudge or Not to Nudge, The Journal of Political Philosophy 18(1), σ.127, Sunstein (2013), The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism, Yale Law Journal 122, σ.1888, 1898,1899

ειδικά αν ληφθεί υπόψη η σημασία που αποδίδουν τα άτομα στις άμεσα διαθέσιμες πληροφορίες για τη λήψη μιας απόφασης (availability heuristic).

Η παραπλανητική αλλά όχι ακριβής πληροφορία και ειδικότερα η διαστρέβλωση της ακριβούς πληροφορίας ή η παροχή συγκεκριμένων πληροφοριών κι η αποσιώπηση άλλων πληροφοριών μπορεί να αποσκοπεί στον εξορθολογισμό της δράσης του ατόμου, αλλά σίγουρα περιορίζει την αυτονομία του ατόμου. Η αυτόνομη δράση του ατόμου προϋποθέτει, όμως, την παραδοχή ότι είναι δυνατό αυτό να σκέφτεται και να δρα ορθολογικά και εδώ αναδεικνύεται ο τρόπος παρουσίασης των πληροφοριών που συγκροτούν το ευρύτερο πλαίσιο λήψης μιας απόφασης, καθώς αυτός είναι γενεσιουργός της συμπεριφορικής ανωμαλίας του framing effect. Εξαιτίας του framing effect οι πληροφοριακοί νυγμοί αποτελούν εργαλεία πρόσφορα προς χειραγώγηση ή παραπλάνηση των ατόμων (το λεγόμενο πατερναλιστικό ψέμα<sup>104</sup>), γι' αυτό και θα πρέπει να χρησιμοποιούνται με ιδιαίτερη προσοχή και με περιορισμένο τρόπο<sup>105</sup>.

Επιπρόσθετα, παρά την φύση των πληροφοριακών κανόνων, ως εργαλεία υποβοήθησης της συμπεριφοράς των ατόμων, μπορούν να οδηγήσουν τα άτομα σε έναν δυσήνιο πληροφοριακό πληθωρισμό και έτσι είτε θα προβούν σε εσφαλμένες ή έστω υποβέλτιστες επιλογές<sup>106</sup> είτε αδυνατούν να λάβουν απόφαση καθώς έχουν περιέλθει σε κατάσταση παράλυσης<sup>107</sup>.

---

<sup>104</sup> Καραμπατζός Α. (2016), ό.π., σ.152 και ειδικά στην υποσημείωση 439 όπου δίνει τον ορισμό του πατερναλιστικού ψέματος σε αντιπαραβολή με την καντιανή κριτική αποδόμησης αυτού.

<sup>105</sup> Waldron (2014), It' s all for your own good, κεφ.4, The New York Review of Books (<http://www.nybooks.com/articles/2014/10/09/cass-sunstein-its-all-your-own-good/>)

<sup>106</sup> Από εμπειρικές έρευνες έχει παρατηρηθεί ότι όσο αυξάνονται οι διαθέσιμες σε ένα άτομο πληροφορίες, τόσο αυτό δεδομένων των περιορισμένων νοητικών ικανοτήτων και του περιορισμένου χρόνου που διαθέτει αδυνατεί να τις επεξεργαστεί με ορθολογικό τρόπο και να τις ελέγξει, ανεξαρτήτως του κόστους λήψης μιας απόφασης (φθίνουσα οριακή χρησιμότητα πληροφοριών)- βλ. Malhotra (1982), Information Load and Consumer Decision Making, Journal of Consumer Research 8(4), σ. 419- 430, Viscusi (1996), Individual Rationality, Hazard Warnings, and the Foundations of Tort Law, Rutgers Law Review 48, σ.625-672, ιδίως 661 επ., Paredes (2003), Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, Washington University Law Quarterly 81, σ.417-485, Becher (2007), Behavioral Science and Consumer Standard Form Contracts, Louisiana Law Review 68(1), σ.167-177, Moller/Ryan/Deci (2006), Self-Determination Theory and Public Policy: Improving the Quality of Consumer Decisions Without Using Coercion, American Marketing Association(1), σ.104-116, ιδίως 106,107

<sup>107</sup> Korobkin (2003), Bounded Rationality, Standard Form Contracts, and Unconscionability, University of Chicago Law Review 70, σ.1203-1295, ιδίως 1227 Καραμπατζός Α. (2016), ό.π. , σ.163

#### iv) Προθεσμίες νηφάλιου στοχασμού

Στην περίπτωση όπου διαπιστώνεται ένα συστηματικό έλλειμμα ορθολογικότητας κατά τη λήψη αποφάσεων υπό συνθήκες γενεσιουργούς συγκεκριμένων συμπεριφορικών ανωμαλιών είναι προκριτέοι οι κανόνες πρόβλεψης προθεσμιών νηφάλιου αναστοχασμού. Με δεδομένη μια αρχική επιλογή/απόφαση τα άτομα εδώ έχουν την δυνατότητα να προβούν σε μια στάθμιση κόστους-οφέλους σχετικά με την αυτήν, έχοντας την ευελιξία να απόσχουν τελικά από αυτή, εντός ενός καθορισμένου χρονικού διαστήματος<sup>108</sup>.

#### β. Φιλελευθερισμός

Οι υποστηρικτές της BDT αποδέχονται την κρατική παρέμβαση στην ιδιωτική αυτονομία ώστε να αποφευχθούν ανορθολογικές συμπεριφορές υποβαθμίζοντας τα άτομα σε απλά μέσα για την επίτευξη της οικονομικής αποτελεσματικότητας. Μια τέτοια αντιμετώπιση του ατόμου έρχεται σε αντίθεση με την πρώτη εκδοχή της κατηγορικής προσταγής<sup>109</sup> καθώς το άτομο υποβαθμίζεται από ηθικό υποκείμενο ικανό να στοχάζεται και να πράττει κατά τρόπο κυρίαρχο και αυτόνομο με βάσει τις προσωπικές του εκτιμήσεις και αξιολογήσεις σε αντικείμενο των κανόνων δικαίου.

Έπειτα, οποιαδήποτε παρέμβαση, ακόμα και αν έχει παιδευτικό χαρακτήρα (πρόταση ήπιων κηδεμονιστικών παρεμβάσεων) δεν περιορίζει τον κίνδυνο περιορισμού της ελευθερίας αυτοκαθορισμού, καθώς είναι υπαρκτός ο κίνδυνος της ολισθηρής πλαγιάς (slippery slope)<sup>110</sup>. Μπορεί οι υποστηρικτές της BDT να καταδικάζουν τον αυστηρό ή τον καταναγκαστικό

---

<sup>108</sup> Καραμπατζός Α. (2016), *Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου*, Αθήνα: Π.Ν. Σάκουλας, σ.89,90,163. Ειδικότερα, γενεσιουργές συνθήκες ανωμαλιών υφίστανται κατά τη λήψη απόφασης απόκτησης ενός αγαθού υπό καθεστώς έντονης ψυχικής πίεσης, η οποία οφείλεται στον αιφνιδιασμό του αποκτώντος από τον μεταβιβάζοντα, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των πωλήσεων εκτός καταστήματος ή εξ αποστάσεως- βλ. Thaler/Sunstein (2003), *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, *University of Chicago Law Review* 70(3), σ.1187,1188, Camerer/Issacharoff/Loewenstein/O'Donoghue/Rabin (2003), *ό.π.*, σ.1240 επ.

<sup>109</sup> Για την εφαρμογή της καντιανής κατηγορικής προσταγής στην οικονομική ανάλυση του δικαίου: White (2004), *Can homo economicus follow Kant's categorical imperative?*, *Journal of Socio-Economics* 33, Καραμπατζός Α. (2016), *ό.π.*, σ. 2-3, 136επ., 210-211

<sup>110</sup> Camerer/Issacharoff/Loewenstein/O'Donoghue/Rabin (2003), *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for 'Asymmetric Paternalism'*, *University of Pennsylvania Law Review* 151(3), 1251, Whitman/Rizzo (2007), *Paternalist Slopes*, *NYU Journal of Law and Liberty* 2, σ.411-443, ιδίως 412, Καραμπατζός Α. (2016), *ό.π.*, σ.168-173

κηδεμονισμό (coercive paternalism), ωστόσο στην πράξη η χάραξη μιας διαχωριστικής γραμμής μεταξύ μέτρων αυστηρού και ήπιου κηδεμονισμού ενέχει τον κίνδυνο αυθαιρεσίας<sup>111</sup>.

Είναι επόμενο, δηλαδή, ότι όλα εξαρτώνται από την ηθική και δικαιοπολιτική στάση του νομοθέτη απέναντι στην ιδιωτική αυτονομία. Είτε ο νομοθέτης, έχοντας την πεποίθηση ότι οι κοινωνικές ανισότητες καθιστούν αδύνατη την εξομοίωση του γνωστικού υποβάθρου, θεωρεί αξιακά επιβεβλημένη την παρεμβαση αποβλέποντας στην προστασία από την περιορισμένη ορθολογικότητα και έτσι δρα κηδεμονιστικά, είτε πάλι, έχοντας την πεποίθηση ότι οι γνωστικές ικανότητες των ατόμων είναι εξαιρετικές ή έστω επαρκείς και πάντα στο πλαίσιο της παιδευτικής λειτουργίας των ανεπιτυχών επιλογών, αποδίδει αξιακά πρωτοκαθεδρία στην ελεύθερη δράση αποδεχόμενος και την οποία πιθανή θυσία ατομικής ωφέλειας και απέχει από κηδεμονιστικές παρεμβάσεις<sup>112</sup>

## Β.Χρηματοπιστωτικές αγορές

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές (financial markets), που είναι ένας από τους τρεις πυλώνες ενός σύγχρονου οικονομικού συστήματος<sup>113</sup>, είναι ο χώρος όπου οι οικονομικές μονάδες (νοικοκυριά, επιχειρήσεις και Δημόσιο) αγοράζουν και πωλούν χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Ίσως η σημαντικότερη ικανότητά τους είναι η επαφή<sup>114</sup> πλεονασματικών (surplus units) με ελλειμματικές μονάδες (deficit units) κατά τρόπο αποτελεσματικό<sup>115</sup>, η οποία επαφή γίνεται είτε με άμεσο είτε με έμμεσο τρόπο<sup>116</sup>. Η άμεση μορφή χρηματοδότησης (direct finance) έχει το χαρακτηριστικό ότι οι πλεονασματικές μονάδες (θετικοί αποταμιευτές)<sup>117</sup> αγοράζουν

---

<sup>111</sup> Kronman (1983), Paternalism and the Law of Contracts, Yale Law Journal 92, σ.765,777,778, Wright/Ginsburg (2012), ό.π., σ. 1075

<sup>112</sup> Legett (2014), The politics of behavior change: nudge, neoliberalism and the state, Policy & Politics 42(1), σ. 11,12

<sup>113</sup> Μαζί με χρηματοπιστωτικά προϊόντα και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

<sup>114</sup> Η επαφή έχει την έννοια του "channeling of funds"

<sup>115</sup> Νούλας, Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Θεσσαλονίκη 2006, σ. 22

<sup>116</sup> Η δεύτερη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνίσταται στη συμβολή στην πραγματοποίηση από φυσικά ή νομικά πρόσωπα (μεταξύ των οποίων και από τους θετικούς και αρνητικούς αποταμιευτές πληρωμών χωρίς τη χρήση μετρητών, δηλαδή κερμάτων και τραπεζογραμματίων.

<sup>117</sup> Παμπούκη, Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, Νομική Βιβλιοθήκη 2009, σ. 834: "Θετικοί αποταμιευτές νοούνται οι οικονομικές μονάδες (νοικοκυριά, επιχειρήσεις, Δημόσιο) που προσφέρουν το προς αποταμίευση διαθέσιμο εισόδημα ή την προς αποταμίευση διαθέσιμη περιουσία τους"



χρηματοπιστωτικά προϊόντα, τα οποία εκδίδουν οι ελλειμματικές μονάδες (αρνητικοί αποταμιευτές)<sup>118</sup> και οι οποίες στον αντίποδα εισπράττουν τα κεφάλαια. Η διάθεση των χρεωστικών τίτλων και των μετοχών προς τους θετικούς αποταμιευτές μπορεί να γίνεται είτε με ιδιωτική τοποθέτηση (private placement) είτε με δημόσια προσφορά (public offer). Η έμμεση μορφή χρηματοδότησης (indirect finance) ή χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση (financial intermediation) συμβαίνει όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εκδίδουν δικά τους προϊόντα, τα οποία αγοράζουν άλλες οικονομικές μονάδες. Η τρέχουσα τιμή των χρηματοπιστωτικών προϊόντων διαμορφώνεται διαμέσου των αγοραπωλησιών που τελούν οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η τρέχουσα τιμή ενός προϊόντος καθορίζει και την αναμενόμενη απόδοσή του. Η αναμενόμενη απόδοση για τον επενδυτή αποτελεί κόστος για αυτόν που θα χρησιμοποιήσει τα κεφάλαιά του. Συνεπώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές καθορίζουν την κατανομή των πόρων σε μια οικονομία διαμέσου της διαμόρφωσης των τρεχουσών τιμών των περιουσιακών στοιχείων.

Ανάλογα με την οικονομική ζωή των χρηματοπιστωτικών προϊόντων αυτά χωρίζονται σε δύο κατηγορίες την χρηματαγορά και την κεφαλαιαγορά. Στην χρηματαγορά εντάσσονται όλα τα διαπραγματευόμενα χρηματοπιστωτικά προϊόντα με χρονική διάρκεια κάτω του ενός έτους οι εκδότες των οποίων μπορεί να είναι κυβερνήσεις ή ιδιωτικοί οργανισμοί και τα οποία χαρακτηρίζονται από μικρό κίνδυνο και μεγάλη ρευστότητα<sup>119</sup>, ενώ στην κεφαλαιαγορά ανήκουν τα διαπραγματευόμενα χρηματοπιστωτικά προϊόντα με χρονική διάρκεια άνω του έτους.<sup>120</sup>

Σημαντική διάκριση είναι αυτή μεταξύ των πρωτότυπων και των παράγωγων προϊόντων. Τα πρωτότυπα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (primitive securities) προσφέρουν αποδόσεις οι οποίες εξαρτώνται μόνο από την χρηματοοικονομική κατάσταση του εκδότη. Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (derivative securities) προσφέρουν αποδόσεις οι οποίες εξαρτώνται από τις τιμές τις οποίες διαμορφώνουν τα πρωτότυπα χρηματοπιστωτικά

---

<sup>118</sup> Παμπούκη, ό.π., σ. 834: “Αρνητικοί αποταμιευτές νοούνται οι οικονομικές μονάδες που αναζητούν είτε δανειακά κεφάλαια για την ικανοποίηση επενδυτικών, στεγαστικών ή καταναλωτικών αναγκών είτε (στην περίπτωση των επιχειρήσεων με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας) συμμετοχή στα ίδια κεφάλαιά τους”

<sup>119</sup> Νούλας, Αγορές ό.π., σ. 54

<sup>120</sup> Σπύρου, ό.π., σ. 20, 109-111

προϊόντα τα οποία είναι υποκείμενη αξία<sup>121</sup>. Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα ειδικότερα διακρίνονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με την οργάνωση των αγορών στην οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευση: α) Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται εκείνα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενες αγορές (exchange-traded derivative instruments), δηλαδή σε χρηματιστήρια παραγώγων, λ.χ. τα προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts) και τα συμβόλαια με δικαίωμα προαίρεσης (option contracts) και β) Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, η κατάρτιση και η αποτίμηση της αξίας των οποίων γίνεται εκτός ρυθμιζομένων αγορών, κατά κανόνα μέσω του τραπεζικού συστήματος (over-the-counter derivative instruments), λ.χ. οι προθεσμιακές πράξεις (forwards), πράξεις με δικαίωμα προαίρεσης (options) και συμβάσεις ανταλλαγής (swaps). Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα μπορούν, επίσης, να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης<sup>122</sup>.

Βασική κατηγοριοποίηση των αγορών είναι και αυτή μεταξύ πρωτογενών και δευτερογενών<sup>123</sup>. Στις πρωτογενείς αγορές (primary markets) οι εταιρείες μπορούν να αντλήσουν νέα κεφάλαια. Αν, για παράδειγμα, μία εταιρεία επιθυμεί να πουλήσει μία νέα έκδοση μετοχών πρέπει να καταφύγει στην πρωτογενή αγορά. Στην περίπτωση αυτή, η εταιρία εισπράττει το προϊόν από την πώληση των μετοχών. Πρωτογενείς αγορές υπάρχουν επίσης για ομολογίες και άλλα είδη χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων. Αντίθετα, οι δευτερογενείς αγορές (secondary markets) είναι οι αγορές στις οποίες υπάρχουν σε κυκλοφορία αξιόγραφα διαπραγματεύονται μεταξύ επενδυτών. Η εταιρεία της οποίας τα αξιόγραφα διαπραγματεύονται στη δευτερογενή αγορά δεν πραγματοποιεί καμία συναλλαγή και κατά συνέπεια δεν εισπράττει τίποτα. Δευτερογενείς αγορές υπάρχουν για μετοχές, ομολογίες και άλλα είδη χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων.

---

<sup>121</sup> Σπύρου, ό.π., σ. 26-27

<sup>122</sup> Είτε σε πολυμερή συστήματα που αποτελούν αντικείμενο εκμετάλλευσης από μια τράπεζα, μια επιχείρηση επενδύσεων ή ένα διαχειριστή αγοράς και καλούνται «πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευση» (multilateral trading facilities-MTFs), είτε εσωτερικά μέσα στην ίδια την τράπεζα ή την επιχείρηση επενδύσεων, δηλαδή συστηματική εσωτερικοποίηση (internalisation).

<sup>123</sup> Σπύρου, ό.π., σ. 32-33

Ακόμα μια σημαντική διάκριση των αγορών είναι σε οργανωμένες και σε μη οργανωμένες<sup>124</sup>. Στις οργανωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές (organized financial markets ή regulated markets) διαπραγματεύονται τυποποιημένα προϊόντα, υπάρχουν θεσμοθετημένα όργανα ελέγχου τα οποία θεσπίζουν συγκεκριμένους κανόνες λειτουργίας οι οποίοι διευκολύνουν τις συναλλαγές, προστατεύουν τα συμβαλλόμενα μέρη και εγγυώνται την εκκαθάριση των συναλλαγών. Παραδείγματα οργανωμένων αγορών αποτελούν τα χρηματιστήρια. Στις μη οργανωμένες αγορές (over-the-counter ή non-regulated markets) διαπραγματεύονται μη τυποποιημένα προϊόντα τα οποία τις περισσότερες φορές εκδίδονται για να καλύψουν τις ιδιαίτερες ανάγκες ενός επενδυτή και οι συναλλαγές γίνονται μέσω ενός τηλεπικοινωνιακού δικτύου που μοιάζει ως προς τη λειτουργία του με τις ανά τον κόσμο διατραπεζικές αγορές.

## Γ. Ορθολογικότητα και Αγορά Κεφαλαίων

### Ι. Τα διάφορα θεωρητικά μοντέλα

#### 1) Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Capital Markets Hypothesis, στο εξής: ECMH), διατυπώθηκε από τον Eugene Fama το 1970 και αποτελεί την επικρατούσα θεωρία (η βάση της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου και κεφαλαιαγοράς) στην οικονομική και στην νομική επιστήμη σχετικά με την δυνατότητα έγκαιρης πρόβλεψης των χρηματιστηριακών τιμών ώστε να αναπτυχθεί κερδοσκοπική δραστηριότητα με σοβαρά περιθώρια κέρδους.<sup>125</sup>

Ειδικότερα, η ECMH ως έκφανση της RCT εξετάζει τον τρόπο διαμόρφωσης των χρηματιστηριακών τιμών και την επίδραση της συμπεριφοράς των επενδυτών στη μεταβολή των

---

<sup>124</sup> Σπύρου, ό.π., σ. 35

<sup>125</sup> Fama (1965), The Behavior of Stock Market Prices, Journal of Business 38(1), σ.34-105, ο ίδιος (1965), Random Walks in Stock Market Prices, Financial Analysts Journal 21(5), σ.55-80, Fama/Fisher/Jensen/Roll (1969), The adjustment of stock prices to new information, International Economic Review 10, σ.1-21, Fama (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance 25, σ.383-417, ο ίδιος (1976), Efficient Capital Markets: Reply, The Journal of Finance 31, σ.143-145, ο ίδιος (1991), Efficient Capital Markets: II, 46 The Journal of Finance 46, σ.1575-1617, ο ίδιος (1995), Random Walks in Stock Market Prices, Financial Analysts Journal 51(1), σ.75-80 και Langevoort (1992), Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, University of Pennsylvania Law Review 140, σ. 851-920

χρηματιστηριακών τιμών μέσα από τη λειτουργία του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης. Η ατομική συμπεριφορά είναι πολύ σημαντική και επηρεάζεται από δύο παράγοντες, τις προτιμήσεις, οι οποίες παραμένουν σταθερές στο πέρασμα του χρόνου και το πληροφοριακό υπόβαθρο των επενδυτών.<sup>126</sup>

Οι πληροφορίες διακρίνονται σε αυτές που σχετίζονται με την αξία των μέσων και αφορούν την εκδότηρια και την εσωτερική αξία των μέσων (την περιουσιακή, την οικονομική κατάσταση, την εξέλιξη των εργασιών ή συνεργασιών της, την προσωπική ή την οργανωτική δομή) και σε αυτές αφορούν τη γενική κατάσταση της οικονομίας και της αγοράς, με αποτέλεσμα τέτοιου είδους πληροφορίες να επιδρούν στη χρηματιστηριακή τιμή του συνόλου των διαπραγματευόμενων στην κεφαλαιαγορά χρηματοπιστωτικών μέσων (σχετικές με τα διανεμόμενα μερίσματα, τη μεταβολή της ονομαστικής αξίας και την υποδιαίρεση των τίτλων εκδόσεως της εταιρείας λ.χ. split stocks).<sup>127</sup>

Συγκεκριμένα για τον τρόπο που επιδρούν οι πληροφορίες στην χρηματιστηριακή τιμή των μέσων έχουν διαπιστωθεί από την ECMH τρεις παραδοχές<sup>128</sup>: α) Οι χρηματιστηριακές αξίες δεν μπορούν να παραμένουν σταθερές. Η συνεχής ροή νέων πληροφοριών οδηγεί και στη συνεχή τροποποίηση των αξιών αυτών, άρα και των τιμών ισορροπίας μεταξύ των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης, β) Η διαχρονική προσαρμογή των χρηματιστηριακών αξιών στις νεοπροσλαμβανόμενες, άλλοτε θετικές και άλλοτε αρνητικές πληροφορίες είναι μια διαδικασία τυχαίων και γι' αυτό απρόβλεπτων μεταβολών και γ) Οι τιμές χρηματιστηριακών συναλλαγών δεν αποκλίνουν συστηματικά και παρατεταμένα από τις τιμές ισορροπίας. Οι όποιες υφιστάμενες παρεκκλίσεις, που οφείλονται στον χρόνο διάδοσης, την ποιότητα της πληροφορίας και στις εκτιμήσεις επί των αποτελεσμάτων των επενδυτών<sup>129</sup>, εξαλείφονται ταχύτατα μέσα από τη

---

<sup>126</sup>Βλ. *Mishkin* (2007): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 8th edition. The Addison-Wesley series in economics, Boston (et. al), σ.35-39,184-198. Ειδικά η έννοια της πληροφοριακής ασυμμετρίας και τα προβλήματα που απορρέουν από αυτή. Επίσης βλ. *Rasmusen* (1989): *Games and Information, An introduction to Game Theory*, Basil Blackwell Ltd, Oxford, σ.181-203 για το adverse selection, και σ.. 133-179 για το moral hazard και Θωμαδάκης/Ξανθάκης (2011), ό.π., σ.188

<sup>127</sup> Θωμαδάκης/Ξανθάκης (2011), ό.π., σ.191

<sup>128</sup> Θωμαδάκης/Ξανθάκης (2011), ό.π., σ.189-190

<sup>129</sup> Στο στάδιο πρόσληψης και επεξεργασίας των πληροφοριών σχετικά με τις μελλοντικές χρηματοροές των χρηματοπιστωτικών μέσων μπορούν να εμφολωθήσουν σφάλματα που ευθύνονται για αποκλίσεις των τιμών

δράση πληροφορημένων επενδυτών που αναγνωρίζουν την ανισορροπία των τιμών, επιχειρούν να κερδίσουν από την ανισορροπία αυτή και έτσι επιφέρουν τη διόρθωσή τους.

Ο Fama<sup>130</sup> διακρίνει τρεις μορφές της ECMH:

α) Πρώτη μορφή είναι αυτή της ασθενούς αποτελεσματικότητας (weak form), κατά την οποία ήδη διαμορφωθείσες χρηματιστηριακές τιμές δεν περιέχουν καμία ένδειξη ή πληροφορία για τη μελλοντική πορεία των τιμών αυτών, η οποία να μπορεί να αξιοποιηθεί από τους επενδυτές προς προσπορισμό κέρδους υπερβαίνοντος τις αποδόσεις από την απλή διακράτηση των χρηματοπιστωτικών μέσων. Σε αυτή την μορφή υποστηρίζεται ότι δεν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ των μεταβολών των τιμών και αυτές είναι μεταξύ τους ανεξάρτητες. Δηλαδή δεν παρατηρείται κάποια αυτοσυσχέτιση (auto-correlation) μεταξύ τους, αφ' ενός ούτε θετική, με την έννοια ότι η κίνηση της χρηματιστηριακής τιμής προς ορισμένη κατεύθυνση (άνοδο ή κάθοδο) για ορισμένο χρονικό διάστημα είναι ενδεικτική της συνέχισης της κίνησης αυτής και στο μέλλον, αφ' ετέρου ούτε αρνητική, με την έννοια ότι η κίνηση της χρηματιστηριακής τιμής προς ορισμένη κατεύθυνση είναι ενδεικτική της αντίθετης κίνησης στο μέλλον.<sup>131</sup>

β) Δεύτερη μορφή είναι αυτή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (semi-strong form), σύμφωνα με την οποία οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν ταχύτατα και αντανακλούν πλήρως κάθε δημοσιευμένη πληροφορία σχετιζόμενη με τα διαπραγματευόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα. Εδώ, οι επενδυτές αντιδρούν αμέσως μετά την δημοσιοποίηση της πληροφορίας προσπαθώντας να την εκμεταλλευτούν αλλά δεν επιτυγχάνουν τα αναμενόμενα κέρδη καθώς η νέα πληροφορία έχει ήδη ενσωματωθεί στην αξία του αξιογράφου. Η δεύτερη αυτή μορφή ουσιαστικά εμπεριέχει και την μορφή της ασθενούς αποτελεσματικότητας αφού η πληροφορία είναι δημόσια. Η ECMH σε μορφή μέσης ισχύος επιβεβαιώνεται με μελέτες περιστατικών (event studies).<sup>132</sup>

---

συναλλαγών από τις τιμές ισορροπίας- βλ. Βερβεσός (2016), Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ.120-122

<sup>130</sup>Fama (1965), ό.π., σ.34-105

<sup>131</sup>Brealey/Myers/Allen (2011), Principles of Corporate Finance, 10η έκδοση, Mc Graw-Hill Irwin, σ.315-316

<sup>132</sup> Η μεθοδολογία των event studies συνίσταται στην παρατήρηση των χρηματιστηριακών τιμών πριν και μετά την ανακοίνωση ενός περιστατικού και στον αποκλεισμό παραγόντων που ενδεχομένως ευθύνονται για τη διακύμανση των τιμών κατά την περίοδο παρατήρησης αλλά είναι άσχετες προς το διερευνώμενο ως προς τις επιπτώσεις του

γ) Τρίτη είναι η μορφή είναι αυτή της ισχυρής αποτελεσματικότητας (strong form), σύμφωνα με την οποία οι χρηματιστηριακές τιμές ενσωματώνουν και αντανακλούν σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή κάθε πληροφορία, δημόσια και ιδιωτική, σχετιζόμενη με τα διαπραγματευόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η μορφή αυτή προϋποθέτει την ύπαρξη τέλειων αγορών. Με βάση αυτή την προϋπόθεση η πληροφορία είναι διαθέσιμη σε οποιονδήποτε συμμετέχει στην αγορά. Οι επενδυτές που έχουν πρόσβαση σε ιδιωτικές πληροφορίες αφορώσες συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα λαμβάνουν επενδυτικές θέσεις αντίστοιχες προς τον αντίκτυπο που θα έχουν οι πληροφορίες αυτές στις μελλοντικές χρηματοροές των διαπραγματευόμενων μέσων. Η σχετική επενδυτική δραστηριοποίηση των εχόντων πρόσβαση σε προνομιακή πληροφόρηση θα διαμορφώσει τις χρηματιστηριακές τιμές στα επίπεδα ισορροπίας τους. Η τρίτη εκδοχή εμπεριέχει τις δύο ασθενέστερες. Η υπόθεση της προσαρμογής των χρηματιστηριακών τιμών στις ιδιωτικές πληροφορίες δεν μπορεί να επιβεβαιωθεί μέσω event studies, όπως η ECMH μέσης ισχύος, καθώς δεν μπορεί να προσδιορισθεί το χρονικό σημείο λήψης της πληροφορίας από συγκεκριμένους επενδυτές και ενσωμάτωσης της πληροφορίας από τη στιγμή που αυτή δεν δημοσιοποιείται.

Η ECMH συνδέεται στενά με την έννοια του “τυχαίου περιπάτου” (random walk) και η οποία χρησιμοποιείται για τον χαρακτηρισμό μιας σειράς τιμών στην οποία όλες οι μεταβολές είναι τυχαίες σε σχέση με τις προηγούμενες τιμές<sup>133</sup>. Η έννοια του τυχαίου περιπάτου εδράζεται στο γεγονός ότι αν η ροή των πληροφοριών είναι απρόσκοπτη και όλες οι πληροφορίες αντικατοπτρίζονται άμεσα στις τιμές των αξιογράφων, τότε η μεταβολή των τιμών την επόμενη ημέρα θα αντικατοπτρίζει τις αυριανές πληροφορίες και αυτή η μεταβολή θα είναι ανεξάρτητη από την σημερινή μεταβολή των τιμών

---

περιστατικό- βλ. MacKinlay (1997), Event Studies in Economics and Finance, Journal of Economic Literature 35, σ.13–39, Kothari/Warner, Econometrics of Event Studies, σε Eckbo (2007), The Handbook of Empirical Corporate Finance, Chapter 1, Elsevier/North-Holland

<sup>133</sup> Kendall (1953), The Analysis of Economic Time Series, Part I. Prices, Journal of the Royal Statistical Society 96, σ.11–25, Fama (1965ό.π., σ.75-80

## 2) Οι σημαντικότερες αποκλίσεις από την Υπόθεση Αποτελεσματικής Αγοράς

Σε αντίθεση με την EMCH, εμπειρικά έχουν παρατηρηθεί επαναλαμβανόμενες συμπεριφορές και τάσεις και οι οποίες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής<sup>134</sup>:

α) Αποκλίσεις κατά το στάδιο επεξεργασίας των πληροφοριών. Σε αυτό το στάδιο οι πιθανές αποκλίσεις δυνητικά υπάρχουν ήδη από τον τρόπο/μηχανισμό που επιλέγει ο επενδυτής για την πληροφόρησή τους, που είναι οι αντιπροσωπευτικοί (representativeness heuristic) και οι άμεσα διαθέσιμοι (availability heuristic)<sup>135</sup>. Στην αγορά μπορεί να παρατηρηθούν φαινόμενα υπερεκτίμησης των διαθέσιμων<sup>136</sup>, είτε αρνητικών είτε θετικών πληροφοριών. Η υπερβολικά θετική εκτίμηση των πληροφοριών αυτών μπορεί να αποδοθεί στους μηχανισμούς αντιπροσωπευτικότητας και των άμεσα διαθέσιμων πληροφοριών. Όμως η υπερεκτίμηση αυτή αποκτά συστηματικό χαρακτήρα λόγω της προσπάθειας των επενδυτών να “κυνηγούν” μοτίβα στην πορεία που διαγράφουν οι χρηματιστηριακές τιμές (trend-chasing) και η υπερβολικά θετική εκτίμηση πληροφοριών κατά τη στιγμή που αυτές γνωστοποιούνται ανατροφοδοτεί την υπερβολική αντίδραση (overreaction) των επενδυτών για ένα αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα. Άρα πράγματι οι μεταβολές των τιμών του σήμερα επηρεάζουν τις μεταβολές των τιμών του αύριο. Από την άλλη πλευρά στην κεφαλαιαγορά εκδηλώνονται και φαινόμενα υποτίμησης διαθέσιμων πληροφοριών σχετιζόμενων με την πραγματική αξία των μετοχών, τα οποία αποδίδονται στη συμπεριφορική ανωμαλία του συντηρητισμού (conservatism bias). Παραδείγματα είναι η επίτευξη μη αναμενόμενων κερδών και η επαναγορά ιδίων μετοχών.<sup>137</sup> Τα

<sup>134</sup> Οι α-στ αφορούν τα όρια ορθολογικής δράσης των επενδυτών ενώ η ζ τα όρια στη λήψη αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων

<sup>135</sup> . Σε βραχυπρόθεσμο στάδιο η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής εμφανίζει μια ανοδική τάση δυσανάλογη προς εκείνη που θα έπρεπε να σημειωθεί βάσει του κρατούντος μοντέλου αποτίμησης μετοχών (Capital Asset Pricing Model-CAPM), ενώ σε ένα μακροπρόθεσμο στάδιο η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής εμφανίζει μια έντονη πτωτική τάση που συνεπάγεται δυσανάλογα χαμηλή απόδοση των μετοχών- βλ. De Bondt/Thaler (1987), Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *The Journal of Finance* 42(3), σ.557-581, οι ίδιοι (1985), Does the stock market overreact?, *The Journal of Finance* 40(3), σ. 793-805

<sup>136</sup> Pompian (2012), *Behavioral Finance and Investor Types*, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc., σ.32-38, Barberis/Shleifer/Vishny (1998), A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics* 49, σ. 307-343

<sup>137</sup> Bernard/Thomas (1990), Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?, *Journal of Accounting Research* 27, σ.1-36 Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen (1995), Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, σ. 181-208

φαινόμενα υποαντίδρασης (underreaction) των επενδυτών σε γνωστές πληροφορίες έχουν σαν αποτέλεσμα την αντίστροφη πορεία των χρηματιστηριακών τιμών από εκείνη που αναφέρθηκε ανωτέρω. Σε ένα βραχυπρόθεσμο περιβάλλον τα θετικά νέα που έχουν δημοσιοποιηθεί για μια μετοχή δεν οδηγούν σε ανάλογη άνοδο της τιμής της, αλλά απαιτείται ένα χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα έμπειροι επενδυτές να αξιοποιήσουν αυτή την αναντιστοιχία μεταξύ πραγματικής και χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής με σκοπό την αποκόμιση κέρδους από τη μεσομακροπρόθεσμη σταθερή άνοδο της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, δηλαδή εμφανίζεται το φαινόμενο της στιγμιαίας επένδυσης (momentum trading)<sup>138</sup>. Όταν οι αποδόσεις της αξίας αφορούν αρνητικά νέα τότε το φαινόμενο που παρατηρείται είναι αυτό της αντιστροφής (reversal).

β) Αποκλίσεις λόγω λαθεμένης αντίληψης περί ατομικών εκτιμώμενων ικανοτήτων. Η υπερβολοειδής αυτοπεποίθηση εντοπίζεται κατά κύριο λόγο στην Κεφαλαιαγορά, κάτι που είναι λογικό εφόσον κάποιος αναλογιστεί ότι οι επενδυτές επιδιώκουν το μέγιστο δυνατό κέρδος<sup>139</sup>. Ειδικότερα, οι επενδυτές, πιστεύοντας ανορθολογικά ότι οι γνώσεις και η εμπειρία τους εγγυούνται την ορθότητα των εκτιμήσεων τους, υποβαθμίζουν τη σημασία των νεοπροσλαμβανόμενων πληροφοριών ή/και υπερεκτιμούν την ικανότητά τους προς λήψη επενδυτικών αποφάσεων, αναλαμβάνοντας έτσι ριψοκίνδυνες αποφάσεις. Ενδιαφέρον στοιχείο, που έχει προκύψει από εμπειρικές έρευνες αποτελεί το εύρημα ότι οι επενδυτές δείχνουν να αποδίδουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη αξιοπιστία σε πληροφορίες από ιδιωτικές πηγές πληροφόρησης ενώ στον αντίποδα αποδίδουν ελάχιστη σημασία στις δημοσιευθείσες.<sup>140</sup>

---

<sup>138</sup> Σπύρου (2009), ό.π., σ. 123-129

<sup>139</sup> Fischhoff/Slovic/Lichtenstein (1977), Knowing with Certainty: The Appropriateness of extreme confidence, *J.Exp.Psychol.-Hum.Percept.Perform*, 3(4), σ.552-564, οι ίδιοι (1977), Behavioral Decision Theory, *Annual Review of Psychology* 28, σ.1-39, Lichtenstein/Fischhoff (1977), Do those who know more also know more about how much they know?, *Organizational Behavior and Human Performance* 20(2), σ.159-183, Koriat/Lichtenstein/Fischhoff (1980), Reasons for Confidence, *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory* 6(2), σ.107-118, Odean (1998), Volume, Volatility, Price, and Profit when all traders are above average, *The Journal of Finance* 53(6), σ. 1887-1934, Daniel/Titman (1999), Market Efficiency in an Irrational World, *Financial Analysts Journal* 55(6), σ.28,29, Barber/Odean (2001), ό.π., σ.261-292, Gervais/Odean (2001), Learning to be overconfident, *Review of Financial Studies* 14(1), σ. 1-27 Σπύρου (2009), ό.π., σ. 94-96, 144-146, Pompian (2012), *Behavioral Finance and Investor Types*, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc., σ.39-40

<sup>140</sup> Daniel/Hirshleifer/Subramanyam (1998), Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions, *Journal of Finance* 53, σ. 1839-1885



Ακόμα, έχει παρατηρηθεί ότι αρκετοί επενδυτές αποδίδουν τις υψηλές αποδόσεις των επενδύσεών τους στις ατομικές τους ικανότητες και όχι σε τυχαία γεγονότα αλλά και αντιστρόφως αποδίδουν τις χαμηλές αποδόσεις σε τυχαία γεγονότα και όχι στις περιορισμένες ικανότητές τους.<sup>141</sup> Σε αυτό το σημείο βέβαια πρέπει να γίνει λόγος και στο γεγονός ότι η απόκλιση λόγω της υπερβολοειδούς αυτοπεποίθησης δεν είναι απαραίτητα προβληματική και αθέμιτη, καθώς πολλές φορές η επιθετική στρατηγική των επενδυτών με αυτοπεποίθηση οδηγούν σε ριψοκίνδυνες επενδύσεις οι οποίες όμως έχουν τεράστιες αποδόσεις εφόσον ευοδωθούν.<sup>142</sup>

γ) Αποκλίσεις των επενδυτών λόγω της Prospect Theory. Πολλές φορές αρκετοί επενδυτές δύσκολα αποδέχονται τις απώλειες από την μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των τοποθετήσεών του και να αποδесμευθούν από αυτές με αποτέλεσμα την παρακράτηση μη κερδοφόρων ή ακόμη και ζημιογόνων μετοχών και άλλων χρηματοπιστωτικών μέσων<sup>143</sup>. Γενέθλιος λόγος αυτής της μη ορθολογικής δράσης είναι η απαρέσκεια στις ζημίες (loss aversion). Ωστόσο, έχει παρατηρηθεί και το φαινόμενο αποτοποθέτησης (disposition effect) σύμφωνα με το οποίο οι επενδυτές μεταβιβάζουν τις ήδη κερδοφόρες τοποθετήσεις τους με σκοπό την αποκόμιση άμεσου κέρδους<sup>144</sup>.

---

<sup>141</sup> Gervais/Odean (2001), *ό.π.*, σ. 1-27

<sup>142</sup> Benos (1998), Aggressiveness and survival of overconfident traders, *Journal Financial Markets* 1, σ.353-383, ιδίως 356, όπου και “individual profits of overconfident traders may be positive and even higher than those of their rational opponents”, Hirshleifer/Luo (2001), On the survival of overconfident traders in a competitive securities market, *Journal of Financial Markets* 4, σ.73-84

<sup>143</sup> Pompian (2012), *ό.π.*, σ.38,39

<sup>144</sup> Shefrin/Statman (1985), The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance* 40(3), σ.777-790, Ferris/Haugen/Makhija (1988), Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect, 43 *Journal of Finance* 43, σ. 677-697, Odean (1998), Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, *Journal of Finance* 53, σ. 1775-1798, Weber/ Camerer (2000), The disposition effect in securities trading: an experimental analysis, *Journal of Economic Behavior & Organization* 33, σ.167-184, Jordan/Diltz (2004), Day Traders and the Disposition Effect, *Journal of Behavioral Finance* 5, σ.192-200, Lehenkari/Perттunen (2004), Holding on to the Losers: Finnish Evidence, *Journal of Behavioral Finance* 5, σ. 116–126, Locke/Mann (2005), Professional trader discipline and trade disposition, *Journal of Financial Economics* 76(2), σ.401-444, Ravi Dhar and Ning Zhu (2006), Up Close and Personal: Investor Sophistication and the Disposition Effect, *Management Science* 52(5), 2006, σ.726-740,

δ) Αποκλίσεις λόγω ειδικών παραγόντων που επηρεάζουν τις προτιμήσεις των επενδυτών. Η πρόσδεση στο μη ανακτήσιμο κόστος (sunk cost fallacy) οδηγεί αρκετούς επενδυτές να παραμένουν πιστοί στην αρχική τους τοποθέτηση και να μην αποδεσμεύονται από αυτή παρά την πτωτική τάση της αξίας της. Το φαινόμενο αυτό αποδίδεται στον φόβο μετάνοιας (fear of regret/ regret aversion) που επιθυμούν να αποφύγουν.<sup>145</sup> Επιπλέον, ειδικά για τους επενδυτές έχει παρατηρηθεί η τάση τους να προσχωρούν σε λογαριασμό (mental accounting) για τα κέρδη και τις ζημιές και στο πλαίσιο που τα κέρδη υπερβαίνουν τις ζημιές, οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να εκτεθούν σε κινδυνώδεις οικονομικές δραστηριότητες ως προς το ποσό που αντιστοιχεί στο κέρδος.<sup>146</sup> Βέβαια η συμπεριφορά αυτή συνδέεται και με το ζήτημα της υπερβολοειδούς αυτοπεποίθησης των επενδυτών, όπως αυτό αναφέρθηκε ανωτέρω. Η κατασκευή των λογαριασμών αποτελεί ένα δείγμα της τάσης της ανθρώπινης φύσης να κατηγοριοποιεί και να απομονώνει τα οικονομικά της στοιχεία, κάτι που αποδίδεται ως narrow framing. Στο narrow framing, ο επενδυτής δεν υπολογίζει ότι κάθε απόφασή του εντάσσεται σε μια ακολουθία αποφάσεων, παρελθουσών ή μελλουσών, σχετικών με την οικονομική του κατάσταση.<sup>147</sup> Με την σειρά του το narrow framing, εκδηλώνεται είτε με την μυωπική προσπάθεια αποφυγής ζημιών (myopic loss aversion)<sup>148</sup> είτε με το γρίφο του πριμ μετοχών (equity premium puzzle), κατά τον οποίο το πριμ αντανakλά τη διαφορά στις αποδόσεις μετοχών και λοιπών χρηματοπιστωτικών

---

Barber/Lee/Liu/Odean (2007), Is the Aggregate Investor Reluctant to Realise Losses?, European Financial Management 13(3), σ.423-447, Σπύρου (2009) ό.π. σ.153-155

<sup>145</sup> Σπύρου (2009), ό.π., σ.102, όπου αναφέρονται παραδείγματα από την κρίση του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο 1998-1999 και Pomprian (2012), ό.π., σ.40-43. Επιπλέον, ο φόβος της μετάνοιας εκδηλώνεται και ως φόβος απόκλισης από τις επενδυτικές επιλογές της πλειοψηφίας των επενδυτών, ιδίως των επαγγελματιών επενδυτών, με τη σκέψη ότι οι επιλογές αυτές είναι περισσότερο πιθανό να αποδειχθούν επωφελείς σε σχέση με τις ίδιες επενδυτικές επιλογές, κατά τον Pomprian, ό.π., σ. 26-37

<sup>146</sup> Pomprian (2012), ό.π., σ.33-35

<sup>147</sup> Barberis/ Huang (2001), Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, The Journal of Finance 56(4), σ.1247-1292

<sup>148</sup> οι επενδυτές εξετάζουν την απόδοση κάθε επένδυσης μεμονωμένα χωρίς να την εντάσσουν σε ένα ευρύτερο πλαίσιο επενδυτικής στρατηγικής που αποσκοπεί στην αντιστάθμιση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης του επενδυτικού χαρτοφυλακίου- βλ. Brealey/Myers/Allen (2011), Principles of Corporate Finance, Chapter 13, 10η έκδοση, Mc Graw-Hill Irwin, σ.190-197 για την θεωρία του Επενδυτικού Χαρτοφυλακίου.

μέσων, με θεμέλιο λίθο ότι οι μετοχές είναι λογικό να έχουν υψηλότερη απόδοση από τα λοιπά μέσα καθώς υπάρχει μεγαλύτερη έκθεση και κίνδυνος σε αυτές<sup>149</sup>.

ε) Συστηματικότητα των αποκλίσεων υπό το πρίσμα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής Θεωρίας (Behavioral Finance). Ιστορικά έχει παρατηρηθεί ότι υπάρχει μια συστηματικότητα εμφάνισης σφαλμάτων που καθιστούν ανορθολογική την συμπεριφορά. Παραδείγματα είναι οι μεγάλες χρηματοπιστωτικές κρίσεις οι οποίες είχαν το χαρακτήρα ανορθολογικών υπερτιμήσεων συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών μέσων (overvaluation crises/bubbles)<sup>150</sup>, ενδεικτικά παραδείγματα είναι η μανία της τουλίπας που εκδηλώθηκε την περίοδο 1630-1637 στο Άμστερνταμ με επίκεντρο σπάνιους βολβούς τουλίπας, το κραχ του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης το 1929 (Great Depression) με επίκεντρο επίκεντρο μετοχές αμερικανικών εταιρειών δραστηριοποιούμενων στη βιομηχανία αυτοκινήτων, τηλεφωνίας, ηλεκτρισμού και ραδιοφωνίας και η χρηματιστηριακή κρίση του 2008 (the Great Recession) με επίκεντρο παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα αλλά και το ελληνικό κραχ του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 1999 με επίκεντρο την προοπτική άνθησης της οικονομίας λόγω, της ένταξης της Ελλάδας στην ΟΝΕ και της προοπτικής ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων. Κοινή συνισταμένη όλων αυτών των κρίσεων είναι ότι όλες είχαν δύο στάδια, στο πρώτο στάδιο οι υπεραισιόδοξοι επενδυτές δημιουργούν αυξανόμενη ζήτηση για τα υπό διαπραγμάτευση μέσα και οδηγούν την τιμή αυτών σε μια απότομη αύξηση (bull markets) μέχρι ένα κρίσιμο σημείο όπου ξεκινά το δεύτερο στάδιο κατά το οποίο οι επενδυτές είναι υπερβολικά απαισιόδοξοι λόγω ενός γενικού πανικού και δημιουργούν αυξανόμενη προσφορά για τα ίδια μέσα και οδηγούν την τιμή αυτών σε απότομη μείωση (bear markets).

Σε όλη όμως αυτή την ανορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών συνέβαλαν και εξωγενείς παράγοντες, όπως αναλύσεις οικονομολόγων, η δράση των Μέσων Μαζικής Ενημέρωσης, ακόμα και δημόσιες παρεμβάσεις πολιτικών ( ενδεικτικά του ίδιου του Έλληνα Πρωθυπουργού στο κραχ του Ελληνικού Χρηματιστηρίου) οι οποίοι δημιούργησαν μια επενδυτική (και όχι μόνο) ευφορία που καθιστούσε ευπρόσδεκτες θεωρίες περί συνεχούς ανόδου

---

<sup>149</sup> Mehra/Prescott (1985), The equity premium: A puzzle, Journal of Monetary Economics 15(2), σ.145-161, Σπύρου (2009), ό.π., σ.51

<sup>150</sup> Σπύρου (2009), ό.π., σ.30-35

των χρηματιστηριακών τιμών και αντιμετώπιζε με αποστροφή τις αντίθετες θεωρίες περί υπερβολικών επενδυτικών θέσεων<sup>151</sup>.

Άλλο παράδειγμα είναι ο εντοπισμός συστημικών αποκλίσεων με βάση το χρονικό σημείο, που αποκαλούνται και ημερολογιακές αποκλίσεις (calendar anomalies). Κατά την ασθενή εκδοχή της ECMH (weak form), η αποκόμιση έκτακτων κερδών επί τη βάση των προγενέστερα διαμορφωθείσων χρηματιστηριακών τιμών ενός μέσου δεν υφίσταται και άρα δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση των τιμών αυτών σε διάφορα χρονικά σημεία. Εμπειρικές έρευνες ωστόσο διαψεύδουν την συγκεκριμένη παραδοχή της ECMH καθώς έχει παρατηρηθεί μικρή κάμψη της αξίας των μετοχών τον τελευταίο μήνα του έτους (year-end effect/ Santa Claus Rally) ενώ τον Ιανουάριο έχει παρατηρηθεί μικρή άνοδος (January effect). Το φαινόμενο αυτό αποδίδεται ως εκδήλωση του house money effect, λόγω των επιδομάτων εορτών αλλά και στην προσπάθεια των επενδυτών εξωραϊσμού των ισολογισμών τους οι οποίοι κατά το τέλος του έτους απομακρύνουν από τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια χρηματοπιστωτικά μέσα χαμηλής απόδοσης και τα επαναγοράζουν, αφού έχει λήξει η περίοδος απολογισμού με την προσδοκία υψηλών αποδόσεων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (window dressing).<sup>152</sup> Αντίστοιχο παράδειγμα ημερολογιακών αποκλίσεων είναι το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (weekend effect) κατά το οποίο παρατηρείται ιδιαίτερα μεγάλη απόκλιση στην τιμή κλεισίματος της Παρασκευής και στην τιμή ανοίγματος της Δευτέρας. Το φαινόμενο αυτό αποδίδεται είτε στο γεγονός ότι οι εκδότριες επιλέγουν να δημοσιοποιήσουν ένα δυσάρεστο συμβάν/πληροφορία ελάχιστη ώρα πριν το κλείσιμο της Παρασκευής με αποτέλεσμα αυτό/η να ενσωματώνεται στην αρνητική επενδυτική συμπεριφορά την Δευτέρα, είτε στο γεγονός ότι οι επενδυτές είναι ιδιαίτερα αισιόδοξοι πριν το Σαββατοκύριακο και απαισιόδοξοι την Δευτέρα.<sup>153</sup> Επιπλέον, από εμπειρικές έρευνες έχει διαπιστωθεί ότι τα φαινόμενα του Ιανουαρίου και του Σαββατοκύριακου συχνά συνδυάζονται με την ανορθολογική επίδραση του φαινομένου της μικρής επιχείρησης (small size effect).

---

<sup>151</sup>Ο παράλογος ενθουσιασμός του Shiller καθιστά σαφές το έλλειμμα ορθολογικότητας που διακρίνει τους επενδυτές κατά τις περιόδους υπερτίμησης (irrational exuberance)-βλ. Θωμαδάκης/Ξανθάκης (2011), ό.π., σ.219.

<sup>152</sup> Ritter/Chopra (1989), Portfolio Rebalancing and the Turn-off-the-year-Effect, *The Journal of Finance* 44(1), σ. 149-166, Ng/Wang (2004), Institutional trading and the turn-of-the-year effect, *Journal of Financial Economics* 74, σ. 343-366

<sup>153</sup> French (1980), Stock Returns and the Weekend Effect, *Journal of Financial Economics* 8, σ. 55-69, Rogalski (1984), New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns over Trading and Non-Trading Periods: A Note, *Journal of Finance* 39(5), σ.1603-1614 και Θωμαδάκης/Ξανθάκης (2011), ό.π., σ.221

Σύμφωνα με αυτό οι εταιρείες με μικρή κεφαλαιοποίηση σημειώνουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίηση ακόμα και όταν υπολογίζεται ο κίνδυνος αγοράς. Η επίδραση του μικρού μεγέθους των εκδοτών στις επενδυτικές αποφάσεις μπορεί να οφείλεται και στις περιορισμένες ή συγκεχυμένες πληροφορίες που υπάρχουν για τα μέσα εκδόσεώς τους ή και στη μειωμένη εμπορευσιμότητά τους.<sup>154</sup>

στ) Αποκλίσεις ειδικά για τους επαγγελματίες επενδυτές. Ειδικότερα οι επαγγελματίες αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές εκδηλώνουν αποκλίσεις στην επενδυτική τους συμπεριφορά, οι οποίες αποκτούν συστηματικό χαρακτήρα μέσω της ανάπτυξης ενός μηχανισμού herding<sup>155</sup> και οι οποίες αφορούν έναν κοινά ακολουθούμενο κοινό στρατηγικό επενδυτικό πλάνο ανορθολογικών στρατηγικών επιλογών. Οι παράγοντες που οδηγούν σε αυτή την απόκλιση είναι δύο. Ο πρώτος παράγοντας είναι οι κοινές προδιαθέσεις<sup>156</sup> των επενδυτών σύμφωνα με τις οποίες, αναζητούν και εκτιμούν τις πληροφορίες και λαμβάνουν ως εκ τούτου κοινές αποφάσεις. Οι κοινές προδιαθέσεις είναι απότοκο της κοινής εκπαίδευσης και εμπειρίας των επενδυτών. Ο δεύτερος παράγοντας είναι ο περιορισμός της δυνατότητας λήψης αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων

---

<sup>154</sup> Banz(1981), The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks, Journal of Financial Economics 9 (1), σ. 3-18, Keim (1983), Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence, Journal of Financial Economics 12, σ.13-32, Reinganum (1983), The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Effects, Journal of Financial Economics 12, σ.89-104, Blume/Stambaugh (1983), Biases in Computed Returns: An Application to the Size Effect, Journal of Financial Economics,σ.387-404

<sup>155</sup> Kraus/Stoll (1972), Parallel Trading by Institutional Investors, The Journal of Financial and Quantitative Analysis,7(5), σ.2107-2138, Lakonishok/Shleifer/Vishny (1992), Theo: Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers, Journal of Financial Economics 32(2), σ.455-477, Grinblatt/Titman/Wermers (1995), Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior, American Economic Review 85, σ.1088-1105, Sias/Starks (1997), Return autocorrelation and institutional investors, Journal of Financial Economics,46(1), σ.103-131, Nofsinger/Sias (1999), Herding and Feedback Trading by Institutional Investors and Individual Traders, Journal of Finance 54(6), σ.2263-2294, Στύρου (2009), ό.π., σ.93

<sup>156</sup> Froot/Scharfstein/Stein (1992), Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, Journal of Finance 47 (4), σ.1461-1484

από τους ορθολογικούς επενδυτές ως απότοκο του άγριου ανταγωνισμού μεταξύ των επενδυτών.<sup>157</sup>

ζ) Οικονομικοί και ανταγωνιστικοί περιορισμοί στην λήψη αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων. Κατά την ECMH οι ανορθολογικές επιλογές κάποιων επενδυτών αντισταθμίζονται από την ορθολογική δράση άλλων επενδυτών, σύμφωνα και με τον νόμο των μεγάλων αριθμών. Βασική προϋπόθεση είναι ότι η μικροδομή της αγοράς κεφαλαίων είναι πρόσφορη για ανάπτυξη αντισταθμιστικών ορθολογικών συμπεριφορών, δηλαδή να υφίσταται το περιθώριο λήψης κερδοφόρων θέσεων για τους ορθολογικούς επενδυτές.

Μια περίπτωση είναι αυτή όπου σε μια αγορά υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών με μη ορθολογική συμπεριφορά. Σε αυτή την αγορά η λήψη αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων (arbitraging) των ορθολογικών επενδυτών μπορεί να επαναφέρει τις τιμές των χρηματιστηριακών μέσων σε τιμές ισορροπίας, ωστόσο οι θέσεις των επενδυτών αυτών δεν είναι αποδοτικές για τους ίδιους<sup>158</sup>. Εδώ είναι αναμενόμενο οι ορθολογικοί επενδυτές να αλλάξουν την στρατηγική των αντισταθμιστικών θέσεων και να στραφούν σε ανορθολογικές στρατηγικές ώστε να πετύχουν μεγαλύτερη κερδοφορία, δηλαδή οι πληροφορημένοι επενδυτές (informed traders) καθίστανται χειραγωγοί των συμπεριφορικών ανωμαλιών των μη πληροφορημένων επενδυτών (sentiment-oriented technical traders). Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που εξηγούν γιατί μια στρατηγική αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων δεν αποδίδει μεγάλα κέρδη<sup>159</sup>. Ένας γενικός κίνδυνος για κάθε στρατηγική και όχι μόνο για αυτή των αντισταθμιστικών θέσεων, είναι αυτός της διαμόρφωσης πραγματικής τιμής αξίας των χρηματιστηριακών μέσων κατώτερης την αναμενόμενης (fundamental risk). Ο βασικός και εξειδικευμένος κίνδυνος είναι αυτός της δραστηριοποίησης στην αγορά ενός μεγάλου αριθμού μη πληροφορημένων επενδυτών, οι οποίοι

---

<sup>157</sup>Trueman (1994), Analysts Forecasts and Herding Behavior, *Review of Financial Studies* 7, σ.97, Graham (1999), Herding among Investment Newsletters, *Journal of Finance* 54, σ. 237, Clement/Tse (2005), Financial Analysts Characteristics and Herding Behavior in Forecasting, *Journal of Finance* 60, σ.307,

<sup>158</sup> Kyle/Wang (1997), Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?, *Journal of Finance* 52(5), σ.2073-2090

<sup>159</sup> De Long/Shleifer/Summers/Waldmann (1990), Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy* 98(4), σ.703-738, ιδίως 705, Shleifer/Summers (1990), The Noise-Trader Approach to Finance, *Journal of Economic Perspectives* 4(2), σ.19-33, ιδίως 20, Abreu/Brunnermeier (2002), Synchronization Risk and delayed arbitrage, *Journal of Financial Economy* 66, σ.341-360, ιδίως 342

με τις επενδυτικές τους επιλογές θα τροφοδοτούν φαινόμενα υπερτίμησης ή υποτίμησης διατηρώντας τις χρηματιστηριακές τιμές σε επίπεδα αποκλίνοντα από τις τιμές ισορροπίας. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται *noise trader risk* και εδώ ο ορθολογικοί επενδυτές, αναμένοντας τον κίνδυνο αυτό θα απόσχουν από τις όποιες αντισταθμιστικές θέσεις.

Εκτός όμως από το ζήτημα της περιορισμένης απόδοσης των αντισταθμιστικών θέσεων, υπάρχει και το θέμα του κόστους που επωμίζεται ο επενδυτής για αυτή του την επιλογή, καθώς μεγάλο τμήμα του κόστους, αποτελεί το κεφάλαιο που δανείζονται για την ανάπτυξη της επενδυτικής τους στρατηγικής. Συνήθης τρόπος είναι ο δανεισμός χρηματοπιστωτικών μέσων και η ανοικτή πώληση αυτών (*short sale*). Θεμελιώδης παραδοχή του *short sale* αποτελεί είναι ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές προσδοκίες σχετικά με την εξέλιξη της χρηματιστηριακής αξίας των διαπραγματευόμενων μέσων. Σε περιόδους που εκδηλώνονται φαινόμενα υπερτίμησης ή υποτίμησης των διαθέσιμων πληροφοριών υπάρχει μια τάση ομογενοποίησης των προσδοκιών της πλειοψηφίας των επενδυτών, κάτι που δίνει την δυνατότητα στους ορθολογικούς επενδυτές (οι ορθολογικοί επενδυτές εντοπίζουν την αναντιστοιχία διαθέσιμων πληροφοριών και χρηματιστηριακής αξίας και διαβλέπουν την αυτοδιόρθωση) να αποκομίσουν κέρδος λαμβάνοντας *short position* στο μέσο αυτό. Η κατ' αυτό τον τρόπο χρηματοδότηση της λήψης αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων συνεπάγεται αυξημένο συναλλακτικό κόστος αλλά και αυξημένη έκθεση στον επενδυτικό κίνδυνο (*short sale constraints*)<sup>160</sup>. Το συναλλακτικό κόστος συνίσταται στο επιτόκιο που συμφωνείται ως αντάλλαγμα χρήσης των δανεισθέντων χρηματοπιστωτικών μέσων. Το επιτόκιο μάλιστα ανεβαίνει κατά τρόπο αντιστρόφως ανάλογο με τη διαθεσιμότητα ρευστότητας, δηλαδή είναι τόσο υψηλότερο όσο λιγότερη ρευστότητα υπάρχει στην αγορά. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος, όμως, συνίσταται στο να μην επαληθευτούν οι προβλέψεις του επενδυτή σχετική με τη πορεία της χρηματιστηριακής τιμής του μέσου επί του οποίου έλαβε μια βραχυπρόθεσμη επενδυτική θέση (*short position*). Ο επενδυτικός κίνδυνος που συνδέεται με τη λήψη βραχυπρόθεσμων επενδυτικών θέσεων είναι σημαντικά μεγαλύτερος, αφού είναι απεριόριστος, από τον κίνδυνο που συνδέεται με τη λήψη μακροπρόθεσμων επενδυτικών θέσεων (*long positions*) επί χρηματοπιστωτικών μέσων και ο οποίος αντιστοιχεί στο ποσό που καταβλήθηκε αρχικά για την αγορά του.

---

<sup>160</sup> Stout (1999), *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OCT Derivatives*, *Duke Law Journal* 48, σ.701-786, ιδίως 758 επ. D'Avolio (2002), *The Market for Borrowing Stock*, *Journal of Financial Economy* 66, σ.271-336

Μια άλλη περίπτωση όπου η στρατηγική λήψης αντισταθμιστικών θέσεων περιορίζεται, αυτή την φορά ξεκάθαρα πηγάζουσα από τις δυνάμεις του ανταγωνισμού, είναι αυτή του προβλήματος αντιπροσώπευσης (principal-agent problem/theory)<sup>161</sup> στην περίπτωση όπου ορθολογικοί επενδυτές είναι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων (εφεξής ΟΣΕ). Η σύγκρουση συμφερόντων (conflict of interests) και η ασυμμετρία στη πληροφόρηση (information asymmetry) που υπάρχουν στη σχέση επενδυτών-ΟΣΕ δημιουργούν έλλειμμα εμπιστοσύνης του εντολέα στο εντολοδόχο και οδηγούν σε μειωμένη ορθολογικότητα του εντολοδόχου. Ειδικότερα, η λήψη αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων εκ μέρους των διαχειριστών επενδυτικών χαρτοφυλακίων (agents) συχνά συνεπάγεται απώλειες καθ' όσο χρονικό διάστημα το noise trading δεν επιτρέπει τη ανάκαμψη των χρηματιστηριακών τιμών στα επίπεδα ισορροπίας τους. Οι επενδυτές ως principals ενόψει των απωλειών αυτών θα προτιμήσουν να αποσύρουν το επενδυτικό τους κεφάλαιο λόγω της εγγενούς αποστροφής τους προς τις απώλειες (loss aversion). Επιπλέον, προεξοφλούν περεταίρω μελλοντικές απώλειες στο πλαίσιο ενός ζημιογόνου μοτίβου που αποδίδουν στην επενδυτική επιλογή του διαχειριστή (clustering illusion), ακόμη και αν κατά τις εκτιμήσεις του τελευταίου τα αναμενόμενα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα κέρδη υπερσκελίζουν τις σημειωθείσες σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα απώλειες<sup>162</sup>. Ο κίνδυνος απόσυρσης επενδυτικού κεφαλαίου από τους επενδυτές λειτουργεί ανασταλτικά προς τη λήψη αντισταθμιστικών επενδυτικών θέσεων, οι οποίες θα αποφέρουν κέρδη σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Σε μια κεφαλαιαγορά με υψηλή συγκέντρωση κεφαλαίου η απόσυρση επενδυτικών κεφαλαίων μπορεί να έχει ελάχιστο αντίκτυπο, όμως σε ένα διαρκώς εντεινόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον η πίεση για υψηλές βραχυπρόθεσμες αποδόσεις όχι μόνο αποτρέπει την ανάπτυξη ορθολογικής επενδυτικής δραστηριότητας προς όφελος των επενδυτών ως principals αλλά, αντιθέτως, ωθεί τους διαχειριστές (agents) να υιοθετούν ανορθολογικά ριψοκίνδυνες για τους

---

<sup>161</sup> Jensen/Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics 3(4), σ.305-360, McGuigan/Moyer/Harris (2008), Economics for Managers, 8η έκδοση, South-Western College Pub, σ.556-558, Βερβεσός (2016), Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ.136-141

<sup>162</sup> Shleifer/Vishny (1997), The Limits of Arbitrage, Journal of Finance 52, σ. 35-55, ιδίως 37



πελάτες τους επενδυτικές τακτικές και με τον τρόπο αυτό δημιουργείται το λεγόμενο πρόβλημα του τελικού στόχου (final term problem)<sup>163</sup>.

Ο συγχρονισμός μεταξύ των ορθολογικών επενδυτών εμποδίζει τη λήψη αντισταθμιστικών θέσεων. Οι ορθολογικοί επενδυτές είναι ανταγωνιστές και σε επίπεδο χρονικής προτεραιότητας στην εκμετάλλευση φαινομένων υπερτίμησης ή υποτίμησης που εντοπίζονται στην αγορά ως αποτέλεσμα της ανορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς των μη πληροφορημένων επενδυτών (synchronization risk) είναι περιοριστικός παράγοντας λήψης στρατηγικών αντισταθμιστικών θέσεων. Ο κίνδυνος του noise trader μπορεί να προκρίνει μια συντονισμένη προσπάθεια των ορθολογικών επενδυτών ωστόσο κανένας επενδυτής δεν επιθυμεί να υποδείξει σε έναν ανταγωνιστή του στην αγορά ευκαιρίες για κερδοσκοπία. Αποτέλεσμα αυτών των σκέψεων του επενδυτή είναι να δείχνει μια εγκράτεια στις τοποθετήσεις του προς διόρθωση των τιμών σε τιμές ισορροπίας, όμως η εγκράτεια αυτή μεταφράζεται σε καθυστέρηση λήψης αντισταθμιστικών θέσεων, προκειμένου μια τέτοια επενδυτική κίνηση να μη δώσει στους ανταγωνιστές ένδειξη περί την ύπαρξη κερδοσκοπικών ευκαιριών. Αν μάλιστα η πλειοψηφία των επενδυτών επιλέξει την στρατηγική της εγκράτειας, η οποία σε ατομικό επίπεδο είναι πλήρως ορθολογική και ιδιοτελής προς επίτευξη υψηλών κερδών, τότε η αγορά θα λειτουργεί αναποτελεσματικά (παίγνιο του backwards induction).<sup>164</sup>

### 3) Η Υπόθεση της Ανορθολογικής/Αναποτελεσματικής Αγοράς;

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν έχει προχωρήσει στην καταγραφή μιας ενιαίας θεωρίας αφενός σχετικά με τις προϋποθέσεις και το εύρος εκδήλωσης των συμπεριφορικών ανωμαλιών αφετέρου σχετικά με την επίδραση της ανορθολογικής συμπεριφοράς των επενδυτών στη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς (Inefficient/Deficient Capital Market

---

<sup>163</sup> Σε αυτό οι διαχειριστές που σημειώνουν απώλειες σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα πιστεύουν ότι η αρνητική αξιολόγησή τους για αυτά τα αποτελέσματα δεν μπορεί να είναι χειρότερη σε περίπτωση διεύρυνσης των απωλειών αλλά μπορεί να αποσοβηθεί με μια ριψοκίνδυνη αλλά υποσχόμενη πολύ μεγάλα κέρδη επενδυτική επιλογή. Γι' αυτό και δεν αποθαρρύνονται από πιθανολογούμενες επιπρόσθετες ζημιές και ελπίζουν σε αυξημένα κέρδη από την έκθεσή τους σε ιδιαίτερα μεγάλο κίνδυνο- βλ. Brown/Harlow/Starks (1996), Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Funds Industry, *Journal of Finance* 51(1), σ.85-110

<sup>164</sup> Abreu/Brunnermeier (2002), Synchronization Risk and delayed arbitrage, *Journal of Financial Economy* 66, σ. 344, Froot/Scharfstein/Stein (1992), Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, *Journal of Finance* 47(4), σ.1461-1484, Dow/Gorton (1994), Arbitrage Chains, *Journal of Finance* 49(3), σ.819-849, ιδίως 821επ.

Hypothesis)<sup>165</sup>. Ειδικότερα, περιορίζεται σε μια περιγραφική λειτουργία παρέχοντας εκ των υστέρων επεξηγήσεις για τις εκάστοτε επενδυτικές αποφάσεις χωρίς να παρέχει τις κατάλληλες μεθόδους για πρόβλεψη του τρόπου εκδήλωσης και των συνεπειών της επενδυτικής συμπεριφοράς<sup>166</sup>. Για την περιγραφική λειτουργία της, θεμέλιος λίθος είναι η βασική αρχή της BDT ότι η δράση του ατόμου είναι απρόβλεπτη κατά τον Posner<sup>167</sup>.

## II. Η Εφαρμογή των θεωρητικών μοντέλων στην πράξη από τον νομοθέτη (MiFID II)

### 1) Συνοπτική παρουσίαση του νομικού πλαισίου για την Κεφαλαιαγορά

Ο ενωσιακός νομοθέτης, έχοντας ως αξιακή βάση την ECMH βρέθηκε στο δίλημμα της επιλογής δημιουργίας κηδεμονιστικών παρεμβάσεων προς όφελος του μη ορθολογικού επενδυτή ή της επιλογής μια ελεύθερης από νομοθετικές και συναφείς παρεμβάσεις αγοράς κεφαλαίων. Η κατάσταση αυτή, δεδομένων και των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009 που ανέδειξε τις πολλαπλές αστοχίες<sup>168</sup> του θεσμικού πλαισίου, οδήγησε τον ενωσιακό νομοθέτη να λάβει υπόψη του τις σοβαρές συμπεριφορικές ανωμαλίες αλλά ταυτόχρονα η αρχή της αναλογικότητας στην νομοθετική παρέμβαση λειτούργησε περιοριστικά. Ειδικότερα, τα δύο κρίσιμα στοιχεία για το αν χρειάζεται η κηδεμονιστική παρέμβαση και ποια

---

<sup>165</sup> Langevoort (2002), Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation, Northwestern University Law Review 97, σ.135-204, ιδίως 140, Hirshleifer D., Investor Psychology and Asset Pricing, Journal of Finance 56 (4), 2001, σ.1533-1598

<sup>166</sup> Kelman (1998), Behavioral Economics as Part of a Rhetorical Duet: A Response to Jolls, Sunstein, and Thaler, Stanford Law Review 50 (5), σ.1586-1590, Posner (1997), ό.π., σ.1551, 1553, 1558, Farber (2001), Toward a New Legal Realism, University of Chicago Law Review 68, σ. 279, ιδίως 296-302

<sup>167</sup> Posner (1997), ό.π., σ.1559,1560

<sup>168</sup> Ουσιαστικά τα αίτια της κρίσης αποτέλεσαν οι εξής πέντε αστοχίες: α) αστοχίες της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής, β) κενά και αστοχίες του πλαισίου χρηματοπιστωτικής ρυθμιστικής παρέμβασης, ενδ. παντελής έλλειψη θεσμών και κανόνων μακρο-προληπτικής φύσεως, το “σκιώδες τραπεζικό σύστημα, η μη υπαγωγή σε αδειοδότηση ή εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητα κ.α., γ) μεγάλο περιθώριο για ρυθμιστικό αρμπιτράζ μεταξύ επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αγορών και κρατών, δ) αστοχίες της μικρο-προληπτικής εποπτείας που ασκείτο σε επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ε) αστοχίες των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε σχέση με την έκταση στην διαδικασία τιτλοποίησης απαιτήσεων, ιδίως των δανείων, τον υψηλό βαθμό μόχλευσης ορισμένων τραπεζών, την ελλιπή διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας από τις τράπεζες και τα εσωτερικά κίνητρα απόδοσης-αμοιβών των στελεχών- βλ. Ρόκας/Γκόρτσος (2016) Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, εκδόσεις Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 37-38 και με τις παραπομπές 43-49

είναι αφενός η έκτασή της, είναι η αναλογία περιορισμένα ορθολογικών και ορθολογικών επενδυτών και αφετέρου ο τρόπος επίδρασης των τεκμηριωμένα συστηματικά εμφανιζόμενων συμπεριφορικών ανωμαλιών στην αναλογία αυτή. Η συστηματικότητα των σφαλμάτων στην επενδυτική συμπεριφορά τόσο των επαγγελματιών όσο και των άπειρων επενδυτών αλλά και τα όρια των αντισταθμιστικών επενδυτικών στρατηγικών είναι πολύ πιθανό να οδηγούν σε επικράτηση των περιορισμένα ορθολογικών επενδυτικών συμπεριφορών έναντι των ορθολογικών στην αγορά. Η ανάγκη για προστασία της αγοράς και ειδικότερα του έργου των δυνάμεων αυτής να καθορίζουν τις τιμές ισορροπίας, είναι και αυτή που δικαιολογεί την νομοθετική παρέμβαση και τον περιορισμό της ελευθερίας της επενδυτικής δραστηριότητας.

Ο ενωσιακός νομοθέτης υιοθετώντας την EMCH ως θεωρητικό υπόβαθρο αλλά αντιλαμβανόμενος και τις διάφορες συμπεριφορικές αποκλίσεις από το πρότυπο του ορθολογικού επενδυτή, με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ με τίτλο “Markets in Financial Instruments Directive II” (καλούμενης εφεξής MiFID II) προχώρησε σε καθορισμό ενιαίου προσδιορισμού για τον επενδυτή για όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, χωρίς ωστόσο όμως να δίνει συγκεκριμένο ορισμό σκόπιμα και καθιέρωσε την προστασία αυτού.

Πριν όμως τη θέσπιση των κανόνων που αποκρυσταλλώνονται στις διατάξεις της MiFID II, ο ενωσιακός νομοθέτης είχε προσπαθήσει να ρυθμίσει την επενδυτική δραστηριότητα. Η πρώτη προσπάθεια έγινε με την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες “Investment Services Directive” (εφεξής καλούμενη ISD), η οποία είχε έντονο το στοιχείο της προσωρινής αποτύπωσης μιας εικόνας της κεφαλαιαγοράς, η οποία ήταν εμπειρική. Η ISD, που ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με τον ν.2396/1996, αποτέλεσε τότε το βασικό μέσο για την πραγμάτωση της εσωτερικής αγοράς στον κλάδο των επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών υπό το πρίσμα της ελεύθερης εγκατάστασης και της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών. Βασικός στόχος της ISD ήταν η εξάλειψη των συγκριτικών πλεονεκτημάτων για τα πιστωτικά και για όσα εξομοιώνει με αυτά η δεύτερη τραπεζική Οδηγία (86/646/ΕΟΚ),<sup>169</sup> ενώ με αυτή

---

<sup>169</sup> Η ενσωμάτωση της ISD και της δεύτερης τραπεζικής Οδηγίας δημιούργησε τεράστιες εννοιολογικές συγχύσεις στην ελληνική έννομη τάξη- βλ. Αυγητίδης (1998), Η ανάληψη ευθύνης μητρικού πιστωτικού ιδρύματος για τις υποχρεώσεις θυγατρικού χρηματοδοτικού ιδρύματος, ΔΕΕ 1998, σ. 120-121

καθιερώθηκε για πρώτη φορά η αρχή της ενιαίας άδειας λειτουργίας<sup>170</sup> και ο κανόνας συγκέντρωσης των συναλλαγών στις συγκεντρωμένες αγορές (concentration rule). Το έτος 1999 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υιοθέτησε το Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (Financial Services Action Plan- FSAP) και στη συνέχεια με την διαδικασία Lamfalussy εκδόθηκαν πέντε βασικές Οδηγίες για το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς<sup>171</sup>.

Το επόμενο βήμα ήταν η Οδηγία 2004/39/EK με τίτλο “Markets in Financial Instruments Directive”, (εφεξής MiFID I), η οποία αντικατέστησε την ISD. Η φιλοσοφία της MiFID I είχε ως άξονες την υψηλού επιπέδου προστασία των επενδυτών και την δυνατότητα των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών να παρέχουν τις υπηρεσίες σε όλη την Ένωση, βάσει εποπτείας της χώρας καταγωγής χωρίς να χρειάζεται ξεχωριστή άδεια από την κατά τόπον αρμόδια αρχή που επιθυμούν να παρέχουν τις υπηρεσίες τους<sup>172</sup>. Κάτι σημαντικό για την MiFID I, η οποία ενσωματώθηκε με τον ν. 3606/2007 είναι ο ορισμός της ρυθμισμένης αγοράς αποκτά λειτουργική έννοια καθώς κρίσιμο είναι πλέον το σημείο σύμπτωσης των απευθυντέων δηλώσεων βούλησης των υποψήφιων αγοραστών και επενδυτών και έτσι εγκαταλείπεται η έννοια του τόπου της αγοράς.<sup>173</sup>

Στην συνέχεια θα επιχειρηθεί να εξεταστούν τα εξής ζητήματα: α) Η σχέση Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (εφεξής ΕΠΕΥ) με τους επενδυτές με ιδιαίτερη έμφαση στις υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ με βάση την MiFID II και τον ν.4514/2018, β) Η σχέση των εκδοτών των μέσων με τους επενδυτές και γ) Η σχέση της έννοιας του επενδυτή με την έννοια του καταναλωτή.

---

<sup>170</sup> Ferrarini (1991), Towards a European Law of investments services and institutions, Common Market Law Review 1991, σ.31,1283,1284-1287 και Τσιμπανούλης (1989), Οι επενδυτικές υπηρεσίες στο ελληνικό και κοινοτικό δίκαιο σ. 21 με υποσημ. 18

<sup>171</sup>Είναι οι εξής: α) Οδηγία 2003/71/EOK για το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση, β) Οδηγία 2003/6/EOK για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς, γ) Οδηγία 2004/109/EOK για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά, δ) Οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και ε) Οδηγία 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς.

<sup>172</sup> Αυγητίδης (2014), Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 60-61

<sup>173</sup> Αυγητίδης (2014), ό.π., σ. 41 και Ταρνανίδου (2008), Η οργανωμένη αγορά. Κοινοτικό δίκαιο και εθνική εναρμόνιση, σ. 83επ

## 2) Η σχέση ΕΠΕΥ-επενδυτών

### ι.) Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η MiFID II και ο ν.4514/2018 δεν αναφέρουν πουθενά στις διατάξεις τους την λέξη “επενδυτής”, αλλά κάνουν χρήση της λέξης “πελάτης”. Αυτή η σκόπιμη νομοθετική επιλογή, υπήρχε στην MiFID I και στον ν. 3606/2007 αντίστοιχα, ενώ στο Προοίμιο της Οδηγίας χρησιμοποιείται εναλλακτικά ο όρος επενδυτής, λ.χ. Αιτιολογική Σκέψη 31. Επομένως η έννοια του πελάτη ταυτίζεται με την έννοια του επενδυτή, ενώ πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι για το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς η έννοια του επενδυτή αποτελεί έννοια γένους.<sup>174</sup> Η έννοια του πελάτη δεν γίνεται συγκεκριμένη από τον ενωσιακό νομοθέτη, αλλά ο τύπος του επενδυτή προκύπτει με τρόπο συνθετικό απαιτώντας ανάγνωση όλων των σχετικών διατάξεων του νόμου. Επομένως, πελάτης είναι ο αντισυμβαλλόμενος των ΕΠΕΥ, κατά το άρθρο 4 παράγραφος 2 περίπτωση 'θ, αλλά με την σειρά του διακρίνεται σε επαγγελματίες και σε ιδιώτες κατά το άρθρο 4 παράγραφος 2 περιπτώσεις ι' και ια'. Επιπλέον, υπό το πρίσμα των επενδυτικών υπηρεσιών της αποδοχής, μετάδοσης και εκτέλεσης εντολών εκ μέρους πελατών υπάρχει και η έννοια του επιλέξιμου αντισυμβαλλόμενου (eligible counterparties), οι οποίοι εξαιρούνται<sup>175</sup> των υποχρεώσεων των άρθρων 24 (με εξαίρεση τις παραγράφους 4-5), 25 (με εξαίρεση την παράγραφο 6), 27 και 28 κατά το άρθρο 30 παράγραφος 2<sup>176</sup>. Σχετικά με την εν λόγω διάκριση ο νόμος προσδιορίζει νομικά και φυσικά πρόσωπα, τα οποία κατηγοριοποιούνται ως επαγγελματίες πελάτες, ενώ περιορίζεται σε αρνητικό προσδιορισμό των ιδιωτών πελατών («κάθε πελάτης που δεν είναι πελάτης επαγγελματίας»).

---

<sup>174</sup> Αυγητίδης (2014), ό.π., σ. 41 και Τσιμπής (2001), Προστασία του επενδυτή κατά την κατάρτιση, διεκπεραίωση και εκκαθάριση χρηματιστηριακών συναλλαγών επί μετοχών, Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών 2001, σ. 197,199-200.

<sup>175</sup> Αποτελούν ειδική κατηγορία επαγγελματιών πελατών ήδη από την MiFID I, στο άρθρο 24 και δεν απολαμβάνουν καμία προστασία με βάση τους κανόνες συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ σε συγκεκριμένες περιπτώσεις συναλλαγών. Κατά την CESR (και πλέον ESMA) οι επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών δεν προσφέρουν επενδυτικές υπηρεσίες με την ουσιαστική του όρου έννοια αλλά συναλλάσσονται σε ισότιμη βάση και κατά κανόνα για ίδιο λογαριασμό και για αυτό δεν κρίνεται σκόπιμο να βαρύνονται με ειδικούς κανόνες συμπεριφοράς- βλ. CESR/02-098b.

<sup>176</sup> Στο άρθρο 30 παρ. 2 αναφέρονται οι *per se* επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι είναι υποχρεωμένοι να τηρούν την δεοντολογία του καθήκοντός του και να δρουν ειλικρινά, έντιμα και επαγγελματικά κατά το άρθρο 24 παρ. 1 της MiFID II καθώς και να παρέχουν δίκαιες, αληθινές και μη παραπλανητικές πληροφορίες κατά το άρθρο 24 παρ. 3

Η διάκριση του πελάτη σε ιδιώτη και σε επαγγελματία γίνεται με βάση δύο κριτήρια που αρκεί να εντοπίζεται το ένα, ήτοι το αντικείμενο της επιχειρηματικής δραστηριότητας<sup>177</sup> ή/και τα οικονομικά κριτήρια. Με τον τρόπο αυτό η γνωστή διάκριση της διεθνούς βιβλιογραφίας<sup>178</sup> σε θεσμικούς και μη θεσμικούς επενδυτές αντικαθίσταται σε ευρωπαϊκό επίπεδο από την διάκριση επαγγελματία και ιδιώτη επενδυτή<sup>179</sup>. Σε κάθε περίπτωση κρίσιμες προϋποθέσεις για την κατηγοριοποίηση ενός επενδυτή ως επαγγελματία είναι ένα επαρκές επίπεδο εμπειρίας, γνώσεων και εξειδίκευσης στον τομέα της επένδυσης σε χρηματοπιστωτικά μέσα, ώστε να είναι σε θέση να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις συνεκτιμώντας δεόντως τους συνδεδεμένους με την απόφαση αυτή επενδυτικούς κινδύνους<sup>180</sup>. Η προστασία τους γίνεται με βάση ένα τεκμήριο προστασίας του ιδιώτη επενδυτή και το οποίο μειώνεται έως εξαλείφεται για τον

---

<sup>177</sup> Κατά το Παράρτημα II του ν. 4514/2018 1.) Οι οντότητες που υποχρεούνται να λαμβάνουν άδεια λειτουργίας ή να υπόκεινται σε ρυθμίσεις για να ασκήσουν δραστηριότητες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο κατωτέρω κατάλογος θεωρείται ότι περιλαμβάνει όλες τις οντότητες που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και ασκούν τις χαρακτηριστικές για τις αναφερόμενες οντότητες δραστηριότητες: οντότητες που έχουν λάβει άδεια από ένα κράτος μέλος κατ' εφαρμογή οδηγίας, οντότητες που έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται στις ρυθμίσεις κράτους μέλους χωρίς αναφορά σε οδηγία, και οντότητες που έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται στις ρυθμίσεις τρίτης χώρας: α) πιστωτικά ιδρύματα, β) επιχειρήσεις επενδύσεων, γ) άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις, δ) ασφαλιστικές εταιρείες, ε) οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και εταιρείες διαχείρισης τους, στ) συνταξιοδοτικά ταμεία και εταιρείες διαχείρισής τους, ζ) διαπραγματευτές σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων, η) τοπικές επιχειρήσεις, θ) άλλοι θεσμικοί επενδυτές, 2) μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν δύο από τα ακόλουθα κριτήρια μεγέθους σε βάση επιμέρους εταιρείας: - σύνολο ισολογισμού: 20.000.000 ευρώ - καθαρός κύκλος εργασιών: 40.000.000 ευρώ - ίδια κεφάλαια: 2.000.000 ευρώ, 3) εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος σε εθνικό ή περιφερειακό επίπεδο, κεντρικές τράπεζες διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, το ΔΝΤ, η ΕΚΤ, η ΕΤΕ και άλλοι παρόμοιοι διεθνείς οργανισμοί, 4) άλλοι θεσμικοί επενδυτές των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές συναλλαγές.

<sup>178</sup> Fisher/Bewsey (1997), *The law of investor Protection*, σ. 5

<sup>179</sup> Στην έννοια των επαγγελματιών επενδυτών συμπεριλαμβάνονται και “θεσμικοί επενδυτές, των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα”- Πολίτης (1998), *Οι επενδυτικές συμβουλές*, ΔΕΕ 4/10, σ.941, Μούζουλας (2000), *Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση*, 2η έκδοση, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ.21 επ. οι οποίοι επικεντρώνονται στο στοιχείο της εμπειρίας.

<sup>180</sup> Παράρτημα II: “Επαγγελματίας πελάτης είναι ο πελάτης που διαθέτει την εμπειρία, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τον κίνδυνο που αναλαμβάνει.”

επαγγελματία, ωστόσο σύμφωνα με το πνεύμα της MiFID II και του ν. 4514/2018 προβλέπεται η δυνατότητα επιλογής αναβάθμισης ως προς το επίπεδο προστασίας εκ μέρους των επαγγελματιών επενδυτών (περίπτωση αξιοποίησης του opt-in από τον ενωσιακό νομοθέτη)<sup>181</sup>.

Από την πλευρά των ιδιωτών επενδυτών κατά τεκμήριο ο νομοθέτης αντιμετωπίζει τους ιδιώτες επενδυτές ως χρίζοντες μεγαλύτερης προστασίας, καθώς οι επαγγελματίες διαθέτουν εμπειρία και γνώσεις<sup>182</sup>. Αποτέλεσμα είναι η θέσπιση αυστηρής διαδικασίας που πρέπει να τηρούν οι ΕΠΕΥ προκειμένου να απαλλαγούν από την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας έναντι των ιδιωτών επενδυτών. Η πατερναλιστική βούληση του νομοθέτη απέναντι στον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου στον οποίο εκτίθενται οι ιδιώτες επενδυτές είναι έκδηλη

---

<sup>181</sup> Παράρτημα II του ν. 4514/2018 “Ο πελάτης που θεωρείται επαγγελματίας πρέπει να ζητήσει ο ίδιος υψηλότερο επίπεδο προστασίας αν θεωρεί ότι δεν είναι σε θέση να εκτιμήσει ή να διαχειριστεί σωστά τους κινδύνους που αναλαμβάνει. Το υψηλότερο επίπεδο προστασίας θα παρέχεται όταν ο πελάτης που θεωρείται επαγγελματίας συνάπτει γραπτή συμφωνία με την επιχείρηση επενδύσεων ότι δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως επαγγελματίας για τους σκοπούς της εφαρμογής των κανόνων δεοντολογίας της επιχείρησης επενδύσεων. Η εν λόγω συμφωνία διευκρινίζει αν αυτό ισχύει για μία ή περισσότερες συγκεκριμένες υπηρεσίες ή συναλλαγές ή για ένα ή περισσότερα είδη προϊόντων ή συναλλαγών”

<sup>182</sup> Κατά την ελληνική νομολογία κρίσιμο στοιχείο για το χαρακτηρισμό ενός επενδυτή ως έμπειρο είναι η επαγγελματική ενασχόλησή ή η εν γένει ενασχόληση με τα χρηματιστηριακά πράγματα-βλ. Τουντόπουλος (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα-Θεσσαλονίκη: Σάκουλας ΑΕ, σ.87,88 με παράθεση αποφάσεων ελληνικών δικαστηρίων, τα οποία λαμβάνουν υπόψη συγκεκριμένα κριτήρια ενδεικτικά επαγγελματικής ενασχόλησης με χρηματιστηριακές συναλλαγές, αν και κατά τον ίδιο το κριτήριο της επαγγελματικής ενασχόλησης δεν αποτελεί δίχως άλλο ένδειξη αυξημένου γνωστικού και εμπειρικού υποβάθρου. Η ταυτόσημη έννοια του sophisticated investor στην νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων υφίσταται και για την απόδοση του χαρακτηρισμού αυτού εξετάζεται αν σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση συντρέχουν κριτήρια, όπως η ηλικία, η μόρφωση, το επάγγελμα, η επαγγελματική και επενδυτική εμπειρία, το είδος των διενεργούμενων στο παρελθόν συναλλαγών, τα οποία είναι ενδεικτικά της ικανότητας του ατόμου να λαμβάνει επενδυτικές αποφάσεις αναγνωρίζοντας τον επενδυτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει- βλ. Fletcher (1988), Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws, Duke Law Journal 6, σ1081-1154 και Πολίτης (1998), ό.π., σ.832,859,867

από το τεκμήριο, ωστόσο οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να παραιτηθούν από την προστασία τους (περίπτωση opt-out).<sup>183</sup>

Από πλευράς ΕΠΕΥ, η σχέση αυτών με τους πελάτες εδράζεται στην παροχή κατά τον βέλτιστο δυνατό τρόπο των επενδυτικών υπηρεσιών, η οποία παροχή εξειδικεύεται σε ειδικά καθήκοντα ανάλογα με την κατηγοριοποίηση των πελατών, τη φύση και τους επενδυτικούς κινδύνους που συνδέονται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τη φύλαξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και κεφαλαίων των πελατών, το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών<sup>184</sup>. Οι υποχρεώσεις πληροφόρησης<sup>185</sup> αποτελούν το βασικό ρυθμιστικό εργαλείο που χρησιμοποιεί ο ενωσιακός και ο εθνικός νομοθέτης για την προστασία των επενδυτών. Με την MiFID II και τον ν. 4514/2018, καταγράφονται οι διευρυμένες σχετικά με το

---

<sup>183</sup> Παράρτημα II, του ν. 4514/2018 “Οι εν λόγω πελάτες μπορούν να παραιτηθούν από την προστασία των κανόνων δεοντολογίας μόνο με την ακόλουθη διαδικασία: - οι πελάτες γνωστοποιούν γραπτώς στην επιχείρηση επενδύσεων την επιθυμία τους να αντιμετωπιστούν ως πελάτες επαγγελματίες, είτε γενικά, είτε για μια συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία ή συναλλαγή, είτε για ένα είδος συναλλαγών ή προϊόντων, - η επιχείρηση επενδύσεων τους αποστέλλει γραπτή προειδοποίηση στην οποία διευκρινίζει σαφώς τις προστασίες και τα δικαιώματα αποζημίωσης που ενδέχεται να απολέσουν, - οι πελάτες δηλώνουν γραπτώς σε έγγραφο χωριστό από τη σύμβαση, ότι έχουν επίγνωση των συνεπειών που έχει η απώλεια αυτών των προστασιών. Πριν αποφασίσει να δεχθεί την παραίτηση από την προστασία αυτή, η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να λαμβάνει κάθε εύλογο μέτρο για να βεβαιωθεί ότι ο πελάτης που επιθυμεί να αντιμετωπιστεί ως επαγγελματίας πελάτης πληροί τα κριτήρια που αναφέρονται στο τμήμα II.1. Ωστόσο, αν οι πελάτες έχουν ήδη ταξινομηθεί ως επαγγελματίες με κριτήρια και διαδικασίες ανάλογα με τα προβλεπόμενα ανωτέρω, δεν υπάρχει πρόθεση οι σχέσεις τους με τις επιχειρήσεις επενδύσεων να επηρεαστούν από ενδεχόμενους νέους κανόνες που θεσπίζονται σύμφωνα με το παρόν παράρτημα. Οι επιχειρήσεις πρέπει να ταξινομούν τους πελάτες με εσωτερικές πολιτικές και διαδικασίες που έχουν διατυπωθεί εγγράφως. Οι επαγγελματίες πελάτες οφείλουν να γνωστοποιούν στην επιχείρηση επενδύσεων κάθε μεταβολή που μπορεί να επηρεάσει την ταξινόμησή τους. Αν η επιχείρηση επενδύσεων διαπιστώσει ότι ένας πελάτης δεν πληροί πλέον τους όρους βάσει των οποίων αντιμετωπίστηκε ως επαγγελματίας πελάτης, η επιχείρηση επενδύσεων λαμβάνει κατάλληλα μέτρα.

<sup>184</sup> Άρθρα 4-11 Απ.1/452/1.11.2007 ΕΚ, άρθρα 44-51 Κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

<sup>185</sup> Μόνο ένα ορθολογικά σκεπτόμενο υποκείμενο μπορεί να επεξεργαστεί και να αξιοποιήσει τις παρεχόμενες πληροφορίες προς το σκοπό λήψης μιας επενδυτικής απόφασης που θα μεγιστοποιήσει το κέρδος του



προηγούμενο καθεστώς επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες από τις οποίες οι κρισιμότερες και αφορώσες τους επενδυτές είναι οι εξής<sup>186</sup>:

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. 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).

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. 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 γεννούμενη αυτή συμβατική σχέση μεταξύ τους είναι γνωστή στο ελληνικό δίκαιο ως «σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας». Βασική προϋπόθεση είναι 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.

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, 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.

---

<sup>186</sup> Οι επιπλέον υπηρεσίες είναι κατά το 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).

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<sup>187</sup> ως παρεπόμενη υπηρεσία με βάση προγενέστερο καθεστώς. Ήδη, όμως, με την Οδηγία 2004/39/ΕΕ (MiFID I) 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, για το κατεξοχήν πεδίο ρυθμιστικής επέμβασης του ενωσιακού νομοθέτη, με την επιβολή αυξημένων υποχρεώσεων στις ΑΕΠΕΥ.

## ii) Το καθήκον πληροφόρησης

Ειδικότερη μορφή της γενικής υποχρέωσης των ΕΠΕΥ για βέλτιστη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι η υποχρέωση παροχής πληροφοριών από την ΕΠΕΥ στους επενδυτές (για ήδη πελάτες αλλά και για δυνητικούς) σχετικά με την κατηγοριοποίησή τους, την ΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες της, τη φύση και τους επενδυτικούς κινδύνους που συνδέονται με τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τη φύλαξη των χρηματοπιστωτικών μέσων και κεφαλαίων των πελατών, το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η ακρίβεια, η σαφήνεια και ο μη παραπλανητικός χαρακτήρας των δημοσιοποιηθείσων πληροφοριών και των διαφημιστικών ανακοινώσεων είναι φανερό ότι κρίνεται με βάση τον συνετό επενδυτή<sup>188</sup>. Ο ενωσιακός νομοθέτης θεσπίζει διαβαθμισμένες απαιτήσεις πληροφόρησης αναλόγως των αποδεκτών τους προσπαθώντας την πληροφοριακή ενίσχυση των χριζόντων αυξημένης προστασίας επενδυτών χωρίς δυσανάλογη οικονομική επιβάρυνση των ΕΠΕΥ<sup>189</sup>. Παράλληλα θεσπίζει και τα κριτήρια της σαφήνειας, της ακρίβειας, της έλλειψης παραπλανητικού χαρακτήρα και της συνοχής των εκτιθέμενων πληροφοριών<sup>190</sup>, με ειδική μνεία στον τρόπο παρουσίασης των επενδυτικών κινδύνων σε σχέση με τα αναμενόμενα οφέλη.<sup>191</sup> Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί ότι το επίπεδο προστασίας και πληροφόρησης στο πρώτο

<sup>187</sup> βλ. Οδηγία 93/22/ΕΟΚ Παράρτημα Τμήμα Γ' αρ.6

<sup>188</sup> Άρθρο 44 Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

<sup>189</sup> Αιτιολογικές σκέψεις 63,64 Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

<sup>190</sup> Άρθρο 44, παρ.2, Αιτιολογικές σκέψεις 65,66,68 Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

<sup>191</sup> Αιτιολογική σκέψη 67 Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565: «Για τη δίκαιη και ισορροπημένη παρουσίαση του οφέλους και των κινδύνων, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να παρέχουν πάντοτε μια σαφή και εμφανή ένδειξη για κάθε σχετικό κίνδυνο, καθώς και τα μειονεκτήματα και τις αδυναμίες, όταν αναφέρονται στα δυνητικά οφέλη μιας υπηρεσίας ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου.»

στάδιο , ήτοι πριν από τη σύναψη σύμβασης ή πριν την παροχή των υπηρεσιών, είναι χαμηλότερο για τους επαγγελματίες επενδυτές, καθώς σε αυτούς, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω στην παρούσα μελέτη, το τεκμήριο γνώσης της αγοράς, των προϊόντων και των κινδύνων από αυτά.

Πέραν όμως από τον συγκεκριμένο σκοπό, οι απαιτήσεις πληροφόρησης λειτουργούν και ως μέσο αξιολόγησης των ΕΠΕΥ κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας, ειδικά στις περιπτώσεις που αυτή συνίσταται στην διαχείριση χαρτοφυλακίου ή στην παροχή επενδυτικών συμβουλών<sup>192</sup>. Στο σημείο αυτό όμως δεν πρέπει να παραγνωρίζεται το γεγονός ότι τα άτομα που στελεχώνουν τις ΕΠΕΥ, είναι δυνατόν να εμφανίσουν αποκλίσεις από την ορθολογική συμπεριφορά. Είναι αρκετά συχνό το φαινόμενο, τα άτομα αυτά να διακατέχονται από υπερβολοειδή αυτοπεποίθηση για την ορθότητα των εκτιμήσεών τους, ενώ είναι επίσης συχνό το φαινόμενο τα άτομα να χειραγωγούν την πληροφόρηση προς των πελάτη με σκοπό τον ελάχιστο δυνατό έλεγχο παρά την έμφυτη τάση του πελάτη να επιθυμεί να αποκτήσει διαπροσωπική σχέση με τον επενδυτικό του σύμβουλο ώστε να πετύχει καλύτερη μεταχείριση<sup>193</sup>.

### **iii) Έλεγχος συμβατότητας (appropriateness test) και έλεγχος καταλληλότητας (suitability test)**

Η MiFID II στο άρθρο 25 δεν επιφέρει καμία ουσιαστικά μεταβολή στις ρυθμίσεις από την MiFID I σχετικά με τον έλεγχο συμβατότητας. Ο έλεγχος συμβατότητας αφορά όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχουν οι ΕΠΕΥ, πλην της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου<sup>194</sup>. Η ΕΠΕΥ, δίχως να έχει υποχρέωση να συγκεντρώνει πληροφορίες για τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη και την οικονομική του κατάσταση, ζητά από τον πελάτη πληροφόρηση για την εμπειρία και την γνώση του και βάσει αυτής αξιολογεί αν ο πελάτης έχει επίγνωση των κινδύνων που ενέχει το επενδυτικό προϊόν ή η υπηρεσία. Εφόσον η ΕΠΕΥ κρίνει βάσει των πληροφοριών ότι το μέσο ή η υπηρεσία δεν είναι κατάλληλα για το πελάτη ή τον δυνητικό πελάτη, οφείλει να τον προειδοποιήσει γραπτά σχετικά.

---

<sup>192</sup> Άρθρο 47, παρ. 2,3 Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

<sup>193</sup> Langevoort (1996), Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law on Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers, California Law Review 84, σ.654

<sup>194</sup> Τουντόπουλος (2015), ό.π., σ.433-435

Ο έλεγχος καταλληλότητας αφορά τις περιπτώσεις της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, όπου κατά την παροχή των ανωτέρω υπηρεσιών οι ΕΠΕΥ οφείλουν να ελέγχουν την καταλληλότητα των προτεινόμενων επενδυτικών τοποθετήσεων<sup>195</sup>. Ειδικότερα, ο έλεγχος καταλληλότητας είναι μια διαδικασία συλλογής πληροφοριών αναφορικά με την γνώση, την εμπειρία, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη και ταυτόχρονα αξιολόγησης των ανωτέρω σε σχέση με τις προτεινόμενες υπηρεσίες και χρηματοπιστωτικά μέσα προκειμένου να διαπιστωθεί αν αυτά ανταποκρίνονται στους επενδυτικούς στόχους του πελάτη<sup>196</sup>. Ο έλεγχος καταλληλότητας περιλαμβάνει την καταλληλότητα της αγοράς, πώλησης ή διατήρησης ενός μέσου για συγκεκριμένο πελάτη και την καταλληλότητα της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας για τον συγκεκριμένο πελάτη<sup>197</sup>, κάτι που είναι η ουσιαστική διαφορά της υποχρέωσης για έλεγχο καταλληλότητας από την υποχρέωση πληροφόρησης.

Ο έλεγχος καταλληλότητας και ο έλεγχος συμβατότητας διαφοροποιούνται ως προς το εύρος των πληροφοριών που λαμβάνουν υπόψη τους οι ΕΠΕΥ στο προσυμβατικό στάδιο κατάρτισης της σύμβασης παροχής των εν λόγω επενδυτικών υπηρεσιών και μάλιστα ανεξαρτήτως τελικής κατάρτισης της σύμβασης<sup>198</sup>. 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 υπόψην της τη MiFID II), περιλαμβάνει "τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με:

- α) τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον επενδυτικό τομέα σε σχέση με τον συγκεκριμένο τύπο προϊόντος ή υπηρεσίας,
- β) τη χρηματοοικονομική του κατάσταση, περιλαμβανομένης της δυνατότητάς του να υποστεί ζημιές,

---

<sup>195</sup> Πρόκειται για μεταφορά στο ευρωπαϊκό δίκαιο της - αμερικανικής προέλευσης - «θεωρίας της καταλληλότητας» ("suitability doctrine")

<sup>196</sup> Αυγητίδης (2014), ό.π., σ. 124

<sup>197</sup> Βλ. Υπ' αριθ. 50/2012 Απόφαση της ΕΚ, με την οποία ενσωματώθηκαν στην εποπτική πρακτική της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) της 6.7.2012 (ESMA/2012/387).

<sup>198</sup> ESMA Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 18

December 2017 | ESMA35-43-349, σ.28

γ) τους επενδυτικούς στόχους του, περιλαμβανομένου του επιπέδου ανοχής κινδύνου, ώστε να μπορεί η επιχείρηση επενδύσεων να του συστήσει τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωσή του και, ιδίως, είναι σύμφωνα με το επίπεδο ανοχής κινδύνου και με τη δυνατότητά του να υποστεί ζημιές”

Με την MiFID II το περιεχόμενο το ελέγχου καταλληλότητας διευρύνθηκε καθώς η ΕΠΕΥ έχει την υποχρέωση κατά το άρθρο 25 παρ. 6 εδ. β να παρέχει στον πελάτη πριν την συναλλαγή γραπτή δήλωση καταλληλότητας στην οποία προσδιορίζει τον τρόπο με τον οποίο οι συμβουλές ανταποκρίνονται στις ανάγκες, στις προτιμήσεις και στα λοιπά χαρακτηριστικά του ιδιώτη επενδυτή. Η δήλωση θα πρέπει να παρέχεται με σταθερό μέσο, μεταξύ άλλων και σε ηλεκτρονική μορφή, ενώ προβλέπονται ειδικές διατυπώσεις για τις συμφωνίες αγοράς ή πώλησης εξ αποστάσεως που δεν καθιστούν δυνατή την εκ των προτέρων παράδοση δήλωσης καταλληλότητας στο εδ. γ του ίδιου άρθρου.

Η επιρροή της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής στον έλεγχο καταλληλότητας πράγματι εντοπίζεται κυρίως μέσα από τη σύγκριση μεταξύ MiFID I και MiFID II και συγκεκριμένα από την αντιπαραβολή του άρθρου 25 παρ. 2 ν.4514/2018 (MiFID II) με το άρθρο 25 παρ. 4 ν.3606/2007 (MiFID). Σύμφωνα με προηγούμενο καθεστώς, οι πληροφορίες αφορούσαν τις γνώσεις και την πείρα του, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση και τους επενδυτικούς του στόχους. Η MiFID II προσέθεσε ακόμα δύο στοιχεία, 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). Ο ενωσιακός νομοθέτης αναβαθμίζει τη σημασία της ανοχής του επενδυτικού κινδύνου σε κρίσιμο στοιχείο για τη σκιαγράφηση του επενδυτικού προφίλ<sup>199</sup>.

Σχετικά με τον έλεγχο συμβατότητας, η μόνη μεταβολή που επέφερε η MiFID II στο ήδη υπάρχον νομικό καθεστώς εντοπίζεται στις προϋποθέσεις εξαιρέσεως της υπηρεσίας της λήψης

---

<sup>199</sup> Η σημασία σκιαγράφησης της στάσης εκάστου επενδυτή απέναντι στον επενδυτικό κίνδυνο είχε ήδη καταγραφεί από την ESMA από το 2012 στις συμπληρωματικές κατευθυντήριες οδηγίες που είχε εκδώσει: ESMA Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements, ESMA/2012/387, par.60 και Moloney (2012), The investor model underlying the EU’s investor protection regime: consumers or investors?, European Business Organization Law Review 13 (2), σ.169-193, ιδίως 177-179, Baisch/Weber, Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioral Findings, σε: Mathis (2015), European Perspectives on Behavioural Law and Economics., Springer, σ.176-180

και διαβίβασης και εκτέλεσης εντολών<sup>200</sup>. Εξαιρέση από τον έλεγχο συμβατότητας εισάγει το άρθρο 25 § 4 N.4514/2018 για τις υπηρεσίες της απλής εκτέλεσης (execution only) και της λήψης και διαβίβασης εντολών, κατά την παροχή των οποίων οι ΕΠΕΥ 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), β) η υπηρεσία παρέχεται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη, γ) ο πελάτης έχει ενημερωθεί ότι η ΕΠΕΥ δεν υποχρεούται να προβεί στη σχετική αξιολόγηση και δ) η ΕΠΕΥ συμμορφώνεται με τις οργανωτικές απαιτήσεις για τη διασφάλιση της αποτροπής σύγκρουσης συμφερόντων (βλ. άρθρο 23 ν.4514/2018). Από πλευράς συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής η συγκεκριμένη ρύθμιση είναι μια αναποτελεσματική επιλογή, καθώς εισάγεται ένα γενικευμένο τεκμήριο επαγγελματία επενδυτή. Η φύση των συναλλαγών δημιουργεί κίνητρα στους επενδυτές καθώς το κόστος συναλλαγής είναι ελάχιστο. Αυτό σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι επενδυτές λαμβάνουν αποκλειστικά μόνοι τους τις επενδυτικές τους αποφάσεις, διαβιβάζοντας - συνήθως τηλεφωνικά ή ηλεκτρονικά - τις σχετικές εντολές, είναι προφανώς φανερό ότι τους εκθέτει σε μεγαλύτερους κινδύνους. Άλλωστε 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 ΕΠΕΥ να τηρούν τους κανόνες περί βέλτιστης εκτέλεσης εντολών του άρθρου 24 παρ. 1 ν.4514/2018, επιβεβαιώνοντας ότι το ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο αποτυγχάνει να προστατεύσει τους επενδυτές από τις ίδιες τους τις ανορθολογικές επιλογές.

Οι ΕΠΕΥ, αρχικά, πρέπει να συγκεντρώνουν πληροφορίες σχετικά με το γνωστικό και εμπειρικό υπόβαθρο των επενδυτών με βάση τα τεκμήρια που διαμορφώνονται μέσω της κατηγοριοποίησης τους σε επαγγελματίες και ιδιώτες επενδυτές. Στην συνέχεια, οι ΕΠΕΥ πρέπει

---

<sup>200</sup> Η πρόβλεψη αυτή του άρθρου 19 παρ. 6 της MiFID I έθεσε τέλος σε ένα ζήτημα που είχε διχάσει την επιστήμη του Δικαίου Κεφαλαιαγοράς και τη - γερμανική κυρίως - νομολογία.. 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 ΕΠΕΥ (Δεν καταλαμβάνονται, επομένως, από την εξαιρέση συναλλαγές επί παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, καθώς και συναλλαγές που γίνονται εκτός οργανωμένης αγοράς) και δεύτερον, ότι η προμήθεια που εισπράττουν οι ΕΠΕΥ στις περιπτώσεις αυτές είναι μειωμένη, γεγονός που αντικατοπτρίζει την πρόθεσή τους να αναλάβουν περιορισμένες ευθύνες έναντι των επενδυτών..

να συγκεντρώνουν πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση των επενδυτών προκειμένου να διερευνηθεί αν “οι πελάτες έχουν την οικονομική δυνατότητα να αναλάβουν το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων” που συνδέονται με τους επενδυτικούς τους στόχους. Κατά τρίτον, οι ΕΠΕΥ οφείλουν να συγκεντρώνουν πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους των επενδυτών. Οι πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους επικεντρώνονται στο χρονικό διάστημα για το οποίο ο επενδυτής επιθυμεί να επιμένει στην επένδυση του (μακροπρόθεσμος ή βραχυπρόθεσμος επενδυτής), στις προτιμήσεις του όσον αφορά τον επενδυτικό κίνδυνο (risk averse ή risk seeking επενδυτής), στο επενδυτικό του προφίλ και στους σκοπούς της επένδυσης (profit-motivated ή utilitarian επενδυτές)<sup>201</sup>.

#### **iv) Διακυβέρνηση επενδυτικών προϊόντων (product governance)**

Στο επίπεδο διαβάθμισης του επιπέδου προστασίας των επενδυτών ανάλογα της κατηγοριοποίησης τους σε επαγγελματίες και ιδιώτες επενδυτές προτείνεται, στα άρθρα 24 ν.4514/2018 και MiFID II αντίστοιχα, η δημιουργία υποκατηγοριών ιδιωτών και επαγγελματιών επενδυτών, ώστε οι ΕΠΕΥ να ανταποκρίνονται αποτελεσματικότερα στην υποχρέωση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών κατά το βέλτιστο δυνατό τρόπο. Στο πλαίσιο της πολιτικής διακυβέρνησης επενδυτικών προϊόντων (product governance) ο νομοθέτης αναθέτει στις ΕΠΕΥ το έργο της αρχιτεκτονικής επιλογής των επενδυτών (choice architecture). Η ESMA έχει δημοσιεύσει κριτήρια που πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους οι κατασκευαστές<sup>202</sup> και διανομείς<sup>203</sup> κατά τον προσδιορισμό των αγορών-στόχων οι μεν κατασκευαστές για τις δυνητικές αγορές-στόχους, οι δε διανομείς για τις πραγματικές/συγκεκριμένες αγορές-στόχους, στις οποίες πρέπει να απευθύνονται τα εκάστοτε σχεδιαζόμενα επενδυτικά προϊόντα.

---

<sup>201</sup> Άρθρο 12, παρ.3 Απ.1/452/1.11.2007 ΕΚ, άρθρο 54, παρ.5 Κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565

<sup>202</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα. 6: «κατασκευαστής»: λαμβανομένων υπόψη της αιτιολογικής σκέψης 15 και του άρθρου 9 παράγραφος 1 της κατ' εξουσιοδότηση οδηγίας MiFID II, επιχείρηση η οποία κατασκευάζει ένα επενδυτικό προϊόν, συμπεριλαμβανομένης της δημιουργίας, της ανάπτυξης, της έκδοσης ή του σχεδιασμού του εν λόγω προϊόντος, καθώς και της παροχής συμβουλών σε εταιρικούς εκδότες για την έναρξη νέου προϊόντος

<sup>203</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα. 6: «διανομέας»: λαμβανομένων υπόψη της αιτιολογικής σκέψης 15 και του άρθρου 10 παράγραφος 1 της κατ' εξουσιοδότηση οδηγίας MiFID II, επιχείρηση η οποία προσφέρει, προτείνει ή πωλεί ένα επενδυτικό προϊόν ή μια επενδυτική υπηρεσία σε πελάτη.

Αρχικά, οι κατασκευαστές επενδυτικών προϊόντων προσδιορίζουν αγορές-στόχους για τα σχεδιαζόμενα επενδυτικά προϊόντα λαμβάνοντας υπόψη τα χαρακτηριστικά κάθε επενδυτικού προϊόντος<sup>204</sup> και τα χαρακτηριστικά που πρέπει να φέρουν οι επενδυτές<sup>205</sup>. Τα επενδυτικά προϊόντα διακρίνονται<sup>206</sup> σε πολύπλοκα και απλά. Ο κατασκευαστής διαμορφώνει στρατηγική διανομής<sup>207</sup>, η οποία είναι απαραίτητη και κατάλληλη για τη διανομή συγκεκριμένων επενδυτικών προϊόντων στις αγορές-στόχους τους και αφού προηγουμένως έχει προσδιορίσει συγκεκριμένες αγορές-στόχους<sup>208</sup>. Στην συνέχεια, οι διανομείς με βάση τις δικές τους γνώσεις, εμπειρίες και τις οδηγίες που έχουν λάβει από τους κατασκευαστές προσδιορίζουν πριν την έναρξη της καθημερινής τους λειτουργίας τις πραγματικές αγορές-στόχους προχωρώντας σε έναν έλεγχο συμβατότητας<sup>209</sup>. Οι διανομείς λαμβάνουν υπόψη τους για τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου εκτός του είδους και των ιδιοτήτων του προσφερόμενου προϊόντος και το είδος των υπηρεσιών που παρέχουν σε συγκεκριμένες ομάδες πελατών<sup>210</sup>.

Για την στρατηγική διανομής τους οι διανομείς σε πρώτο στάδιο, όπως αναφέρθηκε, υπόκεινται στις οδηγίες των κατασκευαστών αλλά έχουν περιθώριο να αποκλίνουν των οδηγιών είτε επί το συνετότερο είτε επί το λιγότερο συνετό κατόπιν αιτιολόγησης και ενημέρωσης του

---

<sup>204</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα.21-24

<sup>205</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα.13-20

<sup>206</sup> Η διάκριση γίνεται με βάση την πολυπλοκότητα, το προφίλ κινδύνου/ ανταμοιβής, τη ρευστότητα και τον καινοτόμο χαρακτήρα τους

<sup>207</sup> Η στρατηγική διανομής αποτελεί τη βάση συνεργασίας μεταξύ κατασκευαστών και διανομέων για την προσφορά των σχεδιαζόμενων προϊόντων στις αγορές-στόχους. Οι κατασκευαστές διαλέγουν τους διανομείς με βάση το είδος των πελατών τους και το είδος των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχουν.

<sup>208</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα.25,26

<sup>209</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα.27-32

<sup>210</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα.43-48



κατασκευαστή<sup>211</sup>. Ιδιαίτερως χρήσιμη είναι η χάραξη στρατηγικής διανομής εκ μέρους του διανομέα σε περίπτωση που ο κατασκευαστής δεν έχει χαράξει μια αντίστοιχα στρατηγική<sup>212</sup>

Η συμπληρωματικότητα του προσδιορισμού αγοράς-στόχου και των ελέγχων συμβατότητας και καταλληλότητας είναι εύλογη. Για αυτό και τα κριτήρια των κατασκευαστών και των διανομέων ομοιάζουν με αυτά των ελέγχων, ήτοι είναι συγκεκριμένα η σώρευση των κριτηρίων<sup>213</sup>:

- α) του είδους των πελατών στους οποίους απευθύνεται το προϊόν αναλόγως της κατηγοριοποίησής τους σε ιδιώτες, επαγγελματίες και επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους,
- β) των γνώσεων και της εμπειρίας των επενδυτών που θα συγκροτούν την αγορά στόχο σχετικά με το είδος και τα χαρακτηριστικά του προσφερόμενου προϊόντος, οι οποίες ενδέχεται να αλληλοσυμπληρώνονται σε ορισμένες περιπτώσεις (δηλ. ένας επενδυτής με περιορισμένη ή καθόλου εμπειρία θα μπορούσε να είναι υπονήπιος πελάτης-στόχος, εάν αντισταθμίζει την ελλιπή εμπειρία με εκτενείς γνώσεις),
- γ) της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επενδυτών με έμφαση στην προθυμία και τη δυνατότητα τους να υποστούν ζημιές (ήσσονος σημασίας ή ολικές απώλειες),
- δ) της ανοχής κίνδυνου και της συμβατότητας του προφίλ κινδύνου/ανταμοιβής του προϊόντος με την αγορά-στόχο λαμβάνοντας υπόψη τη γενική στάση που θα κληθούν να τηρήσουν οι επενδυτές-στόχοι σε σχέση με τους επενδυτικούς κινδύνους,
- ε) των στόχων και των αναγκών των επενδυτών, συμπεριλαμβανομένων των ευρύτερων χρηματοοικονομικών στόχων ή της συνολικής στρατηγικής που ακολουθούν κατά την υλοποίηση επενδύσεων.

#### **v. Αξιολόγηση επενδυτικού προφίλ**

Ειδικότερα σε ότι αφορά το ζήτημα της ανοχής των επενδυτών στον επενδυτικό κίνδυνο, ιδιαίτερη σημασία αποκτά η Prospect Theory, καθώς όπως αναφέρθηκε μια μορφή

---

<sup>211</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα.49-51

<sup>212</sup> Αιτιολογική σκέψη 20 Κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας 2017/593

<sup>213</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρα. 18

κατηγοριοποίησης είναι αυτή με βάση την αξιολόγηση του κινδύνου. Σύμφωνα με την κλασσική χρηματοοικονομική θεωρία ο επενδυτικός κίνδυνος είναι μετρήσιμος με αντικειμενικά κριτήρια, τα περίφημα μοντέλα αποτίμησης χρηματοπιστωτικών μέσων (π.χ. Capital Asset Pricing Model). Από την πλευρά της, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρία αναδεικνύει αποκλίσεις από τα μοντέλα αυτά. Οι αποκλίσεις αυτές οφείλονται στις αναλυθείσες συμπεριφορικές ανωμαλίες, οι οποίες εμφανίζονται στο στάδιο εκτίμησης του αναμενόμενου επενδυτικού κινδύνου και οι ΕΠΕΥ οφείλουν να εφαρμόσουν μεθόδους αξιολόγησης της προτίμησης των επενδυτών απέναντι στον επενδυτικό κίνδυνο<sup>214</sup>. Από πλευράς της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής επιστήμης, ο Pompian έχει δημιουργήσει ένα δικό του μοντέλο αξιολόγησης κινδύνου<sup>215</sup>, βασισμένο στα χαρακτηριστικά που συνθέτουν την προσωπικότητα του επενδυτή και στα συστηματικά σφάλματα που εμφανίζει η συμπεριφορά του και επί της θεωρητικής κατασκευής της Personality Theory<sup>216</sup>.

Μια άλλη μορφή κατηγοριοποίησης είναι αυτή που γίνεται με βάση τους στόχους των επενδυτών<sup>217</sup>. Η κύρια κατηγοριοποίηση είναι αυτή μεταξύ κερδοσκόπων (profit-motivated traders) και ωφελιμιστών επενδυτών (utilitarian traders)<sup>218</sup>. Άλλη κατηγοριοποίηση σε αποταμιευτές επενδυτές και δανειζόμενοι επενδυτές (borrowers), ενώ στους δεύτερους

---

<sup>214</sup>Baisch/Weber, Investment Suitability Requirements in the Light of Behavioral Findings, σε: Mathis (2015), European Perspectives on Behavioural Law and Economics, Economic Analysis of Law in European Legal Scholarship, Springer, σ.182-187

<sup>215</sup> Για υποδείγματα σχετικών ερωτηματολογίων βλ. Pompian (2012), ό.π., σ.91-100

<sup>216</sup> Η Personality Theory έχει ως βάση τέσσερα αξιώματα: α) Η προσωπικότητα αποτελεί συνισταμένη ψυχολογικών και βιολογικών χαρακτηριστικών του ατόμου. β) Η προσωπικότητα ασκεί επιρροή στον τρόπο αντίδρασης του ατόμου απέναντι σε εξωτερικά ερεθίσματα. γ) Το άτομο εμφανίζει μια συνέπεια που εκδηλώνεται με παρόμοιες αντιδράσεις σε μια ποικιλία περιστάσεων. δ) Η προσωπικότητα του ατόμου εκφράζεται όχι μόνο μέσω της συμπεριφοράς του αλλά και μέσω των πεποιθήσεων και των συναισθημάτων του- Pompian (2012), ό.π., σ.47-66

<sup>217</sup> Harris (2003), Trading and Exchanges, New York: Oxford University Press, σ.177-256

<sup>218</sup> Στην κατηγορία των ωφελιμιστών επενδυτών, τέλος, ανήκουν και οι “τζογαδόροι” επενδυτές (gamblers), οι οποίοι συνειδητά αρέσκονται στο να εκτίθενται στον επενδυτικό κίνδυνο, αλλά και οι ερασιτέχνες επενδυτές (fledglings), οι οποίοι επιθυμούν να διαπιστώσουν μέσα από τις αποδόσεις των επενδύσεων τους, αν διαθέτουν τα προσόντα για την επαγγελματική ενασχόληση με επενδυτικές συναλλαγές.

εντάσσονται οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται επενδυτικά προς αντιστάθμιση ενδεχόμενου επενδυτικού κινδύνου, στον οποίο εκτίθενται (hedgers)<sup>219</sup>.

#### **vi) Τα εργαλεία της αξιολόγησης**

Βασικό εργαλείο αξιολόγησης κατά τον ενωσιακό νομοθέτη, ήδη από την εποχή της MiFID I, είναι τα ερωτηματολόγια (questionnaires). Έχει διαπιστωθεί ότι όμως και κατά την συμπλήρωση των ερωτηματολογίων από τους επενδυτές εμφανίζονται συμπεριφορικά σφάλματα από αυτούς<sup>220</sup> και επομένως χρειάζεται ιδιαίτερα προσεκτική διατύπωση αυτών ώστε να μην επηρεαστούν έως και διαστρεβλωθούν εντελώς τα αποτελέσματα. Η αξιοπιστία και η εγκυρότητα (reliability and validity) των αποτελεσμάτων διασφαλίζεται με την ρητή καταγραφή των παραγόντων που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαμόρφωση των ερωτηματολογίων από την ESMA<sup>221</sup>. Ωστόσο, δεν υφίσταται υποχρέωση προκαθορισμένου έντυπου ερωτηματολογίου αλλά η ΕΠΕΥ διαμορφώνουν όπως θέλουν αυτές, με υπαρκτό τον κίνδυνο οι επενδυτές να κληθούν να συμπληρώσουν υπερβολικά μεγάλα ερωτηματολόγια και να εμφανίσουν ανωμαλίες όπως fatigue effect ή mistrust<sup>222</sup>. Για την ανάλυση των

---

<sup>219</sup> Choi/Pritchard (2004), Behavioral Economics and the SEC, Stanford Law Review 56(1), σ.1-73, Wilson/Centerbar/Kermer/Gilbert (2005), The pleasures of Uncertainty: Prolonging Positive Moods in Ways People Do Not Anticipate, Journal of Personality and Social Psychology 88, σ.5-21

<sup>220</sup> Broihannea/Orkut (2018), MiFID questionnaire answers and stock market participation, σ. 3 επ. στο Bellofatto/Broihanne/De Winne/D'Hondt/Merli/Orkut/Roger (2018) MIFID questionnaires, financial advice and investor behavior, της ΟΕΕ διαθέσιμη στο [http://www.oeefr/files/oeefr\\_report\\_31\\_08\\_2018.pdf](http://www.oeefr/files/oeefr_report_31_08_2018.pdf)

<sup>221</sup> Ενδεικτικά αναφέρονται η

δομή και τα εξωτερικά μορφολογικά χαρακτηριστικά του ερωτηματολογίου (π.χ γραμματοσειρά, διάστιχο, χώρος για ερωτήσεις και απαντήσεις), η απλή, σαφής, κατανοητή και μη τεχνική γλώσσα, να αποφεύγονται ερωτήσεις, με τις οποίες καλούνται οι επενδυτές να απαντήσουν αναφορικά με πολλαπλά ζητήματα (questions in batteries), ενώ πρέπει να χρησιμοποιείται με φειδώ η επιλογή της μη απάντησης (no answer), ιδίως αναφορικά με την χρηματοοικονομική κατάσταση του ερωτηθέντος. Συνιστάται η χρήση ερωτηματολογίων, τα οποία συμπεριλαμβάνουν ερωτήσεις αυτοαξιολόγησης αλλά κυρίως ερωτήσεις μέσα από τις οποίες μπορούν να διαγνωσθούν οι πραγματικές ανάγκες και στόχοι των ερωτηθέντων, η στάση τους απέναντι στον κίνδυνο σε σχέση με πιθανολογούμενα κέρδη ή ζημιές -βλ. Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (13 July 2017 | ESMA35-43-748), παρα.16

<sup>222</sup> Broihannea/Orkut (2018), ό.π. σ. 21

αποτελεσμάτων επί των ερωτηματολογίων προκρίνεται η ποσοτικοποίηση αυτών και η ανάλυση μέσω συγκεκριμένων μαθηματικών τύπων<sup>223</sup>.

Σε αυτό το σημείο είναι ενδιαφέρον το γεγονός ότι η ESMA εξετάζει τη χρήση αυτοματοποιημένων<sup>224</sup> προγραμμάτων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή τη διαχείριση επενδυτικού χαρτοφυλακίου (automated advice tool/ robo-advice). Αρχικά, μια τέτοια περίπτωση απαιτεί την επανατοποθέτηση στο περιεχόμενο των πληροφοριών που παρέχονται στους επενδυτές αλλά και του τρόπου που αυτές παρέχονται<sup>225</sup>. Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί καθώς όπως διαπιστώνει και η ESMA, οι πληροφορίες που αποκτώνται από διαπροσωπική επαφή έχουν την δυναμική να αποτυπώνονται καλύτερα στους επενδυτές με αποτέλεσμα όταν ο επενδυτής κληθεί να λάβει την απόφαση να μπορεί να τις ανακαλεί στην μνήμη του. Επιπλέον, υπάρχει και δυνατότητα τα αυτοματοποιημένα προγράμματα να αξιοποιηθούν και στον έλεγχο συμβατότητας/καταλληλότητας<sup>226</sup>. Επιπρόσθετα οι ΕΠΕΥ που χρησιμοποιούν αυτοματοποιημένα προγράμματα σε οποιοδήποτε στάδιο της διαδικασίας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών καλούνται<sup>227</sup> να εφαρμόσουν οργανωτικά σχέδια για τον αποκλεισμό ή τον περιορισμό του κινδύνου, στον οποίο εκτίθενται ο επενδυτής. Τέλος, αξίζει να αναφερθεί η περίπτωση των καταρτιζόμενων χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών με τη διαμεσολάβηση ΕΠΕΥ, οι οποίες παρέχουν τις υπηρεσίες τους αποκλειστικά μέσω του διαδικτύου (online brokers) και όπου η δυνατότητα πρόσβασης μιας ευρείας επενδυτικής βάσης, το μικρό κόστος και η ταχύτητα των συναλλαγών απαιτούν σημαντικής νομοθετικής παρέμβασης.

---

<sup>223</sup> Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση (05/02/2018, ESMA35-43-620), παρ.13

<sup>224</sup> Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (13 July 2017 | ESMA35-43-748), παρ.18-27

<sup>225</sup> Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (13 July 2017 | ESMA35-43-748), παρ.22-24

<sup>226</sup> Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (13 July 2017 | ESMA35-43-748), παρ.25

<sup>227</sup> Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements (13 July 2017 | ESMA35-43-748), παρ.26

### 3) Σχέση εκδοτών-επενδυτών

#### i) Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Υποχρεώσεις πληροφόρησης που επιβάλλονται στις εκδότριες εταιρείες βρίσκουν τη δικαιολόγησή τους στην αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, ειδικότερα στη μέση ισχύος ECMH όπου υποστηρίζεται ότι η πληροφορία εντάσσεται άμεσα στην χρηματιστηριακή τιμή, αλλά και στην άρση της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ εταιρειών και επενδυτών<sup>228</sup>. Ειδικότερα, λόγω του διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου που χαρακτηρίζει τις ανώνυμες εταιρείες ανακύπτουν καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διοικούντων και εισφέροντων κεφάλαια στην εταιρεία, οι οποίες (συγκρούσεις) βρίσκουν πρόσφορο έδαφος στην πληροφοριακή ασυμμετρία που διακρίνει τη σχέση διοίκησης (εντολοδόχοι) και μετόχων (εντολείς)<sup>229</sup>. Ακόμα, υποστηρίζεται ότι υποχρέωση δημοσιοποίησης πληροφοριών αίρει την πληροφοριακή αυτή ασυμμετρία περιορίζοντας το κόστος ελέγχου της διοίκησης από τους μετόχους, ενώ με την σειρά της η άρση καθιστά περισσότερο ελκυστικά και εμπορεύσιμα τα χρηματοπιστωτικά μέσα των εισηγμένων εταιρειών σε σχέση με τα αντίστοιχα των μη εισηγμένων εταιρειών<sup>230</sup>. Τέλος, η υποχρεωτική δημοσιοποίηση πληροφοριών λειτουργεί ενισχυτικά προς το πληροφοριακό υπόβαθρο όλων των επενδυτών, πράγμα το οποίο αποτελεί την απαραίτητη προϋπόθεση για την ανάπτυξη ορθολογικής επενδυτικής δραστηριότητας<sup>231</sup>.

---

<sup>228</sup> Avgouleas (2009), The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform, *European Company and Financial Law Review* 6(4), σ.440-475, ιδίως 447, Βερβεσός (2016), ό.π., σ.163,164

<sup>229</sup> Mahoney (1995), Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, *University of Chicago Law Review* 62(3), σ.1047-1112, Paredes (2003), Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, *Washington University Law Quarterly* 81, σ.417-485, ιδίως 463-467, Mahoney/Mei (2013), Mandatory vs. contractual disclosure in securities markets: Evidence from the 1930s, Working paper, University of Virginia

<sup>230</sup> Βερβεσός, Έξοδος από το χρηματιστήριο της εταιρίας (delisting) ή των μετόχων. Δημοσιευμένη στο συλλογικό τόμο *Ανώνυμη εταιρία & Κεφαλαιαγορά/Προστασία του Επενδυτή*, σ.417

<sup>231</sup> Βλ. αιτιολογική σκέψη 7 Κανονισμού 2017/1129: «Η παροχή πληροφοριών που, ανάλογα με τον τύπο του εκδότη και των κινητών αξιών, είναι απαραίτητες για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων εν επιγνώσει από τους επενδυτές εξασφαλίζει, από κοινού με τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας, την προστασία των επενδυτών. Επιπλέον, οι πληροφορίες αυτές συνιστούν αποτελεσματικά μέσα για τη βελτίωση της εμπιστοσύνης στις κινητές αξίες και, επομένως, συμβάλλουν στην ομαλή λειτουργία και ανάπτυξη των αγορών κινητών αξιών».

Στην συνέχεια της παρούσης μελέτης θα εξεταστούν κανόνες που διέπουν τη σχέση μεταξύ εκδοτών και επενδυτών κατά την παροχή πληροφοριών με έκτακτη μορφής και ειδικότερα με την μορφή του ενημερωτικού δελτίου, σύμφωνα με τον ισχύοντα Κανονισμό 2017/1129 και με τον οποίο καταργείται πλέον η αρχική Οδηγία 2003/71/ΕΚ. Η περίπτωση του ενημερωτικού δελτίου είναι χαρακτηριστική περίπτωση όπου διαπιστώνεται ο επηρεασμός του ενωσιακού νομοθέτη από τα πορίσματα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής θεωρίας.

## ii) Οι αποδέκτες της πληροφόρησης των δελτίων

Η βούληση του ενωσιακού νομοθέτη ήταν η συμπερίληψη του *lato sensu* επενδυτικού κοινού στον κύκλο των αποδεκτών των ενημερωτικών δελτίων. Τόσο η καταργηθείσα Οδηγία 2003/71<sup>232</sup>, αλλά και ο Κανονισμός 2017/1129<sup>233</sup> προκρίνουν την επιλογή ενός ευρύτερου επενδυτικού κοινού με πρόσβαση στις πληροφορίες που οφείλει να δημοσιοποιεί μια εταιρεία στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά. Δηλαδή, ο ενωσιακός νομοθέτης απείχε από την πατερναλιστική αντίληψη περί δημοσιοποίησης των πληροφοριών στους επαγγελματίες επενδυτές προς όφελος των άπειρων ιδιωτών επενδυτών, τάχθηκε υπέρ της διασφάλισης «ισότιμης πρόσβασης» στις διαθέσιμες στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά.

Η επαρκής πληροφόρηση όλων των επενδυτών αναδεικνύεται σε απαραίτητη προϋπόθεση λήψης επενδυτικών αποφάσεων «εν επιγνώσει<sup>234</sup>» με βάση τις παραδοχές της RCT. Στο άρθρο 21 του Κανονισμού ορίζεται ότι το ενημερωτικό δελτίο θεωρείται ότι είναι διαθέσιμο στο κοινό, όταν αναρτάται στο δικτυακό τόπο<sup>235</sup> είτε του εκδότη, είτε του αναδόχου, είτε της οργανωμένης αγοράς.

---

<sup>232</sup> Αιτιολογική σκέψη 41 της Οδηγίας 2003/71, όπου αναδεικνύονται ως βασικές αρχές διέπουσες τις ρυθμίσεις περί ενημερωτικού δελτίου «η ανάγκη να διασφαλίζεται η εμπιστοσύνη των μικροεπενδυτών και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) στις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω της προώθησης υψηλού επιπέδου προτύπων διαφάνειας

<sup>233</sup> Αιτιολογική σκέψη 27 του Κανονισμού 2017/1129: «Η εναρμόνιση των πληροφοριών που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να διασφαλίζει την ισοδύναμη προστασία των επενδυτών σε επίπεδο Ένωσης.»

<sup>234</sup> Αιτιολογική σκέψη 26 του Κανονισμού 2017/1129: «παρέχει επαρκή πληροφόρηση στους επενδυτές προκειμένου οι τελευταίοι να προβαίνουν σε επενδυτικές αποφάσεις εν επιγνώσει»

<sup>235</sup> Αιτιολογική σκέψη 7 Κανονισμού 2016/301: «Η ηλεκτρονική δημοσίευση των ενημερωτικών δελτίων, συμπεριλαμβανομένων των τελικών όρων, διασφαλίζει ότι οι επενδυτές διαθέτουν γρήγορη και εύκολη πρόσβαση στις πληροφορίες που περιέχονται σε αυτά.», Αιτιολογική σκέψη 62 του Κανονισμού 2017/1129 «Δεδομένου ότι το Διαδίκτυο παρέχει εύκολη πρόσβαση στις πληροφορίες και προκειμένου να διασφαλισθεί η καλύτερη δυνατότητα πρόσβασης στους επενδυτές, το εγκεκριμένο ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να δημοσιεύεται πάντα σε ηλεκτρονική μορφή.»

Η ισότιμη όμως αντιμετώπιση δεν σημαίνει και εθελουφλία στο γεγονός ότι οι επαγγελματίες επενδυτές διαθέτουν τα οικονομικά μέσα, το ανθρώπινο δυναμικό και την τεχνογνωσία για την καλύτερη δυνατή επεξεργασία των πληροφοριών και τα οποία τους διαφοροποιούν και από τους ιδιώτες επενδυτές. Τίθεται, επομένως, το ζήτημα του αν η διαφοροποίηση στις ικανότητες συλλογής και επεξεργασίας των πληροφοριών είναι αρκετή για την ισότιμη πρόσβαση όλων των επενδυτών σε πληροφορίες που αφορούν την πραγματική αξία των διαπραγματευόμενων μέσων.

Αρχικά, θα πρέπει να διαχωριστεί η ισότητα ευκαιριών από την ισότητα στο αποτέλεσμα. Η ισότιμη μεταχείριση των επενδυτών νοείται ως διασφάλιση των ίδιων συνθηκών εκκίνησης για όλους τους επενδυτές, χωρίς όμως να διασφαλίζεται η ισότητα αποτελέσματος<sup>236</sup>. Από μόνες τους οι ικανότητες των επαγγελματιών επενδυτών δεν ανατρέπουν το αίτημα για ισότητα ευκαιριών.

Ο Κανονισμός 2017/1129 προχώρησε στην κατηγοριοποίηση των επενδυτών ως αποδεκτών ενημερωτικών δελτίων σε επενδυτές χονδρικής (wholesale investors) και επενδυτές λιανικής (retail investors). Ως επενδυτές χονδρικής κατονομάζονται οι «ειδικοί επενδυτές»<sup>237</sup>, για τον εννοιολογικό προσδιορισμό των οποίων υπάρχει ευθυγράμμιση με την έννοια των «επαγγελματιών επενδυτών» κατά 2, περ. ε, όπως αυτοί απαριθμούνται στη MiFID II. Ο νομοθέτης λαμβάνοντας υπόψη την κατηγοριοποίηση αυτή (υποκειμενικό στοιχείο) αλλά και το είδος των προσφερόμενων κινητών αξιών διακρίνοντας μεταξύ μετοχικών και μη (αντικειμενικό στοιχείο) θεσπίζει διαβαθμισμένες απαιτήσεις πληροφόρησης<sup>238</sup>.

---

<sup>236</sup> Βερβεσός (2016), Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ.236-238, υποσ.1103

<sup>237</sup> Αιτιολογική σκέψη 21 του Κανονισμού 2017/1129

<sup>238</sup> Αιτιολογική σκέψη 27 του Κανονισμού 2017/1129: «Οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να προσαρμόζονται στον τύπο του ενημερωτικού δελτίου, τη φύση και την κατάσταση του εκδότη, το είδος των κινητών αξιών και το αν οι επενδυτές τους οποίους αφορά η προσφορά είναι αποκλειστικά ειδικοί επενδυτές», Consultation Paper, Draft technical advice on format and content of the prospectus (ESMA31-62-532/ 6 July 2017), παράγραφος 9: «when establishing the disclosure requirements for the various schedules, account should be taken of the different information requirements of investors in equity securities as compared to investors in non-equity securities»

### iii) Ο τρόπος παρουσίασης των πληροφοριών

Ο τρόπος με τον οποίο παρουσιάζονται οι πληροφορίες στους επενδυτές είναι κρίσιμες για την επενδυτική τους συμπεριφορά. Όταν οι δημοσιευθείσες πληροφορίες δεν είναι κατανοητές από τον κάθε επενδυτή, πιθανολογείται αυξημένος όγκος συναλλαγών συνεπεία ετεροειδών προσδοκιών<sup>239</sup>, τις οποίες διαμορφώνουν οι επενδυτές αντιλαμβανόμενοι τις διαθέσιμες πληροφορίες με πολύ διαφορετικό τρόπο ο καθένας<sup>240</sup>. Συμπεριφορικές ανωμαλίες, όπως το σφάλμα της αυτοεκπληρούμενης προφητείας (confirmation bias), η υπερβολοειδής αυτοπεποίθηση, η τροφοδότηση των επενδυτών με θετικές ειδήσεις από την αγορά (positive feedback trading) κ.α. όπως αναφέρθηκαν ανωτέρω στην παρούσα μελέτη, εμφανίζονται στην συμπεριφορά ακόμα και των επενδυτικών λιανικής, ως απότοκο του τρόπου παρουσίασης. Επιπλέον, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι η πληροφοριακή αποτελεσματικότητα σε μια αγορά απειλείται από τον πληροφοριακό κορεσμό (information overload), στον οποίο εκτίθεται το άτομο<sup>241</sup>. Με τον όρο αυτό αποδίδεται η φθίνουσα οριακή χρησιμότητα επιπρόσθετων πληροφοριών για τους επενδυτές.

Η ESMA προβλέπει λιγότερες απαιτήσεις πληροφόρησης απέναντι σε επενδυτές χονδρικής με τη δικαιολογητική βάση ότι αυτοί είναι πιο εξοικειωμένοι με την επενδυτική δραστηριότητα, διαθέτουν γνώσεις, την απαιτούμενη επενδυτική ικανότητα και τα απαιτούμενα οικονομικά μέσα, για να είναι σε θέση να επεξεργαστούν λιγότερες και πιο πολύπλοκες πληροφορίες<sup>242</sup>. Στο πλαίσιο των άρθρων 7, παρ.1, εδ. β' και 6, παρ.2 Κανονισμού 2017/1129 η ESMA έχει δημοσιεύσει κριτήρια για το τι σημαίνει κατανοησιμότητα περιεχομένου, τα οποία πρέπει να πληρούν ενημερωτικά δελτία απευθυνόμενα αφενός αποκλειστικά σε επενδυτές

---

<sup>239</sup> Stout (1995), Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation, Virginia Law Review 81(3), σ.696 επ.

<sup>240</sup> Hirschleifer, Investor Psychology and Asset Pricing, The Journal of Finance, Vol. LVI, No. 4, 2001, σ. 1533-1598, ιδίως 1537

<sup>241</sup> Viscusi (1996), Individual Rationality, Hazard Warnings and the Foundations of Tort Law, Rutgers Law Review 48, σ.625-672, Choi/Pritchard (2004), ό.π., σ.1-73, ιδίως 61

<sup>242</sup> Consultation Paper, Draft technical advice on scrutiny and approval of the prospectus (ESMA31-62-650/ 6 July 2017), παρα. 38: «As wholesale investors will be more familiar with investing and therefore able to digest more complex disclosure», παρα.40: «These alleviated requirements are based on the assumption that qualified investors and investors with a higher investment capacity have the requisite knowledge and/or the necessary financial resources to invest based on less extensive – and less straightforward – disclosure.»



χονδρικής αφετέρου και σε επενδυτές λιανικής. Ο ενωσιακός νομοθέτης προβλέπει απλούστερη πληροφοριακή μεταχείριση, όταν αντικείμενο προσφοράς είναι μη μετοχικές κινητές αξίες που απευθύνονται σε ειδικούς επενδυτές. Η απλούστερη πληροφοριακή μεταχείριση αφορά τόσο τις περιεχόμενες πληροφορίες («ελάχιστες απαιτήσεις πληροφόρησης που είναι λιγότερο επαχθείς από αυτές που ισχύουν για τις μη μετοχικές κινητές αξίες που προσφέρονται σε επενδυτές λιανικής») όσο και τον τρόπο παρουσίασής τους («πιο ευέλικτες γλωσσικές απαιτήσεις»).

Κρίσιμη νομοθετική επιλογή είναι η πρόβλεψη για περιληπτικό σημείωμα, ως μέσο πληρέστερης και αποτελεσματικότερης πληροφόρησης, ιδίως των επενδυτών λιανικής<sup>243</sup> μέσω μιας συνοπτικής παρουσίασης ουσιωδών πληροφοριών που πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους οι επενδυτές κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η ESMA ορίζει τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να παρουσιάζονται σε αυτό ουσιώδεις οικονομικές πληροφορίες (key financial information) για την εκδότρια εταιρεία<sup>244</sup>. Το σημείωμα επίσης θα πρέπει να είναι κατανοητό ενώ ο Κανονισμός στο άρθρο 7, παρ.3, εδ.α' προβλέπει τη μέγιστη έκτασή του, «ώστε να εξασφαλίζεται ότι οι επενδυτές δεν αποθαρρύνονται να το διαβάσουν»<sup>245</sup>, αλλά παρέχοντας δυνατότητα υπέρβαση της έκτασης σε ειδικές περιπτώσεις<sup>246</sup>.

Επιπλέον, στον Κανονισμό εντοπίζεται μια κατηγορία ειδικών πληροφοριών για τους επενδυτικούς κινδύνους και τις προγνώσεις όπου εμφανίζεται μεγαλύτερη ρυθμιστική παρέμβαση, αυστηρότητα και ειδικότητα σε σχέση με όλες τις υπόλοιπες πληροφορίες. Όπως διαπίστωσε ο ενωσιακός νομοθέτης στη αιτιολογική σκέψη 29 του νέου Κανονισμού 2017/1129: *“Η παρουσίαση παραγόντων κινδύνου στο περιληπτικό σημείωμα θα πρέπει να συνίσταται σε περιορισμένη επιλογή συγκεκριμένων κινδύνων τους οποίους ο εκδότης θεωρεί ως πλέον σημαντικούς για τον επενδυτή όταν ο τελευταίος λαμβάνει επενδυτική απόφαση”*, ακολούθως το άρθρο 16 Κανονισμού 2017/1129 θέτει συγκεκριμένες απαιτήσεις, τις οποίες καλείται η ESMA να συγκεκριμενοποιήσει, ήτοι ο συγκεκριμένος και ουσιώδης χαρακτήρας των κινδύνων.

---

<sup>243</sup> Αιτιολογική σκέψη 28 του Κανονισμού 2017/1129: «Το περιληπτικό σημείωμα του ενημερωτικού δελτίου θα πρέπει να αποτελεί χρήσιμη πηγή πληροφοριών για τους επενδυτές και, ιδίως, για τους επενδυτές λιανικής.»

<sup>244</sup> 505 Consultation Paper, Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation (ESMA31-62-802/ 15 December 2017), παρα.16,20,21,30

<sup>245</sup> Consultation Paper, Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation (ESMA31-62-802/ 15 December 2017), παρα.12

<sup>246</sup> Consultation Paper, Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation (ESMA31-62-802/15 December 2017), παρα.41-46

Με την έννοια του συγκεκριμένου ορίζεται ότι πρέπει να αφορά «ειδικά τον εκδότη και/ή τις κινητές αξίες» εκδόσεώς του και «δεν θα πρέπει να περιέχει γενικές δηλώσεις σχετικά με τον επενδυτικό κίνδυνο<sup>247</sup>». Είναι προφανές ότι νομοθέτης διάκειται αρνητικά απέναντι στην έκθεση γενικών κινδύνων λαμβάνοντας υπόψη τη μεθόδευση, την οποία διέρχονται οι εκδότες προκειμένου να αποποιηθούν οποιασδήποτε νομικής τους ευθύνης για τους εκτιθέμενους κινδύνους<sup>248</sup>. Η μεθόδευση εδώ εντοπίζεται στην προσπάθεια περιθωριοποίησης συγκεκριμένων επενδυτικών κινδύνων, τους οποίους πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους οι επενδυτές όταν καλούνται να λάβουν μια επενδυτική απόφαση. Δεδομένης της φθίνουσας οριακής χρησιμότητας επιπρόσθετων πληροφοριών η εκ του πονηρού συμπερίληψη γενικών και αφηρημένων κινδύνων μπορεί να αποπροσανατολίσει τους επενδυτές από την προσοχή, την οποία οφείλουν να επιδείξουν. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται τόσο στην έκθεση ειδικότερων κινδύνων σε συνδυασμό με γενικούς κινδύνους, όσο και στην έκθεση αρνητικών πληροφοριών, όπως οι εν λόγω κίνδυνοι, σε συνδυασμό με θετικές πληροφορίες. Στο πλαίσιο της αμερικανικής νομολογίας έχει εντοπιστεί το «δόγμα των θαμμένων στοιχείων» (buried facts doctrine), όπου στοιχεία τα οποία να μην έχουν δημοσιοποιηθεί υπερκαλύπτονται από άλλες πληροφορίες κατά τέτοιο τρόπο, ώστε ο μέσος επενδυτής να μην μπορεί να τα αντιληφθεί ως αυτούσιες πληροφορίες. Στη περίπτωση αυτή είτε πρέπει να θεωρούνται μη δημοσιοποιηθέντα είτε ικανά να παρωθήσουν τους επενδυτές σε εσφαλμένες επενδυτικές επιλογές<sup>249</sup>.

---

<sup>247</sup> Αιτιολογική σκέψη 29 Κανονισμού 2017/1129: «Το ενημερωτικό δελτίο δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει γενικούς παράγοντες κινδύνου που χρησιμεύουν μόνο για την αποποίηση της σχετικής νομικής ευθύνης, καθώς έτσι θα επισκιάζονταν πιο συγκεκριμένοι παράγοντες κινδύνου τους οποίους θα πρέπει να γνωρίζουν οι επενδυτές, με αποτέλεσμα οι πληροφορίες να μην παρουσιάζονται στο ενημερωτικό δελτίο κατά τρόπο ευκόλως αναλύσιμο, συνοπτικό και κατανοητό.»

<sup>248</sup> Αιτιολογική σκέψη 54 Κανονισμού 2017/1129

<sup>249</sup> *Kohn v. American Metal Climax, Inc.*, 322 F. Supp. 1331 (E.D. Pa. 1971): “*The Securities Exchange Act requires more than disclosure, it requires adequate disclosure. The more material the facts, the more they should be brought to the attention of the public. (...) Accordingly, we have found certain facts to be "buried" in the explanatory materials. These facts should have in some way been highlighted to insure that the shareholders were aware of them. We need not speculate as to how this should have been done. One obvious way does, however, come to mind, namely, these facts could have been placed on the cover page in bold-face type. Nevertheless, their present location is not justified by their importance, especially in view of the length and complexity of the explanatory materials*” (πηγή: Justia US Law)

Πέραν της επισήμανσης των ουσιωδών κινδύνων, αυτοί θα πρέπει να «περιγράφονται και να παρουσιάζονται επαρκώς στο ενημερωτικό δελτίο»<sup>250</sup> Με την έννοια του ουσιώδη χαρακτήρα της έκθεσης του κινδύνου στο άρθρο 16 του Κανονισμού 2017/1129 ο ενωσιακός νομοθέτης προσδιορίζει κριτήρια ελέγχου του ουσιώδους χαρακτήρα ενός κινδύνου, που δεν είναι άλλα από την πιθανότητα επέλευσής και την αναμενόμενη ένταση του αρνητικού τους αντίκτυπου. Μάλιστα υπάρχει δυνατότητα αξιολόγησης των κινδύνων με βάση κλίμακα ποιότητας (χαμηλή, μέση ή υψηλή).

Ένα ακόμα ειδικό σημείο σχετικό με τον τρόπο παρουσίασης των παραγόντων των κινδύνων είναι αυτό των προειδοποιήσεων. Στο άρθρο 7 παρ. 4, του Κανονισμού 2017/1129 προβλέπεται υποχρέωση ενσωμάτωσης προειδοποιήσεων στην εισαγωγή του σημειώματος. Ειδικότερα, οι προειδοποιήσεις αυτές αφορούν τη φύση του περιληπτικού σημειώματος και τη σχέση του με το ενημερωτικό δελτίο, τον επενδυτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει ο υποψήφιος επενδυτής και συνίσταται στην απώλεια του επενδυμένου κεφαλαίου και την ευθύνη των προσώπων που υπογράφουν το περιληπτικό σημείωμα κατά την παρ. 5, εδ. β' του ίδιου άρθρου. Επί των διαφημίσεων σχετικά με δημόσιες προσφορές κινητών αξιών προβλέπεται η συμπερίληψη ενός ελάχιστου αριθμού προειδοποιήσεων στις ανακοινώσεις αυτές από την ESMA<sup>251</sup>, επισημαίνοντας τους κινδύνους παραπλάνησης που απορρέουν από διαφημιστικές ανακοινώσεις. Ειδικά με το περιεχόμενο των προειδοποιήσεων εμφανίζεται μια ακόμα επιρροή από τα πορίσματα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής θεωρίας, καθώς ο ενωσιακός

---

<sup>250</sup> Αιτιολογική σκέψη 54 Κανονισμού 2017/1129: «Για να μπορούν οι επενδυτές να αναγνωρίζουν τους πιο ουσιώδεις κινδύνους, ο εκδότης θα πρέπει να περιγράφει και να παρουσιάζει επαρκώς κάθε παράγοντα κινδύνου στο ενημερωτικό δελτίο.»

<sup>251</sup> Consultation Paper, Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation (ESMA31-62-802/15 December 2017), παρα.139-141 και ειδικότερα οι προειδοποιήσεις αποσκοπούν στο να καταστήσουν σαφές στους επενδυτές ότι: α) η έγκριση του ενημερωτικού δελτίου από τις αρμόδιες αρχές δεν συνιστά εγγύηση της ποιότητας του προσφερόμενου χρηματοοικονομικού προϊόντος («the approval of the prospectus is not an endorsement of the product»), β) είναι απαραίτητη η ανάγνωση του συνολικού ενημερωτικού δελτίου για την κατανόηση του επενδυτικού κινδύνου που πρόκειται να αναλάβουν με την επικείμενη επενδυτική τους απόφαση («investors should read the prospectus carefully in order to fully comprehend the risk profile and other parameters associated with the decision to invest in the securities»), γ) η προσφερόμενη κινητή αξία είναι ιδιαίτερος πολύπλοκη και ενδεχομένως δεν ανταποκρίνεται στον προφίλ κινδύνου ενός επενδυτή λιανικής («an alert for retail investors in the case of complex securities»).

νομοθέτης προκρίνει το ουσιαστικό μοντέλο προειδοποίησης, όπως και η ESMA<sup>252</sup> και το οποίο φέρνει τους επενδυτές αντιμέτωπους με τις γνωστικές αδυναμίες τους, στις οποίες τεκμηριωμένα και κατά συστηματικό τρόπο<sup>253</sup> υποπίπτουν κατά τη λήψη μιας επενδυτικής απόφασης.

Ακόμα ένα κρίσιμο ζήτημα είναι οι προγνώσεις του εκδότη ή του διαμεσολαβητή οι οποίες ενδέχεται να εντείνουν τις συμπεριφορικές ανωμαλίες των επενδυτών κατά την πρόσληψη και την επεξεργασία των πληροφοριών. Θεσπίζεται υποχρέωση δημοσιοποίησης πληροφοριών σχετικά με μελλοντικά αβέβαια γεγονότα αποτυπώνεται στο άρθρο 6, παρ.1, εδ. α' του Κανονισμού 2017/1129<sup>254</sup>, όπου προβλέπεται η υποχρέωση συμπερίληψης πληροφοριών σχετικά με τις προοπτικές της εκδότριας εταιρείας. Αξίζει, βέβαια να επισημανθεί ότι ενώ στον Κανονισμό δεν υπάρχει κάποια ειδική πρόβλεψη σχετικά με τον τρόπο παρουσίασης προγνώσεων στο ενημερωτικό δελτίο, η ESMA διατύπωσε συγκεκριμένες προτάσεις σχετικά με τις προγνώσεις.<sup>255</sup> Η ESMA προβαίνει σε διάκριση ανάμεσα σε προγνώσεις (profit forecasts) και σε εκτιμήσεις μελλοντικών κερδών (profit estimates). Οι εκτιμήσεις βασίζονται στις

---

<sup>252</sup> Consultation Paper, Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation (ESMA31-62-802/ 15 December 2017), παρα.140

<sup>253</sup> Bloomfield/Libby/Nelson (1999), Confidence and the welfare of less-informed investors, *Accounting, Organizations and Society* 24(8), σ.625

<sup>254</sup> Και στο παράρτημα I και II, όπου εκτίθενται τα στοιχεία που πρέπει να δημοσιοποιούνται στο ενημερωτικό δελτίο και στο έγγραφο αναφοράς αντίστοιχα, γίνεται ειδική μνεία στις προοπτικές της εκδότριας εταιρείας, στα τυχόν σχέδια μελλοντικής αύξησης ή μείωσης του δυναμικού της εταιρείας, στις εκτιμήσεις της διοίκησης για τους παράγοντες και τις τάσεις που αναμένεται ότι θα έχουν ουσιώδη επίδραση στο μέλλον τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της εταιρείας. Στο νεοεισαχθέν έγγραφο αναφοράς για το ενημερωτικό δελτίο ανάπτυξης ΕΕ προβλέπεται η παράθεση στοιχείων σχετικά με τη στρατηγική, την απόδοση και το επιχειρηματικό περιβάλλον της εταιρείας: "Σκοπός είναι η ενημέρωση σχετικά με τη στρατηγική και τους στόχους της εταιρείας σε ό,τι αφορά την ανάπτυξη και τη μελλοντική απόδοση, καθώς και η παροχή πληροφοριών για τις επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρείας, τα προϊόντα που παράγει ή τις υπηρεσίες που προσφέρει, τις επενδύσεις της και τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιχειρηματική της δραστηριότητα. Επιπλέον, πρέπει να περιλαμβάνονται οι παράγοντες κινδύνου που αφορούν την εταιρεία καθώς και σχετικές πληροφορίες για τις τάσεις".

<sup>255</sup> Consultation Paper, Draft regulatory technical standards under the new Prospectus Regulation (ESMA31-62-802/ 15 December 2017), Παράρτημα IV, αιτιολογική σκέψη 14 Σχεδίου κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμού supplementing Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the key financial information to be included in the summary, machine readable data, advertisements, supplements and publication of the prospectus: «In order to take account of the ability of profit forecasts and profit estimates to influence an investment decision, (...)» και Consultation Paper, Draft technical advice on format and content of the prospectus (ESMA31-62-532 | 6 July 2017), παρα.71-76

χρηματοοικονομικές καταστάσεις της πιο πρόσφατης περιόδου χρήσης, οι οποίες έχουν ελεγχθεί αλλά δεν έχουν ακόμη δημοσιευτεί. Σχετικά με τις προγνώσεις μελλοντικών κερδών η ESMA υποβαθμίζει τη χρησιμότητα των ελεγκτικών εκθέσεων λόγω του ότι οι ελεγκτές συχνά αποφεύγουν να πιστοποιήσουν τη βασιμότητα παραδοχών που χρησιμοποιούνται για μακροπρόθεσμες προγνώσεις<sup>256</sup>. Γι' αυτό προτείνει τρεις εναλλακτικές: α) για προσφορά μετοχικών αξιών συμπερίληψη σαφών και μη επιδεχόμενων πολλαπλών ερμηνειών προγνώσεων μελλοντικών κερδών με παράλληλη παράθεση του συνόλου των παραδοχών, στις οποίες στηρίχθηκαν. Με βάση την εναλλακτική αυτή να μην υπάρχει υποχρέωση συμπερίληψης έκθεσης ανεξάρτητων ελεγκτών αλλά πρέπει να επισημαίνονται οι κίνδυνοι, η πραγμάτωση των οποίων μπορεί να ανατρέψει ουσιωδώς τις δημοσιοποιηθείσες προγνώσεις, β) υιοθέτηση της πρώτης εναλλακτικής για προσφορά τόσο μετοχικών όσο και μη μετοχικών αξιών, γ) για προσφορά μετοχικών αξιών συμπερίληψη προγνώσεων για ασυνήθιστα υψηλά κέρδη συνοδεία έκθεσης ανεξάρτητων ελεγκτών (υφιστάμενο καθεστώς)<sup>257</sup>.

#### 4) Η έννοια του επενδυτή σε σχέση με τον καταναλωτή

Το ζήτημα της ένταξης του αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών, δηλαδή του επενδυτή στην έννοια του καταναλωτή, ώστε να τύχουν εφαρμογής όλες οι προστατευτικές διατάξεις του δικαίου προστασίας του καταναλωτή, οι οποίες προσιδιάζουν στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι κάτι που απασχολεί θεωρία και νομολογία και κρίνεται ενδιαφέρον να αναφερθεί ως προβληματισμός ιδιαίτερα μετά τις πρόσφατες αλλαγές στην έννοια του καταναλωτή κατά τον εθνικό νομοθέτη.

Σύμφωνα την κλασσική οικονομική ορολογία, ως κατανάλωση ορίζεται η «χρήση οικονομικών πόρων για την ικανοποίηση τρεχουσών αναγκών και επιθυμιών», ενώ ως επένδυση ορίζεται «η συγκέντρωση κεφαλαίου με σκοπό την πρόκληση ροής αγαθών και υπηρεσιών για μελλοντική κατανάλωση, η οποία προϋποθέτει θυσία της τρέχουσας κατανάλωσης<sup>258</sup>». Κατά την κλασσική ορολογία επομένως φαίνεται να μην εφάπτονται οι δύο έννοιες. Ωστόσο, αν λάβει κάποιος υπόψη την σημερινή οικονομική πραγματικότητα, όπου η τυποποίηση των προϊόντων,

---

<sup>256</sup> Consultation Paper, Draft technical advice on format and content of the prospectus (ESMA31-62-532 | 6 July 2017), παρα.73

<sup>257</sup> Consultation Paper, Draft technical advice on format and content of the prospectus (ESMA31-62-532 | 6 July 2017), παρα.75,76

<sup>258</sup> Βλ. Αυγητίδης (2005), Η ευθύνη του αναδόχου στο Δίκαιο Προστασίας του Καταναλωτή, 2005, σ. 314

οι αλληπάλληλες φάσεις διαμεσολάβησης στην εμπορευματική διαδικασία, οι πολύπλοκες τεχνικές διαφήμισης και ο ταχύτατος μαζικός τρόπος κατάρτισης συναλλαγών καθιστούν επιτακτική την έννομη προστασία κάθε συμβαλλόμενου, του οποίου η οικονομική και διαπραγματευτική θέση υπαγορεύει τη διορθωτική επέμβαση στην αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων, ανεξάρτητα αν πρόκειται για συμβάσεις αγοραπωλησίας προϊόντων, παροχής υπηρεσιών ή άλλου τύπου συμβάσεις –προστασίας καταλήγει στο συμπέρασμα ότι πλέον προστασίας δεν χρήζει μόνο όποιος αγοράζει προϊόντα για την κάλυψη προσωπικών του αναγκών. Ο επενδυτής επομένως θα πρέπει να θεωρηθεί ως αποδέκτης υπηρεσιών και ως τέτοιος θα πρέπει να διερευνηθεί αν και με ποιες προϋποθέσεις μπορεί να θεωρηθεί καταναλωτής.

Με τον ν. 4512/2018 ο Έλληνας νομοθέτης πρόσφατα όρισε στενότερα τον ορισμό του καταναλωτή του ν.2251/1994 και ο οποίος σύμφωνα με το άρθρο 1α περ.1 έχει ως εξής : « καταναλωτής : κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελεύθερα επαγγελματική του δραστηριότητα» Ο πραγματικός στόχος των οδηγιών που αποτέλεσαν την βάση των εγχώριων νομοθετημάτων ήταν η δημιουργία ενός minimum<sup>259</sup> προστασίας του καταναλωτή προς την υιοθέτηση κοινών όρων ανταγωνισμού μεταξύ των χωρών της Ε.Ε. Η όποια διευρυμένη ερμηνεία του καταναλωτή αντιβαίνει σε αυτό το στόχο. Σε αυτό το σημείο πρέπει να επισημανθεί ότι και ο ενωσιακός νομοθέτης ορίζει στενά τον καταναλωτή τόσο βάση της Κοινοτικής Σύμβασης της Ρώμης του 1980, στα άρθρα της οποίας προβλέπονται κανόνες για την ανεύρεση του εφαρμοστέου δικαίου στις συμβάσεις καταναλωτών, όσο και του Κανονισμού (ΕΚ) 44/2001 του Συμβουλίου. Σύμφωνα με τη νομολογία του ΔΕΚ, ενώ δεν αποκλείεται καταρχήν η υπαγωγή των τραπεζικών ή επενδυτικών συμβάσεων στο αρ. 16 του Κανονισμού 44/2001, εμπίπτοντας έτσι στο προστατευτικό πεδίο των καταναλωτικών συμβάσεων, το εκάστοτε δικαστήριο θα πρέπει, προκειμένου να καταλήξει σε οριστική κρίση περί της έννοιας του καταναλωτή, να διερευνήσει τη θέση των συγκεκριμένων προσώπων στο πλαίσιο της υπό κρίση σύμβασης Άρα, σε περιπτώσεις, όπου ο συγκεκριμένος επενδυτής ασχολείται συστηματικά με συγκεκριμένο επενδυτικό αντικείμενο και έχει εξειδικευτεί σε αυτό ή χρησιμοποιεί υπηρεσίες εξειδικευμένων επενδυτικών συμβουλών, θεωρείται ότι οι συναλλαγές του πραγματοποιούνται στο πλαίσιο

---

<sup>259</sup> Κοτσίρης (2005), Η έννοια του καταναλωτή (γνμ.) ΔΕΕ 2005, σ. 1128 επ

επαγγελματικής δραστηριότητας, η δε επίκληση εκ μέρους του της ιδιότητας του καταναλωτή είναι καταχρηστική.<sup>260</sup>

Στην ελληνική νομολογία έχει υποστηριχθεί ότι δεν συντρέχει ιδιότητα του καταναλωτή ως επενδυτή ή αυτή χρησιμοποιείται καταχρηστικά στην περίπτωση που κάποιος ασχολείται τόσο πολύ με τον τομέα των επενδύσεων ώστε να μπορεί να θεωρηθεί ως οιονεί επαγγελματίας επενδυτής<sup>261</sup>. Βέβαια στην συνέχεια η συγκεκριμένα δικαστική κρίση εξαφανίστηκε από το Εφετείο<sup>262</sup> το οποίο αποφάνθηκε ότι πρόσωπα που διενεργούν χρηματιστηριακές συναλλαγές με σκοπό να επενδύσουν τα χρήματα που έχουν αποταμιεύσει, ακόμη και αν αυτό γίνεται συστηματικά με σκοπό βιοπορισμού, δεν εντάσσουν όμως τις συναλλαγές τους αυτές στην επαγγελματική τους δραστηριότητα ούτε προσφέρουν κατ' επάγγελμα τις υπηρεσίες τους σε τρίτους, δεν είναι επαγγελματίες αλλά ιδιώτες επενδυτές και απολαύουν προστασίας επιπέδου καταναλωτή. Κατά συνέπεια η συστηματική ενασχόληση ενός επενδυτή με την κεφαλαιαγορά

---

<sup>260</sup> Αντωνοπούλου (2003), Τα όρια της προστασίας του αποδέκτη τραπεζικών υπηρεσιών κατά το σύγχρονο καταναλωτικό δίκαιο, ΕλΔνη 44/2003, σελ. 341 και Δέλλης (2002), Οι διατάξεις της Σύμβασης των Βρυξελλών για την προστασία του καταναλωτή και η περίπτωση των επενδυτών σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ΔΕΕ 2002, σ. 1082 επ

<sup>261</sup> ΠΠρΑθ 8032/2001, ΝοΒ 2002, σ. 139 όπου «...Ορισμένες επενδυτικές συναλλαγές απευθύνονται στο ευρύ κοινό, όπως π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια, η επένδυση σε μετοχές στο χρηματιστήριο. Ο αποδέκτης των υπηρεσιών αυτών, ιδίως σήμερα όπου σημειώνεται κάθετη πτώση της απόδοσης των παραδοσιακών τραπεζικών καταθέσεων, είναι πολύ συχνά ο μέσος καταναλωτής, δηλαδή άτομο μη εξειδικευμένο στο συγκεκριμένο συναλλακτικό τομέα. Στις περιπτώσεις, όμως, που το συγκεκριμένο άτομο δεν ανταποκρίνεται στο πρότυπο του καταναλωτή που είχε υπόψη ο νομοθέτης αλλά ασχολείται τόσο πολύ με τον τομέα των επενδύσεων, ώστε να μπορεί να θεωρηθεί ως οιονεί επαγγελματίας, η προστασία δε θα απονέμεται είτε λόγω μη συνδρομής της έννοιας του καταναλωτή είτε με εφαρμογή του αρ. 281 ΑΚ. Από τις παραπάνω περιπτώσεις πρέπει να διαφοροποιηθούν οι λεγόμενες επενδύσεις «για λίγους». Για παράδειγμα τα χρηματοοικονομικά παράγωγα του αρ. 1 παρ. 19 του ν.253/1997 και αρ. 2 του ν.2396/1996, είναι μορφές επένδυσης που δεν απευθύνονται στο ευρύ κοινό...Συνεπώς ο μέσος επενδυτής των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων στις περισσότερες περιπτώσεις δε θα ανταποκρίνεται στο πρότυπο καταναλωτή, χαρακτηριστικό του οποίου είναι η άγνοια και η έλλειψη εξειδίκευσης...»

<sup>262</sup> ΕφΑθ 6401/2002, ΔΕΕ 2003, σ. 412 όπου «Η έννοια του καταναλωτή είναι μία τελολογικά χρωματισμένη έννοια...Δύσκολα θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι πρόσωπα, τα οποία, ενεργώντας εκτός των επαγγελματικών τους δραστηριοτήτων, ασχολούνται με το χρηματιστήριο, συναλλάσσονται με ίσους όρους με τον αντισυμβαλλόμενο τους. Έναντι του αντισυμβαλλομένου τους, π.χ. του πιστωτικού ιδρύματος ή του μεσιτικού γραφείου κλπ. τα πρόσωπα αυτά είναι όντως οικονομικά ασθενέστερα και πολύ λιγότερο ενημερωμένα και έμπειρα, γι' αυτό άλλωστε και καταφεύγουν στη βοήθεια του αντισυμβαλλομένου τους ιδρύματος, γραφείου κλπ...»

δεν είναι ικανή προϋπόθεση για να τον μεταθέσει από την κατηγορία του ιδιώτη στην κατηγορία του επαγγελματία επενδυτή<sup>263</sup>. Κοινός τόπος και των δύο δικαστηρίων ήταν ότι στην έννοια του καταναλωτή, δύναται να υπαχθεί ο ιδιώτης επενδυτής, όταν περιέρχεται, ως τελικός αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών, ιδίως διότι πρόκειται για τον «αδύναμο κρίκο» της συναλλαγής που δεν είναι κατά κανόνα ικανός να προβεί σε εκτίμηση του επενδυτικού κινδύνου. Ενισχυτικό του γεγονότος ότι μπορεί οι έννοιες επενδυτή και καταναλωτή να εφάπτονται είναι το ότι η MiFID II αναφέρεται στην ανάγκη λήψης μέτρων για την ενίσχυση της προστασίας των πελατών ως καταναλωτών<sup>264</sup>.

#### Δ. Ορθολογικότητα και τραπεζικός δανεισμός

##### I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η αγορά στεγαστικής ή/και καταναλωτικής πίστης είναι ένα τμήμα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι αγορές στεγαστικής πίστης (mortgage markets) ασχολούνται με τη χορήγηση δανείων σε φυσικά πρόσωπα ή επιχειρήσεις για αγορά κατοικιών ή εμπορικών και βιομηχανικών κτιρίων και αντίστοιχα. οι αγορές καταναλωτικής πίστης (consumer credit markets) ασχολούνται με τη χορήγηση δανείων σε φυσικά πρόσωπα για την αγορά αυτοκινήτων, οικιακών συσκευών ή για τη χρηματοδότηση δαπανών εκπαίδευσης και διακοπών.

Αναφέρθηκε σε προηγούμενο σημείο της παρούσας μελέτης (Κεφάλαιο Β) ότι βασική επιδίωξη των συμμετεχόντων, στο πλαίσιο της αγοράς, είναι η μεγιστοποίηση της ατομικής τους ωφέλειας μέσα από τη βέλτιστη κατανομή των πεπερασμένων οικονομικών πόρων κατά τα πορίσματα της RCT. Ένας σημαντικός πόρος είναι το κεφάλαιο που είναι αποτιμητό σε χρηματικές μονάδες και το οποίο αρκετές φορές δεν το διαθέτουν ολόκληρο ή σε ένα βαθμό οι περισσότεροι συμμετέχοντες, με αποτέλεσμα οι ίδιες ανάγκες να δημιουργήσουν τον μηχανισμό της πίστης. Ένας μηχανισμός για την εύρεση των κεφαλαίων είναι ο δανεισμός.

Σύμφωνα με αυτόν τον μηχανισμό ο πιστοδότης παρέχει την προσωρινή αγοραστική δύναμη στον αποδέκτη της πίστωσης ώστε αυτός είτε να τα επενδύσει σε διάφορα μέσα, με σκοπό υψηλές αποδόσεις (επενδυτική πίστη) είτε να ικανοποιήσει με αυτά διάφορες ανάγκες όπως η απόκτηση καταναλωτικών αγαθών ή στέγης και να απολαύσει τα πιθανά οφέλη από αυτά

---

<sup>263</sup> Τριανταφυλλάκης (2008), Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 2008, σ. 522

<sup>264</sup> Άρθρο 24, παρ. 10 Οδηγίας και παρ. 77 Προοιμίου αυτής



(καταναλωτική/ στεγαστική πίστη)<sup>265</sup>. Είναι εύλογο ότι ο προσωρινός μηχανισμός αυτός διευκολύνει τις συναλλαγές καθώς δίνει την ευκαιρία σε άτομα με έλλειψη κεφαλαίου κατά την στιγμή που εκδηλώνεται σε αυτά η ανάγκη να προχωρήσουν σε μια δράση, μειώνοντας έναν άλλον σημαντικό πόρο, τον χρόνο που θα απαιτούνται μέχρι να αποκτήσουν τα άτομα με ίδια μέσα το απαιτούμενο κεφάλαιο. Μάλιστα, ειδικά στην περίπτωση της πίστωσης που λαμβάνεται με σκοπό την αγορά στέγης δεν είναι απίθανο τα άτομα, χωρίς τον μηχανισμό της πίστωσης, να μην είχαν την δυνατότητα αυτή.

Με την πίστωση αναλαμβάνονται υποχρεώσεις οι οποίες είναι δυνατό να οδηγήσουν σε υπερχρέωση των υποκειμένων τόσο μεμονωμένα όσο και σε γενικότερο επίπεδο με γενικευμένη στάση πληρωμών (domino effect)<sup>266</sup>. Η αλόγιστη παροχή πίστωσης δεν δημιουργεί από μόνη της κίνδυνο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα αλλά σε συνδυασμό με την καταναλωτική υπερχρέωση των καταναλωτών είναι εκρηκτικό μείγμα όπως διαπιστώθηκε από το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτική Σταθερότητας κατά την μελέτη της παγκόσμια χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007.<sup>267</sup>

## II. Η καταναλωτική υπερχρέωση

Ως καταναλωτική υπερχρέωση ορίζεται η περίπτωση όπου ο καταναλωτής δεν διαθέτει επαρκή κεφάλαια ή διαθέσιμα εισοδήματα για να καλύψει τις οικονομικής φύσης υποχρεώσεις, με άλλα λόγια είναι το απότοκο του υπέρμετρου δανεισμού<sup>268</sup>. Η υπερχρέωση είναι ένα ατομικό πρόβλημα, που οφείλεται σε λανθασμένους υπολογισμούς του ατόμου για τον οικονομικό προγραμματισμό του. Πρόκειται για σφάλματα που αφορούν κυρίως την περιορισμένη ορθολογικότητα και την περιορισμένη αυτοπειθαρχία. Βέβαια, η υπερχρέωση μπορεί να οφείλεται και σε γενικευμένους παράγοντες μη εξαρτώμενους από την ατομική δράση όπως η γενική οικονομική ύφεση ή ζητήματα υγείας.

---

<sup>265</sup> Κλαβανίδου, Καταναλωτικά Δάνεια, 1997, σ. 22. ενώ η ίδια επισημαίνει, σ. 32, ότι μεταξύ καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης υφίσταται σχέση αλληλεξάρτησης η καταναλωτική πίστη ενισχύει την μαζική κατανάλωση πάνω στην οποία στηρίζεται η μαζική παραγωγή πάνω στην οποία τοποθετούνται οι χορηγηθείσες επενδυτικές πιστώσεις, όπως και ισχύει το αντίστροφο

<sup>266</sup> Μεντή, Άμυνα και απελευθέρωση του υπερχρεωμένου οφειλέτη, 2012, σ. 1, υποσημ. 1

<sup>267</sup> Financial Stability Board, Consumer Finance Protection with particular focus on credit, 2011, σ. 3-6

<sup>268</sup> Λιβαδά, Υπέρμετρος Δανεισμός: Το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο της καταναλωτικής και ενυπόθηκης πίστης, Τιμητικός Τόμος Αλεξανδρίδου, σ. 359

Το μέτρο της υπερχρέωσης διαπιστώνεται πολυδιάστατα από σχετικοποιημένα κριτήρια, στα οποία εκτός της προφανούς εκτίμησης του ύψους των πιστώσεων, περιλαμβάνονται μεν εσωτερικά κριτήρια, όπως ο όγκος και η φύση των οφειλών, η ύπαρξη εξασφαλίσεων, τα εισοδήματα και η συνολική περιουσία του καταναλωτή, αλλά και εξωτερικά κριτήρια, όπως η πορεία των επιτοκίων και η γενικότερη οικονομική συγκυρία<sup>269</sup>. Ειδικότερα, το μέτρο της υπερχρέωσης υπολογίζεται ακολουθώντας μια σειρά από βήματα, με πρώτο αυτό του καθορισμού του ύψους των διαθέσιμων κεφαλαίων και του εισοδήματος του καταναλωτή. Σχετικά με τον καθορισμό του εισοδήματος υποστηρίζεται η άποψη και η οποία προκρίνεται στην παρούσα μελέτη να συνυπολογίζονται τα άμεσα και ευχερώς ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, όπως λ.χ. μετοχές, ακίνητα κλπ, αλλιώς δεν είναι νοητή η όποια διαπίστωση υπερχρέωσης εφόσον ο οφειλέτης θα μπορούσε να αποπληρώσει με την ρευστοποίηση. Επόμενο βήμα είναι να υπολογιστούν τα καθαρά κεφάλαια και εισοδήματα με την αφαίρεση των «βασικών εξόδων». Σε αυτό το σημείο είναι εύλογο ότι η έννοια των βασικών εξόδων είναι μια καθαρά δυναμική έννοια, διαφορετική για τον κάθε ιδιώτη και θα πρέπει να προσδιορίζεται ad hoc<sup>270</sup>.

III. Το παράδειγμα της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού ως μηχανισμού περιορισμού της ανορθολογικής δράσης των καταναλωτών

Ο ενωσιακός νομοθέτης, ύστερα από την χρηματοπιστωτική κρίση και προς απάντηση του προβλήματος της υπερχρέωσης, υιοθέτησε την έννοια του υπεύθυνου δανεισμού, σύμφωνα με τον οποίο οι πιστωτικοί φορείς οφείλουν πριν τη σύναψη της σύμβασης να βεβαιωθούν αν ο καταναλωτής δύναται να αποπληρώσει το χρέος<sup>271</sup>, έτσι ώστε είτε να ενημερώσει τον καταναλωτή για τους κινδύνους που διατρέχει είτε ενδεχομένως να αρνηθεί την πίστωση.

Η αρχή του «υπεύθυνου δανεισμού» αποτυπώθηκε αρχικά στο άρθρο 8 της Οδηγίας 2008/48/EK για τις συμβάσεις καταναλωτικής πίστης, σύμφωνα με το οποίο τα κράτη μέλη

---

<sup>269</sup> Βλ. Γ. Παπαϊωάννου, Η προστασία του καταναλωτή στο ουσιαστικό ευρωπαϊκό δίκαιο της καταναλωτικής πίστης, 2007 σ. 474

<sup>270</sup> Βλ. Λιβαδά, Υπεύθυνος Δανεισμός: Το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο της καταναλωτικής και ενυπόθηκης πίστης, ΤιμΤομ Αλεξανδρίδου, 2016, σ. 360

<sup>271</sup> Περάκης Η αρχή του «υπεύθυνου δανεισμού» και η πρόσφατη κοινοτική Οδηγία για την καταναλωτική πίστη, ΧρηΔικ 3/2009, 352. και Λιβαδά, Η εξέλιξη της αρχής του «υπεύθυνου δανεισμού» στο ενωσιακό δίκαιο με έμφαση στις ρυθμίσεις της υπό υιοθέτηση πρότασης οδηγίας για τις συμβάσεις πίστωσης σε ακίνητα κατοικίας, ΧρηΔικ 2012, 203 επ.

διασφαλίζουν ότι ο πιστωτικός φορέας αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα του καταναλωτή, το οποίο αντίστοιχο άρθρο 8 σε εθνικό επίπεδο ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με την ΚΥΑ Ζ1-699/23/6/2010, όπου ορίζεται ότι «πριν τη σύναψη της σύμβασης πίστωσης, ο πιστωτικός φορέας ερευνά και αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα και φερεγγυότητα<sup>272</sup> του καταναλωτή βάσει επαρκών στοιχείων που λαμβάνονται κατά περίπτωση από τον καταναλωτή στο προσυμβατικό στάδιο αλλά και εκείνων που έχει παράσχει κατά τη διάρκεια της μακροχρόνιας συναλλακτικής σχέσης και κατόπιν έρευνας στην κατάλληλη βάση δεδομένων» καθώς και ότι «στην περίπτωση ανεύθυνου δανεισμού προς καταναλωτές, η αστική κύρωση για τον πιστωτικό φορέα φτάνει μέχρι την απώλεια του κόστους της πίστωσης (κυρίως των τόκων).»<sup>273</sup> Σε αυτό το σημείο αξίζει να τονιστεί ότι υπήρξε διαφοροποίηση στην οριοθέτηση του περιεχομένου της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού όπως αυτή καταγράφηκε στην αρχική πρόταση της Επιτροπής με το άρθρο 9. Η πρώτη διατύπωση ήταν αρκετά λακωνική καθώς όριζε ότι «όταν ο πιστωτικός φορέας συνάψει σύμβαση πίστωσης ή εγγύησης ή αυξήσει το συνολικό ποσό της πίστωσης ή το εγγυημένο ποσό, προϋποτίθεται ότι έχει εκτιμήσει εκ των προτέρων, με κάθε μέσο που έχει στη διάθεσή του, ότι ο καταναλωτής και, ενδεχομένως, ο εγγυητής θα τηρήσουν λογικά τις υποχρεώσεις τους, που απορρέουν από τη σύμβαση»<sup>274</sup> και η οποία είναι εμφανώς, διαφορετική της τελικής ενώ ακόμα ο τίτλος του άρθρου της πρότασης, ο οποίος ήταν «Υπεύθυνος Δανεισμός», άλλαξε σε «Υποχρέωση εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας του καταναλωτή».

Ο σκοπός της επίμαχης διάταξης είναι πεδίο σύγκρουσης σε θεωρητικό επίπεδο στο χώρο της στεγαστικής πίστης. Κατά μια άποψη, την οποία προκρίνει η Επιτροπή, η αρχή του υπεύθυνου δανεισμού εγκαταλείφθηκε ρητά κατά την αυστηρή γραμματική σύγκριση μεταξύ των δύο κειμένων και συγκεκριμένα σύμφωνα με την τελική διάταξη απαιτείται, όπως εξειδικεύεται με την κοινή θέση, εκτίμηση αξιόχρεου και φερεγγυότητας. Στην πρόταση η εκτίμηση αφορούσε στην θετική πρόγνωση δυνατότητας αποπληρωμής. Η άποψη αυτή της Επιτροπής δέχεται έντονη αμφισβήτηση θεωρητικά, καθώς υποστηρίζεται σθεναρά ότι και η

---

<sup>272</sup> Χιωτέλλης, Προσωπικά δεδομένα και πιστοληπτική ικανότητα, ΧρηΔικ 2010, 304, για τη διάκριση μεταξύ πιστοληπτικής ικανότητας και φερεγγυότητας του καταναλωτή

<sup>273</sup> Μεντής, Άμυνα και ελευθέρωση του υπερχρεωμένου οφειλέτη, 2012, 26

<sup>274</sup> Βλ. COM 2007, 546 τελικό, σελ. 5 Η διαφοροποίηση της αρχικής πρότασης με την τελική αποδόθηκε από την Επιτροπή και το Συμβούλιο ότι «το Συμβούλιο εγκατέλειψε την αρχή της υπεύθυνης χορήγησης πίστωσης ... διότι αποδέχτηκε την υποχρέωση των κρατών μελών να εξασφαλίζουν ότι οι πιστωτές παρέχουν επαρκείς εξηγήσεις ώστε να επιτρέπουν στους καταναλωτές να εκτιμήσουν εάν η προτεινόμενη πίστωση ανταποκρίνεται στις ανάγκες τους και στην οικονομική τους κατάσταση »

τελική διάταξη φέρει στον πυρήνα της την αρχή του υπεύθυνου δανεισμού και ως μην αναφέρεται στο γράμμα του νόμου. Σύμφωνα με την τελολογική ερμηνεία και οι δύο διατάξεις αποσκοπούν στην αποτροπή παροχής πίστωσης στον καταναλωτή, η οποία είναι πρόσφορο να τον οδηγήσει στην υπερχρέωση και ουσιαστικά απλά η τελική διάταξη καθιστά την χορήγηση της πίστωσης στον καταναλωτή ευκολότερη μιας και λείπει η υπερβολική εκτίμηση του πιστωτικού φορέα<sup>275</sup>. Στην ερμηνεία αυτή ενισχυτικά λειτουργεί και η αρνητική διατύπωση στην αιτιολογική σκέψη του άρθρου 26 της Οδηγίας, κατά την οποία οι πιστωτικοί φορείς πρέπει να αποφεύγουν στον ανεύθυνο δανεισμό ενώ καταγράφεται η ρητή υποχρέωση των κρατών- μελών να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα για την προώθηση υπεύθυνων πρακτικών<sup>276</sup> καθ' όλη την διάρκεια της πιστωτικής σχέσης.

Η Οδηγία 2008/48/EK έχει δεχθεί σκληρή κριτική για το κατά πόσο εξυπηρετεί στην πράξη το σκοπό της προστασίας του καταναλωτή. Αρχικά, η Οδηγία επέβαλε στα κράτη-μέλη μερική μόνο και ταυτόχρονα πλήρη εναρμόνιση με την έννοια ότι καθιστά υποχρεωτική την εναρμόνιση μόνο για τα θέματα καταναλωτική πίστης (μερική), για τα οποία όμως αποκλείει διαφορετικές εθνικές ρυθμίσεις, εξ ου υποστηρίζεται ότι η προστασία του καταναλωτή είναι κολοβή<sup>277</sup>. Με αυτόν τον τρόπο εθνικές ρυθμίσεις που παρέχουν μεγαλύτερη ή ευρύτερη προστασία στον καταναλωτή από αυτήν της Οδηγίας εξαλείφονται ώστε να επιτευχθεί ο στόχος των ενιαίων όρων ανταγωνισμού όπως αυτός αποτυπώθηκε στις σκέψεις 6 και 9 του Προοιμίου της Οδηγίας. Επιπλέον, έχει αμφισβητηθεί η συμβατότητα της Οδηγίας με τις διατάξεις 12, 114 παρ. 3 και 169 της ΣΛΕΕ από την γραμματική και την συστηματική ερμηνεία των οποίων προκύπτει ότι τα θεσπιζόμενα μέτρα «δεν εμποδίζουν τα κράτη μέλη να διατηρούν ή να εισάγουν αυστηρότερα προστατευτικά μέτρα. Τα μέτρα αυτά πρέπει να συμβιβάζονται με τις Συνθήκες και να κοινοποιούνται»<sup>278</sup>. Δημιουργείται, κατά την άποψη αυτή, το παράλογο σχήμα ο επαγγελματίας να διαθέτει μέγιστη προστασία από τις εθνικές ρυθμίσεις και ειδικά με τις γενικές ρήτρες περί

---

<sup>275</sup> Λιβαδά, Το νέο ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο για την καταναλωτική πίστη, 2008, σ.32

<sup>276</sup> Περάκης, ό.π., σ. 355, κατά τον οποίο οι έννοιες υπεύθυνος δανεισμός και υπεύθυνες πρακτικές είναι έννοιες επάλληλες καθώς στην έννοια των υπεύθυνων πρακτικών περιλαμβάνονται τόσο η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας όσο και η ενημέρωση των καταναλωτών για τον κίνδυνο μη αποπληρωμής

<sup>277</sup> Λιβαδά, ό.π., σ. 106.

<sup>278</sup> Λιβαδά, ό.π. σ.98 επ

καλής πίστης, χρηστών ηθών, κατάχρησης δικαιώματος κοκ ad hoc ενώ ο καταναλωτής να περιορίζεται στην ελάχιστο προστασία των διατάξεων της Οδηγίας<sup>279</sup>.

Βέβαια, η εισχώρηση της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού κρίθηκε αναγκαία και για την στεγαστική πίστη. Με την Οδηγία 2014/17/ΕΕ, η οποία κατά πολλούς συνδέεται με την Οδηγία 2008/48/ΕΚ εσωτερικά, εισήχθη η εφαρμογή της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού και στην στεγαστική πίστη και η οποία με αφετηρία την αρχική συντηρητική αποτύπωσή της στην Οδηγία 2008/48/ΕΚ, προχώρησε παραπάνω την παγίωσή της. Η ανωτέρω διχογνωμία φαίνεται να λύνεται υπέρ της άποψης της καθολικής εφαρμογής της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού σε όλες τις πιστωτικές συμβάσεις, ειδικά στον χώρο της στεγαστικής πίστης και λόγω της εσωτερικής σύνδεσης των δύο Οδηγιών και στον χώρο της καταναλωτικής πίστης. Σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 3 της Οδηγίας 2014/17/ΕΕ το νέο κανονιστικό πλαίσιο έχει μεταξύ άλλων σκοπό την αποτροπή της ανεύθυνης παροχής πιστώσεων και την αποφυγή της υπερχρέωσης των καταναλωτών, αφού έλαβε υπόψη και την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009, η οποία προκάλεσε εκτός από οικονομικά και σοβαρά κοινωνικά προβλήματα, με πιο σοβαρό την απώλεια της εμπιστοσύνης των συμμετεχόντων στην αγορά – ιδίως των καταναλωτών. Προκειμένου λοιπόν, να λυθούν προβλήματα που προκλήθηκαν λόγω της κρίσης αλλά και να διευκολυνθεί η δημιουργία και η εύρυθμή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς με υψηλό επίπεδο προστασίας των καταναλωτών στον τομέα των συμβάσεων πίστωσης που αφορούν τα ακίνητα και να διασφαλιστεί ότι οι καταναλωτές που επιθυμούν να συνάψουν τέτοιες συμβάσεις μπορούν να το πράττουν με βεβαιότητα ότι οι φορείς με τους οποίους συναλλάσσονται ενεργούν με επαγγελματισμό και υπευθυνότητα, υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο η Οδηγία 2014/17/ΕΕ και η οποία ενσωματώθηκε με τον ν. 4438/2016 από την ελληνική έννομη τάξη.

1) Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ως εννοιολογικό στοιχείο της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού

i) Αξιολόγηση και credit scoring

Ιστορικά η ανάγκη για αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ξεκίνησε τον 19<sup>ο</sup> αιώνα με την δημιουργία των πρώτων γραφείων παροχής πληροφοριών στον χρηματοπιστωτικό

---

<sup>279</sup> Ψυχομάνης, Τραπεζικό Δίκαιο, 2011, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα- Θεσσαλονίκη, σ. 572-573

τομέα στην Μεγάλη Βρετανία και ύστερα στις ΗΠΑ και Γερμανία<sup>280</sup>. Από τότε σχεδόν γεννήθηκαν δύο σοβαρά ζητήματα, ποια είναι η σχέση μεταξύ των εννοιών της πιστοληπτικής ικανότητας και φερεγγυότητας, έννοιες που είναι αυτονόητο ότι αποτελούν προϋπόθεση για να γίνει η διαλογή των κρίσιμων πληροφοριών από μια πληθώρα και οι οποίες είναι χρήσιμες για να εκτιμηθεί από τον πιστωτή η ικανότητα του δανειολήπτη να αποπληρώσει το χρέος του.

Στο πρώτο ζήτημα, δηλαδή στη σχέση πιστοληπτικής ικανότητας και φερεγγυότητας παρατηρείται συχνά αντιδιαστολή των δύο εννοιών, λ.χ. στο άρθρο 27 ν. 3601/2007 και στα άρθρα 8-9 της υπ' αριθ. ΚΥΑ Ζ1-699/2010<sup>281</sup>. Για την σχέση αυτή έχει υποστηριχθεί ότι η πιστοληπτική ικανότητα είναι έννοια ευρύτερη της φερεγγυότητας<sup>282</sup> αλλά και ότι η πρώτη είναι αντικειμενική καθώς εξετάζει βάσει οικονομικών μεγεθών την ικανότητα του δανειολήπτη να αποπληρώσει ενώ η δεύτερη είναι υποκειμενική και αφορά την βούληση του δανειολήπτη να αποπληρώσει άσχετα με τη το αν δύναται να πράξει σχετικώς<sup>283</sup>.

Στο δεύτερο ζήτημα, αρχικά πρέπει να αποτυπωθεί η προσέγγιση της τραπεζικής πρακτικής, η οποία απαιτεί να συλλεχτούν στοιχεία τόσο υποκειμενικά όσο και αντικειμενικά για τον δανειολήπτη. Τα υποκειμενικά αφορούν την προσωπικότητα του υποψήφιου δανειολήπτη, λ.χ. επάγγελμα, σταδιοδρομία, τον επαγγελματικό του βίο, λ.χ. είδος εργασίας (μισθωτή/ ελεύθερο επάγγελμα) και την προηγούμενη οικονομική του συμπεριφορά, ήτοι εάν εκπληρώνει τις οικονομικές του υποχρεώσεις. Τα αντικειμενικά στοιχεία αφορούν τα οικονομικά στοιχεία του υποψήφιου δανειολήπτη, λ.χ. μισθός, συνολικά εισοδήματα, πάγια έξοδα, ενδεχόμενες άλλες οφειλές καθώς και οι ενδεχόμενες μελλοντικές προοπτικές του ενεργητικού και του παθητικού του<sup>284</sup>.

Η ανωτέρω περιγραφόμενη διαδικασία είναι εύλογο ότι απαιτεί ένα μεγάλο κόστος για τον πιστωτικό φορέα, τόσο σε χρόνο όσο και σε απασχόληση ανθρώπινο δυναμικού. Για τον λόγο αυτό από το 1940 στις ΗΠΑ προκρίθηκε η χρήση της μη προσωποποιημένης και στατιστικής μεθόδου του credit scoring, με την οποία κάθε υποψήφιος δανειολήπτης εντάσσεται σε μια γενική ομάδα για την οποία υπάρχουν ήδη στοιχεία για την οικονομική της συμπεριφορά

---

<sup>280</sup> Χιωτέλλης, ό.π., σ. 302επ.

<sup>281</sup> Πελλένη-Παπαγεωργίου, Ζητήματα από τις νέες ρυθμίσεις για τις συμβάσεις καταναλωτικής πίστης, 2012, σ. 211

<sup>282</sup> Καραγιάννης, Προσέγγιση μιας περίπτωσης ανεπίτρεπτης σύνδεσης δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα με αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, ΧρηΔίκ 3/2010, υποσημ. 11

<sup>283</sup> Πελλένη-Παπαγεωργίου ό.π., σ. 211, όπου ορίζεται ότι τυχόν δυστροπία του δανειολήπτη λαμβάνεται ως αφερεγγυότητα

<sup>284</sup> Χιωτέλλης ό.π.σ. 304

της. Η κατάταξη σε κάθε ομάδα στηρίζεται σε προσωπικά και δημογραφικά χαρακτηριστικά του υποψηφίου, λ.χ. ηλικία, επάγγελμα, εισόδημα και οικογενειακή κατάσταση, τα οποία εντάσσονται σε συγκεκριμένους μαθηματικούς τύπους. Από την αυτόματη επεξεργασία των στοιχείων μέσω αλγορίθμων προκύπτει το credit score και το οποίο συνήθως όσο πιο μικρό είναι τόσο πιο αξιόπιστος θεωρείται ο δανειολήπτης<sup>285</sup>.

Η επιστημονικότητα της μεθόδου είναι δεδομένη αλλά δέχεται αυστηρή κριτική καθώς στηρίζεται σε αντικειμενικά στοιχεία και δεν λαμβάνονται υπόψη ατομικά στοιχεία, όπως η βούληση και η προσωπικότητα του υποψήφιου δανειολήπτη, ενώ έχει επισημανθεί ο κίνδυνος της λάθος κρίσης κατά την αξιολόγηση, κάτι που αποκλείει ένα φερέγγυο οικονομικά άτομο από την αγορά πιστώσεων<sup>286</sup>.

Τέλος πρέπει να επισημανθεί ότι τα στοιχεία που αντλεί ο πιστωτικός φορέας προέρχονται από τρεις πηγές: α) Προσωπικά και οικονομικά στοιχεία που αναφέρει ο αιτών, υποψήφιος δανειολήπτης, β) Στοιχεία από βάση δεδομένων του ίδιου του φορέα, όπου αυτός διατηρεί ένα ιστορικό των μεταξύ τους προηγούμενων συναλλαγών και γ) Στοιχεία από εξωτερικές βάσεις δεδομένων.

## ii) Η αξιολόγηση στο πλαίσιο της Οδηγίας 2008/48/EK και της ΚΥΑ 699/2010

Με την τελική του μορφή το άρθρο 8 της Οδηγίας 2008/48/EK καθιέρωσε την υποχρέωση του πιστωτικού φορέα να προχωρεί σε εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του υποψήφιου δανειολήπτη στο προσυμβατικό στάδιο αλλά και πριν την κάθε αλλαγή του ποσού της πίστωσης. Ειδικότερα, η υποχρέωση αυτή αφορά την εκτίμηση της παρούσας οικονομικής κατάστασης του υποψήφιου δανειολήπτη, καθώς και μια βραχυπρόθεσμη εκτίμηση για τις προοπτικές αυτής<sup>287</sup>. Σε αυτό το σημείο, δέον είναι να σκιαγραφηθεί το εύρος της ευθύνης του φορέα, που αφορά τη συλλογή και την επεξεργασία και μόνο των πληροφοριών και δεν επεκτείνεται και στα αποτελέσματα της επεξεργασίας, κάτι που είναι εύλογο εφόσον λαμβάνεται υπόψη ότι η εκτίμηση ειδικά για την προοπτική της οικονομικής κατάστασης ενός υποψηφίου τελεί υπό την αίρεση μη εμφάνισης απρόβλεπτων και αιφνίδιων γεγονότων<sup>288</sup>. Επιπλέον, η

<sup>285</sup> Χιωτέλλης, ό.π. σ. 304, υποσημ. 21

<sup>286</sup> Χιωτέλλης, ό.π. σ. 305

<sup>287</sup> Περάκης, ό.π. 533

<sup>288</sup> Λιβαδά, ό.π. σ. 323

υποχρέωση αυτή του φορέα είναι η αρνητική εκτίμηση<sup>289</sup> της μη συνδρομής λόγων αφερεγγυότητας του υποψηφίου<sup>290</sup>. Οι πληροφορίες για τον υποψήφιο αντλούνται κατά προτεραιότητα από τον ίδιο τον ενδιαφερόμενο για την χορήγηση της πίστωσης και εν ανάγκη από βάσεις δεδομένων, ενώ το άρθρο 8 δεν έχει κάποια αναφορά στο ποιες πληροφορίες είναι κρίσιμες για την αξιολόγηση, ούτε καθορίζονται κάποια κριτήρια για το πότε κρίνεται αναγκαία η προσφυγή στις βάσεις δεδομένων. Αυτή η αοριστία είναι πιθανό να οδηγήσει σε ανασφάλεια δικαίου ως προς το ζήτημα της ορθής και αποτελεσματικής εφαρμογής της υποχρέωσης αξιολόγησης<sup>291</sup>

Η ΚΥΑ 699/2010, με την οποία ενσωματώθηκε η Οδηγία 2008/48/EK στην ελληνική έννομη τάξη, δεν επέφερε σημαντικές αλλαγές στο άρθρο 8. Το αντίστοιχο και ταυτόριθμο άρθρο 8 της ΚΥΑ μαζί με τον έλεγχο πιστοληπτικής ικανότητας του ενωσιακού νομοθέτη θεσπίζει και έναν έλεγχο φερεγγυότητας του υποψηφίου, δίχως ωστόσο να προσδιορίζει κριτήρια και μεθοδολογία αφ' ενός για τον έλεγχο πιστοληπτικής ικανότητας και αφ' ετέρου για τον έλεγχο αφερεγγυότητας. Επομένως, ερμηνευτικά πρέπει να αναζητηθεί η έννοια αφερεγγυότητας κατά τις γενικές διατάξεις του ΑΚ ώστε να διαπιστωθεί εάν η έννοια είναι συναφής με τον σκοπό της διάταξης της ΚΥΑ ή προκύπτει κάποια νοηματική νομική έννοια της αφερεγγυότητας σε σχέση με τις κοινές διατάξεις.

Σύμφωνα με την διάταξη του άρθρου 809 ΑΚ, ο δανειστής έχει το δικαίωμα να αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη στις περιπτώσεις όπου έχει δοθεί υπόσχεση δανείου σε πρόσωπο το οποίο είτε ήταν ήδη αφερέγγυο κατά την υπόσχεση αλλά ο δανειστής αγνοούσε ανυπαίτια, είτε η αφερεγγυότητα επήλθε μετά την υπόσχεση αλλά πριν την χορήγηση του δανείου. Βάσει αυτής της διάταξης, που αποτελεί εξειδίκευση της καλής πίστης και αναγνώριση του δικαιοπρακτικού θεμελίου (*clausuta rebus sic stantibus*)<sup>292</sup>, ο δανειστής δύναται να αρνηθεί καθόλα νόμιμα την χορήγηση του δανείου. Η αφερεγγυότητα του 809 ΑΚ, είναι μια πραγματική κατάσταση κατά την οποία η περιουσία του δέκτη της υπόσχεσης είναι ανεπαρκής για την εκπλήρωση των ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων των δανειστών του κατά τρόπο μη παροδικό<sup>293</sup>. Η

---

<sup>289</sup> Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, το άρθρο 9 της πρότασης απαιτούσε θετική εκτίμηση με την έννοια ότι ο πιστωτικός φορέας θα έπρεπε να πιθανολογήσει την αποπληρωμή στο ακέραιο της χορηγηθείσας πίστωσης. Με την αλλαγή αυτή, πλέον ο δανεισμός γίνεται ευκολότερος.

<sup>290</sup> Περράκης, ό.π., σ. 356

<sup>291</sup> Λιβαδά, ό.π., σ. 327επ. με ιδιαίτερη προσοχή στους προβληματισμούς και στην πιθανή δυνατότητα των αρμόδιων εθνικών φορέων να λύσουν με δικές τους κατευθυντήριες γραμμές το ζήτημα της αοριστίας

<sup>292</sup> Σταθόπουλος, ΕρμΑΚ, 1979 σ. 809

<sup>293</sup> Σταθόπουλος ό.π. σ. 809



διαπίστωση της αφερεγγυότητας του 809 ΑΚ γίνεται με αντικειμενικά στοιχεία και χωρίς να λαμβάνονται υπόψη υποκειμενικά στοιχεία, αν και έχει υποστηριχθεί στην θεωρία<sup>294</sup> ότι τόσο στην αφερεγγυότητα του 809 όσο και του 468 ΑΚ θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και υποκειμενικά στοιχεία. Εφόσον ληφθεί υπόψη ότι η κατά το δυνατόν πληρέστερη αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης αποσκοπεί στην αποτροπή της υπερχρέωσης και στη προστασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τμήμα της θεωρίας προκρίνει την ένταξη και υποκειμενικών στοιχείων στον έλεγχο φερεγγυότητας του άρθρου 8. Διαφοροποίηση του σχετικού άρθρου της ΚΥΑ και της Οδηγίας είναι ότι στην εθνική ρύθμιση το στοιχείο «εν ανάγκη» δεν ενσωματώθηκε, κάτι που δίνει την δυνατότητα στους πιστωτικούς φορείς να επιλέγουν όποια πηγή πληροφοριών επιθυμούν.

Στο ζήτημα ποια στάση θα πρέπει να τηρεί ο πιστωτικός φορέας επί θετικής ή αρνητικής αξιολόγησης του υποψηφίου δανειολήπτη ούτε και η εθνική ρύθμιση καθόρισε κάτι συγκεκριμένο. Επί θετικής αξιολόγησης, σίγουρα είναι αποδεκτό ότι δεν υφίσταται κάποια υποχρέωση του πιστωτικού φορέα προς σύναψη δικαιοπραξίας<sup>295</sup> κατά την ελευθερία των συμβάσεων του άρθρου 361 ΑΚ και της κρατούσας στη θεωρία άποψης ότι η έναρξη των διαπραγματεύσεων δεν υποχρεώνει τα μέρη στην κατάρτιση σύμβασης. Διάσταση απόψεων υφίσταται στην περίπτωση που ο πιστωτικός φορέας κρίνει αρνητικά το προφίλ του υποψήφιου δανειολήπτη. Σύμφωνα με την πρώτη άποψη, υποστηρίζεται ότι η αρνητική αξιολόγηση δεν πρέπει να συνεπάγεται αυτοδίκαιη άρνηση παροχής της πίστωσης στον υποψήφιο, ειδικά όταν η αρνητική αξιολόγηση δεν έχει ως βάση λόγους σχετικούς με την ασφάλεια του πιστωτικού φορέα αλλά κυρίως ερείδεται σε λόγους σχετικούς με την ασφάλεια του καταναλωτή. Η άποψη αυτή<sup>296</sup> στηρίζεται αφ' ενός στο γεγονός ότι δεν υφίσταται κάποια ρητή πρόβλεψη στο νομικό πλαίσιο για την περίπτωση της αρνητικής αξιολόγησης και των συνεπειών αυτής και αφ' ετέρου σε διατάξεις όπως του άρθρου 5 παρ. 1 του Συντάγματος, με την έννοια της παράβασης της οικονομικής ελευθερίας, του άρθρου 57 ΑΚ, με την έννοια της παράβασης της προσωπικότητας των υποψηφίων δανειοληπτών ως καταναλωτών. Επιπρόσθετα, υποστηρίζεται ότι ο ως άνω περιγραφόμενος αυτοδίκαιος αποκλεισμός από την παροχή πίστωσης, θα περιόριζε και την

<sup>294</sup> Χιωτέλλη, .ό.π., σ 303, υποσημ. 12

<sup>295</sup> Γασίκας, Η υποχρέωση του πιστωτικού φορέα για αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του καταναλωτή στην παροχή καταναλωτικής πίστης, ΝοΒ 29 (2011), σ. 2286 και Λιβαδά, η εξέλιξη της αρχή του «πευθύνου δανεισμού» στο ενωσιακό δίκαιο με έμφαση στις ρυθμίσεις της υπό υιοθέτηση πρότασης Οδηγίας για τις συμβάσεις πίστωσης σε ακίνητα κατοικίας, ΧρηΔικ 2/2012, σ. 215-216

<sup>296</sup> Περάκης, .ό.π. σ. 557-558 και Πελένη-Παπαγεωργίου, .ό.π. , σ. 221

οικονομική ελευθερία του ίδιου του πιστωτικού φορέα. Η άποψη βέβαια αναγνωρίζει ότι το γεγονός ότι ο σκοπός των διατάξεων του υπεύθυνου δανεισμού είναι η αποτροπή της καταναλωτικής υπερχρέωσης και για αυτό προκρίνει ο πιστωτικός φορέας να έχει την δυνατότητα ελεύθερης δράσης με επιλογές είτε να προειδοποιεί τον καταναλωτή για την χαμηλή πιστοληπτική του ικανότητα ώστε να λάβει αυτός την τελική απόφαση για το εάν επιθυμεί να συμβληθεί με τον φορέα (ένα είδος μηχανισμού που ανήκει στους περίφημους «πληροφοριακούς κανόνες») είτε να αρνηθεί την πίστωση<sup>297</sup>.

Με βάση μια δεύτερη άποψη, εκ διαμέτρου αντίθετη της πρώτης, ο φορέας πρέπει να αρνηθεί την παροχή της πίστωσης αλλιώς ο ίδιος αναλαμβάνει τον κίνδυνο από την πιθανή αδυναμία του δανειστή να αποπληρώσει. Η άποψη αυτή ερείδεται σε επίπεδο ενωσιακού δικαίου στην αιτιολογική σκέψη 26 της Οδηγίας, η οποία αναφέρει ως σκόπιμο να αποφεύγεται ο ανεύθυνος δανεισμός, χωρίς έλεγχο φερεγγυότητας και τα κράτη-μέλη να αναλαμβάνουν τα αναγκαία προληπτικά και κατασταλτικά μέτρα προς αποφυγή τέτοιων συμπεριφορών των πιστωτών και σε επίπεδο εθνικού δικαίου στη διάταξη της παραγράφου 2 του άρθρου 9 της ΚΥΑ, όπου ορίζεται ότι ο φορέας υποχρεούται να ειδοποιεί τον υποψήφιο δανειολήπτη για την απόρριψη του αιτήματός του όταν αυτό προήλθε από έρευνα των στοιχείων του σε βάση δεδομένων.<sup>298</sup> Είναι φανερό ότι αυτή η άποψη έχει ως αφετηρία έναν αυστηρό κηδεμονισμό (Πατερναλισμός) με σκοπό την πρόληψη μια ανορθολογικής απόφασης ενός καθόλα αφερέγγυου οικονομικά καταναλωτή, την ανάληψη μιας πίστωσης που αδυνατεί μελλοντικά να πληρώσει και η οποία είναι σχεδόν βέβαια ότι θα τον φέρει αντιμέτωπο με δύσκολες καταστάσεις, λ.χ. διώξεις των πιστωτών του<sup>299</sup>.

Τρίτη άποψη, η οποία είναι μετριαστική των δύο προηγούμενων είναι αυτή που απορρίπτει μια γενική αντιμετώπιση και εστιάζει σε *ad hoc* αντιμετώπιση κάθε υπόθεσης με επανεξέταση των αναγκών του καταναλωτή, εκτενή διάλογο του φορέα με τον καταναλωτή ώστε ο δεύτερος να αντιληφθεί τη μειωμένη πιστοληπτική του ικανότητα και αναζήτηση των προϊόντων που ταιριάζουν με το οικονομικό προφίλ του καταναλωτή<sup>300</sup>.

---

<sup>297</sup> Περάκης, ό.π. σ. 554

<sup>298</sup> Πελλένη-Παπαγεωργίου, ό.π. σ. 221, Μεντής ό.π. σ. 34

<sup>299</sup> Μεντής, ό.π. σ. 34

<sup>300</sup> Μεντής, ό.π. 34

iii) Η αξιολόγηση στο πλαίσιο της Οδηγίας 2014/17/ΕΕ και του ν. 4438/2016

Αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο της παρούσης μελέτης ότι σε αντίθεση με την λακωνική αποτύπωση της Οδηγίας 2008/48/ΕΚ, η Οδηγία 2014/17/ΕΕ είναι, μεταξύ άλλων, πιο εκτενής για την αξιολόγηση, ενώ ειδικά στο ζήτημα της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας υφίσταται ολόκληρο Κεφάλαιο (ΣΤ΄) με τα άρθρα από 18 έως 20. Υποστηρίζεται ότι ο σκοπός της οδηγίας είναι ουσιαστικά τριπλός: α) η δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς για τις συμβάσεις πίστωσης για ακίνητα που προορίζονται για κατοικία, β) η εξασφάλιση ενός υψηλού επιπέδου προστασίας του καταναλωτή και ταυτόχρονα γ) η διασφάλιση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Σε μεγάλο βαθμό, η νέα Οδηγία ακολούθησε την πεπατημένη, καθώς αρχιτεκτονικά η αξιολόγηση είναι ίδια, λ.χ. ο τρόπος διενέργειας, οι πηγές πληροφόρησης. Ωστόσο, η νέα Οδηγία επέφερε και αρκετές αλλαγές.

Και εδώ, οι βασικοί πυλώνες της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι δύο:

i) η λήψη επαρκούς πληροφόρησης από τον καταναλωτή η οποία αναζητείται από τον ίδιο τον πιστωτικό φορέα ή τον μεσίτη πιστώσεων και ii) η έρευνα βάσει δεδομένων

Οι πιστωτικοί φορείς οφείλουν πριν από τη σύναψη της σύμβασης να προβούν σε «ενδελεχή» αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του καταναλωτή, η οποία δεν πρέπει να βασίζεται κατά κύριο λόγο στην παραδοχή ότι η αξία του ακινήτου υπερβαίνει το ποσό της πίστωσης ή ότι η αξία του θα αυξηθεί μελλοντικά. Και αυτό διότι δεν αρκεί ο καταναλωτής να αποπληρώσει το δάνειο, αλλά και να προστατευθεί από το ενδεχόμενο μιας ζημιογόνου εκποίησης του ακινήτου<sup>301</sup>.

Σχετικά με τα κριτήρια της αξιολόγησης, πρέπει να τονιστεί ότι αυτά είναι γενικά διατυπωμένα, καθώς ορίζεται ότι αυτή βασίζεται και διενεργείται σε «αναγκαίες, επαρκείς και αναλογικές πληροφορίες» για το εισόδημα και τις δαπάνες του καταναλωτή όπως και για άλλες χρηματοοικονομικές συνθήκες. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί ότι στη Πρόταση της Οδηγίας είχαν αποτυπωθεί<sup>302</sup> για πρώτη φορά ενδεικτικά κάποια κριτήρια για την αξιολόγηση, λ.χ. εισοδήματα, αποταμιεύσεις, χρέος κ.α., τα οποία ωστόσο δεν διατηρήθηκαν και στη τελική

---

<sup>301</sup> Πελένη-Παπαγεωργίου Α., Η ελάχιστης εναρμόνισης Οδηγία 2014/17/ΕΕ σχετικά με τις συμβάσεις πίστωσης για ακίνητα που προορίζονται για κατοικία ΧρηΔικ 2015, σ. 359, επισημαίνεται ότι η αρχική διατύπωση στη Πρόταση της Οδηγίας ήταν «διεξοδική αξιολόγηση»

<sup>302</sup> Αιτιολογική σκέψη 24 στη Πρόταση Οδηγίας, COM (2011) 142 τελικό, σ. 23

μορφή<sup>303</sup> ο ενωσιακός νομοθέτης επανήλθε στην γενική διατύπωση, επιτρέποντας μια διακριτική ευχέρεια στις εθνικές αρχές. Ως προς το ειδικότερο ζήτημα της αξιολόγησης του αντικειμένου της εξασφάλισης, δηλαδή την οικονομική εκτίμηση του ακινήτου, αυτή διενεργείται με αξιόπιστα πρότυπα αποτίμησης, ιδίως αυτά που είναι διεθνώς αναγνωρισμένα. Είναι σημαντικό να εξασφαλισθεί ότι το ακίνητο που προορίζεται για κατοικία έχει αποτιμηθεί ορθά, τόσο πριν από τη σύναψη της σύμβασης πίστωσης όσο και, ιδίως αν η αποτίμηση επηρεάζει την εναπομένουσα υποχρέωση του καταναλωτή σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών. Τα κράτη-μέλη θα πρέπει επομένως να εξασφαλίζουν ότι υφίστανται αξιόπιστα πρότυπα αποτίμησης<sup>304</sup>.

Σημαντικό σημείο για προβληματισμό είναι η περίπτωση όπου ο πιστωτικός φορέας πρέπει να απορρίψει τη χορήγηση της πίστωσης στον καταναλωτή. Σύμφωνα με το άρθρο 17 ο πιστωτής δύναται να εγκρίνει την πίστωση μόνο όταν το αποτέλεσμα της αξιολόγησης δείχνει ότι οι απαιτήσεις που απορρέουν από τη σύμβαση είναι πιθανό να τηρηθούν. Από αυτό συνάγεται αφενός ότι ο νόμος απαιτεί πιθανολόγηση καθώς δεν μπορεί να γίνει λόγος για βεβαιότητα, λόγω του μελλοντικού χαρακτήρα και της μεγάλης διάρκειας (τουλάχιστον 20ετία)

---

<sup>303</sup> Αιτιολογική σκέψη 55 Οδηγίας 2014/17/ΕΕ

<sup>304</sup> Βλ. Γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 28ης Ιουνίου 2016, σχετικά με συμβάσεις πίστωσης για καταναλωτές που αφορούν ακίνητα προοριζόμενα για κατοικία, CON/2016/3, σκέψη 4.5. και ν. 4438/2016, Εισηγητική έκθεση, Κεφάλαιο ΣΤ', . Οδηγία 2014/17/ΕΕ, σκέψη 26, όπου προκύπτει ότι προκειμένου να κριθούν αξιόπιστα, τα πρότυπα αποτίμησης θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα διεθνώς αναγνωρισμένα πρότυπα αποτίμησης, ιδίως αυτά που ορίζει η Διεθνής Επιτροπή Προτύπων Αποτίμησης, η Ευρωπαϊκή Ομάδα Ενώσεων Εκτιμητών ή το Royal Institution of Chartered Surveyors. Τα εν λόγω διεθνώς αναγνωρισμένα πρότυπα αποτίμησης περιλαμβάνουν αρχές υψηλού επιπέδου που απαιτούν από τους πιστωτικούς φορείς, μεταξύ άλλων, να υιοθετήσουν και να τηρήσουν εσωτερικές διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου και διαχείρισης των εγγυήσεων, στις οποίες περιλαμβάνονται οι άριστες διαδικασίες αποτίμησης, να υιοθετήσουν πρότυπα αποτίμησης και μεθόδους που οδηγούν σε ρεαλιστικές και τεκμηριωμένες αποτιμήσεις περιουσιακών στοιχείων, ώστε να εξασφαλιστεί ότι όλες οι εκθέσεις αποτίμησης συντάσσονται βάσει επαρκών επαγγελματικών ικανοτήτων και επιμέλειας και ότι οι εκτιμητές πληρούν ορισμένες απαιτήσεις όσον αφορά τα προσόντα, καθώς και να συγκεντρώσουν επαρκή τεκμηρίωση αποτίμησης για τις εγγυήσεις που είναι κατανοητή και εύλογη. Στο πλαίσιο αυτό κρίνεται επιθυμητό να εξασφαλιστεί η κατάλληλη παρακολούθηση των αγορών ακινήτων που προορίζονται για κατοικία, καθώς και ότι οι μηχανισμοί των διατάξεων αυτών ευθυγραμμίζονται με την οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013, σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων. Η συμμόρφωση με τις διατάξεις της εν λόγω Οδηγίας σχετικά με τα πρότυπα εκτίμησης ακινήτων μπορεί να πραγματοποιηθεί, για παράδειγμα, μέσω της νομοθεσίας ή της αυτορρύθμισης.

που έχουν αυτές οι συμβάσεις, αφετέρου δε, ότι δε χορηγείται πίστωση αν η αξιολόγηση είναι αρνητική. Η επιλογή αυτή, ούσα σαφής έκφραση πατερναλισμού, περιορίζει ρητά την ελευθερία των συμβάσεων και διαφέρει από την διατύπωση της Πρότασης, όπου καταγραφόταν η υποχρέωση του πιστωτή να αρνηθεί τη χορήγηση της πίστωσης εφόσον από την εκτίμηση προκύπτει αδυναμία του καταναλωτή να εξοφλήσει καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης. Επιπλέον, στην περίπτωση που υπάρχουν θετικές και αρνητικές ενδείξεις και στην οποία συνεπώς τα πράγματα είναι οριακά, δηλαδή όταν η αξιολόγηση βρίσκεται το μεταίχμιο της θετικής και αρνητικής προοπτικής, ο πιστωτικός φορέας οφείλει να μη χορηγεί την πίστωση, καθώς η διατύπωση του Νόμου δεν αφήνει περιθώρια για άλλη ερμηνεία<sup>305</sup>.

Η Οδηγία 2014/17/ΕΕ ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με τον ν. 4438/2016, ο οποίος σε γενικό επίπεδο ουσιαστικά μετέφερε αυτούσια τα άρθρα της Οδηγίας. Πεδίο εφαρμογής είναι οι συμβάσεις πίστωσης που εξασφαλίζονται είτε με υποθήκη είτε με προσημείωση υποθήκης είτε βάσει δικαιώματος σχετιζόμενου με ακίνητα που προορίζονται για κατοικία και οι συμβάσεις πίστωσης, σκοπός των οποίων είναι η απόκτηση ή η διατήρηση δικαιωμάτων κυριότητας επί εγγείου ιδιοκτησίας ή επί υπάρχοντος ή υπό κατασκευή κτιρίου. Καλυπτόμενες άρα πιστώσεις είναι η τυπική μορφή του δανείου, ήτοι η μεταβίβαση χρηματικού ποσού προς τον οφειλέτη ο οποίος αναλαμβάνει υποχρέωση απόδοσης σε ορισμένο χρόνο (κατά κανόνα εντόκως) και η πίστωση υπό την μορφή «προθεσμιακής καταβολής<sup>306</sup>» (**deferred payment**).

Ο νόμος δεν προσδιόρισε σημεία που θα ήταν σκόπιμο να πράξει, όπως τα κριτήρια ή το χρονικό σημείο της αξιολόγησης. Ειδικότερα, ζητήματα όπου ο εθνικός νομοθέτης ασχολήθηκε είναι η διενέργεια της αξιολόγησης, η μετακύληση του κόστους αυτής<sup>307</sup>, η εφαρμογή των κατευθυντήριων αρχών της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΑΤ) από την Τράπεζα της Ελλάδος και το εύρος και είδος της πληροφόρησης προσυμβατικά και σε συμβατικό και μετασυμβατικό χρονικό διάστημα.

---

<sup>305</sup> Λιβαδά, Η εξέλιξη της αρχής του «υπεύθυνου δανεισμού» στο ενωσιακό δίκαιο με έμφαση στις ρυθμίσεις της υπό υιοθέτηση πρότασης οδηγίας για τις συμβάσεις πίστωσης σε ακίνητα κατοικίας, ΧρηΔικ 2012 σ. 211

<sup>306</sup> Η έμμεση χορήγηση πίστωσης, όχι με την μορφή καταβολής χρηματικού ποσού προς τον οφειλέτη, αλλά με την παροχή προθεσμίας για την εξόφληση του αγαθού ή της υπηρεσίας «οποιαδήποτε άλλη παρόμοια χρηματοδοτική διευκόλυνση», επί παραδείγματι το άνοιγμα πίστωσης" ή η χρήση πιστωτικής κάρτας.

<sup>307</sup> Που κατά το άρθρο 12 του νόμου συνεχίζει να επωμίζεται ο καταναλωτής, ωστόσο ήδη με τις νέες Οδηγίες για την στεγαστική και την καταναλωτική πίστη υπάρχουν ηχηρές φωνές στο να αναλαμβάνουν το κόστος οι φορείς

Σε ότι αφορά το προσυμβατικό χρονικό διάστημα, στο άρθρο 19 παρ. 3 του νόμου, ορίζεται η υποχρέωση του φορέα να προσδιορίζει με τρόπο σαφή και κατανοητό ποια δικαιολογητικά πρέπει να προσκομίσει ο υποψήφιος δανειολήπτης. Εντοπίζεται επομένως ότι ο νομοθέτης προκρίνει την αρχή ο υποψήφιος να έχει καθήκον ειλικρινούς απάντησης και πληροφόρησης μόνο για ότι ρωτηθεί και σε καμία περίπτωση δεν έχει γενική υποχρέωση πληροφόρησης<sup>308</sup> του φορέα. Ωστόσο, επειδή δεν διαθέτει αυτή την υποχρέωση, ο καταναλωτής απογυμνώνεται από την δυνατότητα επίκλησης για κακή/ελλιπή πληροφόρηση ώστε να αιτηθεί τροποποίηση ή ακόμα και να καταγγείλει εξ αυτού του λόγου την σύμβαση.

Στο άρθρο 19 παρ. 4 ορίζεται το δικαίωμα του φορέα να αρνηθεί την χορήγηση της πίστωσης σε περίπτωση που ο υποψήφιος δανειολήπτης αρνηθεί να παράσχει τις ζητούμενες πληροφορίες για τον ίδιο. Εδώ, ωστόσο, μπαίνει ένας ποιοτικός φραγμό στο εύρος και στο είδος των πληροφοριών που ζητά ο φορέας, οι οποίες πληροφορίες θα πρέπει να πληρούν κριτήρια αναλογικότητας και περιορισμού στις ελάχιστες αναγκαίες και πρόσφορες για την χορήγηση πίστωσης πληροφορίες. Από εδώ συνάγεται, ότι στην περίπτωση που ο φορέας ζητά πληροφορίες που δεν πληρούν τα ανωτέρω καταγεγραμμένα κριτήρια, ο καταναλωτής δικαιούται να μην απαντήσει και ο φορέας δεν μπορεί να αρνηθεί την χορήγηση της πίστωσης. Βέβαια, σε αυτό το σημείο δέον όπως επισημανθεί ότι η γενική ρήτρα του άρθρου 288 ΑΚ, λειτουργεί συμπληρωματικά και επιβάλλει στον καταναλωτή να παράσχει και επιπλέον πληροφορίες στον φορέα, οι οποίες είναι κρίσιμες για την επεξεργασία του αιτήματος χορήγησης της πίστωσης και εάν ο φορέας δεν τις έχει ζητήσει. Στον αντίποδα, το άρθρο 17 παρ. 4 του νόμου ορίζει ότι ο φορέας δεν μπορεί να καταγγείλει ή να ζητήσει την τροποποίηση της σύμβασης με αιτιολογία την μη ορθή αξιολόγηση αλλά πρέπει να αποδείξει ότι συντρέχει πταίσμα του καταναλωτή κατά την παροχή των πληροφοριών.

Πραγματική παράβλεψη, με δυνατές μελλοντικές αρνητικές συνέπειες, είναι η παράλειψη του νομοθέτη να προσδιορίσει τα κριτήρια με τα οποία θα γίνεται η αξιολόγηση. Το ρυθμιστικό κενό αυτό είναι πιθανό να οδηγήσει σε άνιση μεταχείριση των καταναλωτών, σε καταχρηστικούς όρους και πρακτικές από τις Τράπεζες και σε βάρος του ανταγωνισμού<sup>309</sup>.

---

<sup>308</sup> Βλ. Χασάπη, «Σκέψεις για την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην Οδηγία 2014/17/ΕΕ σχετικά με τις συμβάσεις πίστωσης σε καταναλωτές για ακίνητα, που προορίζονται για κατοικία, ΕφΑΔ 8-9/2015, σ. 719

<sup>309</sup> Λιβαδά, ο.π., σ. 209

Μια νομοθετική επιλογή για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας που κινείται στην σωστή κατεύθυνση, ακολουθώντας και την Οδηγία, αλλά και κατά ένα μέρος προβληματική, είναι η σχετική με την αξία των ακινήτων του υποψήφιου δανειολήπτη. Στο άρθρο 17 παρ. 3 ορίζεται ότι η αξία ακινήτου κατά το χρόνο της αξιολόγησης και η προοπτική για άνοδο της αξίας του στο μέλλον δεν πρέπει να αποτελεί τον κύριο λόγο για την θετική εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας του καταναλωτή. Εδώ ο νομοθέτης πράγματι φαίνεται να έχει διδαχθεί από τα όσα συνέβησαν στην κατασκευαστική αγορά στα πρώτα χρόνια της κρίσης, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ελλάδα και στην Ευρώπη και απαιτεί να συνυπολογίζονται και άλλα πιο αντικειμενικά δεδομένα για την εκτίμηση. Πράγματι, μπορεί η επένδυση στην ακίνητη περιουσία να θεωρείται ένα είδους σταθερής και με πραγματική αξία επένδυσης, ωστόσο δεν είναι απαραίτητο ότι ο φορέας, σε περίπτωση αφερεγγυότητας του δανειολήπτη, θα καταφέρει να εξασφαλιστεί, αφ' ενός διότι τα έξοδα της αναγκαστικής εκτέλεσης και του πλειστηριασμού είναι αρκετά και αφ' ετέρου διότι ειδικά οι αξίες με τις οποίες πλειστηριάζονται τελικά τα ακίνητα είναι αρκετά χαμηλότερες από ότι εάν αγοράζονταν σε κανονικές συνθήκες. Το προβληματικό σημείο της ρύθμισης εντοπίζεται στο επόμενο εδάφιο της ίδιας παραγράφου όπου εισάγει μια εξαίρεση στον προηγούμενο κανόνα σχετικά με την αξιολόγηση. Σύμφωνα με το εδάφιο β, η αξία του ακινήτου μπορεί να αποτελέσει το καθοριστικό κριτήριο για την χορήγηση της πίστωσης εφόσον αυτό προορίζεται να χρησιμοποιηθεί σαν κατοικία. Παρατηρείται, ότι ο νομοθέτης επιλέγει να ξεχωρίσει τις δυο περιπτώσεις, εισάγοντας ένα ειδικό και αρκετά γενικά και ασαφώς διατυπωμένο κριτήριο, αυτό της χρήσης ως κατοικίας του ασφαλισμένου ακινήτου. Το κριτήριο αυτό φαίνεται να «τιτλοποιείται» από τον νομοθέτη και να αυξάνει την εκτιμώμενη αξία του ακινήτου, με αποτέλεσμα να «νοθεύεται» η αξιολόγηση. Η νομοθετική αστοχία είναι προφανής καθώς όχι μόνο δημιουργείται μια ασάφεια στην έννοια «κατοικία», δηλαδή αν είναι μόνιμη κ.ο.κ., αλλά διότι αντιστρατεύεται τον ενωσιακό σκοπό της μη χορήγησης πίστωσης στον καταναλωτή πέραν αυτής που μπορεί να αποπληρώσει! Είναι πιθανό, μια ρύθμιση που σε οριακές περιπτώσεις να χορηγείται η πίστωση όταν ο σκοπός είναι η κατοίκηση, να ήταν προτιμότερος και νομοθετικά ορθότερος από την συγκεκριμένη ρύθμιση.

## 2) Τα μέσα για την επίτευξη δανεισμού

Η κύρια έκφανση της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού είναι σίγουρα η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, δεν είναι και η μοναδική στα σώματα της Οδηγίας 2008/48/EK και της Οδηγίας 2014/17/EE.

### i) Η χρηματοοικονομική διαπαιδαγώγηση

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο της παρούσας εργασίας, η αγορά πιστώσεων ως ένα υποσύνολο μιας ευρύτερης αγοράς απαιτεί ιδιαίτερες γνώσεις τις οποίες και οι καταναλωτές, σε αντίθεση με τους πεπειραμένους οικονομικούς φορείς ή τους συναφείς προς αυτούς επενδυτές, δεν διαθέτουν. Αυτή η διαπίστωση της 26<sup>ης</sup> σκέψης της Οδηγίας 2008/48/EK, ήρθε ο ενωσιακός νομοθέτης και σε φυσική συνέχεια ο εθνικός νομοθέτης να θεσπίσουν με τις διατάξεις του άρθρου 6 παρ. 1 και του άρθρου 5 αντίστοιχα. Ειδικότερα, το άρθρο 5 ορίζει ότι η Γενική Γραμματεία Εμπορίου και Προστασίας Καταναλωτή σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, τον Συνήγορο του Καταναλωτή και άλλους αρμόδιους φορείς πρέπει να εκπαιδεύσει τους καταναλωτές σε ζητήματα σχετικά με την διαχείριση χρέους και γενικότερα να τον εξοικειώσει με τους κινδύνους που πιθανά γεννιούνται από την αγορά πιστώσεων. Η χρηματοοικονομική διαπαιδαγώγηση, ως αντίδοτο στον χρηματοοικονομικό αναλφαβητισμό του καταναλωτή δεν αποσκοπεί στον να τον εξομοιώσει με έναν επαγγελματία της αγοράς πιστώσεων, αλλά στοχεύει στο να τον καταστήσει ικανό να αντιληφθεί<sup>310</sup> τις πληροφορίες που οφείλει να του παράσχει ο φορέας στο στάδιο της ενημέρωσης.

### ii). Η εφαρμογή των βέλτιστων πρακτικών στην πολιτική αμοιβών

Στο άρθρο 6 παρ. 3 του ν. 4438/2016 ορίζεται ότι οι φορείς πρέπει να μεριμνούν ώστε η πολιτική αμοιβών του προσωπικού που είναι επιφορτισμένο με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας να είναι σύμφωνη με τον σκοπό της αποφυγής ανάληψης πιστωτικών κινδύνων εις βάρος του φορέα. Ήταν σύνηθες στο παρελθόν, οι φορείς να πριμοδοτούν με αυξημένες αμοιβές τα συγκεκριμένα άτομα, θέτοντας στόχο παρεχόμενων πιστώσεων στους καταναλωτές, με αποτέλεσμα να μην λαμβάνεται κατά το στάδιο της αξιολόγησης το εάν θα μπορούσαν να πληρωθούν αυτές οι πιστώσεις μελλοντικά. Πρόκειται για κλασσική περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων και προβλήματος αντιπροσώπευσης (principal-agent problem), καθώς από την μια πλευρά ο υπάλληλος επιθυμεί να αυξήσει τις χορηγηθείσες πιστώσεις άτακτα ώστε

---

<sup>310</sup> Λιβαδά, Υπεύθυνος Δανεισμός: Το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο της καταναλωτικής και ενυπόθηκης πίστης,

ΤιμΤομ Αλεξανδρίδου, 2016, σ. 374



να πριμοδοτηθεί και από την άλλη ο φορέας έχει συμφέρον για ορθή κατανομή των κινδύνων και χορήγηση πίστωσης σε φερέγγυα άτομα με προοπτική αποπληρωμής.

Ειδικότερα, στο άρθρο 5 ο νομοθέτης θεσπίζει μια επέμβαση στην ιδιωτική αυτονομία των φορέων ως προς το συγκεκριμένο ζήτημα, καθώς παρέχει νομοθετική εξουσιοδότηση στην Τράπεζα της Ελλάδος, ώστε με πράξεις της να καθορίσει ενιαίους κανόνες (και απαγορεύσεις) για την διάρθρωση της πολιτικής αμοιβών.

iii). Οι απαιτήσεις γνώσεων και επάρκειας του προσωπικού ως προϋπόθεση για τον υπεύθυνο δανεισμό

Το άρθρο 6 παρ. 1 του ν. 4438/2016 ορίζει ότι οι φορείς και οι μεσίτες πιστώσεων οφείλουν να συμπεριφέρονται με τρόπο έντιμο, επαγγελματικό, δίκαιο και διαφανή και με σκοπό τα συμφέροντα των καταναλωτών, παρέχοντας εξατομικευμένες υπηρεσίες. Σκιαγραφείται με τον τρόπο αυτό ένα περίγραμμα ενός επαγγελματικού κώδικα δεοντολογίας. Η συγκεκριμένη διάταξη, όπως φαίνεται και από την διατύπωσή της δεν διαθέτει την αυστηρή διατύπωση ενός τυπικού ή ουσιαστικού νόμου, αλλά μάλλον πρέπει να λαμβάνεται ως εργαλείο ερμηνείας των επιμέρους διατάξεων του νόμου<sup>311</sup>

## **Ε. Συμπέρασμα**

Κρατούσα θεωρία στην οικονομική επιστήμη αποτελεί η θεωρία της ορθολογικής επιλογής, η οποία παρουσιάζει το άτομο να λαμβάνει τις αποφάσεις του με σκοπό τη μεγιστοποίηση του ατομικού του οφέλους (homo oeconomicus). Οι αποφάσεις του είναι απότοκο των εσωτερικών παραγόντων, ήτοι των προτιμήσεών του, και εξωτερικών περιορισμών, όπως τέτοιοι είναι οι κανόνες δικαίου. Η Rational Choice Theory ως περιγραφικό μοντέλο έχει αφητηρία τον ωφελισμό και την προάσπιση της ιδιωτικής αυτονομίας και της ελευθερίας δράσης του ατόμου στο πλαίσιο αναγνώρισης του ατόμου ως ηθικά αυτόνομου όντος. Οι αξίες αυτές αποτελούν θεμελιώδεις αξίες των φιλελεύθερων εννόμων τάξεων και λειτουργούν αποτρεπτικά προς πατερναλιστικές νομοθετικές παρεμβάσεις

Για την επιλογή του τρόπου δράσης το άτομο πρέπει να υποβληθεί σε μια διαδικασία πιθανολόγησης της αναμενόμενης ωφέλειας επί τη βάση των διαθέσιμων πληροφοριών. Η

---

<sup>311</sup> Βλ. Χασάπης, Σκέψεις για την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην Οδηγία 2014/17/ΕΕ σχετικά με τις συμβάσεις πίστωσης σε καταναλωτές για ακίνητα, που προορίζονται για κατοικία: Μια συνοπτική παρουσίαση, ΔΕΕ 6/2015, 341

ορθολογικότητα στην RCH είναι καθαρά οντολογική. Η οικονομική αυτή θεωρία έχει αποτελέσει τη βάση της συμβατικής οικονομικής ανάλυσης του δικαίου, η οποία επιδιώκει τη μεθοδολογική διασύνδεση των κανόνων δικαίου και της οικονομικής αποτελεσματικότητας.

Οικονομική αποτελεσματικότητα υπάρχει όταν οι οικονομικοί πόροι κατανέμονται κατά τρόπο αντικειμενικό σε παραγωγικές δυνάμεις που να δύνανται να τους αξιοποιήσουν κατά τρόπο άριστο, μέγιστο αποδοτικά. Η μέγιστη αποδοτικότητα έχει την έννοια της ατομικής αλλά και της συλλογικής ευημερίας.

Το μοντέλο του homo oeconomicus αμφισβητήθηκε έντονα από την δεκαετία του '70 με την εισαγωγή της έννοιας της περιορισμένης ατομικής ορθολογικότητας στον επιστημονικό λόγο. Μετά από πολλές έρευνες διαπιστώθηκε και αποδείχθηκε η εμφάνιση συμπεριφορικών ανωμαλιών, με τρόπο συστηματικά επαναλαμβανόμενο που κλόνισε τον ιδεότυπο της κλασσικής θεωρίας περί ορθολογικού ατόμου. τεκμηρίωσαν την ύπαρξη αλλά και τη συστηματικότητα εμφάνισης. Πηγή των ανορθολογικών επιλογών υπήρξαν τόσο γνωστικές όσο και βουλητικές αδυναμίες των ατόμων. Με τον τρόπο αυτό γεννήθηκε και η Behavioral Decision Theory, η οποία μετατόπισε το βάρος των μελετών από το χαρακτήρα του homo oeconomicus και στον homo hominus, ήτοι στον άνθρωπο με τις «αδυναμίες» του.

Σκοπός των εκπροσώπων της Behavioral Decision Theory δεν είναι η αναίρεση αλλά η αναθεώρηση της Rational Choice Theory, ώστε η τελευταία να συμπεριλάβει στις παραδοχές της δεδομένα από την εμπειρική κοινωνική πραγματικότητα. Η ίδια έρχεται ως ένα εργαλείο, που θα επικουρήσει τον όποιο ρυθμιστή και εφαρμοστή του δικαίου να κατανοήσουν τη διαδικασία με την οποία κάθε άτομο λαμβάνει τις αποφάσεις του, καθιστώντας έτσι δυνατή τη πρόβλεψη μιας ανθρώπινης συμπεριφοράς. Με δυνατή την πρόβλεψη, γίνεται εφικτή να κατευθυνθεί η ανθρώπινη συμπεριφορά προς την οικονομική αποτελεσματικότητα. Έχοντας ως κοινό τόπο με τους υποστηρικτές της Rational Choice Theory, ότι η οικονομική αποτελεσματικότητα είναι ο σημαντικότερος όλων των στόχων, οι εκπρόσωποι της BDT τάσσονται ανοικτά υπέρ νομοθετικών ρυθμίσεων που κατευθύνουν ή υποβοηθούν την ανθρώπινη συμπεριφορά προς το ορθολογικό της πρότυπο.

Στο πλαίσιο αυτό, η θεωρία των νυγμών των Thaler και Sunstein προωθεί τον ελευθεριακό κηδεμονισμό εκ μέρους του νομοθέτη. Εδώ ο νομοθέτης αξιοποιώντας κανόνες ενδοτικούς δικαίου ή κανόνες πληροφόρησης δημιουργεί ατομικές επιλογές. Κρίσιμο της

θεωρίας είναι να γίνεται σεβαστή η ελεύθερη ανάπτυξη της προσωπικότητας χωρίς να υποστεί το άτομο σημαντική οικονομική επιβάρυνση.

Προσωπικά, κρίνω ότι και οι δύο θεωρίες είναι εξαιρετικά κρίσιμες για τον νομοθέτη και τον εφαρμοστή του δικαίου. Αναλόγως του φιλελεύθερου ή πατερναλιστικού χαρακτήρα των δικαιοπολιτικών στοχεύσεων του νομοθέτη κρίνεται και το επιτρεπτό ή μη των νυγματικών παρεμβάσεων. Για αυτό, όπως άλλωστε έκανα σποραδικά και σε επιμέρους ζητήματα κατά τα προηγούμενα κεφάλαια της παρούσης μελέτης, θα καταγράψω τους λόγους που θεωρώ ότι οι θεωρίες αυτές είναι κομβικές τόσο στην αγορά κεφαλαίων όσο και στην αγορά παροχής δανείων.

Αρχικά στη αγορά κεφαλαίων δέον είναι να καταγραφεί εκ νέου ότι η Rational Choice Theory αποτέλεσε τη βάση για την Efficient Capital Markets Hypothesis, η οποία διατυπώνει παραδοχές σε σχέση με την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς λαμβάνοντας ως δεδομένη την ανάπτυξη ορθολογικής επενδυτικής συμπεριφοράς, αν όχι από το σύνολο των επενδυτών, από την πλειοψηφία των επενδυτικά δραστηριοποιούμενων! Η κρατούσα ECMH, αυτή της μέσης ισχύος ορίζει ότι οι χρηματιστηριακές τιμές θα αντανακλούν σε κάθε χρονική στιγμή το σύνολο των δημοσιοποιηθείσων πληροφοριών σχετικά με την πραγματική αξία των διαπραγματευόμενων μέσων. Επομένως, ορισμένοι επενδυτές δεν έχουν περιθώρια κέρδους από έκτακτες χρηματιστηριακές δράσεις. Οι τιμές είναι τυχαίες και δεν είναι εφικτή η πρόβλεψη της μελλοντικής τους πορείας, πάντα όμως προϋπόθεση αποτελεί η αγορά να εμπεριέχει στη πλειοψηφία της ορθολογικές επενδυτικές συμπεριφορές.

Οι χρηματιστηριακές κρίσεις οφείλονται σε υπερτιμήσεις ή υποτιμήσεις των διαπραγματευόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίες αποδίδονται σε συμπεριφορικές ανωμαλίες που έχουν καταγραφεί από την Behavioral Decision Theory, όπως η υπερβολική αυτοπεποίθηση και ο συντηρητισμός των επενδυτών, η τάση προσφυγής στις διαθέσιμες αντιπροσωπευτικές πληροφορίες, η αποστροφή προς τις απώλειες και το αίσθημα προσνομής. Όλες αυτές οι ενδείξεις συστηματικών σφαλμάτων στην επενδυτική συμπεριφορά συγκροτούν τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρία (Behavioral Finance).

Οι βασικές συμπεριφορικές ανωμαλίες οφείλονται στις περιορισμένες ικανότητες επεξεργασίας των διαθέσιμων πληροφοριών από τους δραστηριοποιούμενους στην αγορά και εντείνονται από καταστάσεις πληροφοριακής ασυμμετρίας που εντοπίζονται στη σχέση των επενδυτών με τις εκδότριες εταιρείες και με τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, τις

ΕΠΕΥ. Οι εκδότριες εταιρείες είναι αυτές που δημιουργούν την πληροφόρηση για την πραγματική αξία των προϊόντων. Ακόμα, ελέγχουν την εισροή των πληροφοριών στην αγορά και άρα επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή τιμή, με δεδομένο όπως προαναφέρθηκε, ότι οι πληροφορίες ενσωματώνονται στη τιμή.

Ο κίνδυνος από τις όποιες αυθαιρεσίες λόγω της ανωτέρω έμφυτης δυνατότητας των εκδοτριών να ελέγχουν τη πηγή και τα κανάλια της πληροφόρησης επιβάλλουν ο νομοθέτης να παρεμβαίνει ώστε να αποφευχθούν οι όποιες συμπεριφορικές ανωμαλίες, υπό το πρίσμα του στόχου της ορθολογικής δράση των υποψήφιων επενδυτών. Ειδικότερα, ο νομοθέτης οφείλει να θεσπίζει κανόνες δικαίου και συγκεκριμένα πρότυπα πληροφόρησης – λαμβανομένων υπόψη το εύρος των αποδεκτών της πληροφορίας, της πολυπλοκότητας και τεχνικής δυσκολίας των πληροφοριών και τον τρόπο παρουσίασης των επενδυτικών κινδύνων - ώστε όλοι οι επενδυτές να έχουν περιθώρια ορθολογικής επεξεργασίας των διαθέσιμων πληροφοριών.

Ωστόσο, ο νομοθέτης δεν θα πρέπει σε καμία των περιπτώσεων να μην αναγνωρίζει ότι υπάρχουν και ποιοτικές διαφορές μεταξύ των αποδεκτών των πληροφοριών, δηλαδή με άλλα λόγια ότι υπάρχουν άπειροι και πεπειραμένοι με τους κινδύνους και τη δομή της κεφαλαιαγοράς επενδυτές. Είναι βέβαιο, ότι μια συνολική ρύθμιση με κοινή αντιμετώπιση όλων των επενδυτών θα ήταν αντίθετη στο σκοπό της αποδοτικότητας!

Ακόμα, κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι δυνατή η εμφάνιση αυθαιρεσιών των διαμεσολαβητών που προφανώς για κερδοσκοπικούς λόγους θα εκμεταλλεύοντουσαν τις συμπεριφορικές ανωμαλίες των επενδυτών. Εδώ, ο νομοθέτης πρέπει να παρέμβει θεσπίζοντας κανόνες τόσο σχετικά με την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, όσο και σχετικά με τη συμβατότητα των προϊόντων τόσο με τη δομή της αγοράς όσο και με την καταλληλότητα για τους επενδυτές.

Πράγματι, στους ανωτέρω προβληματισμούς, προσωπική μου άποψη είναι ότι ο νομοθέτης και κυρίως ο ενωσιακός νομοθέτης, μέσω των πρόσφατων παραδειγμάτων από την οικονομική πίστη, ειδικότερα ως προς τα διάφορα ζητήματα στη κεφαλαιαγορά, λειτούργησε νηγματικά. Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ και ο νόμος 4514/2018, δημιούργησαν μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών από τις πιθανές ανορθολογικές δράσεις που οφείλονται σε ανωμαλίες. Στον άξονα των σχέσεων εκδοτών-επενδυτών αφ' ενός και αφ' ετέρου των σχέσεων ΕΠΕΥ- επενδυτών αναπτύχθηκε ανωτέρω στη παρούσα μελέτη ο τρόπος που προκρίνει ο νομοθέτης, ο οποίος έδωσε συνοπτικά ιδιαίτερη έμφαση στην υποχρέωση πληροφόρησης των

εκδοτών σε πρώτο βαθμό και των ΕΠΕΥ σε δεύτερο, στον έλεγχο συμβατότητας και στον έλεγχο καταλληλότητας, στην αξιολόγηση του επενδυτικού προφίλ και στην συγκέντρωση και αξιολόγηση των πληροφοριών. Σε γενικές γραμμές, ο νομοθέτης κινήθηκε στο πλαίσιο της BDT, ώστε να προλάβει τις αδυναμίες και να μπορέσει να κατευθύνει την επενδυτική συμπεριφορά με στόχο την αποδοτικότητα. Κρίνω ότι σε γενικό πλαίσιο, ότι οι παρεμβάσεις του ήταν προς αυτό το σκοπό, παρά τις όποιες παρατηρήσεις ή επιφυλάξεις καταγράφηκαν σε ειδικότερα ζητήματα που ανέκυπταν κατά τη συγγραφή της παρούσης.

Σε δεύτερο επίπεδο, σε αυτό της αγοράς χορήγησης πίστωσης, είναι δεδομένα τα όσα αναλύθηκαν σχετικά με την αξιολόγηση των κινδύνων από τον δανεισμό και ειδικότερη σημασία αξίζει να δοθεί στα ποιοτικά χαρακτηριστικά των δανειοληπτών. Ο κίνδυνος της υπερχρέωσης είναι πράγματι μια ακόμη συνέπεια της οικονομικής κρίσης, που γέννησε προβλήματα και στους επενδυτές σε επίπεδο κεφαλαιαγοράς. Η υπερχρέωση δεν αποτελεί μόνο ένα απότοκο ανορθολογικών συμπεριφορών των ιδιωτών αλλά έχει και κοινωνικό αντίκτυπο. Η αρχή του υπεύθυνου δανεισμού έρχεται σαν δεοντολογικό κατασκεύασμα, σε πρώτο επίπεδο ως γενική αρχή και σε δεύτερο ως δικαιοθετική βάση επιμέρους ρυθμίσεων, να αναγνωρίσει δύο ζητήματα. Πρώτο ζήτημα είναι αυτό της υποχρέωσης των πιστωτικών ιδρυμάτων να χορηγούν υπεύθυνες πιστώσεις, με την έννοια ότι αυτές θα πρέπει να μπορούν να αποπληρωθούν από τους δανειολήπτες και δεύτερο ζήτημα με ποιες πληροφορίες και πως αξιολογούν αυτές κατά την εξέταση των αιτημάτων των υποψήφιων δανειστών.

Επιπλέον, άλλα ζητήματα για προβληματισμό του νομοθέτη σίγουρα είναι οι διαφορές στους σκοπούς για τους οποίους παρέχεται η πίστωση και το εάν θα πρέπει να αντιμετωπίζονται διαφορετικά οι καταναλωτικές πιστώσεις από τις στεγαστικές, καθώς και ποια είναι τα μέσα για την επίτευξη της αρχής του υπεύθυνου δανεισμού εκτός της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

Είναι εύλογο ότι ένα πιστωτικό ίδρυμα έχει την δυνατότητα να επιχειρήσει να εκμεταλλευτεί έναν υποψήφιο δανειολήπτη, τόσο με το να απαιτήσει υπερβολικές πληροφορίες, πιθανά και μη συναφείς με το αίτημα της χορήγησης της πίστωσης, ώστε να αποφύγει τον δανεισμό, όσο και να χορηγεί δάνεια ευκολίας, με ότι αυτό συνεπάγεται για τους ατομικούς αλλά και του συστημικούς κινδύνους. Η διαπραγματευτική ανισομέρεια, η μεγάλη πείρα που υπάρχει εγγενώς στο ίδρυμα σχετικά με τους πιστωτικούς κινδύνους (ή και άλλους κινδύνους, λ.χ. ο συναλλαγματικός κίνδυνος στη περίπτωση των δανείων σε ελβετικό φράγκο) αλλά και η

μεγάλη διαφορά στους πόρους σε σχέση με τον δανειολήπτη, δίνουν περιθώρια να δημιουργηθούν αυθαιρεσίες και μάλιστα να λόγω επικράτηση ανορθολογικών δράσεων/ συμπεριφορών στη συγκεκριμένη αγορά ένεκα κακής θεσμικής δομής (όχι απλά λόγω ανορθολογικών ατομικών δράσεων ένεκα συμπεριφορικών ανωμαλιών).

Ο ενωσιακός νομοθέτης με την Οδηγία 2008/48/EK και με την Οδηγία 2014/17/ΕΕ σε πρώτο βαθμό και ο εθνικός με την ΚΥΑ Ζ1-699/23/6/2010 και τον νόμο 4438/2016 έδωσε μια λύση σε κάποια ζητήματα. Εντοπίζοντας, τη σημασία του κινδύνου της υπερχρέωσης αλλά και τα περιθώρια αναποτελεσματικής για την αγορά δράσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, έθεσε συγκεκριμένους μηχανισμούς ώστε να μην επικρατήσουν οι κακές πρακτικές και ανορθολογικές συμπεριφορές στην αγορά, δηλαδή όπως τόνισε και ο Akerlof να μην επικρατήσουν τα «κακά λεμόνια» έναντι των «καλών ροδάκινων»! Η εσωτερική σχέση μεταξύ των δύο νομοθετημάτων είναι ενδεικτική ότι προκρίνεται ο υπεύθυνος δανεισμός ως αρχή, ενώ η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας υπήρξε σημαντικό πεδίο νηγματικής δράσης του νομοθέτη. Όπως, καταγράφηκε σε ανώτερο σημείο της παρούσης έρευνας, ο τρόπος συλλογής, το είδος των πληροφοριών και η επεξεργασία του αποτέλεσαν πεδίο ρύθμισης. Σε κάποια από αυτά τα ζητήματα ο ενωσιακός νομοθέτης προχώρησε σε πια αυστηρή ρύθμιση, ενώ σε άλλα όριζε ως υπεύθυνους τους εθνικούς νομοθέτες. Παρά τις όποιες ενστάσεις με την μορφή παρατηρήσεων σε επιμέρους ζητήματα, πιστεύω ότι οι ρυθμίσεις κινούνται σε σωστή κατεύθυνση.

Συμπερασματικά, αναδεικνύεται σκόπιμη η ανάπτυξη ενός διεπιστημονικού διαλόγου μεταξύ οικονομικής και νομικής επιστήμης με σκοπό την αποτελεσματικότερη και δικαιότερη ρύθμιση της ανθρώπινης συμπεριφοράς.

## ΣΤ. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ξενόγλωσση

- Abreu/Brunnermeier (2002), Synchronization Risk and delayed arbitrage, *Journal of Financial Economy* 66
- Agrawal/Chen (2008), Do Analyst Conflicts Matter? Evidence from Stock Recommendations, *The Journal of Law & Economics* 51(3)
- Akerlof/Dickens (1982), The Economic Consequences of Cognitive Dissonance, *The American Economic Review* 72(3), 1982
- Akerlof, Shiller (2015), *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton University Press
- Allais (1953), Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine (english summary), *Econometrica* 21(4)
- Arkes/ Blumer (1985), The Psychology of Sunk Cost, *Org. Behav. & Hum. Decision Processes* 35,
- Arlen (1998), Comment: The Future of Behavioral Economic Analysis of Law, *Vanderbilt Law Review* 52
- Arrow (1982), Risk Perception in Psychology and Economics, *Economic Inquiry* 20(1)
- Asch (1956), Studies of Independence and Conformity: I.A Minority of One Against a Unanimous Majority, *Psychological Monographs* 70(9), Whole No. 416
- Avgouleas (2009), The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform, *European Company and Financial Law Review* 6(4)
- Axelrod (1980), More Effective Choice in the Prisoner's Dilemma, *The Journal of Conflict Resolution* 24(3)
- Axelrod (1984), *The Evolution of Cooperation*, New York: Basic Books, Inc.
- Bainbridge (1995), Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition, *Washington Law Review* 52
- Bar-Gill (2008), The Behavioral Economics of Consumer Contracts, *Minnesota Law Review* 92
- Balios/Xanthakis (2003), Additional contact information, *South-Eastern Europe Journal of Economics* 1(1)
- Banz(1981), The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks, *Journal of Financial Economics* 9 (1)
- Barber/Odean (2001), Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics* 116(1)

- Barber/Lee/Liu/Odean (2007), Is the Aggregate Investor Reluctant to Realise Losses?, *European Financial Management* 13(3)
- Barberis/Shleifer/Vishny (1998), A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics* 49
- Barberis/ Huang (2001), Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, *The Journal of Finance* 56(4)
- Barberis/Thaler, Chapter 18, A Survey of Behavioral Finance, σε: Constantinides/Harris/Stulz (2003), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B
- Barron/Byard/Enis (2002), Leveling the Informational Playing Field, *Rev. of Accounting and Finance* 3(4)
- Blume/ Stambaugh (1983), Biases in Computed Returns: An Application to the Size Effect, *Journal of Financial Economics*
- Becher (2007), Behavioral Science and Consumer Standard Form Contracts, *Louisiana Law Review* 68(1)
- Becker (1976), *The economic approach to human behavior*, Chicago: University of Chicago Press
- Becker (1981), A theory of competition among pressure groups for political influence, *Quarterly Journal of Economics* 98(3)
- Becker (1993), The Economic Way of Looking at Behavior, *Journal of Political Economy* 101(3)
- Bell/Raiffa/Tversky (1988), *Descriptive, Normative, and Prescriptive Interactions in Decision Making*, New York: Cambridge University Press
- Benartzi/Thaler (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *The Quarterly Journal of Economics* 110
- Benhabib/Bisin/Schotter (2010), Present-bias, quasi-hyperbolic discounting, and fixed costs, *Games and Economic Behavior*, 69(2)
- Benos (1998), Aggressiveness and survival of overconfident traders, *Journal Financial Markets* 1
- Benzion/Rapoport/Yagil (1989), Discount Rates Inferred from Decisions: An Experimental Study, *Management Science* 35, σ.270-284 189 • Bernard/Thomas (1990), Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?, *Journal of Accounting Research* 27
- Bernoulli (1954), Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk, *Econometrica* 22(1)
- Bloomfield/Libby/Nelson (1999), Confidence and the welfare of less-informed investors, *Accounting, Organizations and Society* 24(8)
- Bockaert/De Geest (2000), *Encyclopedia of Law and Economics*, Volume I. The History and Methodology of Law and Economics, Cheltenham: Edward Elgar



- Bond/Smith (1996), Culture and conformity: A meta-analysis of studies using Asch's line judgment task, *Psychological Bulletin* 119(1)
- Brealey/Myers/Allen (2011), *Principles of Corporate Finance*, Chapter 13, 10η έκδοση, Mc GrawHill Irwin
- Brown/Harlow/Starks (1996), Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Funds Industry, *Journal of Finance* 51(1)
- Brunnermeier (2005), Information Leakage and Market Efficiency, *Review of Financial Studies* 18
- Bubb/Pildes (2014), How Behavioral Economics trims its sails and Why, *Harvard Law Review* 127
- Buchanan (2003), *Public Choice: The Origins and Development of a Research Program*, Center for Study of Public Choice, George Mason University
- Buehler/Griffin/Ross (1994), Exploring the 'Planning Fallacy': Why People Underestimate Their Task Completion Times, *Journal of Personality and Social Psychology* 67(3)
- Buss (1995), The Future of Evolutionary Psychology, *Psychological Inquiry* 6
- Camerer/Thaler (1995), Anomalies: Ultimatums, Dictators, and Manners, *Journal of Economic Perspectives* 9(2)
- Camerer/Weber (1992), Recent Developments in Modeling Preferences: Uncertainty and Ambiguity, *Journal of Risk and Uncertainty* 5(4),
- Camerer/Issacharoff/Loewenstein/O'Donoghue/Rabin (2003), Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for 'Asymmetric Paternalism', *University of Pennsylvania Law Review* 151(3)
- Carlton/Fischel (1983), The Regulation of Insider Trading, *Stanford Law Review* 35
- Carmon/Wertenbroch/Zeelenberg (2003), Option Attachment: When Deliberating Makes Choosing Feel Like Losing, *Journal of Consumer Research* 30(1)
- Choi (2000), Regulating Investors not Issuers: A Market Based Proposal, *California Law Review* 88,
- Choi/Pritchard (2004), Behavioral Economics and the SEC, *Stanford Law Review* 56(1)
- Chopra/Lakonishok/Ritter (1992), Measuring abnormal performance, *Journal of Financial Economics* 31
- Clement/Tse (2005), Financial Analysts Characteristics and Herding Behavior in Forecasting, *Journal of Finance* 60
- Coase (1960), The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics* 3
- Coffee (1984), Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System, *Virginia Law Review* 70

- Cohen/Milton (1966), “Truth in Securities” Revisited, *Harvard Law Review* 79(7)
- Conlisk (1996), Why Bounded Rationality?, *Journal of Economic Literature* 34(2)
- Constantinides/Harris/Stulz (2003), *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B, Elsevier
- Cooter (1996), Decentralized Law for a Complex Economy: The Structural Approach to Adjudicating the New Law Merchant, *University of Pennsylvania Law Review* 144(5)
- Cooter/Ulen (2016), *Law and Economics*, 6th edition, Berkeley Law Books
- Cox (1986), Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the “Chicago School”, *Duke Law Journal*
- D’Avolio (2002), The Market for Borrowing Stock, *Journal of Financial Economics* 66
- Daniel/Hirshleifer/Subramanyam (1998), Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *Journal of Finance* 53
- Daniel/Hirshleifer/Teoh (2002), Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications, *Journal of Monetary Economics* 49
- Daniel/Titman (1999), Market Efficiency in an Irrational World, *Financial Analysts Journal* 55(6)
- Dasgupta/ Maskin (2005), Uncertainty and Hyperbolic Discounting, *American Economic Review* 95(4)
- De Bondt/Thaler (1985), Does the Stock Market Overreact?, *The Journal of Finance* 40(3), Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, Texas
- De Bondt/Thaler (1987), Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, *The Journal of Finance* 42(3)
- De Bondt/Thaler (1985), Does the stock market overreact?, *The Journal of Finance* 40(3)
- De Long/Shleifer/Summers/Waldmann (1990), Noise Trader Risk in Financial Markets, *Journal of Political Economy* 98(4)
- De Long/Shleifer/Summers/Waldmann (1991), The Survival of Noise Traders in Financial Markets, *Journal of Business* 64(1)
- De Palma/Myers/Papageorgiou (1994), Rational Choice Under an Imperfect Ability To Choose The *American Economic Review* 84(3)
- Dellarosa Cummins/Allen (1998), *The Evolution of Mind*, New York: Oxford University Press
- Dow/Gorton (1994), Arbitrage Chains, *Journal of Finance* 49(3)
- Easterbrook/Fischel (1984), Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, *Virginia Law Review* 70
- Eckbo (2007), *The Handbook of Empirical Corporate Finance*, Chapter 1, Elsevier/North-Holland

- Einhorn/Hogarth (1986), Decision Making under Ambiguity, *The Journal of Business* 59(4)
- Ellsberg (1961), Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms, *The Quarterly Journal of Economics* 7 (4),
- Elster (1977), Ulysses and the Sirens: A theory of imperfect rationality, *Soc. sci. inform.* 16(5),
- Eyal Zamir/ Doron Teichman (2014), *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, Oxford University Press
- Falk/Kosfeld (2006), The Hidden Costs of Control, *American Economic Review* 96(5),
- Fama (1965), The Behavior of Stock Market Prices, *Journal of Business* 38(1)
- Fama (1965), Random Walks in Stock Market Prices, *Financial Analysts Journal* 21(5)
- Fama/Fisher/Jensen/Roll (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10
- Fama (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance* 25,
- Fama (1976), Efficient Capital Markets: Reply, *The Journal of Finance* 31
- Fama (1991), Efficient Capital Markets: II, 46 *The Journal of Finance* 46
- Fama (1995), Random Walks in Stock Market Prices, *Financial Analysts Journal* 51(1)
- Fama (1998), Market Efficiency, Long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics* 49
- Farber (201), Toward a New Legal Realism, *University of Chicago Law Review* 68
- Ferris/Haugen/Makhija (1988), Predicting Contemporary Volume with Historic Volume at Differential Price Levels: Evidence Supporting the Disposition Effect, 43 *Journal of Finance* 43
- Festinger (1957), *A Theory of Cognitive Dissonance*, Stanford: Stanford University Press
- Firtel (1999), Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure under the Securities Act of 1933, *California Law Review* 72
- Fischhoff (1975), Hindsight is not equal to foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 1(3)
- Fischhoff/Beyth (1975), "I knew it would happen", Remembered Probabilities of Once-Future Things, *Org. Behav. & Hum. Perf.* 13
- Fischhoff/Slovic/Lichtenstein (1977), Knowing with Certainty: The Appropriateness of extreme confidence, *J.Exp.Psychol.-Hum.Percept.Perform*, 3(4)
- Fischhoff/Slovic/Lichtenstein (1977), Behavioral Decision Theory, *Annual Review of Psychology* 28
- Foka-Kavaliaraki/Hatzis (2011), Rational After All: Toward an Improved Theory of Rationality in Economics, *Revue de Philosophie Economique*, 12 (1)

- Frederick/Loewenstein/O'Donoghue (2002), Time Discounting and Time Preference: A Critical Review, *Journal of Economic Literature* XL
- French (1980), Stock Returns and the Weekend Effect, *Journal of Financial Economics* 8
- Friedman (1953), *The Methodology of Positive Economics*. σε: *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press
- Froot/Scharfstein/Stein (1992), Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation, *Journal of Finance* 47 (4)
- Gertner (1993), Game Shows and Economic Behavior: Risk-Taking on “Card Sharks”, *The Quarterly Journal of Economics* 108(2)
- Gervais/Odean (2001), Learning to be overconfident, *Review of Financial Studies* 14(1)
- Gigerenzer (1991), How to Make Cognitive Illusions Disappear: Beyond ‘Heuristics and Biases’, *European Review of Social Psychology* 2
- Gilson/Kraakman (2003), The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, 28 *Journal of Corporation Law* 28
- Glaeser (2005), Paternalism and Psychology, *The University of Chicago Law Review* 73(1)
- Graddy/Lowenstein/ Mei/Moses/Pownall (2015), Empirical Evidence of Anchoring and Loss Aversion from Art Auctions, Brandeis-Working Paper Series 73R
- Graham (1999), Herding among Investment Newsletters, *Journal of Finance* 54
- Griffin/Tversky (1992), The weighing of evidence and the determinants of confidence, *Cognitive Psychology* 24(3)
- Griffin/Varey (1996), Towards a Consensus on Overconfidence, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 65(3)
- Grinblatt/Titman/Wermers (1995), Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior, *American Economic Review* 85
- Guth (1995), On ultimatum bargaining experiments: A personal review, *Journal of Economic Behavior & Organization* 27 (3)
- Guthrie/Rachlinski/Wistrich (2001), *Inside the Judicial Mind*, Cornell Law Faculty Publications, Paper 814
- Haigh/List (2005), Do Professional Traders Exhibit Myopic Loss Aversion? An Experimental Analysis, *Journal of Finance* 60
- Harris (2003), *Trading and Exchanges*, New York: Oxford University Press

- Harris/Hahn (2011), Unrealistic Optimism About Future Life Events: A Cautionary Note, *Psychological Review* 118(1)
- Haupt (2003), An Economic Analysis of Consumer Protection in Contract Law, *German Law Journal* 4(11)
- Hausman/Welch (2010), Debate: To Nudge or Not to Nudge, *The Journal of Political Philosophy* 18(1)
- Hawkins/Hastie (1990), Hindsight: Biased judgments of past events after the outcomes are known, *Psychological Bulletin* 107(3)
- Hirscheleifer (2001), Investor Psychology and Asset Pricing, *The Journal of Finance* 56(4)
- Hirshleifer/Luo (2001), On the survival of overconfident traders in a competitive securities market, *Journal of Financial Markets* 4
- Huberman (2001), Familiarity breeds Investment, *Review of Financial Studies* 14(3)
- Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen (1995), Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39
- Jaffe (1974), Special Information and Insider Trading, *The Journal of Business* 47(3), 1974
- Jegadeesh/Titman (1993), Return to Being Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market efficiency, *Journal of Finance* 48
- Jensen/Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4)
- Johnson/Goldstein (2003), Do Defaults Save Lives?, *Science* 302(5649)
- Johnson/Goldstein (2004), Defaults and Donation Decisions, *Transplantation* 78(12)
- Jolls/Sunstein/Thaler (1998), A Behavioral Approach to Law and Economics, *Stanford Law Review* 50
- Jordan/Diltz (2004), Day Traders and the Disposition Effect, *Journal of Behavioral Finance* 5
- Josephs/Larrick/Steele/Nisbett (1992), Protecting the self from the negative consequences of risky decisions, *J. Pers. Soc. Psychol.* 62(1)
- Kable/Glimche (2009), The Neurobiology of Decision: Consensus and Controversy 63(6)
- Kahneman/Tversky (1972), Subjective Probability: A Judgement of Representativeness, *Cognitive Psychology* 3
- Kahneman/Tversky (1973), Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, *Cognitive Psychology* 5
- Kahneman/Tversky (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science* 185

- Kahneman/Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47(2)
- Kahneman/Slovic/Tversky (1982), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press
- Kahneman/Tversky (1982), The Psychology of Preferences, *Scientific American* 246(1)
- Kahneman/Tversky (1984), Choices, Values and Frames, *American Psychologist* 39
- Kahneman/Knetsch/Thaler (1986), Fairness and The Assumptions of Economics, *The Journal of Business* 59(4), Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory,
- Kahneman/Knetsch/Thaler (1990), Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem, *Journal of Political Economy* 98(6)
- Kahneman/Tversky (1991), Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model, *The Quarterly Journal of Economics* 106(4)
- Kahneman/Knetsch/Thaler (1991), Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias, *Journal of Economic Perspectives* 5(1)
- Kahneman/Tversky (1992), Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty* 5(4)
- Kahneman (1994), New Challenges to the Rationality Assumption, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 150(1)
- Kahneman (2003), A perspective on judgement and choice, *American Psychologist* 58
- Kahneman (2011), *Thinking, Fast and Slow*
- Keim (1983), Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics* 12
- Kaldor (1939), Speculation and Economic Stability, *Review of Economic Studies* 7
- Kelman (1998), Behavioral Economics as Part of a Rhetorical Duet: A Response to Jolls, Sunstein, and Thaler, *Stanford Law Review* 50 (5)
- Kelman/Rottenstreich/Tversky (1996), Context-Dependence in Legal Decisionmaking, *Journal of Legal Studies*
- Kelman (2002), Law and Behavioral Science: Conceptual Overviews, *Northwestern University Law Review* 97
- Kendall (1953), The Analysis of Economic Time Series, Part I. Prices, *Journal of the Royal Statistical Society* 96

- Keown/Pinkerton (1981), Merger Announcements and Insider Trading Activity, *Journal of Finance* 36
- Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan
- Kilka/Weber (2000), Home Bias in International Stock Return Expectations, *Journal of Psychology and Financial Markets* 1(3)
- Knetsch (1989), The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves, *American Economic Review* 79(5)
- Knutson/Peterson (2005), Neurally reconstructing expected utility, *Games and Economic Behavior* 52
- Knutson/Bossaerts (2007), Neural Antecedents of Financial Decisions, *The Journal of Neuroscience* 27(31)
- Ko, Dong Woo (2013), Temporal distance and the endowment effect, PhD (Doctor of Philosophy) thesis, University of Iowa
- Kocherlakota (1996), The Equity Premium: It's Still a Puzzle, *Journal of Economic Literature* 34
- Koehler/Harvey (2007), *Blackwell Handbook of Judgment and Decision*, Malden, Blackwell
- Koriat/Lichtenstein/Fischhoff (1980), Reasons for Confidence, *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory* 6(2)
- Korobkin/Ulen (2000), Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics, *California Law Review* 88
- Korobkin (2003), Bounded Rationality, Standard Form Contracts, and Unconscionability, *University of Chicago Law Review* 70
- Kraus/Stoll (1972), Parallel Trading by Institutional Investors, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(5)
- Kripke (1973), The Myth of the Informed Layman, *The Business Lawyer* 28(2)
- Kronman (1983), Paternalism and the Law of Contracts, *Yale Law Journal* 92
- Kuran (2007), Availability Cascades and Risk Regulation, University of Chicago Public Law & Legal Theory Working Paper, No. 181
- Kyle/Wang (1997), Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?, *Journal of Finance* 52(5)
- Laibson (1997), Golden eggs and hyperbolic discounting, *Quarterly Journal of Economics* 112(2)
- Lakonishok/Shleifer/Vishny (1992), Theo: Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers, *Journal of Financial Economics* 32(2)

- Lakonishok/ Schleifer/ Vishny (1994), Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *The Journal of Finance* 49(5)
- Langer (1975), The illusion of control, *Journal of Personality and Social Psychology* 32
- Langer/Roth (1975), Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task, *Journal of Personality and Social Psychology*, 32(6)
- Langevoort (1992), Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, *University of Pennsylvania Law Review* 140
- Langevoort (1995), Ego, Human Behavior, and Law, *Virginia Law Review* 81
- Langevoort (1996), Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law on Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers, *California Law Review* 84
- Langevoort (1997), Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (And Cause Other Social Harms), *University of Pennsylvania Law Review* 146
- Langevoort (2002), Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation, *Northwestern University Law Review* 97
- Leff (1974), Economic Analysis of Law: Some Realism About Nominalism, *Virginia Law Review* 60
- Legett (2014), The politics of behavior change: nudge, neoliberalism and the state, *Policy & Politics* 42(1)
- Lehenkari/Perttunen (2004), Holding on to the Losers: Finnish Evidence, *Journal of Behavioral Finance* 5
- Lichtenstein/Fischhoff (1977), Do those who know more also know more about how much they know?, *Organizational Behavior and Human Performance* 20(2)
- Lo (2004), The Adaptive Markets Hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective, *Journal of Portfolio Management* 30(5)
- Lo (2005), Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis, 2005, διαθέσιμο σε: SSRN 728864
- Locke/Mann (2005), Professional trader discipline and trade disposition, *Journal of Financial Economics* 76(2)
- Loomes/Sugden (1982), Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty, *The Economic Journal* 92
- Lord/Ross/Lepper (1979), Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence, *Journal of Personality and Social Psychology* 37(11)
- Loewenstein/Thaler (1989), Anomalies: Intertemporal Choice, *Journal of Economic Perspectives* 3(4)



- Loewenstein/Prelec (1992), Anomalies in Intertemporal Choice: Evidence and an Interpretation, *The Quarterly Journal of Economics* 107(2)
- Lundeberg/Fox/Punccohar (1994), A Critique of Highly Confident, but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgements, *Journal of Educational Psychology* 86
- MacKinlay (1997), Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature* 35
- Madhavan (2002), Market Microstructure: A Practitioner's Guide, *Financial Analysts Journal* 58(5)
- Mahoney (1995), Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, *University of Chicago Law Review* 62(3)
- Mahoney/Mei (2013), Mandatory vs. contractual disclosure in securities markets: Evidence from the 1930s, Working paper, University of Virginia
- Malhotra (1982), Information Load and Consumer Decision Making, *Journal of Consumer Research* 8(4)
- Mann (1971), Prospectuses: Unreadable or Just Unread? A Proposal to Reexamine Policies Against Permitting Projections, *Geo. Washington Law Review* 40(2)
- McKenzie (2010), Predictably Rational? In Search of Defenses for Rational Behavior in Economics, Berlin: Springer
- McGuigan/Moyer/Harris (2008), *Economics for Managers*, 8η έκδοση, South-Western College Pub
- Mathis (2015), *European Perspectives on Behavioural Law and Economics*, *Economic Analysis of Law in European Legal Scholarship*, Springer
- Mehra/Prescott (1985), The equity premium: A puzzle, *Journal of Monetary Economics* 15(2)
- Miller/Ross (1975), Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or Fiction?, *Psychological Bulletin* 82
- Moller/Ryan/Deci (2006), Self-Determination Theory and Public Policy: Improving the Quality of Consumer Decisions Without Using Coercion, *American Marketing Association*(1)
- Moloney (2012), The investor model underlying the EU's investor protection regime: consumers or investors?, *European Business Organization Law Review* 13 (2)
- Muth (1961), Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica* 29(3)
- Nash (1963), Two-Person Cooperative Games, *Econometrica* 21(1)
- Nisbett/Wilson (1977), The halo effect: Evidence for unconscious alteration of judgments, *Journal of Personality and Social Psychology* 35
- Ng/Wang (2004), Institutional trading and the turn-of-the-year effect, *Journal of Financial Economics* 74

- Nofsinger/Sias (1999), Herding and Feedback Trading by Institutional Investors and Individual Traders, *Journal of Finance* 54(6)
- Odean (1998), Volume, Volatility, Price, and Profit when all traders are above average, *The Journal of Finance* 53(6)
- Odean (1998), Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, *Journal of Finance* 53
- Paredes (2003), Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, *Washington University Law Quarterly* 81
- Parisi/Smith (2005), *The Law and Economics of Irrational Behavior*, Stanford University Press
- Peterson/Pitz (1986), Effects of amount of information on predictions of uncertain quantities, *Acta Psychologica* 61(3)
- Pompian (2012), *Behavioral Finance and Investor Types*, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc.
- Poser (2001), Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors, *Brigham Young University Law Review*
- Posner (1975), The Economic Approach to Law, *Texas Law Review* 53
- Posner (1980), Retribution and Related Concepts of Punishment, *Journal of Legal Studies* 9
- Posner (1997), Are We One Self or Multiple Selves?: Implications for Law and Public Policy, *Legal Theory* 3
- Posner (1997), Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law, *Stanford Law Review* 50
- Posner (2011), *Economic Analysis of Law*, 8η έκδοση, Aspen Publishers, Inc.
- Poterba/Summers (1988), Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications, *Journal of Financial Economics* 22
- Prentice(2002), Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for its Future, *Duke Law Journal* 51(5)
- Rabin (1993), Incorporating Fairness Into Game Theory and Economics, *American Economic Review* 83
- Rabin (1994), Cognitive dissonance and social change, *Journal of Economic Behavior and Organization* 23
- Rachlinski (2003), The Uncertain Case for Paternalism, *Northwestern University Law Review* 97
- Ravi Dhar and Ning Zhu (2006), Up Close and Personal: Investor Sophistication and the Disposition Effect, *Management Science* 52(5), 2006
- Raz (1990), *The Morality of Freedom*, Oxford: Clarendon Press

- Rebonato (2014), A Critical Assessment of Libertarian Paternalism, *Journal of Consumer Policy* 37(3)
- Reinganum (1983), The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Effects, *Journal of Financial Economics* 12
- Ritov/Baron (1990), Reluctance to vaccinate: Omission bias and ambiguity, *Journal of Behavioral Decision Making* 3(4)
- Rogalski (1984), New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns over Trading and NonTrading Periods: A Note, *Journal of Finance* 39(5)
- Rose (1995), Trust in the Mirror of Betrayal, *Boston University Law Review* 75
- Rubin (1998), Putting Rational Actors in Their Place: Economics and Phenomenology, *Vanderbilt Law Review* 51
- Rubinstein (2000), Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case, No RPF-294, Research Program in Finance Working Papers from University of California at Berkeley
- Russell/Thaler (1985), The Relevance of Quasi-Rationality in Competitive Markets, *The American Economic Review* 75(5)
- Samuelson (1947), *Foundations of Economic Analysis*, Cambridge: Harvard University Press
- Samuelson/Zuckhauser (1988), Status Quo Bias in Decision Making, *Journal of Risk & Uncertainty* 1, σ.7-59 •
- Sargent, “Rational Expectations”, *The Concise Encyclopedia of Economics*, Library of Economics and Liberty (<http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html>)
- Scheinkman/Xiong (2003), Overconfidence and Speculative Bubbles, *Journal of Political Economy* 111(6)
- Schelling (1980), The Intimate Contest of Self-Control, *The Public Interest* 60
- Schelling (1984), Self-Command in Practice, in Policy, and in a Theory of Rational Choice, *The American Economic Review* 74(2)
- Schiller/Pound (1989), Survey evidence on diffusion of interest and information among investors, *Journal of Economic Behavior & Organization* 12(1)
- Shiller (1981), Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, *American Economic Review* 71(3)
- Schlag (2010), Nudge, Choice Architecture, and Libertarian Paternalism, *Michigan Law Review* 108, σ.913-924
- Schweers Cook, Levi (1990), *The Limits of Rationality*, Cambridge: Cambridge University Press

- Seligman (2002), No One Can Serve Two Masters: Corporate and Securities Law after Enron, 80 Washington University Law Quarterly 80
- Sen (1993), Internal Consistency of Choice, *Econometrica* 61
- Shafir (2012), *The Behavioral Foundations of Public Policy*, University Press Group Ltd
- Shapiro/Green (1994), *Pathologies of Rational Choice Theory: A Critique of Applications in Political Science*, New Haven: Yale University Press 202
- Shefrin/Statman (1985), The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance* 40(3)
- Shefrin/Thaler (1988), The Behavioral Life-Cycle Hypothesis, *Economic Inquiry* 26(4)
- Shefrin/ Thaler (1981), An Economic Theory of Self-Control, *Journal of Political Economy* 89(2), 1981
- Shiller (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, *Journal of Economic Perspectives* 17(1)
- Shiller (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press • Shleifer/DeLong/Summers (1990), Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation, *Journal of Finance* 45(2)
- Shleifer/Summers (1990), The Noise-Trader Approach to Finance, *Journal of Economic Perspectives* 4(2)
- Shleifer/Vishny (1997), The Limits of Arbitrage, *Journal of Finance* 52
- Sias/Starks (1997), Return autocorrelation and institutional investors, *Journal of Financial Economics*, 46(1)
- Simon (1986), *The Behavioral Foundations of Economic Theory*, *The Journal of Business* 59
- Smith (2008), *Rationality in Economics: Constructivist and Ecological Forms*, Cambridge University Press
- Spindler (2004), Conflict or Credibility: Analyst Conflicts of Interest and the Market for Underwriting Business, John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 215
- Stigler (1961), The Economics of Information, *Journal of Political Economy* 69(3)
- Stout (1995), Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation, *Virginia Law Review* 81(3)
- Stout (1997), *Irrational Expectations*, *Legal Theory* 3, Cambridge University Press
- Stout (1999), Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OCT Derivatives, *Duke Law Journal* 48

- Stout (2003), The Mechanisms of Market Efficiency: An Introduction to the New Finance, *Journal of Corporation Law* 28
- Stracca (2004), Behavioral finance and asset prices: Where do we stand?, *Journal of Economic Psychology* 25
- Strahilevitz/Lowenstein (1998), The Effect of Ownership History on the Valuation of Objects, *Journal of Consumer Research* 25
- Sunstein (1996), Social Norms and Social Roles, *Columbia Law Review*
- Sunstein (1997), Behavioral Analysis of Law, *University of Chicago Law Review* 64
- Sunstein (1998), Expressive Law and Economics, *Journal of Legal Studies* 27
- Sunstein (2000), Behavioral Law and Economics, Cambridge Series on Judgment and Decision Making, Cambridge University Press
- Sunstein (2002), What's Available-Social Influences and Behavioral Economics Empirical Legal Realism: A New Social Scientific Assessment of Law and Human Behavior, *Northwestern University Law Review* 97
- Sunstein (2006), Boundedly Rational Borrowing, *The University Chicago Law Review* 73
- Sunstein (2013), The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism, *Yale Law Journal* 122,
- Sunstein (2013), Deciding by Default, *University of Pennsylvania Law Review* 162(1)
- Sunstein (2013), Impersonal Default Rules vs. Active Choices vs. Personalized Default Rules: A Triptych, διαθέσιμο σε SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2171343> ή <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2171343>
- Sunstein (2014), Choosing not to Choose, *Duke law Journal* 64(1)
- Sunstein (2015), The Ethics of Nudging, *Yale Journal on Regulation* 32
- Thaler (1980), Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior & Organization* 1(1)
- Thaler (1981), Some empirical evidence on dynamic inconsistency, *Economics Letters* 8(3)
- Thaler (1985), Mental Accounting and Consumer Choice, *Marketing Science* 4(3)
- Thaler (1988), Anomalies: The Ultimatum Game, *Journal of Economic Perspectives* 2(4)
- Thaler/Johnson (1990), Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, *Management Science* 36
- Thaler (1991), *Quasi-Rational Economics*, New York: Russell Sage Foundation
- Thaler (1999), Mental accounting matters, *Journal of Behavioral Decision Making* 12(3), 1999

- Thaler/Sunstein (2003), *Libertarian Paternalism*, *The American Economic Review* 93(2), Papers and Proceedings of the One Hundred Fifteenth Annual Meeting of the American Economic Association, Washington DC
- Thaler/Sunstein (2003), *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, *University of Chicago Law Review* 70(3)
- Thaler/Sunstein (2008), *Nudge, Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, New Haven & London, Yale University Press
- Thaler (2016), *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W.W.Norton Company
- Trueman (1994), *Analysts Forecasts and Herding Behavior*, *Review of Financial Studies* 7,
- Tversky/Kahneman (1971), *Belief in the Law of Small Numbers*, *Psychological Bulletin* 76
- Tversky/ Kahneman (1981), *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, *Science* 211
- Tversky/ Kahneman (1986), *Rational Choice and the Framing of Decisions*, *The Journal of Business* 59(4), Part 2: *The Behavioral Foundations of Economic Theory*, 1986
- Tversky/ Kahneman (1992), *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty* 5
- Ulen (1998), *The Growing Pains of Behavioral Law and Economics*, *Vanderbilt Law Review* 51(6), 1998
- Viscusi (1996), *Individual Rationality, Hazard Warnings, and the Foundations of Tort Law*, *Rutgers Law Review* 48
- Waldron (2014), *It' s all for your own good*, κεφ.4, *The New York Review of Books* (<http://www.nybooks.com/articles/2014/10/09/cass-sunstein-its-all-your-own-good/>)
- Weber/ Camerer (2000), *The disposition effect in securities trading: an experimental analysis*, *Journal of Economic Behavior & Organization* 33
- White (2004), *Can homo economicus follow Kant's categorical imperative?*, *Journal of SocioEconomics* 33
- Whitman/Rizzo (2007), *Paternalist Slopes*, *NYU Journal of Law and Liberty* 2
- Wilson/Centerbar/Kermer/Gilbert (2005), *The pleasures of Uncertainty: Prolonging Positive Moods in Ways People Do Not Anticipate*, *Journal of Personality and Social Psychology* 88
- Winter (1964), *Economic "Natural Selection" and the Theory of the Firm*, *Yale Economic Essays* 4(1)
- Wright/Ginsburg (2012), *Behavioral Law and Economics: Its Origins, Fatal Flaws and Implications for Liberty*, *Northwestern University Law Review* 106(3)

- Zamir (2012), Loss Aversion and the Law, Vanderbilt Law Review 65

### **Ελληνόγλωσση**

- Αντωνόπουλος/ Μούζουλας (2013), Ανώνυμες Εταιρείες Τόμος II - Άρθρα 18-40, 42εξ5, Αθήνα-Θεσσαλονίκη: Σάκκουλας ΑΕ
- Βερβεσός (2009), Η παράλληλη εισαγωγή (Dual ή multiplelisting) αλλοδαπών ναυτιλιακών εταιριών στο ΧΑ, σε: Ναυτιλία και Χρηματιστήριο, Αθήνα-Θεσσαλονίκη: Σάκκουλας ΑΕ
- Βερβεσός (2016), Η αρχή της ίσης μεταχείρισης στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη
- Θωμαδάκης/Ξανθάκης (2011), Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Αθήνα: Σταμούλης
- Καραγιάννης, Προσέγγιση μιας περίπτωσης ανεπίτρεπτης σύνδεσης δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα με αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, ΧρηΔίκ 3/2010
- Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, Αθήνα-Θεσσαλονίκη: Σάκκουλας ΑΕ
- Καραμπατζός Α. (2016), Ιδιωτική αυτονομία και προστασία του καταναλωτή: Μια συμβολή στην συμπεριφορική οικονομική ανάλυση του δικαίου, Αθήνα: Π.Ν. Σάκκουλας
- Κλαβανίδου, Καταναλωτικά Δάνεια, 1997
- Λιβαδά, Υπεύθυνος Δανεισμός: Το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο της καταναλωτικής και ενυπόθηκης πίστης, ΤιμΤομ Αλεξανδρίδου, 2016
- Λιβαδά, Η εξέλιξη της αρχής του «υπεύθυνου δανεισμού» στο ενωσιακό δίκαιο με έμφαση στις ρυθμίσεις της υπό υιοθέτηση πρότασης οδηγίας για τις συμβάσεις πίστωσης σε ακίνητα κατοικίας, ΧρηΔικ 2012
- Μεντή, Άμυνα και απελευθέρωση του υπερχρεωμένου οφειλέτη, 2012
- Μούζουλας (2000), Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, 2η έκδοση, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη
- Παπαϊωάννου, Η προστασία του καταναλωτή στο ουσιαστικό ευρωπαϊκό δίκαιο της καταναλωτικής πίστης, 2007
- Παπαχρίστου Θ. (1999), Κοινωνιολογία του δικαίου, Αθήνα: Αντ.Ν. Σάκκουλας
- Πελλένη-Παπαγεωργίου, Ζητήματα από τις νέες ρυθμίσεις για τις συμβάσεις καταναλωτικής πίστης, 2012

- Πελλένη-Παπαγεωργίου Α., Η ελάχιστης εναρμόνισης Οδηγία 2014/17/ΕΕ σχετικά με τις συμβάσεις πίστωσης για ακίνητα που προορίζονται για κατοικία ΧρηΔικ 2015
- Περάκης Η αρχή του «υπεύθυνου δανεισμού» και η πρόσφατη κοινοτική Οδηγία για την καταναλωτική πίστη, ΧρηΔικ 3/2009
- Πολίτης (1998), Οι επενδυτικές συμβουλές, ΔΕΕ 4/10
- Σπύρου (2009), Εισαγωγή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Κεφαλαιαγορές και επενδυτική ψυχολογία, Αθήνα: Εκδ. Μπένου
- Σταθόπουλος (2004), Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, Αθήνα-Θεσσαλονίκη: Σάκκουλας ΑΕ
- Σωτηρόπουλος (1999), “Soft Information” και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, ΔΕΕ 5/8-9
- Τασίκας, Η υποχρέωση του πιστωτικού φορέα για αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του καταναλωτή στην παροχή καταναλωτικής πίστης, ΝοΒ 29 (2011)
- Τουντόπουλος (2015), Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Αθήνα-Θεσσαλονίκη: Σάκκουλας ΑΕ
- Τριανταφυλλάκης (2008), Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 2008
- Χασάπης, «Σκέψεις για την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην Οδηγία 2014/17/ΕΕ σχετικά με τις συμβάσεις πίστωσης σε καταναλωτές για ακίνητα, που προορίζονται για κατοικία, ΕφΑΔ 8-9/2015
- Χασάπης, Σκέψεις για την εναρμόνιση του ελληνικού δικαίου στην Οδηγία 2014/17/ΕΕ σχετικά με τις συμβάσεις πίστωσης σε καταναλωτές για ακίνητα, που προορίζονται για κατοικία: Μια συνοπτική παρουσίαση, ΔΕΕ 6/2015
- Χιωτέλλης, Προσωπικά δεδομένα και πιστοληπτική ικανότητα, ΧρηΔικ 2010
- Ψυχομάνης, Τραπεζικό Δίκαιο, 2011, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα- Θεσσαλονίκη